

信用等级公告

联合[2015]726 号

力合股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对力合股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

力合股份有限公司主体长期信用等级为 A+，评级展望为“稳定”
力合股份有限公司拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司
信评委主任：丁华伟

二零一五年十二月十一日

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>

力合股份有限公司

2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：A+

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 3.5 亿元

本次债券期限：不超过 7 年

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

担保方：珠海华发集团有限公司

担保方式：连带责任保证担保

评级时间：2015 年 12 月 11 日

主要财务数据：

发行人—力合股份有限公司

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	9.67	10.84	11.03	11.49
所有者权益(亿元)	8.34	8.81	8.68	9.00
长期债务(亿元)	0.29	0.55	0.51	0.50
全部债务(亿元)	0.38	0.83	0.98	0.81
营业收入(亿元)	2.03	2.19	1.73	1.30
净利润(亿元)	0.61	0.75	0.46	0.41
EBITDA(亿元)	1.03	1.19	0.96	--
经营性净现金流(亿元)	0.32	0.37	0.28	0.16
营业利润率(%)	30.97	36.80	34.58	37.86
净资产收益率(%)	7.31	8.73	5.26	4.62
资产负债率(%)	13.76	18.73	21.32	21.67
全部债务资本化比率(%)	4.37	8.58	10.12	8.29
流动比率(倍)	4.72	3.22	2.58	2.55
EBITDA 全部债务比	2.70	1.45	0.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	27.16	36.98	15.29	-
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.29	0.34	0.27	--

担保方—珠海华发集团有限公司

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	488.44	783.74	1,226.95	1,486.92
所有者权益(亿元)	194.44	265.18	299.61	301.45
全部债务(亿元)	192.02	375.45	704.20	931.65
净利润(亿元)	5.84	5.68	7.76	4.03
资产负债率(%)	60.19	66.17	75.58	79.73

注：1、2015 年三季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

3、由于 2014 年会计准则对长期股权投资与可供出售金融资产会计科目进行了调整，本报告 2012 年与 2013 年的财务数据为调整后数据，未经审计。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对力合股份有限公司（以下简称“公司”或者“力合股份”）的评级反映了其作为珠海市国资委旗下的上市公司，拥有电容器制造、电子设备制造、污水处理和高新企业孵化四大板块的综合性企业，污水处理业务和高新企业孵化业务稳定持续盈利，综合实力较强。但联合评级也注意到电容器及电子设备制造行业景气度持续下行，竞争日趋激烈等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司在稳定传统四大板块业务的同时，将依托珠海金融投资控股集团有限公司（以下简称“珠海金控”）的金融资源，进一步加大投资规模，优化投资结构，重点关注大健康产业、信息技术、工业自动化等领域，提升主营业务规模和盈利能力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。华发集团资产和权益规模较大，整体运营状况良好，其担保对于本次公司债券的到期还本付息具有显著的积极影响。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿付的风险很低。

优势

1. 公司是珠海市国资委旗下的上市公司，能够得到股东和国资委较大力度的支持。

2. 公司污水处理业务经营情况良好，能为公司带来持续稳定的收入和现金流。

3. 依托珠海金控的金融资源，未来公司有望在创投领域获得较为丰厚的投资收益。

4. 公司负债水平较低，债务负担轻。

5. 担保方华发集团资产和权益规模较大，整体运营状况良好，其担保对于本次公司债券的到期还本付息具有显著的积极影响。

关注

1. 受经济增速放缓的影响，电容器及电子设备制造行业景气度持续低迷。

2. 电子产品技术发展迅速，更新换代周期相对缩短，需持续关注公司的研发情况。

3. 公司未来将拓宽投资领域，涉及业务板块不断丰富，对公司的项目可研、风险控制和经营管理提出了较高的要求，同时也面临一定的投资风险。

分析师

周赧

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

周婷

电话：010-85172818

邮箱：zhout@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

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与力合股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与力合股份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。

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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因力合股份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。

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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由力合股份有限公司提供，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力合股份有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：



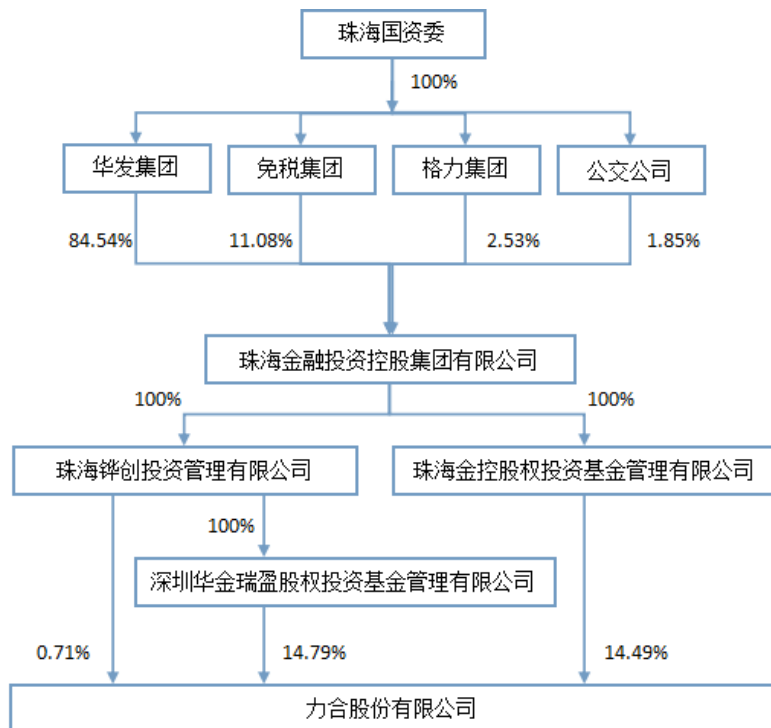
一、主体概况

力合股份有限公司（以下简称“公司”或“力合股份”），原名为珠海华电股份有限公司，于1992年10月28日在广东省珠海市成立，注册资本7,412万元。1993年10月中国证券监督管理委员会证监发审字【1993】60号文复审通过，深圳证券交易所深证所字【1993】第275号文审核批准，公司成功向社会公众公开发行每股面值为1.00元人民币的普通股股票2,470万股，并于1994年1月在深圳证券交易所上市，总股本9,882万元，主要股东为珠海经济开发区电力开发（集团）公司，持股比例为43.13%。

2000年，公司进行资产重组，第一大股东由珠海经济特区电力开发（集团）公司变更为深圳市清华科技开发有限公司（现名力合科创集团有限公司）。2009年10月，深圳力合创业投资有限公司通过深圳证券交易所集中竞价交易减持公司股份，成为公司第二大股东，珠海城市建设集团有限公司成为公司第一大股东。2011年1月，珠海市水务集团有限公司受让珠海城市建设集团有限公司所持本公司股份后，成为公司第一大股东。2013年9月，珠海金融投资控股集团有限公司旗下公司珠海铎创投资管理有限公司及其一致行动人通过深圳证券交易所集中竞价交易增持公司股份，成为公司控股股东至今。公司自上市以来，经多次增资配股、资本公积转增股本，截至2015年9月底，公司注册资本为3.45亿元，股本为3.45亿元。

截至2015年9月底，公司控股股东为珠海铎创投资管理有限公司（以下简称“珠海铎创”），公司实际控制人为珠海市人民政府国有资产管理委员会（以下简称“珠海国资委”）。公司2015年9月底的股权结构如下图所示。

图1 截至2015年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

注：珠海市人民政府国有资产监督管理委员会简称“珠海国资委”，珠海华发集团有限公司简称“华发集团”，珠海市免税企业集团有限公司简称“免税集团”，珠海格力集团有限公司简称“格力集团”，珠海公交巴士有限公司简称“公交公司”。

公司主营业务为电容器制造、电子设备生产、科研服务业和污水处理业。截至2015年9月底，

公司总部设有总裁办公室、证券事务部、战略运营部、人力资源部、资金财务部、风控法务部、实业事业部、审计监察部等职能部门（详见附件1），控股7个专业子公司。截至2015年9月底，公司员工合计502人。

截至2014年底，公司合并资产总计11.03亿元，负债合计2.35亿元，股东权益（含少数股东权益）8.68亿元。2014年公司实现营业收入1.73亿元，净利润（含少数股东损益）0.46亿元，其中归属于母公司的净利润0.32亿元。2014年公司经营活动现金流量净额为0.28亿元，现金及现金等价物增加额1.01亿元。

截至2015年9月底，公司合并资产总计11.49亿元，负债合计2.49亿元，股东权益（含少数股东权益）9.00亿元。2015年1~9月公司实现营业收入1.30亿元，净利润（含少数股东损益）0.41亿元，其中归属于母公司的净利润0.25亿元。2015年1~9月经营活动现金流量净额为0.16亿元，现金及现金等价物增加额0.23亿元。

公司注册地址：广东省珠海市香洲区唐家湾镇唐家大学路101号清华科技园创业大楼第六层东楼；法定代表人：谢伟。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“力合股份有限公司 2016 年公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券规模为不超过 3.5 亿元，期限为不超过 7 年（含 7 年）。本次债券采用单利按年计息，不计复利，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。本次债券票面利率由公司的主承销商通过市场询价协商确定。本次债券面向合格投资者公开发行。

本次债券由珠海华发集团有限公司提供不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金拟全部用于补充流动资金。

三、行业分析

公司的主要业务是生产电容器和污水处理，公司所在行业属于电子元器件行业的中铝电解电容器行业与城市污水处理行业。

1. 铝电解电容器行业

（1）行业概况

电容器作为三大基础被动电子元器件（电阻、电容及电感器）之一，在电子元器件产业中占有重要的地位，是电子线路中必不可少的元器件之一，约占全球被动电子元器件市场的 56%。电容器是一种由两片接近并相互绝缘的导体制成的储存电荷的元器件，在电路中主要用于调谐、滤波、耦合、旁路和能量转换等。

电容器根据电介质不同主要分为铝电解电容器、钽电解电容器、陶瓷电容器和薄膜电容器四大类，其中铝电解电容器具有单提及 CV 值高和性价比高等显著优点，占据了 30%以上的电容器市场份额，并随着新能源及新能源汽车、变频技术等新兴产业的发展，其所占比率有上升趋势。

铝电解电容器在电子线路中的基本作用一般为：通交流、阻直流，具有滤波、旁路、耦合和

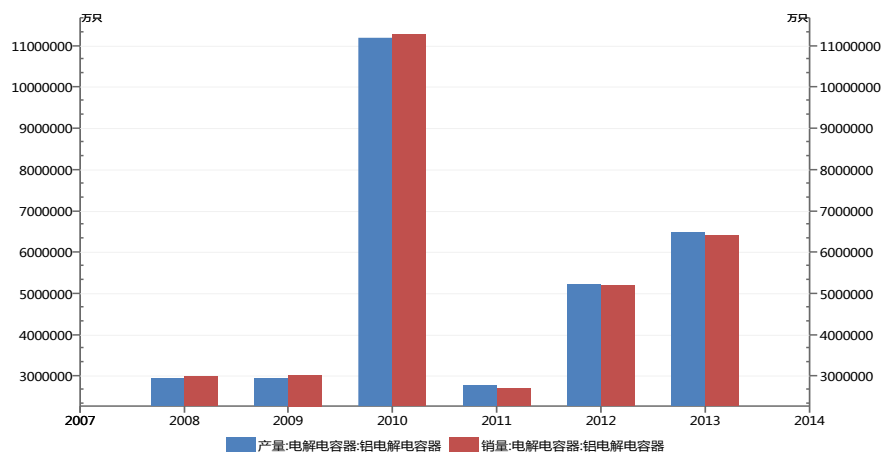
快速充放电的功能，并有体积小、储存电量大、性价比高的特性。随着现代科技的进步与电容器性能不断提高，铝电解电容器已广泛应用于消费电子产品、通信产品、电脑及周边产品、新能源、自动化控制、汽车工业、光电产品、高速铁路与航空及军事装备等。

铝电解电容器根据电解质形态的不同可以划分为液态铝电解电容器和固态铝电解电容器；按引出方式的不同可分为引线式、焊针式、焊片式、螺栓式、贴片式等五种。

近二十年，全球电子元器件的生产向中国转移，作为最重要的电子元器件之一，铝电解电容器的生产明显向中国转移。以前，中国铝电解电容器制造企业的市场以平板电视、显示器、DVD、电子镇流器、计算机、音响等消费类产品及普通工业类产品为主。随着世界铝电解电容器产能越来越向中国集中，部分中国本土铝电解电容器逐渐掌握并批量生产高档的节能照明、太阳能、风力发电、通讯和开关电源、变频器、汽车电子等专用铝电解电容器。

从铝电解电容器产销情况看，近年随着电容器产能向中国转移和下游需求向好，铝电解电容器市场快速增长。2010 年以前，中国铝电解电容器平稳发展，市场总体呈现供不应求的格局。2010 年，受中国大规模经济刺激政策的影响，下游家电、工业照明、汽车电子等产业高速发展，带动铝电解电容器产销量达到历史高点，2010 中国铝电解电容器产量为 1,119.40 亿只，销量为 1,125.84 亿只。2011 年，经济刺激政策陆续退出，下游需求被过度透支，铝电解电容器产销量跌入低谷，并呈现产大于销的市场格局，产能过剩的生产格局，2011 年产量为 276.64 亿只，销量为 270.92 亿只。2012 年至今，随着下游行业尤其是消费类电子行业、电脑及周边行业和能源类产品的需求增加，铝电解电容器呈快速发展，但是供大于求的市场局面依然持续，产能过剩的生产格局依然存在。2012 年，中国铝电解电容器产量为 522.21 亿只，同比增长 88.79%；销量为 519.77 亿只，同比增长 91.85%。由于产销基数增大的原因，铝电解电容器发展速度有所降低，2013 年，中国铝电解电容器产量为 646.75 亿元，同比增长 23.85%；销量为 639.53 亿只，同比增长 20.66%。

图2 铝电解电容器产销情况



从电容器价格方面看，2010 年，中国推行大规模经济刺激政策，下游行业对电容器需求旺盛，华强北电容器指数回升至 95.63。此后，随着经济刺激政策逐渐退出，下游需求过度消化，欧债危机爆发等不利因素导致下游产业对电容器的需求减少，华强北电容器指数下滑至近 8 年的低点 92.59 点。2012 年至今，随着下游行业尤其是消费类电子行业、电脑及周边行业和能源类产品的需求增加，电容器价格波动上行，2013 年华强北电容器指数达到近 8 年的高点 103.92 点；随后电

容器价格有所回落，但价格整体保持平稳发展，2015 年华强北电容器指数为 101.32，仍处于上升趋势。

图3 铝电解电容器价格走势



资料来源: WIND资讯

总体看，铝电解电容器是电子工业的基础原材料，有质优价廉的产品优势，下游行业需求量大。中国已成为全球大型铝电解电容器生产基地，供过于求、产能过剩的局面依然持续，但行业处在稳步回升的市场格局。

(2) 行业上下游分析

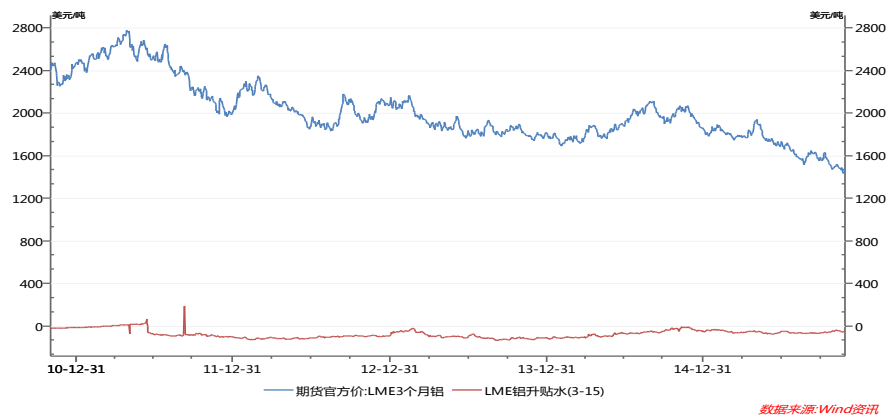
上游供给

铝电解电容器的上游原材料包括：电极箔、电解液、电解质、铝壳、引线、橡胶塞。其中，电极箔、电解液、电解纸是三大关键部件。①电极箔作为关键原材料占铝电解电容器生产成本的30%到60%，其产品质量和品质很大程度上决定了铝电解电容器的性能和质量。国内专业的电极箔生产企业主要有江苏中联科技集团、广西贺州市桂东电子科技有限公司等。国内高压、高比容电极箔的生产技术水平还不高，仍大量从日本进口，而且价格较高，严重影响了中国电容器行业的利润水平。②电解液分为自制于外购两种途径，根据铝电解电容器企业技术实力不同，一般掌握电解液配方的企业多采用自制的方法。③电解电容器纸的技术含量高，全球电解电容器纸行业主要生产厂家有日本的NKK和浙江凯恩特种材料有限公司，前者约占全球70%的市场份额，后者约占20%的市场份额，市场集中度高。

电极箔等关键原材料在铝电解电容器生产成本的30%~60%，电极箔的定价主要参照上游铝价格的变动，因此受到铝价格变动影响。近年来，中国已经成为世界第一大电解铝生产国和消费国，是全球电解铝生产和消费的主要增长动力。2013年初，铝价短暂回升，4月份以来国内外铝价下跌空间不断扩大，部分地区均有铝生产企业开始陆续减产，产、销量进一步下跌。进入2014年，中国电解铝产量增速有所回升，全年电解铝产量为2,438.20万吨，增长7.69%。近几年，中国电解铝产能严重过剩，铝市供应压力较大，产能利用率逐年下降，2014年中国电解铝行业产能为67%左右。电解铝价格方面，一方面，中国电解铝价格跟随国际价格的走势；另一方面，受经济增长、成本变动及中国市场供需变化影响较大。2013年，全球流动性萎缩及中国经济缓慢增长等因素对铝价形成一定压力，国际铝价继续维持下行态势，截至2013年底LME3月期货价格为1,744美元/吨，全年均价为1,888美元/吨，较2012年下跌约8%。中国方面，行业产能过剩导致供给压力较大仍是制约铝价上行的主要因素，2013年SHFE期铝平均价格为14,592元/吨，同比下跌7.6%。

2014 年，国际铝行业呈现相对紧缺的供需关系，对 LME 铝价形成一定支撑，全年 LME3 月期货平均价格为 1,893 美元/吨，同比小幅上涨 0.3%，同时现货升水不断提升。进入 2015 年，随着中国新增产能的陆续释放及原有产能产能复产，国际经济进一步下探，铝价延续下跌行情；截至 2015 年 11 月底，LME3 月期货价格为 1,480 美元/吨，较年初下降了 20.39%，下滑幅度较大；中国方面，截至 2015 年 11 月末，SHFE 期铝价格为 10,305 元/吨，较年初下降了 20.21%，下滑幅度较大。

图4 电解铝价格走势价格走势



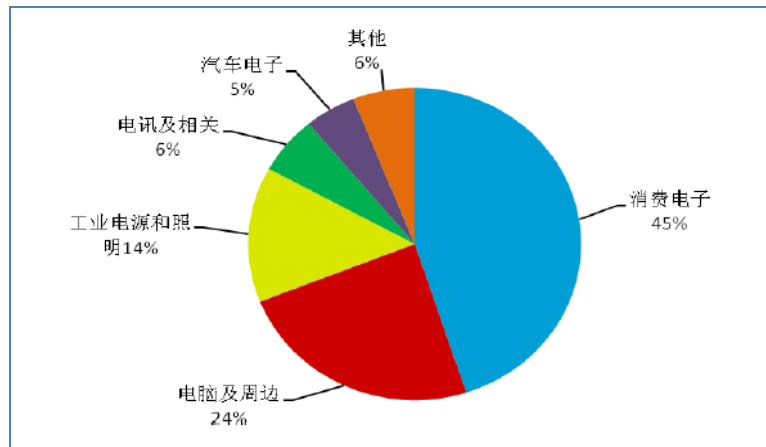
资料来源：WIND资讯

总体看，近年来受电解铝价格不断下滑的影响，铝电解电容器原材料价格呈不断下行的态势，上游原材料价格压力减小。

下游需求

铝电解电容器的下游行业主要是消费类电子产品、电脑及周边、工业电源及照明、新能源及汽车等行业。①消费类电子领域，中国已经成为世界家电行业的制造基地，空调、冰箱、洗衣机和液晶电视全部位居世界第一，未来中国的家电消费电子产品还会稳健增长。新型消费类电子产品迅速发展，PC 产品和笔记本电脑的需求持续上升，平板电脑、智能手机作为新一类的应用终端也呈快速发展态势，2014 年全球 PC 出货 3.16 亿台，平板电脑出货 2.33 亿台。铝电解电容器大量应用于电脑主板、显卡、电源驱动等部件，未来电脑及周边领域的良好发展为铝电解电容器行业的发展创造良好基础。②电源领域，电源供应器市场是铝电解电容器重要的应用领域，电源作为电子设备不可或缺的动力供应器，广泛应用于各行各业。据统计，中国有 5,000 家电子电源生产企业，再加上国外电源厂商在中国生产规模的增加和市场推广力度的加大，中国电源市场对铝电解电容器的需求越来越多。在工业应用领域的集成制系统、数字加工中心、自动装配机等都大量使用中、高压铝电解电容器。③中、高压铝电解电容器广泛应用于节能灯和其他节能电子产品领域。各国禁用白炽灯，推广节能灯，中国已经成为全球的节能灯生产大国，产量占全球的 80% 以上。2011 年 11 月，国家发改委发布关于逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯的公告，根据白炽灯淘汰计划，到 2016 年 10 月将全面禁止销售和进口 15W 以上的普通照明用白炽灯，上述举措将进一步带动国内节能照明铝电解电容器的需求。

图5 铝电解电容器下游行业分布



资料来源：Paumanok Publicaion Inc

高分子固态铝电解电容器作为成长性较好的电容器产品，有着良好的应用前景。固态铝电容器采用导电率高、热稳定性好的高分子材料取代传统电解质，与普通液态铝电解电容器相比，有可靠性强、使用寿命长，高频、低阻抗、耐特大波纹电流等特性，每一颗固态铝电解电容器可替代 2~3 颗普通铝电解电容器，有利于电子产品的集成化和小型化，并可以克服液态铝电解容易漏液等弊端。在笔记本电脑、LCDTV、3D 显示器、游戏机等领域有着巨大的市场空间。随着 4G 网络、电子信息产业发展及消费结构升级，尤其是随着其核心原材料售价下降，固态高分子电容器应用领域将不断扩大，市场需求快速增长。

总体看，下游行业市场容量巨大，且新需求不断出现，以及相关产业政策的影响，未来中国铝电解电容器需求呈较好态势。

（3）竞争格局

目前，日本、台湾地区、韩国和中国大陆是全球铝电解电容器的主要生产国家和地区，全球前五大铝电解电容器厂商有四家是日本企业，分别为：Chemi-con、Nichicon、Rubycon 和 Panasonic。近年来，日本企业由于生产成本低，逐渐退出了中低档铝电解电容器市场，专注于高附加值的高性能产品，如片式电容器、工业用高压电容及高分子固态铝电解电容器市场的发展。前四名日本厂商占据了全球 55% 左右的市场份额，处于强势竞争地位。

表1 2013年全球铝电解电容器市场份额前十大企业排名

企业名称	所在国家/地区	市场份额	排名
Nippon Chemi-Con	日本	18.06%	1
Nichicon	日本	16.43%	2
Rubycon	日本	12.61%	3
Panasonic	日本	8.41%	4
Sam Young Electronics	韩国	6.80%	5
Man Yue Elecnics	香港	4.56%	6
Sam Wha Elecnronic	韩国	4.30%	7
Aihua Group	中国	3.64%	8
Nantong Jianghai	中国	3.41%	9
Lelon	台湾	3.29%	10

资料来源：Paumanok Publicaion Inc

目前，中国国内约有 30 多家电子元器件企业生产铝电解电子容器（包括外国公司在国内设立

的企业),中国铝电解电容器行业的整体水平仍以中低档产品为主,其中,中档产品供求平衡,竞争充分,规模经济效应明显。低档铝电解电容器市场供过于求,竞争激烈,以价格竞争为主。未来行业竞争将会由价格竞争向品质、技术竞争转变。

总体看,目前日本企业在全球电容器市场处于强势地位,垄断地位较难打破。国内电容器行业竞争较为激烈。

(4) 行业政策

电子元器件和电子元器件材料制造业属于国家鼓励发展行业。

2011年3月,国家发改委发布《产业结构调整指导目录(2011年本)》,其中将新型电子元器件及新型电子元器件材料列为鼓励类产业。

2011年7月,中国电子元器件行业协会发布的《中国电子元器件行业“十二五”发展规划》列为重点发展的产品和技术有:高压阳极箔、LED照明铝电解电容器,混合动力、电动汽车及高铁机车用特种电容器,风力发电用储能电容器,国家电网工程长寿命电容器,为石油勘探等配套用高温电容器等。

2012年2月,工业与信息化部发布《电子信息制造业“十二五”发展规划》,将电容器材料以及为太阳能、风力发电等新能源产业配套的超级电容器、功率型电容器等关键电子元件列为重点发展产业。

总体看,国家产业政策一直支持行业的发展,尤其是高端产品的研发与制造,并给予出口企业一定的优惠政策。

(5) 行业关注

人民币升值造成出口产品优势减弱

中国电子元器件行业是一个充分竞争的行业。从其起步阶段,国内并没有为此产业设定保护性关税壁垒,行业内企业直接参与国际竞争。自汇率改革以来,由于美国经济的发展放缓,美元持续贬值,以及电子元器件行业出口依存度高的特性,行业内企业的盈利能力受到人民币兑美元升值的影响较大。如果企业不采取合理的措施来改变盈利结构或找到新的利润增长点,人民币升值对企业本身的业绩影响就会较大。

原材料价格波动影响

电极箔等关键原材料在铝电解电容器生产成本的30%~60%,电极箔的定价主要参照上游铝价格的变动,因此受到铝价格变动影响。电极箔需要经过腐蚀和化成两道工序,化成工序的主要作用是对腐蚀箔进行赋能(介质氧化膜的形成),因此需要消耗大量电力,电价的变动对电极箔和铝电解电容器的成本也有一定影响。

技术水平有待提高

我国铝电解电容器行业的整体技术水平与国际先进企业还存在一定的差距,许多新功能、新结构、高性能的铝电解电容器还需要进口。我国铝电解电容器进口额持续上升,国产产品还不能完全满足国内市场需求。

(6) 行业发展

未来市场发展空间广阔

近年来,随着电子信息行业的快速发展,数码电子产品的更新换代速度越来越快,以平板电视、笔记本电脑、智能手机等产品为主的消费类电子产品产销量持续增长;在变频技术广泛应用的领域,风力发电、太阳能发电、电动汽车为代表的绿色能源领域,以4G为代表的通讯设施等新型应用领域带动了铝电解电容器产业快速增长。在未来几年内,上述产业仍将给铝电解电容

器产业带来很大的市场空间。

全球化趋势日趋明显

铝电解电容器行业全球一体化的趋势越来越明显，各主要客户越来越多的面向全球采购，而且客户分布于世界各地，这对生产厂商营销服务的要求非常高。一个健全的销售和售后服务网络对于开拓和维护大型优质客户，参与国际竞争具有重要意义。

大规模、自动化和柔性化生产成为重要竞争力

随着全球铝电解电容器产业的发展，产业集中度逐渐提高，规模经济成为该行业重要的竞争力。同时，电容器行业的大批量、多规格、多品种的生产特点也增加了生产的难度。自动化、大规模、柔性生产逐渐成为趋势。

产业布局向中西部地区转移

国内大型铝电解电容器厂商主要分布在珠三角、长三角以及中西部地区。随着人力资源成本的逐年增长，中西部地区的区域优势逐渐显现，近年来众多先进制造企业落户中西部。铝电解电容器企业在成本的驱动下也有西迁的趋势，特别是电极箔行业。由于生产化成箔需要耗费大量电能，电价对产品成本的影响较大，因此，主要化成箔工厂都向电价较便宜的地区聚集，如新疆、内蒙古等地。

技术发展片式化、小型化、高可靠性

随着电子设备的小型化，尤其是电脑、手机的小型化，片式铝电解电容器的市场需求量与日俱增。铝电解电容器由于片式化技术较复杂，片式化进程相对较慢。有机半导体固态电解质和高分子导电聚合物在铝电解电容器中的应用促进了铝电解电容器片式化的进程，如以高分子聚合物为电解质的高分子固态铝电解电容器。

铝电解电容器广泛应用于节能灯、LED 驱动装置、车载电子设备等，要求其在高温高电压等严苛工作环境中保持长寿命，因此，铝电解电容器的使用温度范围必须进一步扩大。另一方面，程控交换机、工业用大型电源、引擎控制器等使用的铝电解电容器必须具备相当高的可靠性和超长使用寿命特性，使得高可靠性、长寿命成为铝电解电容器发展的必然趋势。

总体看，铝电解电容器行业未来发展空间较大，全球化已成为行业发展的趋势。随着人力成本的提高，中国铝电解电容器产能逐渐向中西部转移。铝电解电容器的生产逐渐向大型化、柔性化和自动化发展，产品技术逐渐向片式化、小型化和高可靠性发展。

2. 污水处理行业

（1）行业概况

污水处理为水务行业链条的第二个主要部分。污水处理即使污水达到排入某一水体或再次使用的水质要求，用各种方法将污水中所含的污染物分离出来或将其转化为无害物质，从而使污水得到净化的过程。污水处理对于环境保护和居民生活安全非常重要，是关乎国计民生的重要基础行业。我国是一个人均水资源匮乏的国家，被列为世界上十三个贫水国之一。随着我国工业化和城镇化的推进，日趋严重的水污染不仅降低了水体的使用功能，进一步加剧了水资源短缺的矛盾，对中国正在实施的可持续发展战略带来了严重影响，而且还严重威胁到城市居民的饮水安全和人民健康。

根据处理工艺流程的不同，污水处理主要分为生活污水处理和工业污水处理。对于生活污水处理，整个过程是先由企业、小区或办公大楼进行预处理，然后通过城市管网排放到集中污水处理厂进行终端处理。预处理要求相对简单，没有技术含量，主要是去除水中比较大的固体物质，集中处理则比较复杂，因为集中处理体量非常大，且最终排放要达到一定的标准；工业污水由于

所含物质差别非常大，且含有很多有毒有害物质，所以在预处理阶段就对技术要求非常严格，是一个技术型行业，且各种工业废水的处理工艺差别非常大，因此有大量的企业存在，通过掌握某个行业污水处理的技术而获得生存，工业废水的处理大多是经过特殊工艺处理后排放到集中污水处理厂，此外还有一些分布非常偏僻且量比较大的污水排放源则要就地处理达到可排放标准后进行排放。

在污水处理能力方面，近年，由于我国政府重视城市基础设施建设和居民用水安全，城市污水收集和污水处理能力都有了较大幅度的增长和提高。截至 2014 年底，全国建成污水处理厂约 3,800 座，污水处理能力约 1.6 亿立方米/日。

在污水处理量方面，2014 年，全国城镇污水处理厂累计处理污水 480.6 亿立方米，比 2013 年增长 8.1%；运行负荷率达到 84.1%，比 2013 年增长 1.5 个百分点。近两年，污水处理量的增长速度高于污水处理能力的增加速度，运行负荷率也快速增长，说明污水处理需求快速增加。

总体看，污水处理行业作为基础性的民生产业，近年污水处理能力有所提高，污水处理量增速较快，且快于污水处理能力的增加速度。

（2）行业经营

商业模式

截至 2014 年底，污水处理行业内主要的经营服务可分为建设期服务、运营期服务和投资运营服务三大类型。其中，行业内比较常见且特有的经营模式有：EPC(设计-采购-施工)、DBO(设计-建设-经营)、TOT(移交-经营-移交)、BOT(建设-运营-移交)。比较少见的情况还有一些环保技术公司采取分包方式承接工业废水治理项目。

这几种商业模式中，EPC 是工业废水治理最传统的方式。这种模式下，水务公司承担从工程的设计、采购、施工、试运行，一直到投产的全部工作，作为总承包方，它要完成以上工作才能将工程交给业主；DBO 模式指的是承包商设计并建设一个污染治理设施，并且运营该设施，满足在工程使用期间业主的运作要求。承包商负责设施的维修保养，以及更换在合同期内已经超过其使用期的资产。该合同期满后，资产所有权移交回给业主。与传统的 EPC 方式相比，该工程交付方式的重要特征就是，承包商不仅承担设施的设计施工，在移交给业主之前的一段时间内，比如说 5 年到 10 年，还要负责其所建设设施的运营；TOT/BOT 模式目前比较流行。TOT 是指客户将建设好的污水处理项目的一定期限的经营权，有偿转让给服务商进行运营管理；服务商在约定的期限内通过经营收回全部投资并得到合理的回报，双方合约期满之后，服务商再将该项目无偿交还政府；BOT 是指客户与服务商签订特许权协议，特许服务商承担污水处理项目的投资、建设、经营与维护，在协议规定的期限内，服务商向政府定期收取污水处理费，以此来回收该项目的投资、融资、建造、经营和维护成本并获取合理回报，特许期结束，服务商将污水处理项目的资产无偿移交给政府。

销售模式

同供水行业一样，污水处理的销售模式也比较单一：水务公司的用户根据实际用水量定期向供水企业缴纳水费，水费中会包含污水处理费。污水处理费是城市污水集中处理设施按照规定向排污者提供污水处理的有偿服务而收取的费用，以保证污水集中处理设施的正常运行。

盈利模式

污水处理费由政府核定，市场化程度很低。大多数情况下，污水处理费是在补偿排污管网和污水处理设施的运行维护成本的基础上，由政府确定利润率，按照合理盈利的原则核定。

总体看，污水处理的经营模式以 EPC、TOT、BOT 为主，污水处理费包含在水费中，且由政

府核定污水处理的利润率，市场化程度很低。

（3）行业政策

城市供水定价体制改革

城市供水行业是社会进步和经济发展的重要支柱，中央及各级地方政府非常重视城市供水行业发展，国家的政策支持主要表现在以下几个方面：首先，2011 年中央 1 号文件《中共中央、国务院关于加快水利改革发展的决定》指出：积极推进水价改革。充分发挥水价的调节作用，兼顾效率和公平，大力促进节约用水和产业结构调整；工业和服务业用水要逐步实行超额累进加价制度，拉开高耗水行业与其他行业的水价差价；合理调整城市居民生活用水价格，稳步推行阶梯式水价制度；按照促进节约用水、降低农民水费支出、保障灌排工程良性运行的原则，推进农业水价综合改革，农业灌排工程运行管理费用由财政适当补助，探索实行农民定额内用水享受优惠水价、超定额用水累进加价的办法。其次，为支持城镇污水处理设施建设，提高城镇污水处理能力。中央财政设立了城镇污水处理设施配套管网专项资金，财政部和住房城乡建设部于 2011 年 5 月 23 日联合下发了《“十二五”期间城镇污水处理设施配套管网建设项目资金管理办法》（财建[2011]266 号），规范专项资金的分配原则、使用和管理等。最后，国家大力倡导低碳经济、节能减排、发展环保产业等政策。这些政策将有力推动资源性产品价格的改革，有利于城市供水行业的发展。

“十二五”将推行绿色水价电价政策

2011 年 11 月，环保部发布《“十二五”全国环境保护法规和环境经济政策建设规划》，首次明确提出将推行燃煤电厂脱硝及再生水价格等绿色水价电价政策。

《规划》指出，为从根本上解决“资源低价、环境无价”导致的资源配置不合理问题，“十二五”期间，环保部将建立并完善环境资源产品定价机制、收费机制和税收机制等。

在环境资源产品定价方面，《规划》提出，要推动制定限制类和淘汰类高耗水企业惩罚性水价，完善鼓励再生水、海洋淡水、微咸水、矿井水和雨水开发利用的价格政策。同时，要推动制定高耗能、高污染行业差别电价政策，对污水处理、污泥无害化处理、非电力行业脱硫脱硝和垃圾处理设施等鼓励类企业实行政策优惠。研究基于环境成本考虑的资源性产品定价政策，将资源开采过程中的生态环境破坏成本，纳入煤炭、石油、天然气、稀缺资源等资源定价体系中。

“水十条”体现国家对污水处理日益重视

2015 年 4 月 16 日，国务院正式发布《水污染防治行动计划》，即“水十条”。“水十条”是我国治理水污染最重要的纲领性文件，包含 10 条 76 项 238 条具体措施。计划提出，到 2020 年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制，地下水污染加剧趋势得到初步遏制，近岸海域环境质量稳中趋好，京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。到 2030 年，力争全国水环境质量总体改善，水生态系统功能初步恢复。到本世纪中叶，生态环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。

总体看，各项行业政策的制定将进一步促进和规范水务行业发展。

（4）行业关注

供水行业市场化水平低，行业盈利低微

目前国内水务行业特别是供水行业采取的是地方政府独家垄断经营的方式，行政色彩相对浓厚，供水公司的商业运作与管理创新受到较大的限制。由于水务行业市场化程度不高，水不被真正地视为商品，供水水价低于供水成本，造成供水企业长期亏损。城市水价构成中，主要只考虑了净水成本补偿，而对供排水管网建设和污水处理成本补偿不足。水价由地方物价局举行价格听

证会的方式决定，没有建立根据市场供求和成本变化及时调整的机制，供水价格普遍偏低，造成供水企业长期处于保本微利甚至亏损状态，严重阻碍了供水行业的发展。目前国家正逐步推行工业和服务业用水超额累进加价制度，居民生活用水采用阶梯式水价制度。自来水价格调整向市场化靠拢有望推动水价的上涨，改善行业盈利状况。

水务行业集中度较为分散，行业内缺少龙头企业

目前国内共有城市供水企业约 1,110 家，相比 2010 年减少了约 50%，行业的市场集中度有所提高，但规模最大的企业其市场份额也仅有约 4%，行业的市场集中度仍非常低。国有水务公司与政府部门有天然的公共关系优势，在区域范围内拥有资源优势和垄断优势。但在跨地域经营、规模经济方面与全国性的公司相比，有一定的差距。外资公司拥有先进的水务技术，尤其在污水处理行业处于技术领先地位，但是整个行业内外资公司数量不多。民营公司方面，由于水务行业涉及国计民生，对一国的经济社会稳定十分关键，因此，目前进入该行业的民营公司相对较少，所占市场份额也较为有限，主要集中在污水处理领域。

(5) 行业发展

水是我国社会生产和居民生活不可或缺的资源，随着中国宏观经济的稳定增长和中国城镇化进程的加快，城市供水的需求会持续旺盛。

市场化的政策导向将加快水务行业的发展进程。随着我国水资源的供求矛盾日益突出，通过水价杠杆调节水资源的供求关系，促进水资源的合理利用，保障经济社会的可持续发展，成为水价改革的主要目的，而水价改革也将为社会资本等多元化资本进入创造了基本的盈利空间，有利于行业的健康发展。近年来，国家加大了水价改革的力度，国内大部分城市都已实施或在积极酝酿水价上调的具体方案，完善水价形成机制、合理调整城市供水、水利工程供水价格、加大污水处理费征收力度等措施。

总体看，国民经济持续、快速、稳定发展为水务行业的发展提供了保证，此外，水价形成机制的合理化改革，将给专业化的投资运营商带来良好的投资收益，城市供水行业面临良好的发展前景。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司为投资控股型企业，主要有高新技术企业孵化板块、电子设备制造板块、电子器件制造板块和污水处理业务板块。

高新技术企业孵化业务方面，子公司珠海清华科技园创业投资有限公司（以下简称“清华科技园”）主业为高新技术企业孵化和创业投资，清华科技园园区占地面积 15 万平方米，已建成并投入使用的建筑面积为 6.8 万平方米，目前续建一期项目正在积极推进中。清华科技园（珠海）是除清华科技园总园以外，全国仍然保留的唯一一个以“清华”命名的科技园，也是国内较早实践投资和孵化相结合模式的园区之一。目前，园区已逐步形成独特的投资和技术支撑体系，孵化和投资业务在广东省和珠海市均处于前列。截至目前，清华科技园投资的两家企业实现成功上市，分别为数码视讯（2010 年上市）和拓邦股份（2007 年上市），2014 年，清华科技园启动实施珠海市政府与清华大学市校深化合作发展战略，以推动引进更多清华大学科技资源和高科技产业项目，促进清华科技园长远发展。

电子设备制造和电子器件制造业务方面，子公司珠海华冠电子科技有限公司（以下简称“华冠电子”）主要产品为电子元器件（主要是锂电池和电容器）生产设备，为国内最早从事相关产品

生产的企业之一，在自动化设备制造领域具有一定的技术和品牌优势。子公司珠海华冠电容器有限公司（以下简称“华冠电容器”）是国内最早批量生产片式铝电解电容器的厂家之一，生产技术水平居国内同行领先地位，产销量在行业中为中等规模，在车载电子领域居领先地位。公司促进华冠电子、华冠电容器的协同发展有利于实现资源共享和优势互补，提高整体盈利能力。华冠电子电子产业基地建设稳步推进，截至 2014 年底，研发车间和五号厂房竣工投入使用，六号厂房完成报建，适时可启动建设。2014 年，华冠电容器分批扩建六条固态铝电解电容器生产线，一期扩产的三条生产线已交付，达到片式铝电解电容器年产 4.2 亿只；插件铝电解电容器年产 3 亿只；牛角铝电解电容器年产 120 万只；笔形铝电解电容器年产 120 万只及固态铝电解电容器年产 1 亿只的规模。

污水处理业务方面，公司子公司珠海力合环保有限公司（以下简称“力合环保”）在珠海市拥有 3 个污水处理厂，设计污水处理能力为 9.8 万吨/日，凭借成熟、精细化的运营管理流程和精干的管理队伍，力合环保运营项目具有较强的竞争能力，是珠海唯一连续十多年保持污水处理 100%达标的企业。2014 年，力合环保在东营市投资的中拓百川东营项目（西城城北污水处理厂，一期设计污水处理能力为 4 万吨/日）已建成，现已在调试运行，同时着手项目竣工验收及结算等后续工作。

此外，公司投资参与 TMT 基金，充分发挥公司在创业投资领域的优势，间接投资于国家经济转型升级的发展方向，以获取良好的投资收益；同时，借助 TMT 基金的专业投资团队资源，带动公司投资团队建设，推动公司投资业务的发展，积极探索股权投资的商业运营模式，进一步做大公司创业投资规模。

总体来看，公司高新技术企业孵化业务在人才和项目上优势显著；电子设备和电子器件制造业务板块在细分产品上经营情况良好、市场认可度较高；污水处理业务在珠海市经营情况良好，公司未来有望在创投领域获得较大发展，公司整体竞争实力较强。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员 8 人，其中包括总裁 1 名、执行副总裁 1 名，副总裁 4 名，财务总监和董事会秘书各 1 名。公司高管人员大多在公司从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长谢伟先生，1974 年生，中国湖北武汉人，大学研究生学历。先后曾担任深圳市国际企业股份有限公司董事局秘书、投资部经理；珠海华发实业股份有限公司董事局秘书；珠海金融投资控股集团有限公司董事常务副总经理。现任珠海华发集团有限公司常务副总经理；珠海金融投资控股集团有限公司董事总经理；力合股份有限公司董事长。

公司总裁郭瑾女士，1972 年生，中国广东珠海人，大学本科学历。先后曾担任交通银行珠海分行办公室秘书、信贷处信贷员、信贷科科长；交通银行珠海分行公司业务处处长助理、公司业务处副处长、处长；交通银行珠海分行行长助理、副行长；交通银行广东省分行公司业务部、大客户部、投资银行部总经理；珠海金融投资控股集团有限公司副总经理。现任力合股份有限公司总裁。

截至 2015 年 9 月底，公司共拥有员工 502 人，硕士及以上学历 13 人，占 2.59%；本科学历 77 人，占 15.34%；大专学历 80 人，占 15.94%；高中、中专及以下 332 人，占 66.14%。岗位分布中，生产人员 300 人，占 59.76%；销售人员 27 人，占 5.38%；技术人员 38 人，占 7.57%；财务、审计人员 24 人，占 4.78%；其他人员 113 人，占 22.51%。

总体来看，公司员工中生产人员占比较大，符合公司所属行业特点。公司主要高管人员在行

业和企业管理方面具有丰富从业经验，整体素质较高。

3. 优惠政策

华冠电子取得编号为 GR201444000034 的高新技术企业证书，在 2014 年~2016 年期间享受高新技术企业 15% 的所得税优惠税率。

4. 股东背景

公司股东珠海铨创属于珠海金控的全资子公司，珠海金控通过珠海铨创直接和间接持有力合股份 15.50% 的股权，并通过旗下另一全资子公司珠海金控股权投资基金管理有限公司持有力合股份 14.49% 的股权，珠海金控合计间接持有公司 29.99% 的股权。

珠海金控于 2012 年 7 月在珠海横琴新区正式注册成立，由珠海市国资委旗下珠海华发集团有限公司、珠海格力集团有限公司、珠海市免税企业集团有限公司及珠海公交巴士有限公司共同出资组建。珠海金控是珠海及横琴新区营运国有金融资产、进行产业投资的核心平台，坚持进取型发展战略，立足珠海，布局全国，先后在深圳、香港、北京、上海、天津等金融核心城市设立分支机构，广泛拓展国际国内多种金融资源，迅速搭建起了多元化的综合金融业务体系，珠海金控拥有的金融资产丰富，包括银行、融资租赁、消费金融、交易平台、证券、期货、直投、基金管理、资产管理、担保、科技小贷以及其他小微金融，发展成为横跨多个金融领域的大型综合性金融控股集团。截至 2014 年底，珠海金控总资产 167.98 亿元，净资产 58.09 亿元。

总体看，公司股东金融资源丰富，实力雄厚，能够为公司的未来发展提供较多的资源和支持。

五、公司管理

1. 治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和《公司章程》的相关规定，设立了股东大会、董事会、监事会，行使公司的决策权、经营管理权和监督权。

股东大会是公司的权力机关，决定公司的经营方针和投资计划。

公司董事会向股东大会负责，执行股东大会的决议。公司董事会由 11 名成员组成，其中 2 名为执行董事（其中 1 名为总裁，1 名为执行副总裁）、4 名为独立董事，董事任期 3 年。董事会下设 4 个专门委员会，分别为审计委员会、战略委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会。审计委员会共 3 人，其中 2 名独立非执行董事，他们均具备理解财务报表所需的商业技巧和经验，其职责包括监督和检查公司的财务汇报程序及内部控制制度。战略委员会由 7 名成员组成，其中 3 名为独立非执行董事，主要职责是对公司长期发展战略和重大投资决策进行研究并提出建议。薪酬与考核委员会共 4 人，其中 3 名独立非执行董事，其职责在于研究董事及经理人员的考核标准，进行考核并提出建议，以及研究和审查董事、高级管理人员的薪酬政策及方案。提名委员会由 5 名董事组成，其中 3 名独立非执行董事，其主要职责是对公司董事提名问题进行研究、提出建议。

公司设立的监事会为专门的监督机关，负责对董事会及其成员以及总裁、副总裁等高级管理人员进行监督。监事会由 5 名监事组成，其中 1 人出任监事长。监事任期 3 年，可连选连任。

公司设总裁 1 名，由董事会提名，董事会聘任或者解聘。总裁任期 3 年，可连聘连任。总裁对董事会负责。总体看，公司法人治理结构较完善，通过权利的相互制衡，保证了公司顺利运行。

2. 管理体制

截至2015年9月底，公司下辖7家控股子公司。公司总部设有总裁办公室、证券事务部、战略运营部、人力资源部、资金财务部、风控法务部、实业事业部、审计监察部等职能部门。公司结合实际情况制定了各部门职责和相关业务管理制度，并在执行过程中不断加以完善。

从实际情况看，目前公司职能分工较细，部门设置齐全，按照控股子公司特点设置了相应的部门进行管理。为有效实现内部控制监督，公司设置独立的审计监察部对采购、销售活动及财务报告进行内部审计。审计监察部对董事会负责，直接向董事会报告。

子公司管理方面，公司对控股子公司进行统一管理，建立有效的管理流程制度，制定了《控股子公司管理办法》。公司各职能部门及公司向子公司委派或推荐的董事、监事及高级管理人员依据对子公司资产监督和上市公司规范运作的需要，行使对子公司的重大事项进行管理的权利；同时，负有对子公司指导、监督和相关服务的义务。子公司控股其他公司的，逐层建立对其控股子公司的管理控制制度，并接受公司的监督。子公司的发展战略规划必须服从公司制定的整体发展战略规划，并应执行公司对子公司的各项制度规定。

预算管理方面，公司制定了《预算管理制度》，其管理体系包括预算范围、预算组织、预算内容、预算编制、预算控制、预算调整、预算分析报告和预算执行情况考核。目前公司主要以年度经营目标为核心进行经营预算，随着公司预算管理工作的深化和加强，预算内容将不断扩充，逐步建立符合公司经营发展需要的全面预算管理体系。预算内容主要有销售预算、生产预算、生产成本预算、制造费用预算、营业成本预算、采购预算、期间费用预算及利润预算。公司及子公司按季度对预算执行情况进行分析并上报预算工作组，预算工作组视情况提交公司董事会审议并将审批意见反馈给相关子公司。

安全生产管理方面，公司于2013年通过三级安全生产标准化体系、安全生产事故隐患排查治理体系。目前体系运行与维护良好，公司安全生产委员会通过三级安全教育培训和定期开展安全生产活动，积极开展消防及化学品泄漏应急演练，通过定期开展三级（日、周、月）安全生产检查，对不符合安全生产要求行为和物品的进行教育和整改，通过将安全生产制度分工与授权，责任到部门、责任到人实施与执行，并通过监督与定期检查进行考核。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》，该制度包括货币资金管理、资金往来的结算管理、资金筹集与对外投资的管理、实物资产管理、无形资产和其他资产的管理、资产减值准备及损失处理管理制度、成本、费用的管理、营业收入、利润及分配的管理、重要财务事项报告、财务报告、会计稽核、会计电算化管理、会计档案管理。公司实行“统一制度、独立核算、分级负责”的财务管理办法，公司资金财务部对子公司财务部进行业务指导，子公司财务部负责实施公司财务管理及会计核算工作。

对外担保管理方面，公司制定了《对外担保制度》，对外担保实行统一管理，须经公司董事会审议批准。公司及其控股子公司对外提供担保，应当采取互保、反担保等必要的风险防范措施，并收取一定的担保费用。公司制订了对外担保管理办法，明确了担保对象、担保申请程序、担保的决策权限、反担保、担保的日常管理及担保信息披露等相关运作流程。

总体看，公司内部管理制度较为健全，管理机制较为灵活，实际运行效率良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司为投资控股型企业，营业收入主要来自于电子设备制造、电子器件制造、污水处理和高新技术企业孵化等四个业务板块。公司主营业务突出，近三年占营业收入的比重均在97%以上。

公司主营业务收入近三年呈波动下降趋势，分别为 1.97 亿元、2.16 亿元和 1.68 亿元，2014 年主营业务收入有所下降，主要是因为一方面公司的电子设备制造业务所处行业市场竞争压力大，产品销售困难，营业收入同比减少 0.28 亿元；另一方面公司主要从事环境工程业务的子公司珠海力合环境工程有限公司 2014 年 5~12 月不再纳入合并范围，同比减少 0.15 亿元。

从各业务板块在主营业务收入的占比来看，电子器件制造占比最大，三年分别为 39.17%、35.92%和 44.45%，收入规模三年来较为稳定；电子设备制造由于上述滞销问题，2014 年收入占比大幅降低，三年分别为 22.26%、22.30%和 11.77%；污水处理板块和高新技术企业孵化板块近三年收入规模较为稳定，在营业收入占比中保持在 20%及 10%左右。

表 2 公司近三年主营业务情况（单位：万元，%）

产品	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电子器件	7,701.51	39.17	20.22	7,760.88	35.92	30.27	7,476.60	44.45	28.93
电子设备	4,376.79	22.26	20.78	4,818.09	22.30	31.50	1,979.29	11.77	5.92
污水处理	4,124.78	20.98	54.59	4,311.24	19.95	57.07	4,392.45	26.12	54.66
高新技术企业孵化	1,957.02	9.95	60.49	2,251.33	10.42	69.35	1,997.95	11.88	67.62
环境工程	1,500.51	7.63	24.58	2,466.82	11.42	24.04	972.08	5.78	26.33
合计	19,660.61	100.00	31.90	21,608.36	100.00	39.25	16,818.36	100.00	37.39

资料来源：公司提供

从毛利率情况来看，公司主营业务毛利率三年波动上升，分别为 31.90%、39.25%和 37.39%，主要受电子设备制造业务 2014 年毛利率大幅降低的影响，公司整体毛利率 2014 年较 2013 年有所下降。分板块来看，电子器件制造业务毛利率波动上升，主要系公司调整产品结构，大力发展固态铝电解电容器所致；电子设备制造业务毛利率波动中大幅下降，主要系行业竞争激烈所致；污水处理业务及高新技术企业孵化业务近三年毛利率较为稳定。

2015 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 1.26 亿元，业务板块收入结构较为稳定，依然是电子器件制造占比最大，达 42.26%，电子设备制造业务、污水处理和高新技术企业孵化分别占比 21.38%、24.10%和 12.25%。总体毛利率为 39.70%，毛利率提高主要系电子设备板块经营业绩好转所致，毛利率由 2014 年的 5.92%提高到 28.85%。营业利润为 0.55 亿元，净利润为 0.41 亿元。

总体看，公司四大板块收入较为稳定，经营情况良好，但是受电子器件和电子设备行业竞争激烈的因素影响，综合毛利率有所波动，但仍处于较高水平。

2. 电子器件制造

公司电子器件制造业务的经营主体为珠海华冠电容器有限公司（以下简称“华冠电容器”），近三年营业收入较为稳定，分别为 7,701.51 万元、7,760.88 万元和 7,476.60 万元。

原材料采购

华冠电容器采取“以销定产、以产定购”的经营模式，主要采购原料为铝箔、铝壳、胶塞、导针和部分代工生产零部件。每年华冠电容器都会对现有原料供应商进行评审，送样通过相关部门认证后，更新合格供应商名录，通过多家供应商报价对比选出最优供应方案并签订采购合同。

表 3 近三年华冠电容器主要原材料采购情况

项 目		2012 年	2013 年	2014 年
铝箔	采购量（平方米）	230,806.51	348,863.70	385,237.55
	采购均价（元）	23.5	24.3	27.3
铝壳	采购量（万只）	67,333.26	77,767.65	69,253.00
	采购均价（元）	69.6	73.82	73.01
OEM	采购量（万只）	12,791.54	7,694.67	6,957.34
	采购均价（元）	889.61	1,158.12	1,163.21

资料来源：公司提供

原材料采购数量方面，铝箔的采购数量近三年逐年增加，主要系牛角及固态铝电解电容器产销量增加所致；OEM 的采购数量近三年逐年下降，主要系华冠电容器逐年将部分代工零配件转为自有生产线生产所致；铝壳采购数量均波动中上升，2013 年采购量较大，主要系 2012 年底管理层调整后，加大市场开拓力度使得 2013 年订单量增加所致。

原材料采购均价方面，铝箔和铝壳近三年均价呈上升态势，主要系牛角及固态铝电解电容器产销量增加，其材料为专用，价格比其他液态电容器材料价格高所致。OEM 均价逐年上升，主要系原代工的小规格及常规产品转为自有生产线生产，新增加价格较高的低阻抗、中高压品的代工所致。

采购结算方面，华冠电容器根据合同的有关约定支付方式安排付款。为保证采购材料质量，不良品从货款中扣除，采购结算账期为 30~90 天。

公司前五大供应商主要为铝箔、铝壳、胶塞、导针的生产厂商，2012~2014 年，公司从前五大供应商的采购比例分别占年度采购总额的 41.03%、40.83%和 41.64%，供应商集中度较高，华冠电容器对少数供应商存在一定依赖。

表 4 近三年华冠电容器前五大供应商情况（单位：万元，%）

时间	供应商名称	采购额	占年度采购总额比例
2012 年	供应商 1	633.31	13.94
	供应商 2	606.84	13.36
	供应商 3	250.29	5.51
	供应商 4	187.77	4.13
	供应商 5	185.73	4.09
合计		1,863.94	41.03
2013 年	供应商 1	608.90	15.38
	供应商 2	358.71	9.06
	供应商 3	256.07	6.47
	供应商 4	203.75	5.15
	供应商 5	188.90	4.77
合计		1,616.33	40.83
2014 年	供应商 1	506.23	12.81
	供应商 2	338.15	8.56
	供应商 3	287.47	7.28
	供应商 4	267.81	6.78
	供应商 5	245.56	6.21
合计		1,645.22	41.64

资料来源：公司提供

总体看，华冠电容器原材料供应稳定充足，能够满足生产需求，但对于少数供应商存在一定程度依赖。

生产情况

华冠电容器生产的各类型铝电解电容器种类齐全，在行业中为中等规模。华冠电容器目前分为液态生产车间（含片式、插件、牛角、笔形）和固态生产车间，厂房面积 10,300 平方米。目前有片式生产线 24 条，插件生产线 21 条，牛角生产线 1 条，笔形生产线 2 条，固态生产线 4 条。车间当前的设备运行满 8 年的设备占总设备的 40%。其余 60% 为运行 8 年以下，为应对固态市场需求，华冠电容器对现有液态车间的部分设备进行大改造以满足固态产品的生产要求。

液态车间插件、笔形生产流程为：裁切→钉接→卷绕→含浸→组立→清洗→套管→老化→外检→加工（编带切脚）→包装→入库→备货→出货；

液态车间牛角生产流程为：裁切→钉接→卷绕→含浸→铆盖组立→套管→老化→外检→包装→入库→备货→出货；

液态车间片式生产流程为：裁切→钉接→卷绕→含浸→组立→清洗→老化→外检→装座板印字→包装→入库→备货→出货；

固态车间生产流程为：裁切→钉接→卷绕→点焊→前道→后道→组立→清洗→老化→印字→加工（编带切脚）→外检→包装→入库→备货→出货。

生产模式上，目前华冠电容器采取订单式生产。华冠电容器主要产品为片式和插件铝电解电容器，牛角、笔形、固态铝电解电容器尚处在起步阶段，生产规模较小。

产能方面，近三年除固态铝电解电容器以外的其他产品的产能较为稳定，截至 2014 年，铝电解电容器产能明细为：片式年产 4.2 亿只；插件年产 3 亿只；牛角年产 120 万只；笔形年产 120 万只；固态年产 1 亿只。其中固态电容器由 2012、2013 年的 2,400 万只增加到 1 亿只，主要系为发展固态铝电解电容器市场，华冠电容器分批扩建六条固态铝电解电容器生产线，一期扩产的二条生产线于 2014 年交付使用。

由于电子元器件行业景气度低迷，华冠电容器主要产品近三年的产量波动中小幅上升甚至下降，片式铝电解电容器产量近三年复合增长率仅有 2.51%，插件铝电解电容器产量三年来复合减少 5.93%，但牛角、笔形、固态铝电解电容器有望在未来一段时间带来产量的增长。

产能利用率方面，华冠电容器的片式和插件铝电解电容器产能利用率较高，近三年均在 84% 以上，但有所波动。由于行业竞争激烈，2013 年市场开拓后延续性不强，2014 年出现回落使得产能利用率降低；牛角、笔形和固态铝电解电容器由于处于起步期，产能利用率较低。

表 5 近三年华冠电容器主要产品的产能及产量情况

产品名称	项目	2012 年	2013 年	2014 年
片式铝电解电容器	产能（万只）	43,200.00	43,200.00	42,000.00
	产量（万只）	36,448.29	42,574.01	38,302.40
	产能利用率（%）	84.37	98.55	91.20
插件铝电解电容器	产能（万只）	30,000.00	30,000.00	30,000.00
	产量（万只）	28,589.60	30,232.61	25,298.86
	产能利用率（%）	95.30	100.78	84.33
牛角铝电解电容器	产能（万只）	120.00	120.00	120.00
	产量（万只）	0.00	13.63	60.41
	产能利用率（%）	0.00	11.36	50.34

笔形铝电解电容器	产能（万只）	120.00	120.00	120.00
	产量（万只）	0.00	1.25	30.42
	产能利用率（%）	0.00	1.04	25.35
固态铝电解电容器	产能（万只）	2,400.00	2,400.00	10,000.00
	产量（万只）	0.00	906.33	2,675.74
	产能利用率（%）	0.00	37.76	26.76

资料来源：公司提供

从生产成本情况看，2014 年公司主营业务成本构成中，原材料、直接人工、制造费用占比分别为 59%、20%、21%，材料成本占比较高。受原材料价格波动上升及人工成本上升的影响，近三年平均成本呈上升趋势。

总体看，华冠电容器的主要产品为片式和插件铝电解电容器，自 2013 年开拓固态产品以来，固态产品增长迅速，也将是华冠电容器产品结构调整以及未来的发展重点；同时，严峻的行业环境和用工形势对华冠电容器的创新和研发能力以及人才的培养和人员稳定性提出了挑战。

销售情况

由于行业竞争激烈，产品定价每年以上年的平均售价再减 3~5%点不等，作为本年度的基价标准，若有客户对价格要求特别低的，由业务员提出申请，经总经理批准方可执行。从销售数量来看，由于行业景气度原因，近三年复合减少 2.70%。销售均价方面，近三年分别为 0.1111 元/只、0.1104 元/只、0.1139 元/只，2014 年销售均价有所上升主要得益于固态铝电解电容器的销售。

表 6 近三年华冠电容器产品销售情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
销售金额（万元）	7,701.51	7,760.88	7,476.60
销量（万只）	69,336.00	70,280.00	65,640.00
产销率（%）	107.98	96.53	98.71
销售均价（元/只）	0.1111	0.1104	0.1139

资料来源：公司提供

销售结算方面，一般按月度与客户结算，信用政策经过领导的评估，结合内控要求，经部门经理批准方可执行，一般信用期在 30 天~90 天之间。

目前华冠电容器产品以直销为主要形式，直接对口厂家。华冠电容器产品市场领域中汽车电子行业占有非常高的比重，随着国家政策及汽车市场变化，销售额受到较大影响。公司从 2013 年开始调整产品结构，开发固态电容器市场，在市场方面有针对性的开发以手机充电器为主的客户。

从近三年的公司前五大客户情况来看，前五大客户的销售额占年度销售总额的比例分别为 33.75%、30.76%、30.84%，客户集中度处于适中水平。

表 7 近三年华冠电容器前五大客户情况（单位：万元，%）

时间	客户名称	销售额	占年度销售总额比例
2012 年	客户 1	772.70	9.95
	客户 2	606.82	7.81
	客户 3	458.75	5.90
	客户 4	445.37	5.73

	客户 5	338.98	4.36
合计		2,622.62	33.75
2013 年	客户 1	677.93	8.73
	客户 2	621.30	8.00
	客户 3	421.49	5.43
	客户 4	339.40	4.37
	客户 5	328.02	4.23
合计		2,388.14	30.76
2014 年	客户 1	627.45	8.34
	客户 2	613.66	8.16
	客户 3	392.59	5.22
	客户 4	350.59	4.66
	客户 5	335.68	4.46
合计		2,319.97	30.84

资料来源：公司提供

总体看，由于宏观经济增速放缓，市场需求下降，行业内生产厂商为争取市场份额，以开发新产品、调整产品结构以及价格作为产品促销的手段，传统规格电容器价格不断下调，利润空间越来越小；华冠电容器的主要产品应用于汽车行业，受汽车行业景气度影响，近期整体销售情况受到一定影响，随着片式电容器产品结构调整、新细分市场的拓展以及固态电容器产品的推广，销售情况有望在未来几年得到改善。

3. 电子设备制造

公司电子设备制造业务的经营主体为珠海华冠电子科技有限公司（以下简称“华冠电子”），近三年营业收入分别为 4,376.79 万元、4,818.09 万元和 1,979.29 万元。2014 年的营业收入大幅度减少主要系受外部行业竞争激烈及销售渠道不畅的影响，公司为应对华冠电子出现的问题，于 2014 年 8 月调整了管理团队。

采购供应

华冠电子采取“以销定产，以产定购”的经营模式，主要采购原料为松下模块、松下伺服、基恩士传感器、欧姆龙传感器、气缸。

从采购流程上来看，根据生产计划及库存物料情况，计划物控部申请采购，计划员在 ERP 系统制作请购单，经计划物控部经理审批。采购部经理核实后，分发给采购员执行采购。采购员根据系统供应商询价议价，确定供应商后，提交订单，经采购部经理、分管副总审批后传给供应商按照订单备货，送货。

表 8 近三年及一期华冠电子主要原材料采购情况

项 目		2012 年	2013 年	2014 年
松下模块	采购量（件）	1,771.00	1,478.00	1,004.00
	采购均价（元）	1,362.00	1,668.00	1,058.00
松下伺服	采购量（套）	1,372.00	543.00	734.00
	采购均价（元）	3,467.00	3,072.00	2,558.00
基恩士传感器	采购量（件）	2,652.00	3,137.00	2,128.00
	采购均价（元）	1,296.00	1,101.00	644.00

资料来源：公司提供

原材料采购数量方面，松下模块的采购数量近三年逐年减少，主要系因为客户指定，方形卷绕机的控制模块由欧姆龙模块替代所致；松下伺服的采购数量波动中大幅减少，主要系华冠电子为降低成本优化设计，部分松下伺服由步进电机取代所致；基恩士传感器波动中下降，2013 年较 2012 年的采购量大幅增加主要系生产订单增加所致、2014 年较 2013 年的采购量大幅减少主要系为消化以往库存，减少了生产，且部分传感器换型所致。

原材料采购均价方面，主要原材料采购均价均呈现波动中下降或逐年下降的趋势，主要系经济环境恶化使得品牌竞争激烈，价格降低所致。

采购结算方面，华冠电子根据合同的有关约定支付方式安排付款。为保证采购材料质量，通常会保留供应商一定比例的质量保证金，质保金以外的部分 30~60 天办理结算，结算方式为票据或电汇。

2012~2014 年，华冠电子从前五大供应商的采购比例分别占年度采购总额的 99.99%、30.79% 和 25.85%，呈下降趋势，2013 年采购集中度较 2012 年大幅降低主要系华冠电子增加了主要物料的供应商，拓展了新的供货渠道，如新增一家欧姆龙代理商、两家松下模块代理商、两家气动元件代理商使得采购更加分散所致，总体看，公司采购集中度尚可。

表 9 近三年华冠电子前五大供应商情况（单位：万元，%）

时间	供应商名称	采购额	占年度采购总额比例
2012 年	供应商 1	285.70	27.45
	供应商 2	279.33	26.84
	供应商 3	196.33	18.86
	供应商 4	154.95	14.89
	供应商 5	124.40	11.95
合计		1,040.71	99.99
2013 年	供应商 1	288.64	11.24
	供应商 2	175.92	6.85
	供应商 3	118.72	4.62
	供应商 4	105.30	4.10
	供应商 5	102.21	3.98
合计		790.79	30.79
2014 年	供应商 1	131.49	7.34
	供应商 2	98.89	5.52
	供应商 3	86.17	4.81
	供应商 4	78.63	4.39
	供应商 5	67.82	3.79
合计		463.00	25.85

资料来源：公司提供

总体看，华冠电子原材料供应稳定充足，但采购价格波动较大，对于少数供应商存在一定程度依赖。

生产情况

华冠电子主要生产电容器设备和锂电池设备，为非标制造业，所以无标准生产线，与客户签订合同后将进行合同评审工作，主要审核技术要求及指标。合同签订后，在收到客户预付款后，华冠电子将投入生产。由计划部拟定生产计划和排期，采购部根据生产计划和排期下单采购，零

件部根据计划和排期自行生产相关的零部件。物料齐全后，由制造部进行总装工作，装配合格后进行验机和发货，待客户确认。

由于电子元器件行业景气度低迷，下游需求疲软，而华冠电子原管理层对于市场判断过于乐观，2012 年及 2013 年在订单以外生产了较多存货导致存货积压严重，华冠电子 2014 年电容器设备生产量大幅下降，电容器设备产量近三年复合减少 33.92%；锂电池设备产量逐年稳步增长，2012~2014 年产量分别为 114 台、127 台和 134 台，复合增长率达 8.42%。

表 10 近三年华冠电子主要产品的产量情况（单位：台）

产品名称	2012 年	2013 年	2014 年
电容器设备	71	81	31
锂电池设备	114	127	134

资料来源：公司提供

总体看，华冠电子的主要产品为电容器设备和锂电池设备，由于电容器行业景气度低迷，电容器设备产量减低，华冠电子将重心放在锂电池设备的生产制造上，但锂电池设备激烈的竞争对华冠电子的创新和研发能力亦提出了挑战。

销售情况

由于经济增速放缓，行业竞争激烈，电容器设备销量近三年分别为 45 台、50 台和 19 台，2014 年销量大幅减少主要系电容器设备市场持续低迷，产品销售困难所致。锂电池设备方面，销量稳定中稍有下滑，三年分别 114 台、118 台和 92 台。

表 11 近三年华冠电子产品销售情况

产品名称	项目	2012 年	2013 年	2014 年
电容器设备	销售金额（万元）	749.70	468.58	407.81
	销量（台）	45.00	50.00	19.00
	产销率（%）	63.38%	61.73%	61.29%
锂电池设备	销售金额（万元）	3,496.63	4,211.71	1,418.03
	销量（台）	114.00	118.00	92.00
	产销率（%）	100.00%	92.91%	68.66%
零配件	销售金额（万元）	130.46	137.81	153.45

资料来源：公司提供

销售结算方面，销售人员根据客户的评估得分提出授予客户的信用额度以及时间方案，通过总经理审核后实施。一般信用期以下方式进行：合同预付款在合同签订后 7 日内付清；发货款在设备发货前 15 日内付清；验收款在设备验收合格后 30 日内付清；质保金在设备验收合格后 1 年内付清。

目前华冠电子产品以直销为主要形式，直接对口厂家。从近三年的前五大客户情况来看，前五大客户的销售额占年度销售总额的比例分别为 58.54%、48.57%、69.84%，客户集中度处于较高水平，华冠电子对大客户形成一定的依赖。

表 12 近三年华冠电子前五大客户情况（单位：万元，%）

时间	客户名称	销售额	占年度销售总额比例
2012 年	客户 1	979.60	21.09
	客户 2	654.00	14.08
	客户 3	477.00	10.27
	客户 4	355.00	7.64
	客户 5	253.50	5.46
合计		2,719.10	58.54
2013 年	客户 1	837.61	16.38
	客户 2	569.23	11.13
	客户 3	509.06	9.95
	客户 4	292.31	5.72
	客户 5	275.90	5.39
合计		2,484.11	48.57
2014 年	客户 1	360.09	18.19
	客户 2	340.17	17.19
	客户 3	286.32	14.47
	客户 4	204.27	10.32
	客户 5	191.45	9.67
合计		1,382.30	69.84

资料来源：公司提供

总体看，由于华冠电子内外部因素的双重影响，近三年经营情况不佳，随着经营班子的调整和锂电池设备市场的需求增加，生产销售情况有望得到恢复。

4. 污水处理

公司污水处理业务主要由子公司力合环保负责运营。力合环保主要业务为污水处理，集投资、建设、运营管理服务于一体，是目前珠海市主城区三家污水处理公司之一。

力合环保现有珠海市吉大水质净化厂一期（以下简称“吉大厂一期”）、珠海市吉大水质净化厂二期（以下简称“吉大厂二期”）、珠海市南区水质净化厂一期（以下简称“南区厂一期”）三个污水处理厂，与政府签订了 30 年的特许经营期限，其中吉大厂一期和二期于 2005 年 3 月开始进入特许经营期，南区厂一期于 2007 年 6 月开始进入特许经营期。吉大厂一期二期设计污水处理能力合计 4.8 万吨/日，南区一期设计污水处理能力为 5 万吨/日。2012~2014 年三厂污水实际处理量分别为 1.51 万吨/日、3.58 万吨/日和 6.53 万吨/日，南区一期已处于超负荷运行状态。此外，水务集团投资的珠海市南区水质净化厂二期（以下简称“南区厂二期”）由力合环保代建，代建任务已于 2014 年完工，力合环保于 2015 年 8 月与水务集团签订五年的委托运营合同，合同约定水务集团按 0.586 元/吨的价格支付力合环保污水处理费。此外，横琴新区将对南区一期调往南区二期处理的污水按 0.13 元/吨的价格支付力合环保调水服务费。

表 13 截至 2015 年 9 月底力合环保污水处理厂情况（单位：万元；万吨/日；%；元/吨）

项目名称	运营方式	投资额（特许经营费）	污水处理能力（万吨/日）	利用率	商业运营起始日
吉大厂一期	TOT	1,445.81	1.8	86.10	2005-3-16
吉大厂二期	BOT	3,986.96	3.0	111.00	2005-3-16

南区厂一期	BOT	6,658.93	5.0	106.00	2007-6-1
南区厂二期	代建、委托运营	--	4.0	66.40	2015-8-9

资料来源：公司提供

注：南区厂二期 2015 年 8 月 9 日开始商业试运营，表中利用率按此时间到 2015.10.31 日止计算。

力合环保污水处理费用通常按污水处理量乘以订约方设定的对应单价（考虑到投资、建造及运营成本后）来计算。根据力合环保 2011 年 12 月份与市排水公司签订的《污水处理合同若干事项的补充协议》规定，补偿协议内容包括从 2012 年 1 月 1 日起，吉大厂一期、二期和南区厂实行统一污水处理费基准价 1.10 元/吨，并以此作为基价，以每年 3.3% 的固定涨幅进行调价，适用期为十年(2013 年至 2022 年)，此期间污水变动成本按 0.35 元/立方计算、污水超越水量成本价按 0.05 元/立方计算。此项调价使力合环保污水处理收入在处理量保持不变的情况下保持一定的增长。从 2012 年到 2022 年开始每年污水处理服务的单价可调整一次。此外，该三厂的 BOT、TOT 特许经营协议和补充协议中也规定了保证最低污水处理量。2012 年 1 月 1 日前，最低保证量为设计生产能力的 100%，2012 年 1 月 1 日后，最低保证量为设计生产能力的 95%。在月日均实际处理水量低于最低保证量时，力合环保有权根据有关保证最低处理量向地方政府收取款项；如实际污水处理量超过保证最低量，力合环保向地方政府收取按实际处理量计算的款项，但年底需按全年实际平均处理水量进行核定，若全年实际平均处理水量已超出保证量，且年实际付费水量大于年实际处理水量，则需将该差额水量按 0.35 元/吨统一结算，在下一年度的污水费中扣付。

表 14 力合环保近三年污水处理业务情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
污水处理收入（元/吨）	1.10	1.14	1.17
污水处理成本（元/吨）	0.44	0.43	0.47
年污水处理量（万吨）	4,257.32	4,273.22	4,212.76

资料来源：公司提供

成本方面，力合环保污水处理业务前期投入成本较高，后期运营中按照 30 年经营期限逐步摊销。成本中电费、摊销、人工费用等占比较高，近年来，电费及人工成本逐年随市场行情增长。

从结算模式来看，力合环保通常每月（结算前一个月污水处理费）就 BOT 及 TOT 项目与地方政府结算账单。

力合环保异地在建项目为东营中拓水质净化有限公司的污水处理项目，此项目是公司出于战略考虑以及东营市污水企业欠缺的市场环境而成立的，该项目已于 2014 年建成，设计污水处理能力为 4 万吨/日，目前该项目处于试运行阶段。

总体看，公司污水处理业务经营稳定，每年为公司贡献稳定的收入及利润，未来随着在建污水处理厂的投入运营，其污水处理收入规模和盈利规模有望得到进一步提升。

5、高新技术企业孵化

公司高新技术企业孵化板块的运营主体为珠海清华科技园创业投资有限公司（以下简称“清华科技园”），清华科技园由清华大学和珠海市人民政府共同创办，园区由清华大学委托清华科技园负责投资建设和运作管理。清华科技园以清华大学和全国重点院校科技网的技术、人才和管理资源为依托，导入创业风险投资资金，为入园企业提供以孵化培育为主的全方位服务。

园区占地面积 15.96 万平方米，总建筑面积 15.18 万平方米，计划总投资 5 亿元人民币。园区建成后，将拥有项目孵化用房 6.9 万平方米，开放实验室及科研开发中心 3.76 万平方米，教室及

办公用房 2.0 万平方米，员工宿舍及接待用房 2.0 万平方米。目前，3.7 万平方米的创业大楼（包括企业孵化用房、实验室及科研开发中心、各类教室和配套的各类会议厅）、1.1 万平方米的综合楼和 2 万平方米的公寓楼均已投入使用。

表 15 清华科技园近三年物业收入及投资收益情况

	2012 年	2013 年	2014 年
租金物业收入	1,957.00	2,251.33	1,997.95
投资收益	4,635.20	5,581.50	6,319.50

资料来源：公司提供

清华科技园的运营模式为园区管理和股权投资。

园区管理即为高新技术企业及成果的孵化、高新技术及管理人才的培养、高科技项目的研究开发和高科技成果的推广提供基础设施和物业服务，园区管理的盈利模式为租金及物业服务费收入。目前，公司的公寓出租率达 90%，办公楼出租率达 95%。2012~2014 年，清华科技园的租金物业收入较为稳定，分别为 1,957.00 万元、2,251.33 万元和 1,997.95 万元，三年复合增长率为 1.04%。

清华科技园的另一运营模式为股权投资及投后管理，对优良项目及园区企业进行深度孵化。清华科技园投资范围以生物医药、环境保护、新材料、软件、信息工程、电力电子产业为主，进入清华科技园的企业和珠海周边地区企业优先投资。清华科技园先后参股 10 多家科技企业，累计投资达 1.5 亿元人民币，其中清华科技园作为主要发起人之一的深圳拓邦股份于 2007 年 6 月在中小板上市，2010 年 4 月，清华科技园投资的另一家公司北京数码视讯在创业板上市，清华科技园投资的其他多家优秀企业也在积极筹备上市中。股权投资的盈利模式为参股企业分红及退出收益，2012~2014 年，清华科技园投资收益分别为 4,635.20 万元、5,581.50 万元和 6,319.50 万元，主要来自于拓邦股份和数码视讯的股票出售收益，截至 2014 年底，公司持有的这两只股票市值为 5,144.04 万元（如下表）。

表 16 截至 2014 年底清华科技园持有股票情况

股票名称	股票代码	数量（股）	收市价（元）	市值（万元）
拓邦股份	002139	2,594,816.00	12.53	3,251.30
数码视讯	300079	1,520,268.00	12.45	1,892.73

资料来源：公司提供

注：收市价为 2014 年底最后一个交易日的收市价。

目前公司主要投资项目有：出资 600 万元取得的珠海隆华直升机科技有限公司 6%的股权，出资 75 万元取得的珠海清英智能电网研究有限公司 15%的股权，出资 500 万元取得的珠海市司迈科技有限公司 15%的股权，目前在投项目经营情况良好。

未来，园区功能定位在“科技企业专业孵化器+加速器+投融资+科技地产”模式，续建一期项目总建筑面积 12.04 万平方米将于近期开工，配合清华大学与珠海市深化全面合作，大力引进科研和产业化项目，续建设置研发办公、SOHO 创业、总部经济、高端加工和生活配套五个功能区，建筑面积按研发及其他 50%、高端加工 30%和生活配套 20%进行安排。

总体看，清华科技园经营情况良好，现已开发的 6.8 万平方米的物业租金收入较为稳定，园区的续建将为科技地产的出售、出租带来可观的收入增长；所投的高新领域项目有望为未来投资收益带来稳定收益规模，但同时也存在一定的投资风险。

6. 经营效率

近三年公司应收账款周转次数波动下降，分别为 2.60 次、2.79 次和 2.24 次，主要系 2014 年公司营业收入较 2013 年大幅下降所致；存货周转次数波动下降，近三年分别为 1.73 次、1.85 次和 1.43 次，主要系 2014 年营业成本大幅下降所致；总资产周转次数分别为 0.20 次、0.21 次和 0.16 次，主要系 2014 年公司营业收入较 2013 年大幅下降所致。

总体看，由于公司 2014 年营业收入大幅降低的影响，三项指标均有不同程度下降，经营效率一般。

7. 关联交易

2012~2014 年度，公司未发生采购商品、接受劳务的关联交易；向关联方销售、提供劳务金额分别占当年营业收入总额的比例为 20.92%、20.05%和 26.76%。该关联交易主要为公司子公司力合环保与公司股东珠海水务集团有限公司的全资子公司珠海市城市排水有限公司（以下简称“排水公司”）签订的《污水处理合同》及《关于<珠海市吉大、南区污水处理项目污水处理合同>若干事项的补充协议》（以下简称“《补充协议》”）所产生的交易。

力合环保自成立以来，与珠海市政府签署了为期 30 年的污水项目特许经营协议，取得了长期而稳定的收益，排水公司作为珠海市政府指定的项目具体执行机构，代珠海市政府履行污水处理费支付程序。排水公司向力合环保支付污水处理费的定价权最终由珠海市政府决定，所依据的《污水处理合同》及《补充协议》是珠海市政府与力合环保签署的《特许权协议》附件，《特许权协议》中对支付程序有严格的规定，排水公司支付方式合法规范，此项业务不会影响公司独立性。

表 17 近三年公司关联交易情况（单位：万元，%）

年份	向关联方销售、提供劳务	
	金额	占营业收入比例
2012 年	4,245.65	20.92
2013 年	4,385.21	20.05
2014 年	4,621.14	26.76

资料来源：公司审计报告

整体看，公司关联交易规模较大，但由于污水处理业务的特殊性，此项关联交易的存在有其必然性，该关联交易对公司财务独立性影响较小。

8. 经营关注

（1）随着公司未来对外投资领域拓宽，业务版块不断丰富，项目可研、风险控制和经营管理对公司专业领域人才储备要求较高。

（2）企业对孵化器专业服务功能要求不断提高，公司孵化规模和功能不能满足市场需求，将难以吸引优质企业，无法形成产业聚集效应。

（3）经济增速放缓，电子元器件和设备产品市场需求增长缓慢，产品价格下跌、人工成本上升等不利因素将会拉低公司毛利率。

（4）电子产品技术发展迅速，更新换代周期相对缩短，新产品研发失败将导致盈利能力下降。

（5）国家环保标准的提高和监管力度的加大，企业将加大在污水处理设施和技术改造升级方面的投入，污水处理设施建设及营运成本将增加。

9. 未来发展

充分发挥和挖掘上市平台作用

充分发挥上市平台作用，利用股东方在金融领域及经营管理上的优势，整合资源，充分发挥上市公司的资本带动效应，实现股东利益最大化，为公司实现做大做强打下基础。

加大创投投入，优化投资结构

进一步加大投资规模，优化投资结构，重点关注大健康产业（生物医药、医疗器械、移动医疗）、信息技术、工业自动化等领域，重点投资 1~2 个优质项目，提升主营业务规模和盈利能力。

推进规范运作，提高管理水平

进一步完善公司内控建设和管理，加快完成整章建制工作，制订完善公司战略规划、项目投资、绩效考核等一系列管理制度，进一步修编薪酬制度，优化考核，健全人力资源制度；完善内控管理制度、投资管理制度、员工招聘培训管理制度等，以制度规范管理，以管理完善制度，进一步推进公司规范运作。

加大对子公司帮扶力度，确保各项工作顺利开展

加大力度帮助子公司业务发展，指导子公司经营管理。进一步细化公司经营班子工作分工，落实子公司管理职责，深入到各个子公司的日常管理过程，积极参与子公司经营决策，想方设法帮助子公司破解经营管理过程中遇到的难题，努力提升经营业绩。

总体看，公司优化资产配置，开拓新兴业务的发展战略能在将来提升公司的盈利能力，但创业投资行业盈利能力的不确定性也将给企业带来一定的投资风险。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2012~2014 年的三年财务报告，财务报告均经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2015 年三季度报表未经审计。公司财务报告遵照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》编制。近三年，公司合并范围发生一定变化，但公司主营业务未发生变化，公司财务数据可比性较强。

表 18 2012~2014 年公司财务报表合并范围变化情况

时间	新增家数	减少家数
2014 年	0	2

资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司合并资产总计 11.03 亿元，负债合计 2.35 亿元，股东权益（含少数股东权益）8.68 亿元。2014 年公司实现营业收入 1.73 亿元，净利润（含少数股东损益）0.46 亿元，其中归属于母公司的净利润 0.32 亿元。2014 年公司经营活动现金流量净额为 0.28 亿元，现金及现金等价物增加额 1.01 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总计 11.49 亿元，负债合计 2.49 亿元，股东权益（含少数股东权益）9.00 亿元。2015 年 1~9 月公司实现营业收入 1.30 亿元，净利润（含少数股东损益）0.41 亿元，其中归属于母公司的净利润 0.25 亿元。2015 年 1~9 月公司经营活动现金流量净额为 0.16 亿元，现金及现金等价物增加额 0.23 亿元。

2. 资产质量

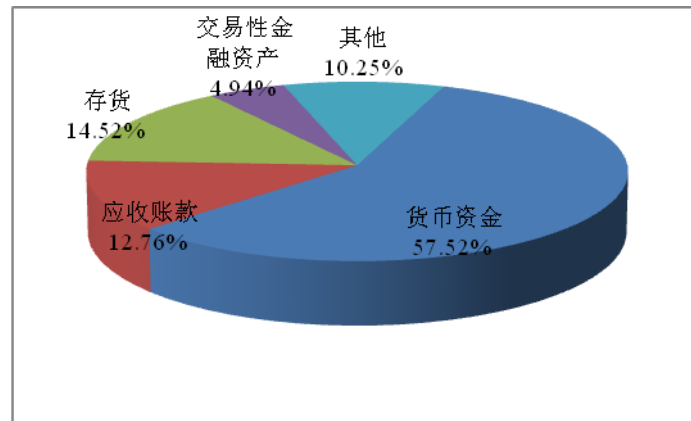
2012~2014 年，公司资产规模稳步增长，年均增加 6.81%，主要系流动资产增加所致。截至

2014 年底，公司资产规模 11.03 亿元，较年初增长 1.76%，其中流动资产占比 39.14%，非流动资产占比 60.86%。公司资产构成以非流动资产为主，符合制造业与污水处理企业特征。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产规模稳步增长，年均增加 7.94%，主要系货币资金和存货增长所致。截至 2014 年底，公司流动资产总额 4.32 亿元，较年初增长 6.83%，主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款和存货构成，如下图所示。

图6 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

近三年，随着公司持续出售所持上市公司股份，电子类业务生产规模减少以及加快应收账款催收，公司货币资金总额逐年增加，年均增长 56.47%。2014 年末公司货币资金 2.61 亿元，较上年末增长 112.28%，主要原因系公司部分短期银行理财以及合伙企业投资到期收回。货币资金主要以银行存款和其他货币资金为主，其中，银行存款占比 90.42%；其他货币资金除保证金外，主要为存出投资款，占比 9.20%。受限制资金 0.40 亿元，由短期借款质押保证金（占比 24.75%）、结构性存款（占比 75.00%）和保函保证金（占比 0.25%）构成。

截至 2014 年底，公司交易性金融资产 0.22 亿元，主要是购买的基金份额。

近三年，公司电子元器件和电子设备业务经营规模波动降低，导致公司应收账款规模波动下降，年均波动下降 3.95%，截至 2014 年底，公司应收款账面余额 0.68 亿元，计提坏账准备 0.10 亿元，账面价值 0.58 亿元，较上年末下降 24.39%，系公司电子元器件和电子设备经营规模下降较快所致。重大并单独计提坏账准备的应收账款账面余额 230.49 万元，占比 3.37%，计提坏账准备 230.49 万元；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额 6,133.34 万元，占比 89.75%，计提坏账准备 373.66 万元；单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款余额 470.34 万元，占比 6.88%，计提坏账准备 433.74 万元，公司坏账准备计提较为合理。目前，电容器下游公司是连续订单采购模式，供应中断会严重损害下游公司的生产，因此公司电容器产品应收账款坏账风险较小；公司污水处理业务的客户是地方政府，地方政府信誉度较高，污水处理业务的应收账款坏账风险较小；公司电子设备为定制式产品，下游生产企业基本为一次性购买行为，很多国内生产企业购买后拖延支付尾款甚至不付尾款，公司电子设备产品的应收账款坏账风险较大。从账龄看，按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额中，1 年以内占比 75.49%，1~2 年内占比 14.75%，3 年以上占比 4.67%。公司期末余额前五名应收账款占比 25.47%，集中度一般。

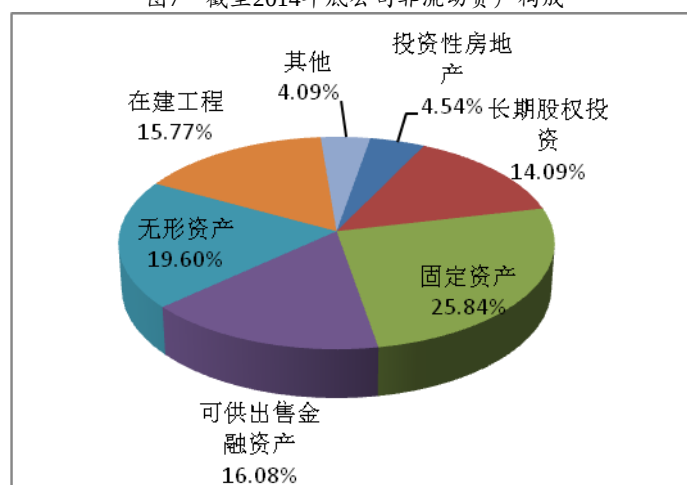
近三年，公司电子元器件和电子设备业务生产能力逐年扩大，存货规模逐年增加，三年复合增长率 8.65%。公司存货构成主要由库存商品（占比 32.10%）、原材料（占比 38.04%）、在产品（占

比 20.92%) 和发出商品 (占比 8.46%) 构成, 截至 2014 年底, 公司存货账面价值为 0.66 亿元, 较上年末增长 9.58%, 系公司子公司华冠电子的在产品与发出商品增加所致。2014 年末, 公司存货账面余额 0.77 亿元, 计提跌价准备 0.11 亿元, 账面价值 0.66 亿元, 公司已将滞销产品全部做存货跌价处理, 计提比例较为充分。

非流动资产

2012~2014 年, 公司非流动资产规模呈稳步增长态势, 年均增长 6.10%, 系长期股权投资与无形资产增加所致。截至 2014 年底, 公司非流动资产总额为 6.71 亿元, 构成以可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产为主。

图7 截至2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2012~2014 年, 公司可供出售金融资产年均降低 16.19%, 截至 2014 年底, 公司可供出售金融资产 1.08 亿元, 较上年末下降 38.60%, 主要系持续出售拓邦股份、数码视讯的股票和从深圳中兰德投资管理合伙企业 (有限合伙) 退出投资所致。截至 2014 年底, 按公允价值计量的可供出售金融资产权益成本 752.95 万元, 累计计入其他综合收益的公允价值变动金额 4,391.09 万元, 均为拓邦股份、数码视讯的股票投资; 按成本计量的权益工具合计 5,981.00 万元, 主要是进行投资孵化的科技企业。

表19 截至2014年底前五位按成本计量的权益工具前五位明细 (单位%、万元)

被投资企业	持股比率	账面余额
深圳力合光电传感股份有限公司	2.86	1,600.00
珠海博佳冷源设备有限公司	15.00	1,000.00
三亚力合高科技创新园开发有限公司	10.00	856.00
珠海隆华直升机科技有限公司	6.00	600.00
珠海市司迈科技有限公司	15.00	500.00

资料来源：公司年报

近年来, 公司长期股权投资较为稳定, 年均下降 0.14%。截至 2014 年底, 公司长期股权投资 0.95 亿元, 较年初下降 0.82%, 主要系公司投资的联营公司经营亏损和发放现金股利所致。截至 2014 年底, 公司长期股权投资账面余额 1.33 亿元, 减值准备期末余额 0.38 亿元, 账面价值 0.95 亿元, 计提减值准备主要系珠海华电洪湾/洪屏柴油机发电有限公司已停业, 公司于 1999 年

计提减值准备。

表20 截至2014年底长期股权投资前五位明细（单位：万元）

被投资单位	期初余额	权益法确认的投资损益	其他综合收益调整	宣告或发放现金股利	期末余额
江苏数字信息产业园发展有限公司	2,217.00	495.46	-1.62	-3,20.00	2,390.87
深圳力合高科技有限公司	4,788.71	-740.87	-118.13	---	3,929.70
深圳力合新媒体有限公司	1,453.26	-1.01	---	---	1,443.14
深圳市力合教育有限公司	1,080.68	15.72	---	-1,60.00	1,077.86
珠海力合环境工程有限公司	---	2.46	---	---	620.02

资料来源：公司年报

截至2014年末，公司投资性房地产0.30亿元，系公司的子公司华冠电子将其富余的车间与员工宿舍租赁给其他公司做经营使用。

2012~2014年，公司固定资产净值年均下降7.66%，主要系计提折旧和公司的子公司华冠电子的部分车间与员工宿舍转入投资性房地产所致，截至2014年底，公司固定资产净值1.73亿元，主要由房屋及建筑物（占比75.62%）、专用设备（占比16.94%）和其他设备（占比4.95%）构成。截至2014年底，公司固定资产账面原值2.99亿元，累计计提折旧1.26亿元，计提减值准备1,520.33元，固定资产成新率57.86%，成新率较低。

2012~2014年，公司在建工程年均增长159.00%，主要系公司投资东营市西城城北污水处理项目和科技园一期续建项目工程持续开发建设所致。截至2014年底，公司在建工程账面价值1.06亿元，主要由东营市西城城北污水处理项目（占比95.83%）和科技园续建一期工程（占比2.46%）构成。

2012~2014年，公司无形资产年均增长15.74%，主要系其子公司清华科技园向珠海市人民政府补交土地使用权费用进行土地确权所致，截至2014年底，公司无形资产账面价值1.32亿元，主要由土地使用权（占比38.37%）、南区水质净化工程特许经营权（占比35.90%）和吉大水质净化工程特许经营权（占比25.16%）构成。

截至2015年9月底，公司资产总计11.49亿元，较年初增长4.13%，其中流动资产占比41.48%，较年初略有增长；非流动资产占比58.52%，资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产以非流动资产为主，其中固定资产、在建工程占比较大，符合制造业与污水处理企业资产结构特征。公司拥有一定规模的厂房与土地，投资的上市公司股票溢价较高，流动性较好，公司整体资产质量良好。

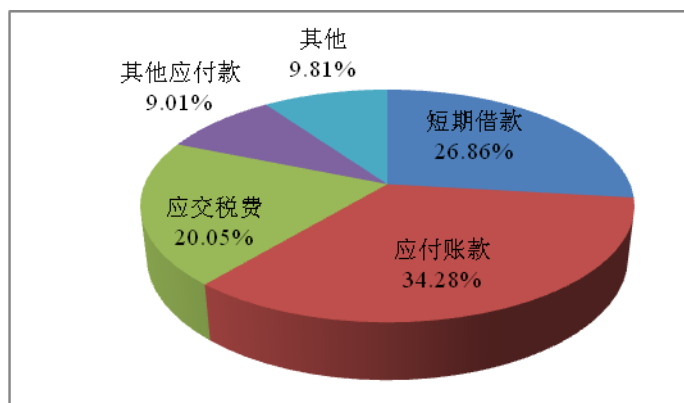
3. 负债及所有者权益

2012~2014年，公司负债规模增长较快，年均增长32.96%，截至2014年底，公司负债合计2.35亿元，较年初增长15.83%，主要系流动负债增长较快所致。债务结构方面，近三年公司负债主要以流动负债为主，2014年底，公司流动负债和非流动负债分别占比71.25%和28.75%。

流动负债

2012~2014年，公司流动负债规模快速增长，年均增长46.13%，截至2014年底，公司流动负债合计1.68亿元，较上年末增长33.61%，系短期借款、应付账款和应交税费增加较快所致。公司流动负债以短期借款、应付账款、应交税费和其他应付款为主，如下图所示。

图8 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2012~2014年，公司短期借款年均增长173.86%。截至2014年底，公司短期借款合计0.45亿元，较上年末增长80.00%，主要是其子公司珠海华冠电容器公司与珠海华冠电子科技公司的借款增加。公司短期借款主要由子公司珠海华冠电容器公司从关联方珠海华发集团财务有限公司处取得的1500万元质押借款（以期末持有的应收票据和990万元银行存款质押取得）和珠海华冠电子科技公司抵押价值3,585.00万元房产取得3,000.00万元的抵押借款。截至2015年9月底，公司短期借款0.31亿元，短期借款加权平均年利率为5.88%。

近三年，公司在建工程规模扩大和子公司珠海华冠电容器公司生产增长，公司应付账款增长较快，年均增长43.98%，截至2014年公司应付账款0.57亿元，较年初增长80.46%，主要系应付工程款增加所致，主要由应付材料款（占比48.92%）和应付工程款（占比50.09%）构成。

2012年~2014年，公司应交税费年均增长35.57%，截至2014年底公司应交税费0.34亿元，较年初增长36.90%，主要系应交企业所得税增加所致。

近三年，公司其他应付款年均增长2.94%，截至2014年底，公司其他应付款0.15亿元，较年初下降52.08%，主要系东营中拓污水处理项目应付工程款减少所致。公司其他应付账款主要由保证金及押金（占比17.03%）和其他往来款（占比76.14%）构成。

非流动负债

近三年，公司非流动负债年均增长11.26%，截至2014年底非流动负债合计0.68亿元，较年初下降12.90%，主要系长期借款和递延所得税负债下降所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比74.64%）和递延所得税负债（占比16.24%）构成。

近三年，公司长期借款波动增长，年均增长34.25%，截至2014年底，公司长期借款余额合计0.50亿元，较上年末下降6.16%，系公司偿还珠海市吉大、南区污水处理项目借款所致。公司长期借款系子公司东营中拓水质净化有限公司的东营市西城城北污水处理项目专项借款，通过质押污水处理服务费收费权取得。截至2015年9月末，公司长期借款0.49亿元，加权平均资金成本为7.03%，其中2~3年内需要偿还的长期借款占比11.97%，3~5年内需要偿还的长期借款占比29.47%，5~7年内需要偿还的长期借款占比41.59%，未来5~7年借款集中到期程度较高。

近三年，递延所得税负债下降较快，年均下降26.03%，截至2014年底，公司递延所得税负债0.11亿元，较上年末下降38.41%，主要系公司出售所持拓邦股份、数码视讯的股票所致。

2012~2014年，公司有息债务规模快速增长，年均增长60.09%。截至2014年底，公司全部债务为0.98亿元，其中短期债务和长期债务分别占比47.34%和52.66%，以长期债务为主。2012~2014年，公司资产负债率分别为13.76%、18.73%和21.32%；长期债务资本化比率分别为

3.38%、5.86%和 5.60%；全部债务资本化比率分别为 4.37%、8.58%和 10.12%，公司整体债务负担较低。

截至 2015 年 9 月底，公司负债总计 2.49 亿元，较年初增长 5.84%，其中流动负债占比 75.04%，占比较年初增长 11.46 个百分点，公司债务结构有待改善。截至 2015 年 9 月底，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率分别为 8.29%、5.25%和 21.67%。

总体看，近三年，随着公司电子设备业务厂房建设需要，电容器与电子设备制造业务技术改造和污水处理项目增多，公司整体负债规模快速增长，公司负债以非流动负债为主。公司债务规模不大，债务负担较轻。

所有者权益

公司所有者权益近三年年均增长 2.02%，截至 2014 年底，公司所有者权益 8.68 亿元，较上年年底下降 1.48%，主要系其他综合收益下降所致，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 6.80 亿元，少数股东权益为 1.88 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占 50.67%，盈余公积占 5.95%，未分配利润占 34.55%。公司所有者权益主要由股本构成，所有者权益稳定性较好。

截至2015年9月底，公司所有者权益为9.00亿元，受公司资本公积和未分配利润增加影响，所有者权益较年初增长3.67%，公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益中股本占比较高，所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司的营业收入分别为 2.03 亿元、2.19 亿元和 1.73 亿元，年均波动下降 7.75%，主要系公司电容器、电子生产设备销售收入下降所致，公司电容器销售、电子生产设备销售、污水处理和科研服务业是其主营收入，近三年均维持在 95%以上。2014 年公司实现利润总额 0.70 亿元，年均下降 2.48%；实现净利润 0.46 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.32 亿元，占当期净利润的 68.63%，公司盈利水平一般。

2012~2014 年，公司投资收益增长较为稳定，投资收益年均波动增长 14.84%，2014 年投资收益为 0.72 亿元，较 2013 年增长 9.74%。近三年，投资收益占公司营业利润的比率为 87.83%、72.42%和 104.16%，投资收益对营业利润的影响很大；2012~2014 年，公司投资收益主要由处置可供出售金融资产取得的投资收益、理财产品收益和对其他企业投资收益构成，其中 2012~2014 年，处置可供出售金融资产取得的投资收益占比分别为 79.51%、77.13%、90.05%，占比逐年波动上升，主要是其子公司清华科技园出售持有的上市公司拓邦股份、数码视讯股票所得。

从期间费用来看，2012~2014 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 4.56%，主要来自于管理费用的增长。2014 年公司管理费用 0.50 亿元，同比增长 12.08%。随着公司营业收入波动下降，公司销售费用下降较快；2014 年公司的销售费用支出为 572.24 万元，较 2013 年下降 15.11%，主要系工资薪酬、业务招待费和其他费用较低所致；公司近三年财务费用下降很快，年均降低 38.90%，主要系公司项目贷款比例增高，资本化利息支出占比提高，计入财务费利息支出比率降低；同时公司利息收入增加，短期债务来源中从实际控制人的财务公司借款增加，降低了融资成本。从费用构成来看，2014 年销售费用、管理费用和财务费用在三项费用合计中的占比分别为 10.27%、89.12%和 0.61%，管理费用占比较高，对公司盈利水平影响较大。近三年，公司费用收入比分别为 25.12%、23.94%和 32.26%，近三年公司费用支出增加，公司费用控制能力有待提高。

从各项盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率波动增长，近三年分别为 30.97%、36.80%和 34.58%。2014 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 5.02%、6.67%和

5.26%，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较上年分别下降 3.42 个百分点、3.02 个百分点和 3.47 个百分点，主要原因是公司利润总额增速低于公司总资本、总资产和净资产的增速，公司盈利能力尚可。

2015年1~9月，公司实现营业收入1.30亿元，实现净利润0.41亿元，同比分别增长176.60%和538.63%。

总体看，公司盈利能力尚可，随着公司子公司华冠电容器固态铝电解电容器 6 条生产线投产，子公司华冠电子设备公司锂电池生产设备销路扩大，东营市西城城北污水处理项目运营投产，创投板块投资的企业未来进入新三板或创业板上市，公司未来盈利能力会有较大的提高。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2012~2014 年公司销售商品提供劳务收到的现金分别为 2.01 亿元、1.88 亿元和 1.75 亿元，年均下降 6.66%，系公司电子元器件、电子设备业务销售额下降和公司退出环境工程业务所致；2012~2014 年公司收到与其他经营活动有关的现金分别为 0.48 亿元、0.55 亿元和 0.38 亿元，年均下降 11.84%，主要由收到其他往来款构成；2012~2014 年，公司经营活动现金流入年均下降 7.57%，分别为 2.50 亿元、2.43 亿元和 2.13 亿元。2012~2014 年，公司购买商品接受劳务支付的现金年均下降 12.75%，主要系公司电子元器件、电子设备业务量下降所致，三年分别为 0.79 亿元、0.76 亿元和 0.60 亿元；2012~2014 年公司支付其他与经营活动有关的现金年均降低 14.71%，分别为 0.56 亿元、0.44 亿元和 0.41 亿元，主要由其他往来款构成；2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流出年均降低 7.91%，分别为 2.18 亿元、2.06 亿元和 1.85 亿元。2012~2014 年度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.32 亿元、0.37 亿元和 0.28 亿元。公司现金收入比率的波动变化主要受应收账款回收时点影响，近三年公司现金收入比分别为 99.05%、86.04%和 101.39%，收入实现质量一般。

从投资活动情况来看，2012~2014 年度公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.67 亿元、-0.38 亿元和 0.97 亿元。2012~2014 年，公司投资活动现金流入分别为 3.81 亿元、4.16 亿元和 3.26 亿元，年均波动下降 7.38%，主要系公司处置资产、理财投资收回的理财、信托产品资金减少所致；2012~2014 年公司投资活动现金流出分别为 4.47 亿元、4.54 亿元和 2.29 亿元，年均波动下降 28.44%，主要系公司所投资理财、信托产品资金减少，以及公司电子元器件、电子设备生产和污水处理业务固定资产投资陆续竣工所致。

从筹资活动情况来看，2012~2014 年度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.67 亿元、0.15 亿元和-0.25 亿元。公司筹资活动现金流入主要系取得银行借款，筹资活动现金流出主要系偿还银行贷款和分配股利。2014 年，公司筹资活动现金流入 0.74 亿元，较上年上涨 3.09%，筹资活动现金流出 0.90 亿元，较年初增长 74.11%，由于公司 2014 年偿还贷款与股利分配增多，公司筹资活动产生的现金净流量较上年减少 264.76%到-0.25 亿元。

2015年1~9月，公司经营活动现金流净额为0.16亿元，主要系公司电容器与电子设备销售情况较好，现金收入比为113.95%，公司收入实现质量较好；投资活动产生的现金流量净额为0.38亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.30亿元，主要系偿还金融机构借款和分配股利所致。

近三年公司经营活动现金流较为稳定，投资活动现金流较好，由于部分银行贷款到期筹资活动现金净流出，公司整体现金流较为稳定。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年公司流动比率与速动比率均逐年下降，主要系公司短

期债务增加所致。2014 年末，流动比率和速动比率分别为 2.58 倍和 2.18 倍。2014 年末公司现金短期债务比为 6.32 倍，经营活动现金流净额为 0.28 亿元，经营现金流动负债比为 16.90 倍，整体看公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2012~2014 年，受公司电子元器件和电子设备销售下滑影响，公司 EBITDA 呈波动小幅下降，年均下降 3.59%，分别为 1.03 亿元、1.19 亿元和 0.96 亿元，2014 年公司 EBITDA 由折旧（占比 16.16%）、摊销（占比 7.72%）、计入财务费用的利息支出（占比 2.53%）和利润总额（占比 73.58%）构成。与此同时，公司债务规模逐年增长，EBITDA 对债务保障能力呈现逐年下降走势。2014 年，EBITDA 利息倍数为 15.29 倍，EBITDA 全部债务比为 0.98 倍，EBITDA 对全部债务和利息的保障程度较好，公司长期偿债能力较好。

截至 2015 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2015 年 9 月底，公司无重大影响的诉讼及仲裁等事项。

截至 2015 年 9 月底，公司无重大影响的行政处罚。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G1044040200126840U），截至 2015 年 10 月 21 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2015 年 9 月底，公司获得金融机构授信额度合计 3.21 亿元，已使用的授信额度 0.85 亿元；集团财务公司授信 0.35 亿元，已使用的授信额度 0.31 亿元。公司间接融资渠道顺畅。

总体看，目前公司资产负债水平较低，整体偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 9 月底，公司债务总额为 0.81 亿元，本次拟发行债券规模为 3.50 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度较大。

以 2015 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 3.50 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 30.77%、32.40 %和 39.96%，债务负担有所加重，但仍属可控水平。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2014 年底的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 0.96 亿元，为本次债券发行额度（3.5 亿元）的 0.27 倍，EBITDA 对本次债券的保护程度尚可；2014 年经营活动现金流入量为 2.13 亿元，为本次债券发行额度（3.5 亿元）的 0.61 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度一般；经营活动现金流量净额为 0.28 亿元，为本次债券发行额度（3.5 亿元）的 0.08 倍，公司经营活动现金流量净额对本次债券覆盖程度较低。

综合以上分析，联合评级认为，公司电容器和电子设备制造业务拓展产业新领域，在产与拟投产的污水处理业务会带来持续稳定的收益，公司创投板块投资的企业未来在新三板或创业板成功上市可带来较高的资本溢价，公司能够通过持续经营取得较高的盈利水平，总体看，公司对本次债券的偿还能力较强。

九、担保方分析

1. 担保条款

为确保本次债券如期兑付，公司采用第三方信用担保方式为本次债券提供担保。根据珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）为本次债券向债券持有人出具的担保函，华发集团为公司本次拟发行的不超过 3.50 亿元债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本次债券本金的 100%、该部分本金对应的利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用。

担保人华发集团承担保证责任的期间为债券发行之日起至债券履行期届满后二年。债券持有人或债券受托管理人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，或者债券持有人或债券受托管理人在保证期间向发行人主张债权后未在诉讼时效期限届满之前要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保人信用分析

（1）华发集团概况

珠海华发集团有限公司（以下简称“公司”或“华发集团”）成立于 1985 年 5 月，现直接隶属于珠海市人民政府国有资产监督管理委员会，为国有资产授权经营单位，注册资本为人民币 10 亿元。华发集团是珠海市首批两家总部企业之一，不仅是珠海市重要的国有资产和城市基础设施运营主体，还肩负着珠海十字门中央商务区的总体规划、城市运营和基础设施建设、招商引资以及珠海市保障性住房建设等重要工作。华发集团目前初步形成了“3+1+2”的整体业务布局，以城市综合开发、金融投资和房地产开发三大板块为核心业务，以商贸流通板块为重点培养业务，以文教旅游和现代服务为配套业务的多元化发展格局。

截至 2014 年底，华发集团本部拥有党委办、总经办、人保部、审计部、财务部、资金部、总务部、租赁部、法务部、企业管理部 10 个职能部门，拥有（合并口径）88 家子公司（其中 2 家为上市公司）。

截至 2014 年底，华发集团合并资产总额 1,226.95 亿元，负债合计 927.34 亿元，所有者权益 299.61 亿元（含少数股东权益 145.75 亿元）。2014 年公司实现营业收入 172.43 亿元，净利润 7.76 亿元（含少数股东损益 4.84 亿元）。经营活动产生的现金流量净额 0.16 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.11 亿元。

截至 2015 年 9 月底，华发集团合并资产总额 1,486.92 亿元，负债合计 1,185.47 亿元，所有者权益 301.45 亿元（含少数股东权益 145.92 亿元）。2015 年 1~9 月华发集团实现营业收入 100.48 亿元，净利润 4.03 亿元（含少数股东损益 2.36 亿元）。经营活动产生的现金流量净额 4.54 亿元，现金及现金等价物净增加额 88.07 亿元。

华发集团注册地址：珠海市拱北联安路 9 号；法定代表人：李光宁。

（2）行业分析

城市基础设施运营

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与合作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，

这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

2014 年，全国固定资产投资总额完成 51.28 万亿元，比上年增长 15.3%。其中电水利、环境和公共设施管理业完成固定资产投资 4.63 万亿元，同比增长 23.6%。截至 2014 年底，中国城镇化率为 54.77%，较上年提高 1.04 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

2014 年，珠海市发展的质量和效益继续提升。投资保持较快增长。以加快基础设施现代化为战略重点，投资力度持续不减，固定资产投资首次突破千亿元，达到 1,135.1 亿元，增长 23.5%，增速连续四年保持珠三角第一。完成重点建设项目投资 512.8 亿元，为年度计划的 132.5%。一批内通外联的交通枢纽工程全面启动。港珠澳大桥主桥及珠澳人工岛建设顺利，珠海连接线配套工程进度过半。金琴高速、横琴二桥等 42 个项目进入全面施工期。金湾互通立交、梅华路改造等 13 个项目建成。珠海北站 TOD 综合开发、城轨延长线、15 万吨级主航道工程、南屏大桥等 28 个项目开工。投资结构进一步优化，基础设施投资、工业投资和服务业投资分别达 355.7 亿元、276 亿元和 857.3 亿元，占全社会投资比重分别为 31.3%、24.3%和 75.5%。

珠海市土地市场

2014 年珠海房地产市场较为低迷，房企拿地更为谨慎，土地市场也同步迈入底价时代。2014 年珠海成功出让 103 宗土地，合计面积 469.41 万平方米。其中，土地成交宗数与去年相比增加 7 宗；而成交面积相比去年减少约 56.07 万平方米，下降幅度为 10.67%。土地出让金方面，全年共收入 162.68 亿元，与去年相比减少约 269.95 亿元，下降幅度为 62.4%。从区域上看，西区仍为珠海土地供应的主力军，2014 年西区共挂牌 60 宗土地，供应面积高达 351.16 万平方米，占比 70.76%；虽然土地类型以工业为主，但住宅用地供应量也较去年有所上涨。而湾仔片区在 9 月份推出两宗住宅用地，其中珠国土储 2014-31 号地块以 11,000 元/平方米的楼面起拍价创下珠海土地起拍新高。横琴方面，土地供地以商业办公为主，且主要集中在下半年，今年并没有住宅用地供应，土地收入也因而大幅下降。

总体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投融资功能，将起到至关重要的作用。短期内，国家房地产调控政策对于珠海市土地出让情况具有一定的负面影响。但从长期来看，由于珠海市主城区土地稀缺，随着房地产调控政策的逐步消化，商住用地市场有望逐步改善。

（3）经营分析

随着经营规模的不断扩大和业务板块的增加，华发集团初步形成了三大核心业务板块的经营发展模式。三大核心业务板块分别为：城市综合开发、金融投资和房地产开发业务；一个重点培育板块为大宗商贸物流业务；两个配套板块为文教旅游和现代服务业务，其中房产开发和城市综合开发板块是华发集团收入的主要来源。

表 21 2012~2014 年华发集团主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	44.21	66.35	46.02	68.63	62.90	31.99	68.40	40.44	35.93
土地一级开发	10.24	15.37	18.03	12.19	11.18	52.77	31.43	18.58	53.53
大宗商品批发	5.03	7.56	3.09	21.42	19.63	2.09	58.18	34.39	1.38
其他	7.14	10.72	30.97	6.86	6.29	27.71	11.14	6.59	42.69
合计	67.87	100.00	36.86	109.10	100.00	28.17	169.15	100.00	27.76

资料来源：华发集团提供

从收入构成看，房地产开发业务仍是华发集团收入的主要来源，但收入占比逐年下降，2014 年占公司主营业务收入的比重为 40.44%；而大宗商品批发的主营业务收入占比逐年上升，2014 年底升至 34.81%，公司大宗商品批发板块营业收入大幅增长，主要系公司调整业务结构，新增贸易量增加所致；公司的土地一级开发业务收入占比逐年上升，2014 年实现土地出让收益 31.43 亿元，高出前期较多；公司的其他收入主要为物业服务、汽车销售、理财产品、委托贷款和担保业务等业务收入。

从毛利率来看，华发集团房地产开发毛利率波动下降，主要由于中国房地产市场步入调整期，房地产投资增速明显下滑，在此趋势下，华发股份加大促销力度，毛利率下降；土地一级开发毛利率呈上升趋势，主要由于土地出让面积和价格受政策调整影响较大，高于预期；大宗商品批发毛利率呈下降趋势，主要受大宗商品价格下降的影响。

房地产开发

目前，华发集团的房产开发业务主要由其下属的珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”）负责，截至 2015 年 9 月底，华发集团对其持股 24.87%（直接持有 21.91%，通过下属子公司持有 2.96%）。华发股份作为华发集团合并范围内的上市子公司，拥有较为独立的经营权。华发股份于 2004 年 2 月在上海证券交易所上市。截至 2014 年底，华发股份总资产 674.31 亿元，所有者权益 129.86 亿元；2014 年，华发股份实现营业收入 71.04 亿元，归属于母公司所有者的净利润 6.47 亿元。

华发股份目前在建和拟建项目土地用途以商住为主，土地取得方式主要为公开竞买和股权收购，土地获取成本相对较低，尤其是通过股权收购获取的土地，成本优势显著。华发股份积极拓展业务范围，明确了“珠海为战略大本营，上海、广州、武汉、南宁等一二线城市重点突破”的战略布局。2013 年，华发股份通过公开竞拍及股权收购先后取得了南宁高新区项目、威海九龙湾项目、珠海唐家湾铜鼓角项目、横琴新区珠横国土储 2013-08 地块、武汉王家墩 CBD 等项目。2014 年，华发股份在珠海通过公开竞拍方式成功获得十字门商务区会展四路两地块，通过股权收购取得湾仔三旧改造项目的开发权；在广州，相继取得荔湾区芳信路地块、海珠区宝岗大道地块、荔湾区广钢新城地块；在武汉，成功摘取汉阳区四新地块；在上海，一举夺得张江地块及杨浦地块，成功进驻上海市场。战略布局的进一步优化提升，为华发股份未来几年实现跨越发展的战略目标奠定了坚实的基础。

表22 华发股份主营业务收入情况分布（亿元，%）

地区	2012 年		2013 年		2014 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
珠海	30.86	69.80	49.11	71.66	49.74	72.88
中山	0.74	1.67	1.18	1.72	0.42	0.61
大连	5.24	11.85	3.87	5.65	3.21	4.70
包头	7.37	16.67	4.87	7.11	3.69	5.40
沈阳	--	--	9.50	13.86	11.19	16.40
合计	44.21	100.00	68.53	100.00	68.24	100.00

资料来源：华发集团提供

受 2012 年珠海“双限令”的影响，2012 年的销售收入降幅较大，2013 年房产销售整体回暖，全年实现合同销售超 84 亿元，销售项目仍主要集中在珠海市场，集中度达 70%以上，另外在较大的一二线城市，华发股份的房产销售业务也有所发展，其中沈阳北新区 120 万平方米的保障房项目，2013 年已经实现销售收入 9.5 亿元。2014 年，中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此趋势下，华发股份加大促销力度，全年实现合同销售金额 86 亿元，其中在珠海地区销售超过 57 亿元，继续保持龙头地位。

截至 2015 年 9 月底，华发集团土地储备情况如下表所示，公司在二线城市的土地储备面积占比较大，总土地储备面积共计 1,287.74 万平方米，总建筑面积共计 1,521.90 万平方米。

总体看，华发集团区域实力雄厚，土地储备丰富。

表 23 截至 2015 年 9 月底华发集团土地储备情况（单位：万平方米，%）

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	合计
城市数量	2.00	6.00	2.00	10.00
土地储备面积	48.46	1,009.83	229.45	1,287.74
土地面积占比	3.76	78.42	17.82	100.00
规划建筑面积	66.64	1,243.40	211.86	1,521.90
规划建筑面积占比	4.38	81.70	13.92	100.00

资料来源：华发集团提供

金融投资

华发集团目前的金融投资业务主要由珠海金融投资控股集团有限公司（以下简称“珠海金控”）负责，截至 2014 年底，珠海金控总资产 167.98 亿元，所有者权益 58.08 亿元；2014 全年实现营业收入 3.22 亿元，净利润 1.45 亿元。珠海金控的主要业务范围：以银行、证券公司、财务公司、基金、交易平台、期货公司、融资租赁、资产管理、产业投资等业务为战略支柱业务，以保险、金融租赁、消费金融为财务投资型业务，而现有的小额贷款、融资担保、保理公司等业务则以维持现状为旨，不进一步扩大业务。截至 2014 年底，合并范围内金融类企业如下表所示：

表 24 合并范围内金融类企业

公司名称	母公司持股比例	主营业务
珠海金融投资控股集团有限公司	85.06	股权投资管理
珠海铎创投资管理有限公司	85.06	项目投资、投资管理
珠海铎创融资担保有限公司	85.06	投资担保
珠海铎创股权投资基金管理有限公司	85.06	股权投资管理
珠海铎融股权投资基金管理有限公司	85.06	基金管理

珠海金控股权投资基金管理有限公司	85.06	股权投资管理
珠海金控金湾股权投资基金管理有限公司	68.05	股权投资管理
北京华金瑞盈投资管理有限公司	85.06	股权投资管理
珠海横琴新区铎创新材料投资合伙企业（有限合伙）	41.68	股权投资管理
深圳铎融精品城市化版权投资基金合伙企业{有限合伙}	84.26	股权投资管理
珠海金控产业投资中心(有限合伙)	85.06	股权投资管理
天津铎融融汇投资管理有限公司	85.06	股权投资管理
上海华锴股权投资有限公司	85.06	股权投资管理
珠海华金小额再贷款有限公司	85.06	小额贷款
香港华发投资控股有限公司	100.00	股权投资管理
香港华发-BVI有限公司	100.00	股权投资管理
铎金投资有限公司	100.00	股权投资管理
珠海华发集团财务有限公司	89.18	金融业
珠海铎创股权投资管理有限公司	100.00	股权投资管理
华金证券有限责任公司	42.93	证券业务
金谷期货有限公司	85.06	期货业务

资料来源：华发集团审计报告

城市综合服务

华发集团的城市综合服务板块主要由珠海华发综合发展有限公司（以下简称“综合发展公司”）负责运营，截至 2014 年底，综合发展公司合并资产总额为 394.25 亿元，所有者权益为 190.97 亿元（其中少数股东权益 29.99 亿元）；2014 年，综合发展公司实现营业收入 83.89 亿元，实现利润总额 9.75 亿元。综合发展公司下设三大业务板块，分别为子公司珠海华发现代服务投资控股有限公司（以下简称“现代服务公司”）从事的物业服务等现代服务业务，子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司（以下简称“华发投资控股”）从事的十字门中央商务区开发和保障房建设等城市运营业务，以及子公司珠海华发商贸控股有限公司（以下简称“华发商贸”）从事的汽车销售和大宗商品批发等商贸物流业务。

综合发展公司物业服务业务由现代服务公司（2014 年 3 月 13 日更名，原称“珠海十字门商用物业建设有限公司”）的子公司珠海华发物业管理服务有限公司（以下简称“华发物业”）负责。目前华发物业进行物业管理的物业包括公司持有的物业、关联公司珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”）开发建设的商业和住宅物业，以及对外承接管理的物业；截至 2014 年底，华发物业进行物业服务的物业面积达 1,959.05 万平方米，其中市政环卫 939.58 万平方米，其他住宅及写字楼 1,019.47 万平方米。近三年，随着华发股份建成物业的增长，公司物业管理收入持续增长，2014 年实现收入 2.88 亿元，毛利率有所上升，为 25.14%。

综合发展公司城市运营业务由子公司华发投资控股（2014 年 2 月 27 日更名，原称“珠海华发投资控股有限公司”）负责，具体业务包括十字门中央商务区项目、保障房项目和合作开发项目。

综合发展公司对十字门中央商务区的开发建设主要由华发投资控股的子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司（以下简称“十字门公司”）负责。

十字门公司于 2009 年 7 月取得了十字门中央商务区内的土地一级开发资质，负责十字门中央商务区 5.77 平方公里的土地一级开发和市政基础设施建设及运营。截至 2014 年底，十字门公司总资产 265.58 亿元，所有者权益 151.94 亿元；2014 年全年实现营业收入 31.82 亿元，净利润 8.33 亿元。

十字门中央商务区建设采用政府主导，企业运作的开发模式，开发资金是珠海市政府提供前期启动资金，后续资金主要通过十字门中央商务区土地一级开发完成后的分成收益来平衡。根据《珠海十字门中央商务区土地一级开发协议》和《珠海十字门中央商务区土地一级开发操作办法》，十字门公司负责按年度制定实施土地一级开发计划，土地出让后，珠海市财政局按土地功能不同，

从土地出让金中扣除相关税费后再将剩余资金按确定的相应比例拨付。十字门公司作为收益；其中，商业和住宅用地按 35%，办公、会展、酒店和其他用地按 55%。根据实际需要，珠海市政府将分阶段对上述收益分成比例进行调整。十字门公司建立专项账户，对收到的收益资金进行专项管理，专款专用。十字门中央商务区项目总投资约 300 亿元，开发区域包括湾仔片区和横琴片区，主要建设内容有市政基础设施及重点建设项目。

市政基础设施包括横琴片区及湾仔片区两部分，目前十字门中央商务区内青苗补偿基本完成，建设用地报批达 93%。其中，横琴片区市政道路基本按时建设完成，堤岸、桥梁工程进入施工冲刺阶段。湾仔片区市政道路首期工程 1-A、1-B 路按计划施工完成并交付使用，剩余道路加快推进。烟墩山平基工程全力赶工。

重点建设项目包括会展商务组团一期、横琴国际金融中心大厦及横琴金融产业服务基地，目前，会展商务组团（一期）中展览中心、会议中心已于 2014 年 10 月正式开业，喜来登酒店、公寓式酒店、绸带商业 AB 区已完成主体工程建设，预计将于 2015 年下半年投入运营。330 米高的标志性塔楼（上部为瑞吉酒店、下部为甲级写字楼）核心区建设至 41 层，幕墙施工至 27 层，预计于 2017 年底建成并投入运营；横琴金融产业基地建成并投入运营，横琴国际金融中心大厦加速推进建设。

商贸物流板块

华发集团的商贸物流业务板块由子公司华发商贸及其下属公司负责，具体业务包括大宗商品批发业务、汽车销售和仓储业务。

① 大宗商品批发

华发集团大宗商品批发业务主要由华发商贸本部负责，2011 年起，华发商贸陆续设立了华港建设、华发绿化、砂石土公司和混凝土公司等子公司。华发集团贸易品种主要为钢材、管桩、水泥和焦炭。2012~2014 年，华发集团大宗商品批发业务收入分别为 5.03 亿元、21.42 亿元和 43.95 亿元，业务毛利率分别为 3.74%、3.09%和 1.19%，2014 年收入主要来自新增油品贸易和铁矿砂贸易，但此业务毛利率较低，造成华发集团大宗商品贸易板块毛利率下降。华发集团大宗商品贸易相对于贸易行业公司风险较低，主要是华发集团建材大宗商品主要销售给系统内负责工程建设的建筑商，油品贸易主要下游珠海本地石化企业，账期相对较短，华发集团收入及利润可以提前锁定，风险相对较小。

② 汽车销售

华发集团汽车销售业务由华发商贸下属子公司珠海华发汽车销售有限公司（以下简称“华发汽车”）负责。华发汽车合计拥有 3 家店面，其中本部店面销售进口汽车，2 家子公司华发上众和华发锐达分别拥有 1 家 4s 店进行上海大众和斯柯达品牌的经营。2014 年，华发集团汽车销售实现收入 2.87 亿元。

（4）财务分析

华发集团提供的 2012 年财务报表已经国富浩华会计师事务所（特殊普通合伙）珠海分所审计，提供的 2013 年~2014 年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2013 年华发集团新增纳入合并范围的控股子公司 25 家，其中 24 家为新设公司，1 家为新投资的公司，对公司所有者权益影响较大；2014 年华发集团新增纳入合并范围的控股子公司 25 家，其中 17 家为新设公司，6 家为收购获得，2 家为项目变更所得。华发集团合并报表范围的变动对所有者权益影响较大，财务数据可比性一般。

截至 2014 年底，华发集团合并资产总额 1,226.95 亿元，负债合计 927.34 亿元，所有者权益 299.61 亿元（含少数股东权益 145.75 亿元）。2014 年公司实现营业收入 172.43 亿元，净利润 7.76 亿元（含少数股东损益 4.84 亿元）。经营活动产生的现金流量净额 0.16 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.11 亿元。

截至 2015 年 9 月底，华发集团合并资产总额 1,486.92 亿元，负债合计 1,185.47 亿元，所有者权益 301.45 亿元（含少数股东权益 145.92 亿元）。2015 年 1~9 月公司实现营业收入 100.48 亿元，净利润 4.03 亿元（含少数股东损益 2.36 亿元）。经营活动产生的现金流量净额 4.54 亿元，现金及现金等价物净增加额 88.07 亿元。

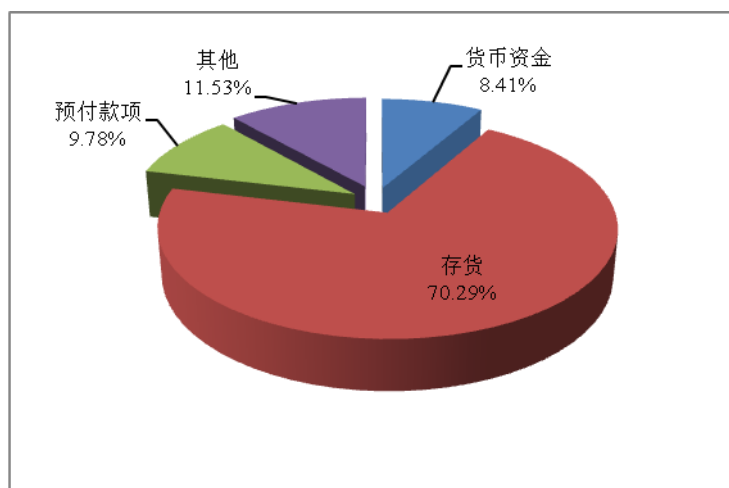
资产质量

2012~2014 年，随着经营规模的不断扩大，华发集团资产总额增长较快，三年年均复合增长 58.49%。截至 2014 年末，华发集团合并资产总额 1,226.95 亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为 82.81%和 17.19%，资产构成以流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，华发集团流动资产持续增长，年均复合增长 58.03%。截至 2014 年末，华发集团流动资产合计 1,016.07 亿元，主要由货币资金（占 8.41%）、预付账款（占 9.78%）、和存货（占 70.29%）构成（图 9）。

图 9 2014 年底华发集团流动资产构成



资料来源：华发集团审计报告

2012~2014 年，华发集团货币资金规模保持稳定，年均复合增长为 7.81%。截至 2014 年末，华发集团货币资金为 85.44 亿元，其中受限货币资金 11.62 亿元，主要系借款及应付票据保证金。

2012~2014 年，华发集团存货规模快速增长，年均复合增长为 54.82%，存货主要是开发成本和开发产品，大幅增长主要来自购置土地和开发投入带来的开发成本的增加。截至 2014 年末，华发集团存货为 714.18 亿元，已计提跌价准备 0.22 亿元。

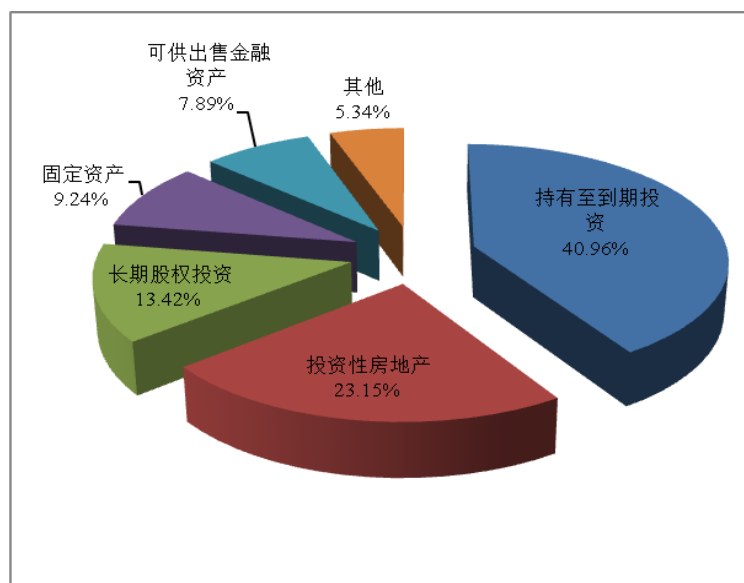
2012~2014 年，华发集团预付款项规模快速增长，年均复合增长为 135.29%，主要为新购置土地出让金增加所致。截至 2014 年末，华发集团预付款项 99.34 亿元，主要为预付土地出让金及预付项目保证金和拆迁补偿款。

非流动资产

2012~2014 年，华发集团非流动资产逐年增长，年均复合增长为 60.79%。截至 2014 年末，

华发集团非流动资产合计 210.88 亿元，主要由持有至到期投资（占 40.96%）、长期股权投资（占 13.42%）、投资性房地产（占 23.15%）、固定资产（占 9.24%）和可供出售金融资产（占 7.89%）。

图 10 2014 年底华发集团非流动资产构成



资料来源：华发集团审计报告

2012~2014 年，华发集团持有至到期投资分别为 0 元、13.70 亿元和 86.39 亿元，公司持有至到期投资部分为公司开发项目发行融资工具的劣后部分，部分为投资工具以赚取利息。

2012~2014 年，华发集团长期股权投资规模逐年增长，年均复合增长为 62.01%。截至 2014 年末，长期股权投资规模为 28.29 亿元。

2012~2014 年，华发集团投资性房地产波动增长，年均复合增长为 0.75%。截至 2014 年末，华发集团投资性房地产规模为 48.81 亿元，其中按成本模式计量的投资性房地产 26.30 亿元，按公允价值模式计量的投资性房地产 22.70 亿元。

2012~2014 年，华发集团固定资产规模增长较快，年均复合增长为 82.18%，主要是房屋及建筑物增加所致。截至 2014 年末，固定资产为 19.49 亿元，主要是房屋及建筑物、运输设备、电子设备，成新率 83.11%。

2012~2014 年，华发集团可供出售金融资产年均复合增长为 14.65%。截至 2014 年末，华发集团可供出售金融资产 16.63 亿元，其中按成本法计量的可供出售金融资产 16.48 亿元。

截至 2015 年 9 月底，华发集团合并资产总额 1,486.92 亿元，较上年底增加 21.19%，其中流动资产增长 21.11%、非流动资产增长 21.55%，资产结构较年初变化不大。

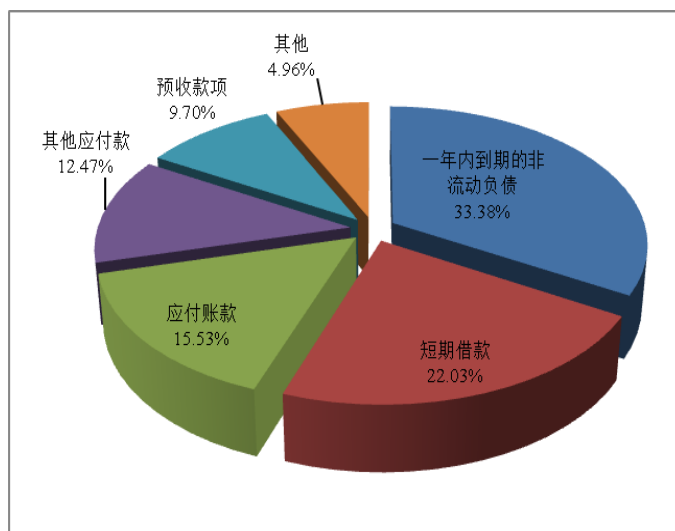
总体看，随着经营规模的不断扩大，近三年华发集团资产规模增长较快，资产结构以流动资产为主，但由于流动资产中存货占比较大，华发集团实际资产流动性一般。

负债

2012~2014 年，华发集团负债规模年均复合增长 77.60%。截至 2014 年末，华发集团负债总额为 927.34 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占 57.73%和 42.27%，流动负债占比略高。

2012~2014 年，华发集团流动负债年均复合增长 83.54%。截至 2014 年末，流动负债合计 535.35 亿元，流动负债主要以短期借款（占 22.03%）、应付账款（占 15.53%）、预收款项（占 9.70%）、其他应付款（占 12.47%）和一年内到期的非流动负债（占 33.38%）构成。

图 11 2014 年底华发集团流动负债构成



资料来源：华发集团审计报告

2012~2014 年，华发集团短期借款规模快速增长，年均复合增长为 107.33%。截至 2014 年末，短期借款余额 117.92 亿元，其中抵押借款、保证借款、信用借款和质押借款分别为 43.74 亿元、40.48 亿元、14.91 亿元和 18.79 亿元。

2012~2014 年，华发集团应付账款规模增长较快，年均复合增长 70.69%，主要是由于在建项目增加，相应的应付工程款增加所致。截至 2014 年末，应付账款为 83.14 亿元，其中 1 年以内的占比 74.80%、1 年以上的占比 25.20%。

2012~2014 年，华发集团预收款项规模保持平稳，年均复合增长 5.45%。截至 2014 年末，预收款项为 51.95 亿元，其中账龄在 1 年以内的占比 92.20%、7.80%。

2012~2014 年，华发集团其他应付款快速增长，年均复合增长 127.03%，主要由于增加土地增值税准备金和合作地块借款所致。截至 2014 年末，其他应付款为 66.74 亿元，主要为应付武汉中央商务区城建开发有限公司合作地块借款及利息、应付土地增值税准备金及应付荣成市源进商贸有限公司。

2012~2014 年，华发集团一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 133.10%。截至 2014 年末，华发集团一年内到期的非流动负债为 178.70 亿元，其中抵押借款 145.81 万元、信用借款 21.59 亿元、质押借款 11.30 亿元。

2012~2014 年，华发集团非流动负债规模呈上升趋势，年均复合增长 70.35%。截至 2014 年末，华发集团非流动负债合计 391.99 亿元，主要为长期借款（占比 76.19%）和应付债券（占比 22.74%）。

2012~2014 年，华发集团长期借款规模逐年上升，年均复合增长 83.09%，均为项目建设所形成的长期抵押借款等。截至 2015 年 9 月，华发集团长期借款为 517.44 亿元，其中期限在 1~2 年的占比 49.52%（256.24 亿元），在 2~3 年的占比 46.93%（242.83 亿元），3~4 年的占比 2.27%（11.74 亿元），4~5 年的占比 0.24%（1.25 亿元），5 年以上的占比 1.04%（5.38 亿元）。

2012~2014 年，华发集团应付债券规模逐年上升，年均复合增长 44.70%。截至 2014 年末，华发集团应付债券 89.12 亿元，包括：①“12 华发集团债”，发行日期 2012 年 2 月，债券期限 6 年，发行金额 25 亿元，年末数 24.87 亿元；②“13 华发集团债”，发行日期 2013 年 6 月，债券

期限 6 年，发行金额 8 亿元，年末数 7.94 亿元；③“09 华发债”，发行日期 2009 年 10 月，债券期限 8 年，发行金额 18 亿元，年末数 17.99 亿元；④“珠海华发综合发展有限公司 2014 年度第一期中期票据”，发行日期 2014 年 10 月，债券期限 5 年，发行金额 30 亿元，年末数 29.85 亿元；⑤“HK Huafa Invest Hldgs Co.Ltd.4.25%信用增强人民币债券”，发行日期 2014 年 6 月，债券期限 3 年，发行金额 8.5 亿元，年末数 8.47 亿元

2012~2014 年，华发集团债务规模大幅增长，三年复合增长 91.50%。截至 2014 年末，华发集团债务规模为 704.20 亿元，其中短期债务占比 44.93%，长期债务占比 55.07%，长期债务占比比较高，华发集团债务结构较为合理。

2012~2014 年，华发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率呈上升趋势，截至 2014 年末分别为 75.58%、70.15%、56.41%。华发集团债务负担较重。

截至 2015 年 9 月底，华发集团合并负债合计 1,185.47 亿元，较上年底增加 27.84%，其中流动负债增长 5.65%、非流动负债增长 58.13%，负债结构较年初变化体现在一年内到期的非流动负债减少和长期借款的增加。

总体看，华发集团债务规模快速增长，结构较为合理，华发集团债务负担偏高。

所有者权益

2012~2014 年，华发集团所有者权益逐年增长，三年年均复合增长 24.13%。截至 2014 年末，华发集团所有者权益合计 299.61 亿元，归属于母公司所有者权益 153.86 亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 6.50%、资本公积占 74.38%、未分配利润占 10.17%，资本公积和未分配利润占比较高，所有者权益稳定性尚可。

截至 2015 年 9 月底，华发集团合并所有者权益合计 301.45 亿元，较上年底增加 0.61%，结构变化较小。

总体看，华发集团所有者权益中资本公积和未分配利润占比较高，所有者权益稳定性尚可。

盈利能力

2012~2014 年，华发集团实现营业总收入 67.87 亿元、110.88 亿元和 172.43 亿元，三年复合增长 59.39%，大幅增长主要系土地一级开发业务和大宗商品批发业务的收入增长。从收入构成看，房地产销售业务仍是公司收入的主要来源，但收入占比有所下降，而大宗商品批发的主营业务收入占比上升，公司大宗商品批发新增油品贸易和铁矿砂等商品的贸易。2012~2014 年，华发集团营业利润分别为 8.72 亿元、10.23 亿元和 13.78 亿元，三年复合增长 25.71%；营业外收入、支出对于华发集团盈利状况影响很小，华发集团净利润三年复合增长 15.28%，归属于母公司所有者的净利润三年复合增长 51.80%。

2012~2014 年，华发集团有息债务规模的扩大带动了财务费用的快速增长，导致华发集团财务费用三年复合增长 123.17%，2014 年财务费用为 12.79 亿元；管理费用三年复合增长 35.49%，2014 年管理费用为 8.81 亿元；销售费用三年复合增长 25.39%，2014 年销售费用为 2.78 亿元。2012~2014 年，费用收入比分别为 13.47%、11.36%、14.14%。

2012~2014 年，华发集团投资收益规模逐年扩大，三年复合增长 126.54%。2014 年，投资收益 3.83 亿元，投资收益较上年大幅增加主要来自信托收益 2.19 亿元，此部分有效补充了华发集团的营业利润，但不具有可持续性。

从盈利指标看，2014 年华发集团总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均有所回升，至 2.74%、2.83%和 2.75%，华发集团盈利指标仍偏弱，盈利能力有待提高。

2015 年 1~9 月，华发集团营业总收入为 100.48 亿元，净利润为 4.03 亿元。

总体看，华发集团收入稳定增长，利息支出对华发集团盈利状况影响较大，整体盈利能力一般。

现金流

经营活动方面，随着华发集团业务板块的多元化和业务规模的扩大，华发集团经营活动现金流净额大幅增长（由负转正），分别为-11.94 亿元、3.95 亿元和 0.16 亿元。2012~2014 年华发集团收到经营活动现金流入复合增长 72.44%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金的增长；经营活动现金流出复合增长 63.54%，主要是购买商品、接受劳务支付的现金。华发集团 2014 年经营活动现金流入 205.71 亿元、流出 205.55 亿元，华发集团拿地支出计入投资活动现金流出，土地投资方面对经营活动现金流影响较小。华发集团近三年的现金收入比分别为 88.29%、99.34%和 103.08%，收入实现质量一般。

投资活动方面，2012~2014 年，华发集团投资活动现金流均表现为净流出，主要为土地款和合作项目投资，净流出规模三年复合增长 126.41%，华发集团购建固定资产、无形资产等支付的资金三年复合增长 126.71%，主要系土地开发成本增加所致；华发集团投资支付的现金三年复合增长 101.75%，主要为部分信托产品、资产管理计划，以及珠海金控对企业的投资。华发集团 2014 年投资活动现金流入 28.70 亿元、流出 345.05 亿元，投资活动现金流净额-316.35 亿元。华发集团近年来的扩张行为加剧，项目的数量和规模都有所上升，以及伴随珠海金控的成立，华发集团资金需求急速提升。

筹资活动方面，2012~2014 年，华发集团筹资活动现金流入三年复合增长 74.83%，主要是取得借款所受到的现金；华发集团筹资活动现金流出三年复合增长 68.78%，主要是偿还债务支付的现金；华发集团 2014 年筹资活动现金流净额 325.26 亿元，能够较好的覆盖公司大规模的投资需求。

2015 年 1~9 月，华发集团经营活动产生的现金流量净额 4.54 亿元；投资活动产生的现金流量净额-91.99 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 175.49 亿元；现金及现金等价物净增加额 88.07 亿元，整体现金流情况较好。

总体看，目前华发集团现金流量规模大，收入实现质量一般。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年末，华发集团流动比率和速动比率分别为 1.90 倍和 0.56 倍，经营现金流动负债比率为 0.03%；现金短期债务比 0.46 倍，均处于一般水平。截至 2015 年 9 月底，华发集团流动比率和速动比率分别为 2.18 倍和 0.65 倍，较年初有所提升，整体看，华发集团短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014 华发集团 EBITDA 为 30.19 亿元，EBITDA 利息倍数为 2.05 倍，EBITDA 对利息的保障能力较好，EBITDA 主要由利润总额（占 44.51%）和计入财务费用的利息支出（占 48.84%）构成；EBITDA 全部债务比为 0.04，对全部债务的保障程度较弱。整体看，华发集团长期偿债能力偏弱，整体偿债能力一般。

截至 2015 年 9 月 30 日，华发集团对外担保余额为 35.48 亿元，对外担保规模较小，为 2014 年末净资产的 0.12 倍，公司具体对外担保情况如下：

表 25 截至 2015 年 9 月末公司对外担保情况表（单位：亿元）

被担保方	担保合同签订日期	到期日	实际担保金额
中山华发生态园房地产开发有限公司	2013 年 12 月	2016 年 2 月	12.00
珠海华茂房地产投资顾问有限公司	2013 年 4 月	2015 年 12 月	3.48
珠海华发装饰工程有限公司	2015 年 8 月	2017 年 8 月	20.00
合计			35.48

资料来源：华发集团提供，联合评级整理。

截至 2015 年 9 月末，华发集团已取得银行授信额度共计 499.03 亿元，尚余未使用的授信额度为 107.63 亿元。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为：G10440401000391600），截至 2015 年 11 月 2 日，华发集团无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，华发集团整体偿债能力一般，但考虑到华发集团在珠海市的地位，拥有很强的政府支持，以及现金类资产规模较大，整体偿债能力较强。

3. 债权保护效果

以 2014 年末财务数据测算（假设本次发行规模为 3.5 亿元），本次债券发行规模占担保方华发集团资产总额的 0.29%、所有者权益总额的 1.17%和经营现金流入量的 1.70%，整体占比较低，对债权的保护程度高。

总体看，本次债券发行规模占华发集团各类资产的比重较低，同时考虑到华发集团实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会，其担保对于本次债券的到期还本付息具有显著的保护作用。

十、综合评价

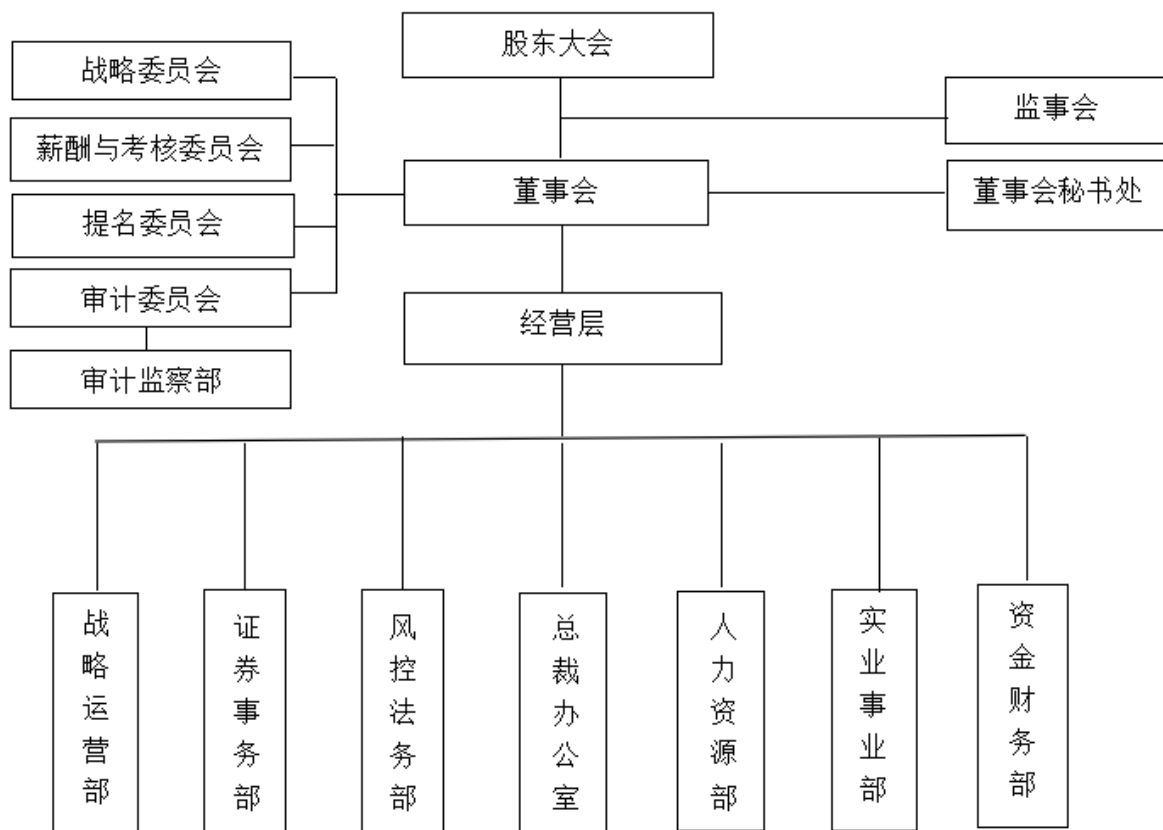
公司作为珠海市国资委旗下的上市公司，拥有电容器制造、电子设备制造、污水处理和高新企业孵化四大板块的综合性企业，污水处理业务和高新企业孵化业务稳定持续盈利，综合实力较强。但联合评级也注意到电容器及电子设备制造行业景气度持续下行，竞争日趋激烈等因素对公司经营带来的不利影响。

未来，公司在稳定传统四大板块业务的同时，将依托珠海金融投资控股集团有限公司的金融资源，进一步加大投资规模，优化投资结构，重点关注大健康产业、信息技术、工业自动化等领域，提升主营业务规模和盈利能力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由珠海华发集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。华发集团资产和权益规模较大，整体运营状况良好，其担保对于本期公司债券的到期还本付息具有积极影响。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿付的风险很低。

附件 1 力合股份有限公司组织结构图



附件 2 力合股份有限公司 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额 (亿元)	9.67	10.84	11.03	11.49
所有者权益 (亿元)	8.34	8.81	8.68	9.00
短期债务 (亿元)	0.09	0.28	0.46	0.31
长期债务 (亿元)	0.29	0.55	0.51	0.50
全部债务 (亿元)	0.38	0.83	0.98	0.81
营业收入 (亿元)	2.03	2.19	1.73	1.30
净利润 (亿元)	0.61	0.75	0.46	0.41
EBITDA (亿元)	1.03	1.19	0.96	--
经营性净现金流 (亿元)	0.32	0.37	0.28	0.16
应收账款周转次数(次)	2.60	2.79	2.24	--
存货周转次数 (次)	1.73	1.16	1.43	--
总资产周转次数 (次)	0.20	0.21	0.16	0.12
现金收入比率 (%)	99.05	86.04	101.39	113.95
总资本收益率 (%)	16.02	8.45	5.02	4.19
总资产报酬率 (%)	15.59	9.68	6.67	5.18
净资产收益率 (%)	7.31	8.73	5.26	4.62
营业利润率 (%)	30.97	36.80	34.58	37.86
费用收入比 (%)	25.12	23.94	32.26	28.03
资产负债率 (%)	13.76	18.73	21.32	21.67
全部债务资本化比率 (%)	4.37	8.58	10.12	8.29
长期债务资本化比率 (%)	3.38	5.86	5.60	5.25
EBITDA 利息倍数 (倍)	27.16	36.98	15.29	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	2.70	1.45	0.99	--
流动比率 (倍)	4.72	3.22	2.58	2.55
速动比率 (倍)	4.01	2.74	2.18	2.07
现金短期债务比 (倍)	13.35	4.70	6.32	10.25
经营现金流动负债比率 (%)	40.24	29.22	16.90	8.32
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.29	0.34	0.27	--

注：1、2015 年 1-9 月财务报表未经审计，相关指标未年化。

2、相关财务指标按照附件 4 公式进行计算，与 Wind 资讯等公告数据可能存在一定差异。

附件 3 珠海华发集团有限公司 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额（亿元）	488.44	783.74	1,226.95	1,486.92
所有者权益（亿元）	194.44	265.18	299.61	301.45
短期债务（亿元）	60.35	149.27	316.41	316.41
长期债务（亿元）	131.67	226.18	387.80	615.24
全部债务（亿元）	192.02	375.45	704.20	931.65
营业收入（亿元）	67.87	110.88	172.43	100.48
净利润（亿元）	5.84	5.68	7.76	4.03
EBITDA（亿元）	11.90	16.35	30.19	--
经营性净现金流（亿元）	-11.94	3.95	0.16	4.54
应收账款周转次数（次）	11.94	6.90	6.43	--
存货周转次数（次）	0.17	0.20	0.21	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.17	0.17	0.07
现金收入比率（%）	88.29	99.34	103.08	151.39
总资本收益率（%）	2.58	2.20	2.74	0.36
总资产报酬率（%）	2.67	2.49	2.83	0.53
净资产收益率（%）	3.25	2.47	2.75	1.34
营业利润率（%）	25.36	19.89	19.95	22.04
费用收入比（%）	13.47	11.36	14.14	25.33
资产负债率（%）	60.19	66.17	75.58	79.73
全部债务资本化比率（%）	49.69	58.61	70.15	75.55
长期债务资本化比率（%）	40.38	46.03	56.41	67.12
EBITDA 利息倍数（倍）	4.51	2.91	2.05	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.04	0.04	--
流动比率（倍）	2.56	2.49	1.90	2.18
速动比率（倍）	0.69	0.78	0.56	0.65
现金短期债务比（倍）	1.22	0.84	0.46	0.76
经营现金流动负债比率（%）	-7.51	1.37	0.03	0.80
EBITDA/本次发债额度（倍）	3.40	4.67	8.63	--

注：1、2015 年 1-9 月财务报表未经审计，相关指标未年化。

2、相关财务指标按照附件 4 公式进行计算，与 Wind 资讯等公告数据可能存在一定差异。

附件 4 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/本期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+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+长期应付款
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+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 5 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。

联合信用评级有限公司关于 力合股份有限公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年力合股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

力合股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。力合股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注力合股份有限公司的相关状况，如发现力合股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如力合股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至力合股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送力合股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年十二月十一日