

四川长虹电器股份有限公司

2006年主体长期信用评级分析报告

评级结果:

A⁺

评级时间:

2006年9月18日

主要数据:

项 目	2003年	2004年	2005年	2006年 6月
资产总额(亿元)	214.00	156.49	158.24	156.39
所有者权益(亿元)	131.68	94.55	97.91	87.46
主营业务收入(亿元)	141.33	115.39	150.61	77.90
利润总额(亿元)	3.03	-36.72	2.98	1.51
资产负债率(%)	38.20	38.75	36.51	42.24
全部债务资本化比率(%)	29.86	30.60	24.20	34.65
净资产收益率(%)	1.84	-38.93	2.91	1.43
流动比率(%)	217.20	199.36	214.22	187.45
EBITDA 利息倍数(倍)	15.32	-33.04	7.39	6.82
债务保护倍数(倍)	0.10	-0.79	0.21	0.07

分析员

张晓斌 丁继平

电话

8610-64912118

传真

8610-64912663

地址

100101

北京市朝阳区安慧里四区 15 号楼

五矿大厦 16 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cnHttp: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评级观点

四川长虹电器股份有限公司(以下简称“公司”)是我国大型家电生产企业之一、全球最大的彩电研发和制造商之一、最大的平板电视研发和制造商之一。2004年以来,公司加大了产业结构调整和产品升级步伐,主要产品市场占有率较高。近几年公司管理水平逐年提高,负债水平正常,经营活动的现金流量状况较好,货币资金充足,但盈利能力一般。联合资信评估有限公司通过对公司的外部环境和内部经营实力进行综合分析评价认为:公司整体信用风险较小。

优势

1. 近几年,彩电行业销售情况良好,尤其是平板电视需求强劲,预计未来几年彩电行业仍将保持较高的增长速度,彩电需求的增加为公司提供了广阔的发展空间。

2. 公司是我国家电产品(彩电、空调等)大型生产企业,产品市场占有率较高,品牌优势明显,主要产品竞争力较强。

3. 近年来,公司延伸了产业链,分散了产品单一的风险。

关注

1. 家电行业属于完全竞争行业,公司主要产品(彩电、空调等)所在细分市场竞争激烈。

2. 国内平板电视的关键核心技术仍掌握在国外企业手中,国内平板电视生产商的国际竞争力较差。

3. 目前,公司处于产业结构调整的关键时期,未来发展具有一定的不确定性。

一、发行主体概况

四川长虹电器有限公司前身是成立于1958年的国营长虹机器厂，1988年经绵阳市人民政府[绵府发(1988)33号文]批准进行股份制企业改革试点，成立股份有限公司。1994年3月11日，根据中国证监会[证监发审字(1994)7号文]批准，公司发行人民币普通股并在上海证券交易所上市。截至2006年6月30日，公司总股本189821.14万股，股票简称“G长虹”，股票代码600839。四川长虹电子集团有限公司（以下简称“长虹集团”）持有公司57620.38万股，持股比例为30.36%，为公司第一大股东。

公司主要经营业务：家用电器、汽车电器、电子产品及元器件、信息网路产品、电子商务、新型材料、电动产品、环保产品、通讯传输设备、电工器材制造、销售等。截至2005年底，公司下属17家控股子公司；拥有员工30023人。

截至2005年底，公司资产总额1582398.87万元，负债总额577707.98万元，所有者权益979099.46万元，少数股东权益25591.43万元。2005年实现主营业务收入1506111.55万元，利润总额29811.78万元；经营活动产生的现金流量净额142135.08万元，现金及现金等价物净增加额-83661.08万元。

公司地址：四川省绵阳市高新区绵兴东路45号；法定代表人：赵勇。

二、行业分析

公司属于制造业，主要从事彩电、空调等家用电器的生产和经营。

1. 家电行业概述

家电行业从开始出现至今，经过多年的发展已进入成熟期，呈现出如下特点：第一，家电行业是一个高度竞争的行业，家电厂商一般追求规模经济，努力通过扩大规模降低生产成本；第二，家电行业是一个高资本投入的行业，由于投入高，家电行业的新进入者减少；第三，随着全球

经济一体化进程的加快，家电行业的竞争逐步打破国与国之间的界限，大型家电厂商在全球范围内进行生产以及市场的战略部署，使得家电企业之间的竞争已由过去的国内企业之间的竞争演变为跨国集团之间的较量；第四，国际范围内家电行业的资产重组步伐日益加快。

从产销结构上看，家电行业的特性主要表现在：家电行业由过去的产能不足发展到过度生产；产品由量的增长发展到质的提升；企业由过去的单一品牌发展到多品牌以及副品牌；由完全自行生产发展到由其他企业代为生产；由企业间的技术合作发展到战略联盟；由原来的生产导向发展到营销导向。

从行业经营环境来看，家电行业逐步由劳动密集型发展到技术密集型和资本密集型；消费需求由原来的生存需求、拥有需求发展到量的需求和质的需求；消费形态由原来的单线型、盲从型发展到现在的组合型和客观型；消费者的心理日趋成熟，由感性消费上升到理性消费；消费者所喜爱的商品不再是越大越好，而是追求轻薄短小和个性化。

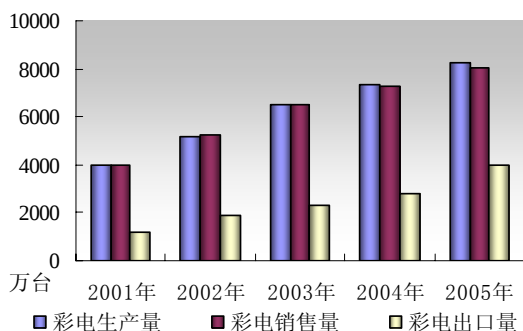
2. 彩电行业

经过20多年的发展，我国已成为世界上最大的彩电产品生产和销售大国，彩电产量占到世界产量的50%以上。2005年，彩电产业发展已进入一个新的历史变革期，CRT彩电市场需求放缓，新型平板电视进入市场扩张期。在这样的形势下，我国彩电行业克服了电子材料涨价、出口退税下调、劳动力成本上升和境外反倾销等诸多不利因素的影响，调整产品结构，降低生产经营成本，拓展新的国际、国内市场，继续保持了平稳发展态势，取得了良好的业绩。

产销情况良好

2005年，我国彩电企业生产彩电8283.22万台，同比增长13.02%；销售彩电8044.7万台，同比增长10.89%；出口彩电3974.65万台，同比增长43.35%；出口额505084.52万美元，同比增长57.55%（参见图1）。

图1 我国彩电生产销售及出口情况



数据来源: 国家信息产业部

平板电视生产、销售和出口快速增长

2005 年被称为“平板电视年”，经过一段时间的市场培育期，平板电视技术日渐成熟，成本大幅降低，现已进入快速增长期。从国家信息产业部监测的重点彩电生产企业的数据来看（参见表 1、表 2），近几年平板电视生产、销售和出口均呈现高速增长态势。

表 1 2003~2005 年信息产业部重点监测企业
平板电视生产、销售增长情况

年份	生产增长 (%)	销售增长 (%)
2003 年	318.3	312.9
2004 年	215.3	211.6
2005 年	418.6	425.4

数据来源: 国家信息产业部

表 2 2003~2005 年我国平板电视出口情况

年份	出口 (万台)	增长率 (%)	出口金额 (万美元)	增长率 (%)
2003 年	220.4	---	18520.64	---
2004 年	319.05	44.76	77180.5	316.73
2005 年	753.38	136.13	238983.2	209.64

数据来源: 国家信息产业部

据国家信息产业部对全国 200 个城市的彩电销售情况调查显示，2005 年平板电视的销售额比例逐月上升，到 2005 年 5 月以零售额计算的市场份额达到 53%。

出口转向高端，彩电产品迎来新的发展机遇

2005 年，我国 CRT 彩电出口 2564.29 万台，出口额 223016.2 万美元，增长-1.62%；液晶彩电出口 729.08 万台，出口额 210279.25 万美元，同比增长 237.97%；等离子彩电出口 24.3 万台，出

口额 28703.95 万美元，同比增长 91.84%。平板电视的出口数量占全部出口数量的 18.95%，但出口额却占了全部彩电出口金额的 47.32%，出口一台平板电视的价值约相当于 3.6 台 CRT 彩电的价值。

彩电企业进入新一轮竞争高潮

目前我国彩电产业进入一个结构调整的重大战略机遇期，彩电企业都在寻找合作伙伴，通过合资、结盟、建立战略伙伴等各种合作形式，改变传统单一的市场竞争关系，以谋取进一步发展。

研发投入加大，彩电制造的核心技术取得突破

我国彩电企业在产品同质化和市场竞争日趋激烈的形势下，纷纷跟踪国际先进技术，加快数字高清电视、平板电视的科研攻关和新产品的开发进程。长虹、海信、厦华、康佳、创维、TCL、海尔等多家公司投入了大量资金和人力资源，建立了光学及微显示技术研究所，并已经成功地在市场上推出了三片式 LCOS 背投电视。目前海信已开发成功了“信芯”芯片，结束了我国彩电生产依赖国外芯片的历史。

行业自主协调发展能力加强

目前，我国彩电的产业规模和企业规模已位居世界之首，企业已经完成了从分散到集中的转变，开始走向国际化。2005 年我国成立了中国视像协会国际市场协调委员会，着力研讨、制定本行业在国际市场上的行为自律规范，打造中国彩电民族产业链及国际市场声誉，发挥中国制造优势。促进对各会员企业海外资源的整合，以避免重复建设、控制海外投资风险，克服知识产权、反倾销和贸易壁垒等各种海外贸易障碍。

未来几年，随着我国国民经济的快速增长，城镇化进程加快，市场秩序日益规范，彩电企业规模不断扩大，质量效益不断提高，研发能力逐渐增强，预计未来我国彩电总量仍将保持较快的增长速度，高端彩电的市场份额将进一步上生。

3. 空调行业

行业现状

根据全球权威市场研究公司 GFK 对国内 65 个主要城市家电零售市场的监测结果显示, 2006 制冷年度(2005 年 8 月~2006 年 7 月)对比上一制冷年的市场空调零售总量继续呈上涨趋势, 涨幅达到 10.87%, 其中华南地区涨幅最大, 达到 18.2%。

2006 制冷年度对比上一制冷年, 空调的市场零售均价上涨了 7.05%。空调价格的上涨主要包含三个方面的内容: 一是 2006 制冷年新品入市的价格比 2005 制冷年提高; 二是特价机投放减少; 三是旺季到来前的政策性提价。其中由于新品价格的普遍提高, 使得空调机销售全年都受影响, 而特价机投放的减少以及政策性提价对空调机造成的影响, 主要反映在 4~7 月间。

2006 制冷年度, 柜机零售比重比上一制冷年略有下降, 降幅为 1.29%, 壁挂机比重则相应上涨了 1.37%。2006 制冷年度, 市场中存活的品牌数量对比上一制冷年由 100 个减少到 81 个。同时, 前三名品牌的累计比重由上一冷年的 40.55% 提高到 42.29%。此外, 对比上一制冷年, 外资品牌比重略有上升, 由 18.86% 上涨到 19.86%。

发展趋势

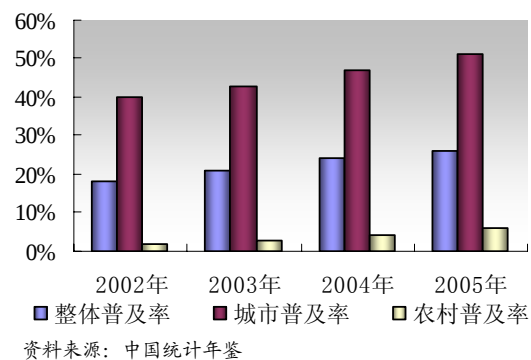
从国内市场看, 目前我国国内空调市场饱和度远低于冰箱和洗衣机, 如图 2 所示, 2005 年城镇的普及率接近 50%, 但农村的普及率不足 10%。我国市场的空调销售主要来自城镇居民的需求, 城镇市场刚过成长高峰期, 农村市场的消费需求则尚未形成规模, 国内市场未来成长空间仍然巨大。

从国际市场看, 2004 制冷年我国向欧洲和北美两个主要国际市场出口额较 2003 年增长了一倍多, 2005 制冷年增长 95.43%, 但由于北美市场历来被韩资、美资企业占据, 同时受贸易壁垒及人民币汇率升值等因素影响, 未来我国空调出口额增长将有所减缓。

从成本构成来看, 空调的原材料成本占整个零售价 70% 左右, 其中外购压缩机占总成本的

30%~40%, 钢、铜、铝占材料成本的 20%~30%。国际市场的旺盛需求使得主要原材料价格高位运行, 因此未来空调成本压力虽然可能在一段时间内和一定程度上出现缓和的迹象, 但仍将维持在高位。

图 2 国内空调的普及率



从产能来看, 由于空调行业是一个完全竞争的行业, 行业进入壁垒不高, 产能增长迅猛。据统计, 2005 年国内空调市场活跃的 15 个品牌的产能达到近 1000 万台, 是 2005 年全球空调销售量的约 1.5 倍, 若国内企业的产能利用率达 100%, 即使全球的空调销售均由中国制造, 每年仍将导致超过 3000 万台的库存。与此同时, 一些黑色家电企业未停止进入或拓展空调行业的步伐, 外资企业也在继续进入或加大投资, 给国内空调生产企业带来很大压力。

从技术来看, 空调压缩机核心技术大多掌握在日、韩企业手中, 技术的对外依赖程度大。国内龙头企业由于有多年较为稳定紧密的合作关系, 压缩机市场的不稳定对其冲击不大, 但国内一些小型空调生产厂家由于议价能力有限, 受到影响较大。

从定价来看, 一方面, 空调产品属终端消费品, 直接面对普通消费者, 价格弹性高; 另一方面, 以苏宁、国美为代表的家电专卖商, 对终端价格影响力日益提升, 目前有超过一半的空调是通过连锁专营店销售的, 空调产品的定价权正逐步由生产领域向流通领域转移。

总体看,上述各种外在压力和内在动力将使空调行业的品牌淘汰率明显加快,产业整合的步伐加快。大型生产企业由于规模优势,在未来竞争中优势明显。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司是我国大型家电生产企业之一。多年来,公司本着“员工满意、顾客满意、股东满意”的企业宗旨,正经历从单纯的家电制造商向标准制订商、内容提供商的转变,目前已经形成了集数字电视、空调、冰箱、IT、通信、数码、网络等生产、销售为一体的多元化、综合型跨国企业集团。公司是全球最大的彩电研发和制造商之一、最大的平板电视研发和制造商之一;国内最大的IT分销商之一;西南最大的数字环保变频空调基地;中国数字视听产品主要制造商。按销售收入排名,公司名列2006年(第20届)中国电子信息百强的第14位。据中国行业企业信息发布中心统计,2005年,公司电视机市场占有率第一(其中液晶电视国内市场占有率第6、等离子电视国内市场占有率第2)。

2. 人员素质

截至2005年底,公司拥有员工30023人。从岗位结构看,公司行政人员占总人数的2.01%,技术人员占13.99%,生产人员占74.38%,财务人员占0.61%,销售人员占9.01%;从学历结构看,硕士及以上学历占总人数的0.26%,大学占8.63%,大专占7.63%,大专以下占83.48%。可以看出,公司以生产人员为主,员工整体文化素质一般,符合公司所处行业特点。近年来,公司通过加大对内部管理人员的培训、积极引进专业技术和管理人才,人员素质不断提高。

公司高层管理人员共9名,年龄都在35~50岁之间。公司董事长赵勇先生,现年43岁,中共党员,清华大学机械工程系压力加工专业博士研究生毕业。赵勇先生历任四川长虹电器股份

公司总工程师、总经理,四川长虹电子集团有限公司党委常委、董事局董事,绵阳市人民政府副市长;现任长虹集团董事长、党委书记,公司董事长、党委书记。公司总经理刘体斌先生,现年43岁,大学文化,高级会计师。刘体斌先生历任四川长虹电器股份有限公司总会计师、财务总监等职;现任长虹集团副董事长、公司副董事长、总经理。公司其他高级管理人员年龄结构合理,并在系统内从事工作多年,具有丰富的行业生产经营管理经验。

总的来看,公司高管人员业务和管理能力较强,目前的人员结构和人才储备基本能适应公司发展的要求。

3. 技术水平

公司的技术中心拥有博士、硕士在内的专业技术人才队伍,主要从事工业设计、应用层软件开发技术、数字压缩/解压缩技术、ASIC设计技术、网络技术、CAD/CAM/CAE技术、新材料技术等方面技术研发。目前,公司通过实施技术创新战略形成了三大核心技术能力:以四川虹微技术有限公司为主体的IC芯片开发能力,以长虹国家级技术中心为主体的嵌入式软件开发能力,以长虹工业设计中心为主体的工业设计能力。三大技术能力是中国家电业的发展瓶颈,它的成功构架,使公司在未来产业竞争中处于完全主动地位。另外,公司以贸易合作为契机,与东芝、三洋、飞利浦等国外企业进行技术合作,建立了联合实验室,采用先进的开发设备,共同开发涉及产品的重大技术问题。

但也应看到,公司在平板电视关键零部件方面与国际知名企业还存在较大差距,没有掌握关键核心技术,致使公司在平板电视生产方面面临较大的成本压力。

四、治理结构与管理质量

公司自上市以来,严格按照《公司法》、

《证券法》、中国证监会有关规定及《上海证券交易所股票上市规则》的要求，规范运作，建立了较完善的法人治理结构。股东大会为公司最高决策机构，公司实行董事会领导下的总经理负责制，董事长和总经理分设，董事长是公司的法定代表人。公司有董事会成员12人（其中董事长1人，副董事长1人，董事6人，独立董事4人），总经理1人，副总经理8人。董事会在企业发展战略和中长期规划、重大组织结构调整和人事问题、经济改革和政策、重大投融资活动和建设项目等方面行使决策权；经理班子全面负责企业的生产经营管理活动；监事会履行监督职责。

公司下设办公室、经营管理部、法务部、资产运营部、物流公司、物资部、规划发展中心、技术中心、技术质量部、审计部、人力资源部、财务部、企业策划部、工业设计中心等14个职能部门，各部门分工明确。

结合自身的实际情况，近年来公司不断完善符合自身经营特点的管理体系。公司通过向控股子公司派驻高层管理人员和财务负责人实现对下属公司的控制和管理，同时通过开展审计监督，规范下属公司的投资行为，确保经营指标真实。

财务管理方面，公司根据法人治理结构制定财务管理体制，所有子公司不得擅自向公司外的单位提供经济担保、抵押和借款。公司建立了资金结算中心，采取收支两条线，负责整个公司及控股子公司之间资金余缺的调剂，控制与协调子公司对外借、贷款和大额资金使用，指导和监督子公司的财务管理工作。

在管理模式上，公司根据不同的业务划分采取不同的管理模式，公司将目前的业务分为核心业务（彩电）、战略业务（空调、电子部品、电池）和新兴业务（视听、网络产品、信息家电），公司对核心业务实行相对集权的管理模式，对战略业务实行相对分权的管理模式，对新兴业务实行高度分权的管理模式，通过区分不同的业务采取不同的管理模式，可以合理配置公司资源，充分发挥每个产业的优势，提升每个产业的盈利能

力，增强公司的综合竞争力。

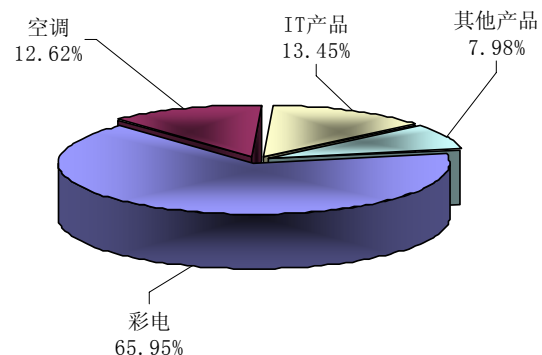
生产经营管理方面，公司赋予下属产业公司充分的经营自主权，促使其生产流程由过去的“产—供—销”向“销—产—供”市场化流程转变，使其责、权、利的关系更加明确。

总体看，公司作为我国家电的主要生产企业，法人治理结构基本健全，公司建立健全了一整套管理办法和规章制度，近年来整体管理水平有所提高，管理风险较低。

五、经营分析

公司主营业务是彩电、空调、IT产品及其他产品的生产和销售，2005年公司实现主营业务收入1506111.55万元。从图3可以看出，彩电占公司主营业务收入的65.95%，空调占12.62%，IT产品占13.45%，其他产品（主要是手机、网络、电池等）占7.98%，公司主营业务突出。

图3 公司主营业务收入构成



1. 家电产品

原材料采购渠道

原材料采购方面，公司实行集中采购为主，集中采购约占总采购量的80%。2004年，公司开始实施VMI（供应商管理库存）模式对原材料采购进行管理，VMI模式减少了原材料采购对公司的资金占用，节约了资金成本，加快了存货与资金的周转速度，提高了公司营运效益。另外公司对大批量物资采购实施网上竞标，降低了采购成本。2005年，公司通过推行VMI、

网上竞标等措施,采购总成本比行业平均水平降低3~5个百分点。

公司彩电元器件采购主要是显像管、塑料和半导体元器件。公司显像管采购的主要供应商有松下、三星和彩虹集团电子股份有限公司(以下简称“彩虹集团”,全国最大CRT显像管制造商);平板电视显示屏供应商有韩国的LG、三星和京东方、上广电(京东方和上广电产品线相对单一,技术水平较低,公司对其采购量较少)。

公司空调元器件的采购主要有压缩机和钢材。压缩机供应商主要有上海日立、天津LG和西安大金;钢材从攀枝花钢铁(集团)公司和上海宝钢集团采购。

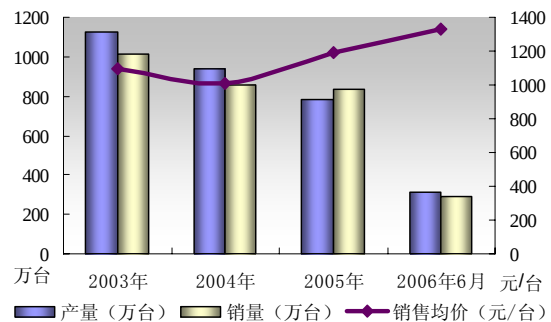
彩电生产

公司的彩电产品主要分为传统的CRT(平面显像管)彩电和新兴的平板电视(主要分为LCD(液晶)和PDP(等离子)),其中液晶占75%左右)两大类。公司在平板电视领域起步稍晚,但通过加大投入和宣传力度,其业务状况有了明显改善,2005年平板电视销售收入占彩电销售收入的比重已经达18%。据国家信息中心统计,2005年,公司平板电视(液晶)以9.15%的市场占有率排名第6位;平板电视(等离子)以10.10%市场占有率排名第二,仅次于日本松下。

从图4可以看出,近三年,公司彩电生产销售量呈下降趋势,2005年产量为781.61万台,销售836.83万台。2003年~2005年,彩电产销率分别为90.49%、91.12%和107.06%,产销率有所提高。近三年,公司调整了彩电生产结构,CRT彩电所占比例逐渐减少,平板电视等高端彩电比例逐年提高,带动公司彩电平均销售价格逐年上涨,从图4可以看出,公司彩电的平均价格由2003年的1093.21元/台上涨到2005年的1186.97元/台。

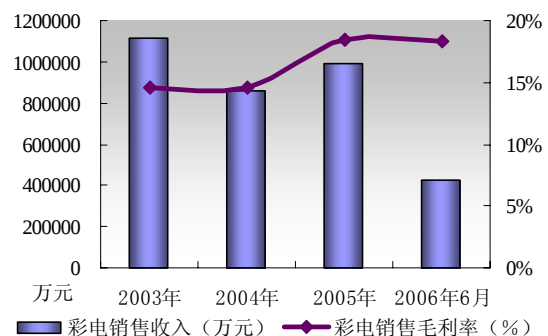
受彩电季节性销售影响,2006年1~6月,公司彩电生产311.75万台,销售289.58万台,产销率92.89%,平均售价1328.92元/台。

图4 公司彩电生产销售情况



从图5可以看出,2003年~2005年,公司彩电销售收入波动中下降,但毛利率呈上升趋势,2005年,公司彩电实现销售收入993290.57万元,毛利率为18.44%。2006年1~6月,公司实现彩电销售收入426202.04万元,毛利率为18.35%,盈利能力正常。

图5 公司彩电销售收入及毛利率



从各细分产品毛利率来看,传统CRT彩电毛利率相对较高,主要原因是液晶电视的液晶面板和等离子电视的等离子屏占总成本的70%以上,公司平板电视核心技术主要掌握在国外企业手中,造成公司平板电视的盈利能力较差。

2006年,由长虹集团牵头,韩国ORION、彩虹集团和公司共同投资组建国内首条等离子显示屏生产线,建设期3年,第一期预计投资30亿元,其中长虹集团投资约占75%,资金主要依赖国家开发银行的贷款。该项目由长虹集团直接投资,一方面可以减少对公司资金支出压力;另一方面,由于资金技术等原因,该项目可能存在较大的不确定性,由长虹集团承担了较大的风险,这避免了给公司带来直接影响。

2006年，公司与TCL、创维、康佳、京东方等企业与深圳市深超科技投资公司联手，正式宣布成立深圳聚龙光电公司，共同进军平板液晶屏的上游研发领域，公司投资200万元，占10%股份。

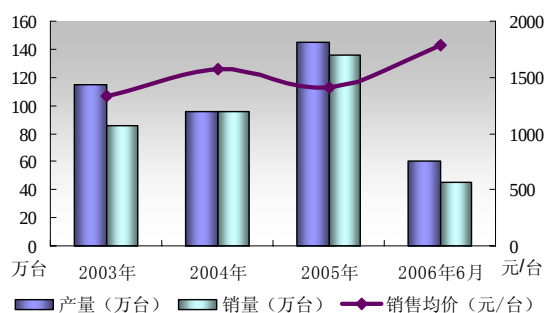
公司以参与等离子显示屏和液晶显示屏项目为契机，进入平板电视关键零部件研发制造领域，将有利于公司降低平板电视的生产成本，提高平板电视的竞争力。

公司出口产品主要是彩电，主要销往澳大利亚、东南亚、非洲。近三年公司出口额分别为503826.28万元、287114.91万元、225394.00万元。公司出口额逐年下降的原因：美国APEX公司是公司海外市场主要代理商，受2004年应收账款问题的影响，公司不再通过APEX公司代理出口，对公司出口额产生较大影响。

空调生产

从图6可以看出，2003年~2005年，公司空调生产量有所波动，三年产量分别为115.10万台、95.35万台和145.23万台。近三年，公司空调的销售量逐年增加，2005年实现销售量135.45万台。受空调销售季节性影响，2006年1~6月，公司生产空调60.67万台，销售45.22万台，预计下半年空调的销售将明显优于上半年。

图6 公司空调生产销售情况



2003年~2005年，公司实现空调销售收入分别为113890.78万元、150145.19万元和190130.96万元，空调销售收入逐年增长。近三年，空调销售毛利率分别为17.13%、16.62%和18.68%，盈利能力正常。

冰箱生产

为完善公司家电产业链，形成相对完整而具有规模家电产品体系，提升公司品牌价值和综合竞争能力，公司于2005年11月收购了合肥美菱股份有限公司（以下简称“美菱电器”），正式进入冰箱行业。公司对美菱电器收购完成后，公司持有美菱电器10.88%股权，长虹集团持有美菱电器9.15%股权。空调与冰箱同在一个产业链，上游的原材料和下游的产品销售等都可以实现资源共享。

美菱电器经营范围：各种家用电冰箱、电冰柜、低温医用冰箱和配套件的研发、制造、销售及服务等。2006年美菱冰箱国内市场占有率已位居国产品牌第三位。2006年1~6月美菱电器实现主营业务收入140597.54万元，同比上期增长40.41%；实现利润总额832.49万元。2006年1~6月美菱电器未纳入公司合并范围，2006年底将纳入公司合并报表范围。

家电销售渠道

公司拥有遍及全国的3万余个营销网络和8000余个服务网络，公司产品主要通过营销网络进行销售。

2005年，公司成立了空调营销公司，改变了原来与彩电的“捆绑销售”模式。目前，公司在全国设有46个空调营销管理中心，一方面，公司与国美、苏宁等大型连锁卖场签订全国销售协议，利用主渠道资源优势扩大产品在大中城市的市场份额；另外，公司在2006年2月加大了三、四级市场的开拓力度，强势进入城镇和广大农村市场，逐步实现完善的市场格局。

美菱电器在国内拥有较为完善的销售网络。2006年，美菱电器顺应扁平化的渠道发展大趋势，调整系统的预算、决算运行模式，增加结算系统，改变原来的办事处为模拟分公司运行机制；将销售业务决策前移、营销主权下放，增强驻外机构的灵活应变能力，快速适应市场；加强渠道建设和营销队伍建设，强化产品策划和市场策划，建立以市场为导向，以营销为龙头的产销供一体化的企业运行模式，提

升品牌价值，提高市场占有率。另外，美菱电器借助公司在彩电、空调和数码产品领域的渠道优势，美菱电器的营销和服务渠道得以迅速扩张，可以提高产品档次和服务形象，拓宽市场。

海外市场方面，公司加强了驻外营销机构对区域市场的策划和销售能力，大力拓展欧洲、澳洲、东南亚等海外市场，在法国、中东设立驻外机构，并签订印尼、捷克合资项目合作协议，为以后海外市场拓展奠定了基础。

2. IT领域

公司IT业务主要由下属四川长虹佳华信息产品有限责任公司（以下简称“长虹佳华”）负责具体经营。长虹佳华于2004年10月由公司和上海朝华科技有限公司及自然人祝剑秋共同出资设立，注册资本18000万元，公司控股51.00%。2006年6月23日，公司收购上海朝华科技有限公司持有长虹佳华的43.33%股权，截至2006年7月底，公司持有长虹佳华99.33%的股权。长虹佳华主要经营范围是计算机软件、硬件及配件、电子及非专控通信设备的研发、销售、生产和“四技服务”。

2005年，公司实现IT销售收入202645.78万元，毛利率6.07%，2006年1~6月，公司实现IT销售收入115848.61万元，毛利率为5.66%，盈利能力不高。

3. 其他业务领域

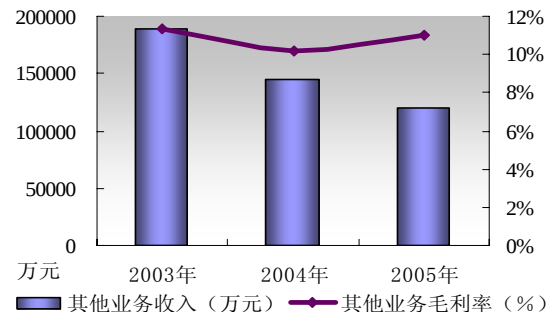
公司其他业务领域主要产品有手机、网络（机顶盒）、电池、VCD、MP3及其他元器件。

从图7可以看出，2003年~2005年，公司其他业务收入逐年减少，2005年其他业务实现销售收入120044.24万元，毛利率11.04%，盈利能力一般。

公司的手机业务由下属绵阳国虹通讯数码集团有限责任公司（以下简称“国虹通讯”）负责具体的生产经营，所生产手机全部出口。国虹通讯于2005年4月成立，注册资本2亿元，公司控股45%。2006年1~6月，国虹通讯实现手机销售

收入48129.93万元，毛利率17.07%，盈利能力正常。

图7 其他业务收入及毛利率



总体来看，公司彩电、空调业务销售收入比重大，盈利能力正常；IT业务收入较大，但盈利能力不高；其他业务实现销售收入较小，盈利能力一般。

4. 经营效率分析

近三年，公司资产总额年均下降14.01%，下降较大，所有者权益年均下降13.77%，主营业务收入年均增长3.23%，利润总额年均下降0.76%。总体看，公司增长质量一般。

2003年~2005年，公司管理费用率分别为3.26%、34.85%和2.26%，2004年公司管理费用率较高的原因是对美国APEX公司的应收账款计提259728.97万元坏账准备所致。近三年，公司的销售债权周转次数逐年增长，2003年~2005年分别为2.19次、2.23次和4.12次，主要原因是公司实施了VMI管理模式，加快了存货的周转速度；2003年~2005年，公司的资产周转次数和存货周转次数有所波动，2005年分别为0.96次和2.34次。总体来看，公司近年来经营效率一般。

5. 未来发展

公司以“创新求发展、效率出效益”为总体经营方针，在确保现有核心产业的前提下，以3C融合为契机，持续推进基于产业升级和消费升级的产品升级；继续加大开展技术创新、管理创新和体制创新，进一步推进产业结构调

整；强力推进人力资源结构的优化工作，提高公司运营效率、增强企业核心竞争力和比较竞争优势、提升各个产业的盈利能力，实现跨越式发展。

表 3 是公司截至 2005 年底主要投资项目。可以看出，公司投资项目主要是数字化彩电技术改造项目 and 平板电视技术改造项目。2006 年，公司计划投资 6500 万元，进行第一期空调压缩机生产线建设，为公司空调的生产进行配套支持。随着公司上述项目的完成，公司的产业结构趋于合理，公司的市场竞争能力将会得到加强。未来几年，根据公司发展规划，公司将主要采取收购、整合等方式，扩大生产规模，延伸产业链。

“十一五”期间，公司将立足于自身优势，积极向上游资源渗透，巩固传统家电竞争优势，充分挖掘 3C 产品的市场潜力，积极推进多元化战略，以自主创新推动产业升级，加速完善现代、科学的企业管理体制，突出长虹品牌优势，将企业发展成为实力强大的国际企业集团。

表 3 截至 2005 年底公司主要投资项目

项目名称	计划投资	完成投资	完成进度
数字化彩电技术改造项目	44119.5	30300.64	68.68%
平板彩电技术改造项目	28000	11500	41.07%
企业信息化建设项目	12000	6000	50.00%
空调压缩机生产(第一期)	6500	0	0.00%
合计	90619.5	47800.64	—

数据来源：公司年报

公司未来五年经营预测见表 4。2006 年 1~6 月，公司实现销售收入 77.90 亿元，考虑到公司主要产品（彩电、空调等）销售受季节性影响较大，下半年的销售收入将明显优于上半年，加之 2006 年底美菱电器收入将纳入公司合并范围，我们认为公司 2006 年实现预测销售收入可能性较大。

公司根据经营发展状况和未来几年产业结构调整因素，公司预计经营指标保持较快增长速度。我们认为：目前家电行业竞争激烈，整体盈利水平较低，加之公司产业结构调整处于关键时期，公司实现预测目标存在一定的不确定性。

表 4 未来五年经营预测

项目（亿元）	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
销售收入	150.61	196.85	236.25	270.65	311.25	357.94
利润总额	2.98	4.88	5.90	4.91	7.02	10.98
净利润	2.85	3.96	4.65	3.85	5.41	8.64
预计折旧	3.48	3.7	3.8	3.9	4	4.1
预计摊销	0.33	0	0	0	0	0
利息支出	1.06	1.19	1.19	0.76	0.76	0.76
EBITDA	7.86	9.77	10.89	9.58	11.78	15.84
短期债务	32.07	42.07	42.07	32.07	32.07	32.07
长期债务	0.00	0	0	0.00	0.00	0
少数股东权益	2.56	3.32	4.14	4.92	6.16	7.72
所有者权益	97.91	99.60	103.43	106.50	111.03	118.44
指标	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
全部债务资本化比率（%）	24.20	29.02	28.11	22.35	21.49	20.27
净资产收益率（%）	2.91	3.98	4.50	3.62	4.87	7.29
EBITDA 利息倍数	7.39	8.21	9.15	12.59	15.50	20.84
债务保护倍数	0.21	0.18	0.20	0.24	0.29	0.40

资料来源：公司提供，其中 2005 年为实际数，2006 年~2010 年为预测数

综上所述，公司作为国内主要家电生产企业，知名度高，品牌优势明显，家电制造技术水平较高，市场份额大。未来几年，随着国内消费能力进一步增强和出口的增加以及公司在

关键技术方面的突破、产业升级、多元化战略的推进，预计公司的竞争实力和盈利水平将进一步提升。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2003年~2005年财务报表已经四川君和会计师事务所有限公司审计，2003年出具了无保留有解释说明的审计结论，2004年~2005年出具了标准无保留意见的审计结论，2006年上半年报告未经审计。

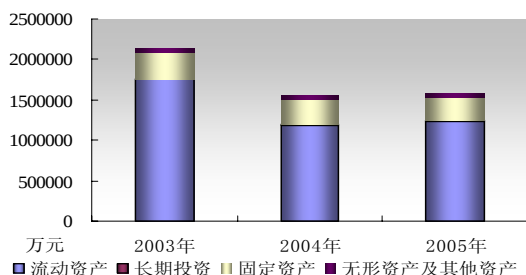
截至2005年底，公司资产总额1582398.87万元，负债总额577707.98万元，所有者权益979099.46万元，少数股东权益25591.43万元。2005年公司实现主营业务收入1506111.55万元，利润总额29811.78万元；经营活动产生的现金流量净额142135.08万元，现金及现金等价物净增加额-83661.08万元。

截至2006年6月底，公司资产总额1563865.27万元，负债总额660622.34万元，所有者权益874554.63万元，少数股东权益28688.30万元。2006年1~6月，公司实现主营业务收入779009.38万元，利润总额15086.14万元；经营活动产生的现金流量净额-46288.88万元，现金及现金等价物净增加额46708.55万元。

2. 资产质量

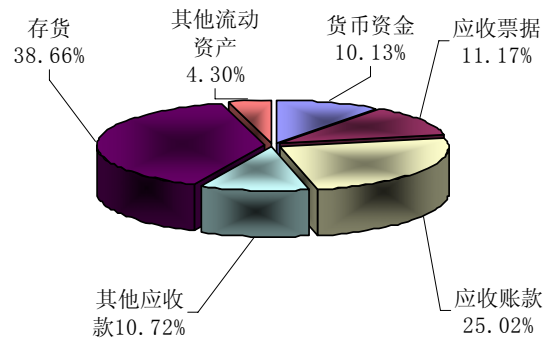
公司近三年资产总额变化较大，2004年公司对美国APEX公司的应收账款计提259728.97万元坏账准备，并对存货计提101278.85万元的存货跌价准备，造成2004年流动资产较2003年下降较大（参见图8）。截至2005年底，公司资产总额1582398.87万元，其中流动资产占77.91%，固定资产占17.86%，长期投资占0.91%，无形资产及其他资产占3.32%。

图8 公司资产构成图



截至2005年底，公司流动资产合计1232922.08万元，其中货币资金占10.13%，应收票据占11.17%，应收账款占25.02%，其他应收款占10.72%，存货占38.66%，其构成参见图9。

图9 2005年底流动资产构成



2003年~2005年公司应收账款净额波动较大，主要是2004年对APEX公司计提坏账准备所致。截至2005年底，公司应收账款总额563335.12万元，其中1年以内的占33.81%，1~2年的占5.30%，2~3年的占60.52%，3年以上的占0.37%。2005年底公司计提坏账准备余额254838.75万元，坏帐准备计提比较充分。公司应收账款中前5名欠款占应收账款总额的68.54%，应收账款集中度较高。由于公司应收账款账龄较长，应收账款质量不高。

为解决美国APEX公司拖欠公司债务问题，2005年7月APEX公司向公司提供了不动产、股权及商标使用权三部分资产抵押，作为其部分欠款的担保，上述三部分资产的抵押登记手续已经办理完毕；2006年4月，公司与APEX公司、季龙粉先生（APEX公司董事长）签订协议，APEX将承担对公司1.7亿美元的债务，并约定了具体清偿方式，目前各项事宜正在办理中，该部分债权的回收具有一定的不确定性。

2004年，APEX公司应收账款问题的出现，揭示出公司在海外市场销售管理方面还存在较大的漏洞。为避免上述问题的再次发生，公司一方面采用现款现货的结算方式，运用信用证结汇规避风险；另一方面，2005年，公司与中国进出口信用保险公司（以下简称“中国信保”）

签署战略合作协议，中国信保将协助公司建立海外业务信用管理体系，加强海外应收账款的管理，提升风险管理水平。

2003年~2005年公司其他应收款总额年均增长127.71%，主要是2005年长虹集团对公司资金占用增加所致。截至2005年底，其他应收账款总额133251.83万元，其中1年以内的占98.44%，1~2年的占0.72%，2~3年的占0.06%，3年以上的占0.78%。2005年底公司提取坏账准备余额1098.18万元。

截至2005年底，长虹集团对公司非经营占用资金为121181.22万元。2006年4月10日，长虹集团以定向回购和现金归还的方式低偿其对公司的资金占用，其中以公司26600万股抵偿119540.40万元，现金偿还1640.82万元，通过上述方式，长虹集团对公司的非经营性资金占用全部清偿完毕。

近三年，公司存货年均下降16.87%，主要原因是计提存货跌价准备和实行了供应商管理库存（VMI）模式，降低原材料库存所致。截至2005年底，公司存货总额505938.40万元，其中原材料95617.83万元，库存商品378358.27万元，在产品27635.93万元。2005年，公司计提29262.62万元存货跌价准备。

近三年，公司长期投资有所波动，2004年较2003年增加较快的原因是增加投资所致。截至2005年底，公司长期投资14443.43万元，主要是对下属子公司和其他企业的投资。

2003年~2005年，公司固定资产净额年均下降4.59%，主要是处置、报废固定资产和出售固定资产所致。截至2005年底，公司固定资产原值544520.16万元，累计折旧237428.23万元，公司固定资产成新率为56.40%。2003年~2005年，公司计提固定资产减值准备年均下降3.98%，2005年为38098.66万元，主要是对起重设备计提的资产减值准备。总体来看，公司固定资产成新率不高，固定资产质量一般。

总体看，近几年，公司资产变动较大，以流动资产为主，整体资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

截至2005年底，公司所有者权益979099.46万元。其中，注册资本占22.10%，资本公积占42.24%，盈余公积占50.08%。2004年~2005年公司未分配利润均为负值，2005年末分配利润绝对值较2004年有所下降，公司所有者权益以资本公积和盈余公积为主，稳定性较好。

2006年6月底，公司所有者权益874554.63万元，较2005年底下降较快。主要原因是：2006年4月，长虹集团以公司26600万股抵偿部分其对公司非经营占用资金所致。

2006年6月底公司未分配利润由2005年底负值转正的原因是：公司以任意盈余公积142190.67万元弥补亏损所致。

2003年~2005年，公司负债总额下降较快，2005年底为577707.98万元，年均下降15.94%，其中长期负债年均下降51.52%，流动负债年均下降15.66%。2005年底，公司流动负债占负债总额的99.62%，流动负债中短期借款占22.67%，应付票据占31.83%，应付账款占34.27%，其他应付款占4.27%。

截至2005年底，公司长期负债1870.00万元，全部是专项应付款。

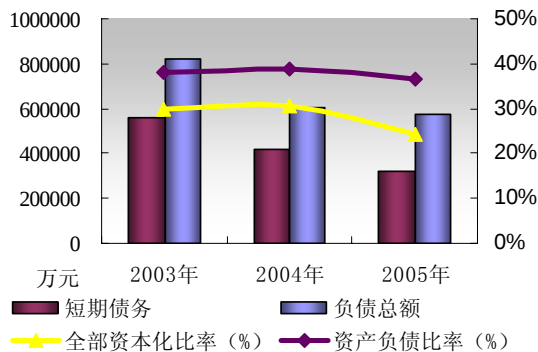
近三年公司负债水平有所波动，资产负债比率平均值为37.52%，2005年底为36.51%，负债水平适中。截至2005年底，公司债务总额320700.42万元，全部为短期债务，公司债务结构不合理。未来几年，公司将逐步改善目前债务结构，以满足公司长期发展需要。

截至2006年6月底，公司负债总额660622.34万元，其中流动负债657779.37万元；公司债务总额478826.83万元，其中短期债务478406.83万元。

从图10可以看出，近三年，公司全部债务资本化比率波动中下降。2005年底，公司全部债务资本化比率为24.20%，债务负担较轻。

截至2006年6月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为42.24%和34.65%。

图10 近三年债务情况

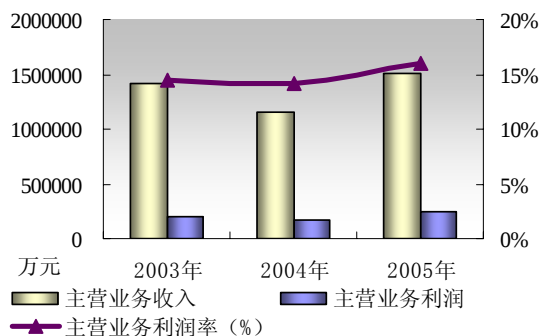


4. 盈利能力分析

近几年，我国家电业竞争激烈，受其影响，2003年~2005年，公司主营业务收入分别为1413319.55万元、1153869.81万元和1506111.55万元，波动较大，主要原因是：2004年受APEX公司应收账款问题的影响，公司对出口产品实行了严格的回款政策，导致出口额比2003年减少216711.37万元。近三年，主营业务利润有所波动，2005年为240924.54万元（参见图11）。2003年~2005年，公司主营业务利润率分别为14.36%、14.16%和16.00%，主营业务利润率正常。

公司近三年利润总额波动较大，2003年~2005年分别为30270.05万元、-367328.27万元和29811.78万元。2004年利润总额较2003年下降较大，主要原因是对美国APEX公司的应收账款计提259728.97万元坏账准备，并对存货计提101278.85万元的存货跌价准备所致。

图11 公司盈利情况



近三年，随着公司利润总额的波动，造成总资产收益率和净资产收益率波动较大。2005

年总资产收益率和净资产收益率分别为2.95%和2.91%，整体盈利能力较低。

从收入实现质量指标看，近三年公司现金收入比率分别为103.71%、135.92%和105.42%，2005年公司收入的实现质量有所下降。

2006年以来，公司各项业务继续保持较好的发展势头。2006年1~6月，公司实现主营业务收入779009.38万元，较上年同期增加7.88%；受季节性销售、市场开拓、品牌建设、研发投入费用增加及合并新设子公司费用的影响，2006年1~6月，公司实现利润总额15086.14万元，较上年同期下降34.34%，公司的盈利能力下降较快。

5. 现金流分析

从经营活动来看，近三年，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均增长4.08%，2005年为1587772.65万元，但经营活动现金流入量有所波动，2005年为1609392.52万元；2003年~2005年，经营活动现金流出额年均下降2.82%，2005年为1467257.44万元。近三年公司经营活动产生的现金流量净额分别为-74402.61万元、76045.79万元和142135.08万元，经营活动获取现金能力逐年增强。

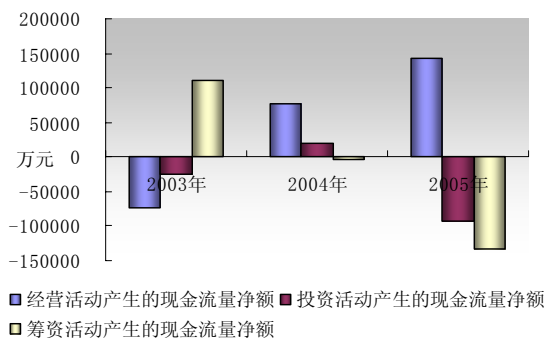
从投资活动来看，2003年~2005年，公司投资活动产生的现金流入金额有所波动，近三年投资活动产生的现金流入分别为139415.85万元、202779.41万元和163039.20万元。近三年，公司对固定资产和对外投资数额逐年减少，支付的其他与投资活动有关的现金呈增加趋势，2005年公司投资活动现金流出为255068.99万元，主要是向长虹集团支付225520万元临时性周转借款（2006年4月长虹集团对公司非经营资金占用已解决完，详见上述其他应收款分析）。近三年，公司每年投资活动产生的现金流量净额有所波动，2003年~2005年分别为-25225.29万元、19010.66万元和-92029.79万元。

2003年~2005年，公司筹资活动前现金流入净额分别为-99627.90万元、95056.45万元和50105.29万元。

从筹资活动来看,2003年~2005年公司筹资活动现金流入波动较大,近三年分别为506517.81万元、535518.26万元和317610.34万元,主要是借款所收到的现金。近三年,公司筹资活动现金流出主要是偿还债务。2003~2005年,公司筹资活动产生的现金流量净额分别为110394.60万元、-3063.80万元和-132544.88万元。

总体看,近三年,公司经营活动获取现金能力逐年增强;公司固定资产投资金额相对较小,与关联企业资金往来金额较大;公司经营对借款筹资的依赖性逐年降低。

图12 现金流量结构



6. 偿债能力分析

从短期偿债能力指标看,2003~2005年公司流动比率和速动比率有所波动,2005年底分别为214.22%和131.40%,公司短期支付能力正常;2003年~2005年,筹资活动前现金流量净额利息偿还能力分别为-23.27倍、9.75倍和4.71倍,2005年公司筹资前现金流量净额对利息保护较强。总体看,目前公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标看,受2004年利润总额下降较快影响,近三年公司EBITDA波动较大,2003年~2005年公司EBITDA分别为65608.42万元、-322095.69万元和78551.90万元。2003年~2005年,公司的EBITDA利息倍数波动较大,2005年为7.39倍,EBITDA对利息保护能力较强;近三年公司债务保护倍数分别为0.10倍、-0.79倍和0.21倍;2003~2005年,公司筹资活动前现金流量净额债务保护倍

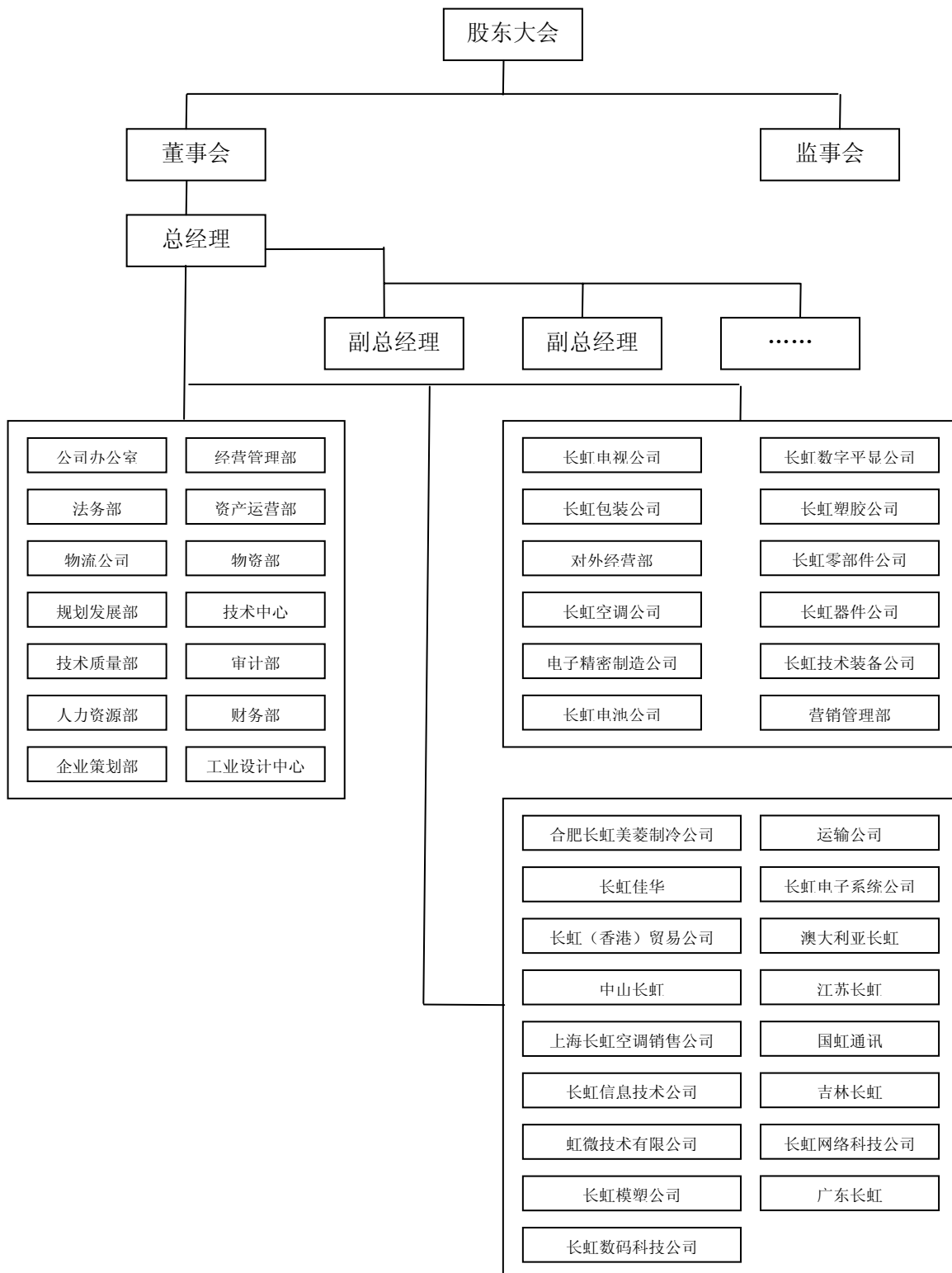
数分别为-0.18倍、0.22倍和0.16倍;由于公司绝大部分为短期债务,目前公司对全部债务的保障能力弱。

截至2005年底,公司无对外担保,也不存在逾期借款。公司与国内银行建立了稳固的合作关系,截至2006年8月底,公司共获得各银行授信额度共计人民币87.40亿元,其中尚未使用47.16亿元,公司间接融资渠道畅通。

七、综合评价

综合以上分析,公司是我国大型家电生产企业之一、全球最大的彩电研发和制造商之一、最大的平板电视研发制造商之一。2004年以来,公司加大了产业结构调整和产品升级步伐,主要产品市场占有率较高。近几年公司管理水平逐年提高,负债水平正常,经营活动的现金流量状况较好,货币资金充足,但盈利能力一般。联合资信评估有限公司通过对公司的外部环境和内部经营实力进行综合分析评价认为:公司整体信用风险较小。

附件 5 公司组织结构图（截至 2006 年 6 月底）



附件 6 企业主体信用等级设置及其含义

企业主体信用等级（长期信用）划分成 10 级，分别用 AAA 级、AA 级、A 级、BBB 级、BB 级、B 级、CCC 级、CC 级、C 级和 D 级表示，其中 AA-CCC 级可用“+”、“-”号微调。等级含义如下表：

级别设置	含 义
AAA 级	AAA 级企业为最高级企业，其还本付息能力最强。
AA 级	AA 级企业属高级企业，其还本付息能力很强，基本无风险。
A 级	A 级企业还本付息能力较强，尽管其还本付息能力易受内外部不确定因素不良变化的影响，但风险较低。
BBB 级	BBB 级企业还本付息能力一般，内外部不确定因素不良变化易弱化其还本付息能力，投资风险一般，是正常情况下所能接受的最低信用等级。
BB、B、CCC 和 CC 级	BB、B、CCC 和 CC 级企业属于投机级企业。BB 级企业的投机性最低，CC 级企业的投机性最高。投机级企业的还本付息能力在内外部不确定因素不断变化的情况下，具有很大的不确定性，违约风险很大。
C 级	C 级企业濒临违约，其还本付息的能力极弱。
D 级	D 级企业属违约企业。

附件 7 有关指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
主营业务收入年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额 / (平均应收账款 + 平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额 / 平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (股东权益 + 少数股东权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 股东权益 × 100%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 100%
债务结构指标	
资产负债比率	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 + 股东权益 + 少数股东权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 股东权益 + 少数股东权益) × 100%
担保比率	担保余额 / (股东权益 + 少数股东权益) × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
债务保护倍数	(净利润 + 固定资产折旧 + 摊销) / 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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润 + 固定资产折旧 + 摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (当年利息支出 + 当年应偿还的债务本金)
注: 长期债务 = 长期借款 + 应付债券	
短期债务 = 短期借款 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据	
EBITDA = 利润总额 + 利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销	
全部债务 = 长期债务 + 短期债务	
筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额	