

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 2305 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持“11豫中小债/11豫中小”信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十一月十日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

2011年河南省中小企业集合债券 跟踪评级报告

本期集合债券信用

跟踪评级结果	AA
上次评级结果	AA

本期集合债券要素

集合票据简称	11 豫中小债/11 豫中小
发行额度	4.90 亿元
发行时间	2011 年 2 月 16 日
期限	3+3 年
2014 年回售金额	3.52 亿元
2014 年回售后剩余额度	1.38 亿元
剩余发行额度到期日	2017 年 2 月 16 日

主体长期信用

集合债券发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
河南大用实业有限公司	BB-/负面	BB-/稳定
南阳普康药业有限公司	B+/负面	CCC-/负面
河南平原非标准装备股份有限公司	BBB-/稳定	BBB-/稳定
开封特耐股份有限公司	BBB-/稳定	BBB-/稳定
林州重机集团股份有限公司	A+/负面	A+/负面
安阳市岷山有色金属有限责任公司	BBB-/稳定	BBB-/稳定
河南新乡华宇电磁线有限公司	BB-/负面	B-/负面
新乡市起重机械厂有限公司	BBB-/负面	BB-/负面
集合债券担保人	上次评级结果	跟踪评级结果
河南省中小企业投资担保股份有限公司	A/稳定	A/稳定
郑州中小企业担保有限公司	A/稳定	A/稳定
新乡市发展投资担保有限公司	BB-/负面	C
安阳市信用担保投资有限责任公司	BBB-/稳定	BBB-/稳定

跟踪评级时间：2015 年 11 月 10 日

分析师

张丽 景雪 张小平 王慧 荣毅

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

受国内经济下行压力加大，以及中小企业自身制约因素的影响，2014 年以来，中小企业发展形势严峻。2015 年国内经济增速仍存在下滑压力，中小企业增长动力不足，转型升级任重道远，发展境况短期内难以根本性扭转。同时，国家和地方政府对中小企业的扶持政策持续推出，加大政策落实力度，促进并改善中小企业发展环境。

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对 8 家发行人进行了跟踪评级。跟踪期内，本期集合债券大部分发债企业所处行业波动、经营和财务状况弱化，整体抗风险能力有所降低，少数发行人经营状况保持稳定。跟踪期内，3 家发行人主体长期信用等级和评级展望未发生调整，5 家发行人主体长期信用等级或评级展望进行了相应调整。

本期集合债券设立了较为完善的偿债保障措施安排：由 4 家担保公司组成统一担保人，为本期集合债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保；并由河南省中小企业担保集团股份有限公司（以下简称“河南省担保集团公司”，原为河南省中小企业信用担保服务中心）提供再担保；设立了本期集合债券的风险准备金。经联合资信评定，维持 3 家担保公司的主体信用等级和展望，新乡市发展投资担保有限公司主体信用等级由 BB 调整为 C。

“11 豫中小债”2014 年回售后，待偿余额规模较小，且考虑到本期集合债券采用的是联保模式，即使新乡市发展投资担保有限公司信用等级向下调整，但对整体担保效力影响不大。同时考虑到再担保措施的实施，及当地政府的支持和协调，综合分析，本期集合债券不能按期还本付息的风险很低，联合资信维持“11 豫中小债”信用等级为 AA。

优势

1. 跟踪期内，河南省经济仍保持了平稳增长，为中小企业经营提供了有力支持。
2. 4家担保公司组成统一担保人，以不可撤销的连带保证责任方式对本期集合债券提供担保；河南省担保集团公司对本期集合债券提供再担保；另外本期集合债券设立了风险准备金，以上措施提升了本期集合债券偿付的安全性。
3. 为预防及控制本期集合债券兑付风险，切实维护债券持有人的利益，设立风险管理委员会。各担保公司都建立了严格的风险控制机制，并与相应的债券发行人签订了资产抵押等保证措施。这些保证措施有助于增强各债券发行人对偿还本期集合债券的约束力。
4. 2014年2月，投资者选择将部分债券按面值回售给发行人，回售后，各发行人对待偿余额的偿还能力较强。

关注

1. 本期集合债券由8家企业集合发行，发债企业之间存在业务发展不平衡的情况。
2. 本期集合债券的发行人全部为中小企业，经营状况较易受宏观经济形势和产业政策调整的影响。跟踪期内，在国内宏观政策环境趋紧和国外经济形势严峻的情况下，中小企业经营波动风险加大。
3. 跟踪期内，部分发行人经营和财务状况有所弱化。其中（1）跟踪期内，受环保政策影响，普康药业主要产品硫酸庆大霉素目前已停产、盐酸林可霉素和盐酸克林霉素产能严重萎缩，代加工业务逐步开展，普康药业整体实力受到较大影响，主业亏损，截至2015年3月底已经出现资不抵债的状况；另外对外担保规模很大，或有负债风险极高。（2）华宇电磁线债务率和对外担保比率过高，根据现场访谈，华宇电磁线已经出现对外担保代偿压力和贷款逾期。

（3）跟踪期内，受累于起重机行业低迷、银行抽贷导致新乡起重经营资金紧张，2014年以来新乡起重收入和利润总额快速下滑；目前新乡起重短期借款全部逾期，同时被担保企业恒升起重贷款逾期，新乡起重具有代偿风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与“2011年河南省中小企业集合债券”发行人构成委托关系外，联合资信、评级人员与各发行人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因各发行人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由各发行人提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司《关于 2011 年河南省中小企业集合债券的跟踪评级安排》进行本次定期跟踪评级。

二、本期集合债券基本情况

2011 年河南省中小企业集合债券（以下简称“11 豫中小债”或“本期集合债券”）于 2011 年 2 月 16 日发行，发行总额为人民币 4.90 亿元，债券发行人和发行额度见表 1。本期集合债券按照“统一组织、统一冠名、统一担保、分别负债、集合发行”的模式联合发行，本期集合债券为 6 年期固定利率债券，同时附加投资者回售选择权。投资者有权选择在本期集合债券第 3 年期满时将所持有的全部或部分债券按面值回售给发行人。在本期集合债券存续期的第 3 年末，投资者可选择按面值回售给发行人，如不行使回售权，则债券存续期后 3 年利率保持不变。本期集合债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期集合债券还本付息方式为：存续期内每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2015 年 2 月 16 日，本期集合债券各发行人已全部足额支付当期债券利息。

2014 年是本期集合债券发行期满第三年，投资者选择将部分债券按面值回售给发行人。根据 2014 年 2 月 17 日中央国债登记结算有限责任公司发布的《11 豫中小债（1180026）含权债券履行结果公告》（中债托管[2014]012 号），本期集合债券回售价格：100.00 元/百元面值，在银行间回售总面额 7500.00 万元，在深交所回售总面额 27738.07 万元，继续托管总面额 13761.93 万元，未回售部分债券利率 7.80%，行权日期 2014 年 2 月 16 日。本次回售之后，本集合债券各发行人剩余发债额度见表 1。

表 1 本期集合债券发行人及发债额度

	债券发行人	原发债 额度 (万元)	剩余发债 额度 (万元)
1	河南大用实业有限公司	15500	4352.63
2	南阳普康药业有限公司	6800	1909.82
3	河南新乡华宇电磁线有限公司	6000	1686.35
4	开封特耐股份有限公司	5000	1404.28
5	林州重机集团股份有限公司	5000	1404.07
6	安阳市岷山有色金属有限责任公司	5000	1404.07
7	新乡市起重机械厂有限公司	4000	1123.26
8	河南平原非标准装备股份有限公司	1700	477.45
	合 计	49000	13761.93

资料来源：联合资信整理

本期集合债券由河南省中小企业投资担保股份有限公司、郑州中小企业担保有限公司、新乡市发展投资担保有限公司、安阳市信用担保投资有限责任公司组成统一担保人，以不可撤销的连带保证责任方式提供债券担保，并由河南省中小企业担保集团股份有限公司对债券担保人的担保责任提供再担保，担保方式为无条件不可撤销的一般保证担保。

本期集合债券设立偿债专户，提取债券发行总额的 10% 风险准备金，风险准备金由统一担保人缴纳。截至 2015 年 7 月底，本期集合债券提取的风险准备金是剩余发债额度的 6.58%。本期集合债券聘请主承销商第一创业证券股份有限公司（原名第一创业证券有限责任公司）担任本期集合债券的债权代理人，聘请广东发展银行股份有限公司郑州商城支行作为本期集合债券的偿债基金专项账户管理人、募集资金专项账户管理人，以确保本期集合债券的按时还本付息。为预防及控制本期集合债券发行、兑付风险，切实维护债券持有人的利益，特设立风险管理委员会。根据豫发改财金[2008]1621 号文，河南省及各市财政按债券票面利率在债券存续期内给予一定比例的贴息；同时地方政府对本期集合债券的支持和协调作用较大。

三、宏观经济

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值 636463 亿元,按可比价格计算,比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为,在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万,调查失业率稳定在 5.1%左右,居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%,城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元,比上年名义增长 12.0% (扣除价格因素实际增长 10.9%)。固定资产投资 (不含农户) 502005 亿元,比上年名义增长 15.7% (扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币,比上年增长 2.3%。

2014年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元,比上年增长 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增长 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入 (本级) 75860 亿元,比上年增长 6849 亿元,增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元,同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元,比上年增长 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增长 2098 亿元,增长 10.2%;地方财

政支出 129092 亿元,比上年增加 9351 亿元,增长 7.8%。

2014年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具 (SLO)、常备借贷便利 (SLF) 等货币政策工具,创设中期借贷便利 (MLF) 和抵押补充贷款工具 (PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末,广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右,居民消费价格涨幅 3%左右,城镇新增就业 1000 万人以上,城镇登记失业率 4.5%以内,进出口增长 6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 中小企业发展概况

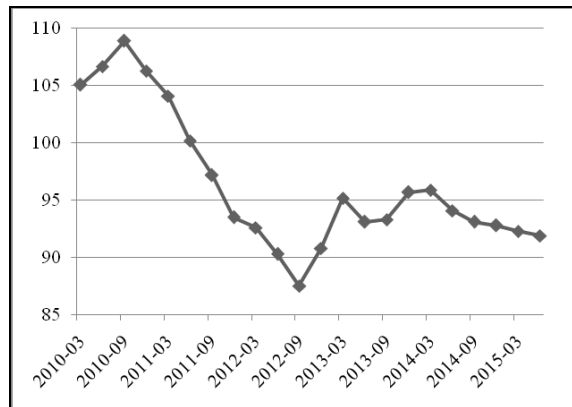
中小微企业作为市场经济的主体,是推动中国经济转型、提质增效的中坚力量。中小企业创造了中国 80%以上的社会就业,60%的 GDP,50%的税收,专利申请数和发明专利拥有数的比例也高达 50%。截至 2015 年 2 月,全国登记注册的中小微企业已超过 1850 万户。

2014年,国内经济下行压力加大,中小企业发展面临诸多困难和不确定因素,制约中小

企业发展的融资难融资贵、税费负担重、生产成本上升、市场需求空间紧缩、招聘技工难、留住人才难等问题仍未改善，加上企业自身的创新能力不强，管理水平不够高，中小微企业经营发展形势严峻。2014年一季度，中国中小企业发展指数为95.9，基本与2013年底持平，略有上升，此后，逐季下行至四季度的92.8。

2015年以来，中国中小企业发展指数延续2014年的下行趋势，2015年二季度中国中小企业发展指数（SMEDI）为91.9，比上季度下降0.4点，持续小幅下行。在当前经济下行压力加大情况下，中小企业发展指数短期回升的难度不小。

图1 2010年以来中国中小企业发展指数



资料来源：中国中小企业协会

总体看，受国内经济下行压力加大，以及中小企业自身制约因素的影响，2014年以来，中小企业发展形势严峻。2015年国内经济增速仍存在下滑压力，中小企业增长动力不足，转型升级任重道远，发展境况短期内难以根本性扭转。

2. 政策环境及发展现状

中国政府历来高度重视中小及民营经济发展。2013年12月31日，工业和信息化部、国家发展和改革委员会、财政部、人力资源和社会保障部、商务部、海关总署、国家税务总局、国家工商行政管理总局、中国银行业监督管理委员会联合发布《关于促进劳动密集型中小企业健康发展的指导意见》（工信部联企业

[2013]542号），《意见》提出，把轻工、纺织、机械、电子、批发和零售业、住宿和餐饮业、居民服务业、养老服务业以及现代服务业等行业中百万元固定资产就业人数13人以上（含13人）、人均年营业收入45万元以下（含45万元）的中小企业作为当前引导扶持的重点，努力营造良好的政策环境和社会氛围，促进劳动密集型中小企业转型升级和健康发展；同时提出了8项政策措施。

2014年4月，税务总局发布《关于扩大小型微利企业减半征收企业所得税范围有关问题的公告》（国家税务总局公告2014年第23号），将核定征收小微企业纳入享受所得税优惠征税范围，明确了小微企业减半征税管理方式、预缴办法、汇算清缴、政策衔接等内容。

2014年9月，财政部和税务总局印发《关于进一步支持小微企业的增值税和营业税政策的通知》（财税[2014]71号），规定自2014年10月1日至2015年12月31日，对月销售额2万元至3万元的增值税小规模纳税人和营业税纳税人，暂免征收增值税和营业税，政策范围涵盖小微企业、个体工商户和其他个人。出台这一政策，彰显了国务院在当前经济形势下稳增长、促就业、保民生的决心。

2014年12月，财政部和国家税务总局出台《关于对小微企业免征有关政府性基金的通知》（财税[2014]122号），进一步加大对小微企业的扶持力度，自2015年1月1日起至2017年12月31日，对按月纳税的月销售额或营业额不超过3万元（含3万元），以及按季纳税的季度销售额或营业额不超过9万元（含9万元）的缴纳义务人，免征教育费附加、地方教育附加、水利建设基金、文化事业建设费；自工商登记注册之日起3年内，对安排残疾人就业未达到规定比例、在职职工总数20人以下（含20人）的小微企业，免征残疾人就业保障金。

总体看，为了应对当前严峻的经济环境，缓解中小企业发展困境，中国政府出台了一系列政策支持中小企业健康发展。

3. 区域经济发展概况

河南省经济运行情况

根据《2014年河南省国民经济和社会发展统计公报》，2014年，河南省经济保持了平稳增长，稳中有进的良好态势，全年全省生产总值34939.38亿元，比上年增长8.9%。其中：第一产业增加值4160.81亿元，增长4.1%；第二产业增加值17902.67亿元，增长9.6%；第三产业增加值12875.90亿元，增长9.4%。三次产业结构为11.9：51.2：36.9。

2014年，河南省全年地方财政总收入4094.78亿元，比上年增长11.0%。地方公共财政预算收入2738.47亿元，增长13.4%，其中：税收收入1950.67亿元，增长10.5%，税收占地方公共财政预算收入的比重为71.2%。地方公共财政预算支出6042.60亿元，增长8.2%，其中：教育支出增长3.4%，社会保障和就业支出增长7.7%，医疗卫生与计划生育支出增长9.3%。全省108个县（市）中，有37个县（市）地方公共财政预算收入超10亿元，其中，有16个县（市）超15亿元。

2014年，河南省全年全省全部工业增加值15904.28亿元，比上年增长9.5%。规模以上工业增加值增长11.2%，其中，轻工业增长10.4%，重工业增长11.7%，轻、重工业比例为34：66。产品销售率为98.3%。规模以上工业40个行业大类中，农副食品加工业增长8.6%，黑色金属冶炼及压延加工业增长8.6%，专用设备制造业增长16.7%，通用设备制造业增长13.0%。主要工业产品产量中，畜肉制品产量比上年增长3.1%，铝材增长15.4%。全年规模以上工业企业主营业务收入66787.47亿元，比上年增长11.5%；利润总额4771.38亿元，增长7.3%。分行业利润总额看，农副食品加工业408.41亿元，增长4.9%；专用设备制造业221.33亿元，增长9.4%；食品制造业218.62亿元，增长8.1%；通用设备制造业209.97亿元，增长13.1%；电气机械和器材制造业207.27亿元，增长17.2%；黑色金属冶炼和压延加工业186.38亿元，增长

2.2%。

2014年全年全省全社会固定资产投资30772.16亿元，比上年增长18%。其中：固定资产投资（不含农户）30012.28亿元，增长19.2%。第一产业投资1264.80亿元，增长44.8%；第二产业投资15385.62亿元，增长17.1%；第三产业投资13361.87亿元，增长19.6%。全年工业投资15382.20亿元，比上年增长17.1%。

河南省政策环境

河南省小微企业获得多方面的融资支持。河南省发展改革委出台的《关于促进小型微型企业融资的意见》确定，河南省将通过创新金融产业、提供“一站式”金融服务、建立集合债券发行机制等多项措施为小微企业提供方便、快捷的融资服务。

2012年，河南省加大创业扶持力度，强力推进小额担保贷款，当年新增小额担保贷款100亿元，累计发放总量突破300亿元。

2012年3月，河南省中小企业金融服务工作会议在洛阳市举行。会议下发了《河南银监局关于进一步做好小型微型企业金融服务工作的指导意见》（以下简称“《意见》”）。《意见》明确提出，不管是大银行还是小银行，都必须加大对小微企业的金融支持。在中小微企业和“三农”两个金融服务的薄弱领域，所有的银行都要承担相应责任。

河南银监局2012年4月下发小微金融指导意见（下称“指导意见”），鼓励河南法人机构主动申报发行小企业金融债，填补该省发行空白。河南成为银监会2011年59号文（《关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》）和94号文（《关于支持商业银行进一步改进小型微型企业金融服务的补充通知》）后，少数单独出台地方性法规的地区。

河南省重点支持中小企业集合债券融资，省财政将按不超过实际发行金额的0.1%给予发行费补贴，存续期内由省、市级财政给予1%的财政贴息；对中小企业发债提供担保、增信

服务的担保公司，按不超过实际担保发行金额的 0.1% 给予奖励；提供再担保服务的担保公司，按不超过实际再担保额的 0.05% 给予奖励。

总体看，近年来河南省经济稳定增长，中小企业外部发展环境良好。同时，通畅的融资渠道及环境也为区域内中小企业发展提供有力支持。

五、发行人主体长期信用

跟踪期内，联合资信对本期集合债券的 8 家发行人的主体长期信用进行了跟踪分析。跟踪期内，本期集合债券大部分发债企业受行业波动、经营和财务状况弱化，整体抗风险能力减弱，但仍有部分发行人经营状况向好或保持稳定。跟踪期内，3 家发行人主体长期信用等级和评级展望均未发生调整，5 家发行人主体长期信用等级或评级展望进行了相应调整。

表 2 本期集合债券发行人主体长期信用

集合债券发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
河南大用实业有限公司	BB-/负面	BB-/稳定
南阳普康药业有限公司	B+/负面	CCC/负面
河南平原非标准装备股份有限公司	BBB-/稳定	BBB/稳定
开封特耐股份有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
林州重机集团股份有限公司	A+/负面	A+/负面
安阳市岷山有色金属有限责任公司	BBB-/稳定	BBB-/稳定
河南新乡华宇电磁线有限公司	BB-/负面	B/负面
新乡市起重机械厂有限公司	BBB-/负面	BB/负面

资料来源：联合资信整理

1. 河南大用实业有限公司

(1) 主体概况

河南大用实业有限公司（以下称“河南大用”），成立于 1999 年 4 月，设立时注册资本 1200.00 万元，杜文君出资 1160.00 万元，占比为 96.67%；经过多次增资，截至 2015 年 3 月底，河南大用注册资本 10478.00 万元，其中杜文君占 98.18%，杜桂红和杜文田分别占 0.91% 和 0.91%，杜文君、杜文田、杜桂红属于亲属关系。杜文君先生为河南大用实际控制人。

河南大用是专门从事饲料加工、鸡养殖、鸡肉产品加工的企业，同时涉足与鸡养殖业相关的延伸产业。目前，河南大用采用事业部管理制，设有饲料、种鸡、孵化、养殖、加工、出口等 9 个事业部以及销售、供应、工程、财务、审计检查、人力资源、运营管理、食品安全及产业发展等 9 个中心。

截至 2014 年底，河南大用合并资产总额 48.89 亿元，所有者权益 6.21 亿元（含少数股东权益 4.03 亿元）；2014 年，河南大用实现营业收入 37.64 亿元，利润总额 0.45 亿元。

截至 2015 年 3 月底，河南大用资产总额 46.90 亿元，所有者权益 6.35 亿元（含少数股东权益 3.95 亿元）；2015 年 1~3 月实现营业收入 8.40 亿元，利润总额 0.12 亿元。

河南大用注册地址：河南省鹤壁市淇县思德桥北 107 国道东；法定代表人：杜文君。

(2) 管理分析

跟踪期间，河南大用无重大管理体制、股权结构变更、领导变动或管理制度方面的变化。

(3) 经营分析

① 经营概况

2014 年河南大用实现营业收入 37.64 亿元，同比增长 13.91%。跟踪期内，禽流感疫情及速成鸡事件对鸡肉需求产生的直接影响逐渐消散，2014 年下半年鸡肉价格和饲料价格均有所上升，同时销量实现增长，河南大用 2014 年度收入规模有所回升，2014 年实现收入 37.64 亿元。2014 年，河南大用主要产品饲料、鸡肉产品以及调理肉制品收入占营业收入的比重分别为 23.04%、56.01% 和 9.30%，跟踪期内，饲料销售收入 8.67 亿元，同比增长 6.91%，由于鸡苗养殖规模有所下降，但饲料产量增加，因此外销比例加大，且平均价格随原材料价格上升有所上涨，使得饲料产品销售收入增加；冻鸡肉产品依旧为河南大用营业收入的主要来源，收入占比为 56.01%，由于 2013 年禽流感事件及速成鸡事件对鸡肉需求产生的不利影响在 2014 年度逐渐消散，2014 年该业务板块收入有所增加，

较2013年同比上升2.58%；调理肉制品受快餐消费需求上升影响，销量增加，实现收入3.50亿元，同比增长24.42%；其他收入来源包括鸡苗、种猪、兽药等，2014年鸡苗的价格和销量大幅增加，河南大用该部分收入同比大幅增长177.84%，占比增至11.65%。

从毛利率情况看，2014年饲料市价上升，尽管原材料价格上涨，但河南大用饲料毛利率同比上升5.77个百分点至10.67%，饲料销售对河南大用利润水平带来有力支撑。另一方面，随着全自动化养殖的深入推进，毛鸡成活率提高，河南大用运营成本及日常生产费用下降，冻鸡产品毛利率大幅增至8.21%。调理肉制品生

产的固定成本较高，由于产量增加，单位成本下降，毛利率同比上升0.83个百分点至6.81%。

2015年1~3月，河南大用实现营业收入8.40亿元，占2014年全年的22.32%；受一季度工时较少等季节因素影响，河南大用饲料产、销量偏低，与上年同期基本持平；冻鸡肉和调理肉制品市场低迷，收入分别为2014年全年的22.15%和15.14%；其他类产品中，由于西华项目投产，带来鸡苗和种蛋销售额显著增加，当期其他类产品实现收入1.67亿元，占2014年全年的38.13%。毛利率方面，肉鸡成活率的持续提高带来冻鸡肉毛利率上升，各类产品市场需求日益提高，整体毛利率为10.13%。

表3 2013~2015年1季度营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

产 品	2013 年			2014 年			2015 年 1~3 月		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
饲料	81110.34	24.55	4.90	86710.24	23.04	10.67	15314.77	18.24	9.29
冻鸡肉	205374.61	62.16	-8.09	210812.92	56.01	8.21	46736.50	55.65	11.23
调理肉制品	28120.11	8.51	5.98	34988.42	9.30	6.81	5250.00	6.25	9.73
其他	15780.65	4.78	-9.44	43845.39	11.65	1.11	16679.99	19.86	7.95
合 计	330385.71	100.00	-3.76	376356.97	100.00	7.82	83981.26	100.00	10.13

数据来源：河南大用提供

总体看，跟踪期内，禽流感疫情及速成鸡事件给公司带来的不利影响已逐渐消散，市场需求逐渐回暖，各业务板块销售收入均有不同程度的增加；2014年度销售规模有所回升；随着自动化养殖的全面推进，肉鸡成活率提高，日常成本费用支出有所下降，河南大用主业扭亏为盈。2015年一季度调理肉制品市场需求暂时低迷，肉鸡成活率的持续提高带来冻鸡肉毛利率上升，整体毛利率较2014年进一步提高。

②采购

河南大用生产所用原材料主要是玉米、小麦、豆粕等原粮及营养元素添加剂，玉米和小麦主要在当地农户及经销商收购，粮食货源充足；豆粕主要从生产厂家直接采购，供应商合作时间较长，供货较为稳定；营养添加剂主要从生产厂家直接采购、从进口原辅料总代理处

采购或者从有资质的贸易商处采购。

河南大用集团实行各产业基地制定原材料需求计划、根据供应商准入制度及询价比价结果筛选供应商，进行集中采购的采购模式。

从采购价格来看，河南大用饲料板块原料采购占集团采购额的80%以上，因此原材料的价格波动对企业的影响较大。跟踪期内，为了规避玉米、小麦等农粮价格波动的风险，河南大用一方面通过集中采购的采购模式降低成本，另一方面于农粮价格较低时期大量采购并囤积，以锁定采购成本；为了规避豆粕采购价格的波动风险，河南大用通过与供应商签订期货及基差合同来降低采购成本。

跟踪期内，河南大用玉米采购价格依据国家粮食储备粮及养殖行业行情有一定的波动，2014年平均采购价格2.39元/千克，较上年有所

上升；豆粕原料为进口大豆，采购价格依据国际大豆价格及市场需求有一定波动，豆粕的采购均价为3.76元/千克，同比下降7.84%；小麦采购均价为2.53元/千克，同比上升3.69%；2015年1~3月，玉米和豆粕平均采购价格小幅回落，分别为2.22元/千克和3.12元/千克，小麦小幅升至2.55元/千克。

从采购量来看，上下游市场的供需情况变化会引起原材料价格及实际供应量的变化，制定有效的安全库存量制度是保证原材料供应稳定性的前提，河南大用根据原材料市场行情的变化，随时调整各类原材料的安全库存量，以满足原材料的稳定供应。2014年河南大用玉米、豆粕及小麦的采购量分别为33.76万吨、3.18万吨和9.97万吨，玉米采购量同比下降5.14%，豆粕采购量同比下降46.28%，小麦采购量同比增长4.61%。

从结算方式来看，公司与上游供货商之间采用电汇或者银行承兑汇票的结算方式，账期一般为1~6个月。

总体看，2014年原粮的市场价格较2013年基本保持稳定，河南大用的采购成本得到有效的控制，为河南大用毛利率水平的提高提供一定的支撑作用。

表4 2013年~2015年3月河南大用原材料采购情况
(单位: 万吨、元/千克)

原材料	2013年		2014年		2015年1-3月	
	采购量	价格	采购量	价格	采购量	价格
玉米	35.59	2.30	33.76	2.39	6.13	2.22
豆粕	5.92	4.08	3.18	3.76	0.43	3.12
小麦	9.53	2.44	9.97	2.53	1.20	2.55

资料来源：河南大用提供

③产品生产

跟踪期内河南大用生产能力变化不大。河南大用拥有六大产业基地，包括1个北京育种基地和鹤壁、焦作、周口、西华和开封5个生产加工基地，其中鹤壁、焦作和周口基地已建成包括饲料加工、育种繁育，商品肉鸡的工厂化饲

养、肉鸡的初级屠宰加工、肉类制品的深加工，直至最终产品的包装、冷链运输全产业链厂区；西华基地受2013年福喜事件的影响，除鸡苗孵化业务和肉鸡屠宰业务开展外，其余各项业务均处于停滞状态；因近年行业景气度持续降低，2014年反弹不足，开封基地的建设期延长，各项业务均未投产。

饲料加工

鹤壁、焦作和周口基地分别建有饲料厂1座，年加工能力分别为24万吨、30万吨和100万吨，河南大用在满足自产自用的前提下，剩余饲料进行对外销售。2014年，鹤壁基地、焦作基地和周口基地的饲料产量分别为18.71万吨、19.90万吨和25.94万吨，共完成饲料生产64.55万吨，较上年增长6.73%。2015年1~3月，鹤壁基地、焦作基地和周口基地的饲料产量分别为3.19万吨、3.83万吨和5.80万吨。

肉鸡养殖

河南大用养殖加工基地采用巷道式孵化器技术，年孵化能力3.32亿羽，其中鹤壁基地种鸡养殖规模25万套，年孵化产能7200万羽；焦作基地种鸡养殖规模25万套，年孵化产能6000万羽；周口基地种鸡养殖规模46万套，年孵化产能10000万羽；西华基地种鸡养殖规模46万套，年孵化产能10000万羽。2014年鹤壁基地、焦作基地、西华基地和周口基地的鸡苗孵化规模分别为3600万羽、4700万羽、3400万羽和7400万羽。2015年1-3月，鹤壁基地、焦作基地、西华基地和周口基地的鸡苗孵化规模分别为700万羽、900万羽、500万羽和1400万羽。

河南大用商品肉鸡达100%自养，采用“公司+农户”和“公司+基地+农户”的养殖模式，其中河南大用现拥有150m*27m、150m*32m、130m*18m鸡舍共计500余栋，年出栏肉鸡1.2亿羽的自养规模；农户养殖规模约为0.8亿羽。自2010年，河南大用采用PLC自动化环境控制系统，对鸡舍温度、湿度、风机和通风口等参数进行设定；根据不同日龄、不同体重和鸡群数量的生长需要，自动调整温度、加热系统和水

帘系统，并能够根据外界环境的变化自动调整设备的运行，以保证鸡舍内环境的恒定，该养殖方式大大提高了肉鸡成活率。

肉鸡屠宰及深加工

河南大用采用全自动化屠宰生产线，鹤壁基地年屠宰肉鸡4000万只、焦作基地年屠宰肉鸡6000万只、周口基地年屠宰肉鸡8000万只；西华基地年屠宰肉鸡10000万只。2014年鹤壁基地、焦作基地、西华基地和周口基地的年屠宰量分别为2883.29万只、3668.35万只、60.62万只和4168.20万只，屠宰产能利用率较低；冻鸡肉产量分别为6.04万吨、7.36万吨、0.10万吨和7.10万吨，合计产量20.60万吨，同比增长8.14%。

河南大用在鹤壁基地、焦作基地和开封基地分别建有肉类制品的深加工生产车间，河南大用食品深加工禽肉速冻调理精加工规模5万吨/年。2014年鹤壁基地、焦作基地和开封基地调理肉制品产量分别为1.5万吨、0.64万吨和0.45万吨，合计产量2.59万吨，同比增长43.89%，产能利用率为51.80%。

2015年1~3月，鹤壁基地、焦作基地和周口基地的冻鸡肉产量分别为1.03万吨、1.53万吨和1.73万吨，鹤壁基地、焦作基地和开封基地调理肉制品产量分别为0.2万吨、0.1万吨和0.05万吨。

目前，河南大用在鹤壁、焦作及周口等新建养殖基地采用地热并实现自动化控制，同时随着开封杞县在建项目逐步建成投产，未来产能将进一步增加。

从产品和技术研发来看，跟踪期内河南大用于中国农业大学、河南省农科院畜牧研究所共同承担的“肉鸡健康养殖的营养调控与饲料高效利用技术”项目，获得了国家科技进步二等奖。

④产品销售

河南大用销售的产品包括饲料产品、鸡肉产品和调理肉制品，河南大用的冷冻、生鲜及熟食制品有16大类300多个品种，形成了农贸市场、商超及连锁店并举的销售模式。公司销售

网络覆盖全国绝大部分区域，形成阶梯式批发销售网点700多个，省级经销商29个。河南大用客户分为战略性客户、农贸类客户及终端客户，其中战略客户包括双汇、铭基、科迪、肯德基和德克士等，农贸类客户分为省级、市级和县级经销商，终端客户包括商超和小型肉制品加工厂。

从销售构成来看，河南大用饲料产品主要供养殖基地自用、合作农户自用和其他农户使用，2014年养殖基地自用饲料产品占比57.10%，合作农户自用饲料产品占比34.84%，其余8.06%对外销售。2014年饲料产品销量较2013年增加5.93%，饲料产品销售额同比增长6.90%；河南大用鸡肉产品主要供应国内农产品批发市场的经销商、肯德基、德克士等快餐类客户和肉制品加工厂。2014年，河南大用鸡肉产品销售量18.61万吨，较2013年增长5.68%，销售价格同比下降2.83%；整体看，鸡肉产品的销售额同比增长13.72%，其中供应国内农产品批发市场经销商的销售收入占比为83.43%，供应快餐类客户的销售收入占比为9.22%，供应肉制品加工厂的销售收入占比为7.35%；河南大用调理肉制品除销往国内经销商之外，另有少量出口日本、新加坡、韩国等国家，2014年出口比例为5.25%。2014年调理肉制品销售量2.68万吨，较2013年增长28.23%，平均价格同比下降3.04%；调理肉制品的销售额同比增加24.42%。

从结算方式来看，跟踪期内，河南大用与各经销商之间采取先款后货的结算方式，与战略客户之间采用信用结算方式，其中与双汇等肉制品加工厂之间的结算账期为半个月，与德克士和肯德基等快餐类客户之间的结算账期为一个月。

表5 2013~2015年3月河南大用产品销售情况
(单位: 万吨、元/千克、万元)

产品	项目	2013年	2014年	2015年 1~3月
饲料	销量	26.15	27.70	5.21

	平均价格	3.10	3.11	2.94
	销售额	81110.34	86710.00	15315.00
鸡肉产品	销量	17.61	18.61	4.28
	平均价格	11.66	11.33	10.92
	销售额	205374.61	210813.00	46737.00
调理肉制品	销量	2.09	2.68	0.36
	平均价格	13.47	13.06	14.58
	销售额	28120.11	34988.00	5250.00

资料来源：河南大用提供

整体看，跟踪期内，河南大用饲料生产和销售情况良好，其他各业务版块受禽流感及速成鸡等造成的不利影响逐渐消散，市场需求回暖，经营业绩好转，同时随着全自动化养殖的深入推进，肉鸡成活率提高，各项成本支出得到有效控制，盈利能力迅速提高。目前公司在建的开封基地日后逐步建成投产后，养殖能力产能规模将得到扩大。

⑤在建工程

开封生产基地总投资17亿元（包含养殖小区），是集肉鸡养殖、屠宰、食品深加工于一体的一条龙项目，建设项目包括清真肉鸡屠宰加工厂1座，产能1亿只/年；熟食加工厂1座，产能2万吨/年；饲料加工厂1座，产能60万吨/年；标准化养殖小区44个；种鸡场和育雏场各一个；形成父母代种鸡存栏100万套，形成出栏1亿只肉鸡的规模。目前开封基地完成投资4亿元，其中熟食厂投资1.3亿元、已完工，饲料厂投资0.41亿元，屠宰厂1.41亿元；肉鸡养殖小区现已开工建设10个肉鸡养殖小区，累计投入资金15303.00万元，梁寨和柿园已经建成，种鸡厂和育雏厂已经投资7429.00万元；工程完工进度40%，其他项目正在建设中。由于项目拿地 and 规划时间较早，近年考虑到行业景气度变化，开封基地建设曾一度放缓，2015年下半年以来重新开工，预计2016年年中竣工。针对开封基地的后续建设投资，交通银行和周口信用社将对公司提供总额12.00亿元的长期借款支持，结合工程进度分期放款，截至2015年10月底已到位资金3.00亿元，借款期限为8年，有效缓解剩

余13.00亿元预计投资的资金压力。

西华项目是欧喜投资（中国）有限公司（以下简称“欧喜中国”）与河南大用子公司河南大用邦杰食品有限公司（以下简称“大用邦杰”）合资成立的西华大用福喜农牧发展有限公司（以下简称“大用福喜公司”，大用邦杰持股51%）的在建项目，包括周口基地二期建设项目（即募集资金所投项目），计划总投资额22亿元，建筑面积180万平方米，分别建成屠宰厂一家（两条生产线，每条产能12000只/小时）、种鸡场一处（9个产蛋场，合计产能72万套/年）、孵化厂一家（产能1.5亿只/年）、饲料厂一家（产能75万吨/年）及相应的办公楼及配套设施，是集肉鸡养殖、屠宰、食品深加工于一体的一条龙项目，目前已完成全部投资，标准化的种鸡场孵化场已经开始正式生产，鸡苗和种蛋销量实现增长。

2014年上海福喜食品有限公司（以下简称“上海福喜”）事件发生后，福喜中国在河南的子公司已停产。大用福喜公司尚处于投产初期，所产产品主要供给大用邦杰等公司子公司，原定销售渠道已无法实现销售。目前大用福喜项目建设处于停滞状态，河南大用正与欧喜美国就大用福喜的股权出售进行协商，联合资信将对此保持持续关注。

（4）未来发展

河南大用为进一步提高产品利润率水平，将继续增加全自动化养殖的覆盖范围，加大自动化养殖技术的建设投资规模，逐渐收缩农户散养白羽鸡的规模，以提高肉鸡成活率，降低运营成本。

另一方面，为获取高附加值产品的超额利润，河南大用将加大研发投入，延伸现有产业链条，对肉类产品做进一步的深加工，提高产品品质。

（5）财务分析

河南大用提供的2013~2014年财务报表经利安达会计师事务所有限责任公司审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。河南大用

2015年一季度报表未经审计。

跟踪期内，河南大用财务报表合并范围无变化，数据可比性强。

截至 2014 年底，河南大用合并资产总额 48.89 亿元，所有者权益 6.21 亿元（含少数股东权益 4.03 亿元）；2014 年，河南大用实现营业收入 37.64 亿元，利润总额 0.45 亿元。

截至 2015 年 3 月底，河南大用资产总额 46.90 亿元，所有者权益 6.35 亿元（含少数股东权益 3.95 亿元）；2015 年 1~3 月实现营业收入 8.40 亿元，利润总额 0.12 亿元。

①盈利能力

禽流感和速成鸡事件的不利影响已逐渐消散，2014年河南大用全年实现营业收入37.64亿元，同比增长13.92%。同期，河南大用营业成本34.69亿元，同比增长1.20%，低于营业收入增幅。河南大用各业务板块毛利率较2013年出现不同程度上升，致使河南大用营业利润率上升，由2013年的-4.29%升至7.79%。

跟踪期内，河南大用管理费用和财务费用同比分别下降17.99%和18.81%，管理费用的减少主要由于折旧及各项费用支出均有不同程度减少所致。2014年河南大用发生期间费用2.96亿元，期间费用率同比下降15.23个百分点。2014年河南大用实现营业外收入0.51亿元，同比下降55.65%，主要由于获取银行贷款利率降低，享受政府贴息补助有所减少；其次，河南大用于2013年获得3笔项目补贴款，2014年度未获取以上项目补贴款。

2014年，由于多个业务板块经营业绩的上升，河南大用于跟踪期内扭亏为盈，利润总额和净利润分别为0.45亿元和0.47亿元，净资产收益率和总资产收益率分别为7.63%和6.03%。

2015年1~3月，河南大用完成营业收入8.40亿元，占2014年全年的22.32%，同比下降2.21%；营业成本为7.55亿元，在冻鸡肉产品、调理肉制品毛利率恢复性上升的带动下，营业利润率上升，为10.12%。河南大用期间费用0.77亿元，占营业收入的比重为9.17%，占比较2014年上升

1.31个百分点。2015年1~3月，河南大用利润总额和净利润均为0.12亿元。

总体看，跟踪期内禽流感和速成鸡事件等行业因素的不利影响逐渐消散，河南大用营业收入增加；全自动化养殖的逐渐推进，白羽鸡存活率提高，各项成本费用支出得到控制，盈利能力有所提高。

②现金流及保障

2014年，河南大用销售商品和提供劳务收到的现金和经营活动现金流入同比分别下降13.56%和3.12%，分别为35.93亿元和42.27亿元，当年关联公司资金往来增加，河南大用收到其他与经营活动有关的现金规模同比增长208.56%。2014年现金收入比为95.47%，河南大用收入实现质量一般。2014年由于各项费用支出的减少，河南大用购买商品、接受劳务支付的现金27.73亿元，同比下降31.37%。2014年河南大用经营活动产生的现金流净额表现为净流入7.01亿元。

2014年河南大用投资活动产生的现金流出为5.68亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金；投资活动产生的现金流净额为-5.68亿元。

2014年河南大用筹资活动产生的现金流入规模较大，主要来自银行借款。另外吸收投资收到的现金980.00万元，为大用福喜公司吸收欧喜投资（中国）投资的现金出资部分尾款；收到其他与筹资活动有关的现金8.37亿元，包括华鑫国际信托有限公司提供的借款3.63亿元和关联企业往来款的流入；2014年筹资活动流入为23.33亿元，同比增长29.73%。河南大用筹资活动产生现金流出主要用于偿还债务，2014年合计25.37亿元，同比增长96.32%。2014年河南大用筹资活动现金流净额表现为净流出，为-2.05亿元。

2015年1~3月，河南大用经营活动现金流净额为-1.16亿元。由于跟踪期内，河南大用销售采用现金结算的比例上升，现金收入比为151.10%；投资活动净额-0.77亿元，主要为购建

固定资产和对外投资的现金支出；筹资活动依旧以取得借款和偿还债务为主，现金流净额为1.98亿元。

总体看，跟踪期间河南大用经营活动收入实现质量一般，但经营情况逐渐好转，经营活动现金净流量转正。公司在建工程未来投资规模较大，但公司已就此获得交通银行和周口信用社的，公司对外融资压力不高。

③资本及债务结构

截至2014年底，河南大用（合并）资产合计48.89亿元，同比增长4.54%，流动资产占比42.38%，同比下降4.75个百分点，资产构成仍以非流动资产为主。

截至2014年底，河南大用流动资产合计20.72亿元，同比下降6.00%，构成以应收账款（占15.43%）、预付款项（占22.86%）和存货（占42.64%）为主，结构较上年变化不大。

河南大用流动资产中存货规模较大，截至2014年底为8.84亿元，同比增长22.89%，构成主要是原材料（占21.38%）、库存商品（占34.31%）及在产品（占33.37%）等，增长主要来自库存商品和在产品的增加；2014年底河南大用未计提存货跌价准备。

2014年底河南大用货币资金余额1.43亿元，同比下降38.87%，构成主要系银行存款0.97亿元和使用受限的其他货币资金0.46亿元。

2014年底河南大用应收账款净额3.01亿元，同比大幅下降37.11%，主要来自应收下游客户货款的下降；应收账款账面余额3.09亿元，其中1年以内的占92.09%，1-2年的占6.81%，账龄短；河南大用共计提坏账准备817.62万元，计提比例为2.72%；前五名应收账款共计0.47亿元，均为1年以内应收货款，占应收账款总额的15.61%，集中度低。

2014年底河南大用预付款项总额为4.74亿元，同比增长7.87%，主要由于年内预付多项工程及设备款所致；预付款项中1年以内占97.47%，1-2年的占1.46%，河南大用未计提坏账准备；前五名共计1.57亿元，系未结算工程

的预付款和预付设备款，占预付款项总额的33.12%，集中度一般。

截至2014年底，河南大用非流动资产合计28.17亿元，同比增长13.94%，主要来自固定资产、可供出售金融资产和在建工程的增加，其中固定资产（占69.50%）、可供出售金融资产（占19.46%）和在建工程（占10.75%）占比较大。2014年底，河南大用固定资产原值25.65亿元，同比增长42.82%，主要由房屋建筑物、机器设备、运输工具和办公设备等构成，增长主要来自新厂区工程、屠宰场及商品鸡场等在建或改建工程完成后转固。公司累计计提折旧6.02亿元，未计提减值准备，固定资产净值为19.63亿元。长期待摊费用较上年有所下降，系以前年度固定资产大修理及改造与支出于2014年内摊销所致。

截至2015年3月底，河南大用资产总额46.90亿元，较上年底下降4.08%，主要因其他非流动资产、其他流动资产和存货的减少所致，资产结构变动不大；在建工程3.63亿元，较2014年底增长19.81%，主要来自开封基地在建投资。

总体看，跟踪期间河南大用资产规模及构成变动不大，固定资产、存货和预付款项占比较大，整体资产质量一般。

截至2014年底，河南大用所有者权益合计6.21亿元，同比增长10.14%。截至2014年底，由于当年扭亏为盈，河南大用未分配利润转正，归属母公司的所有者权益大幅增长至2.19亿元，其中实收资本占47.95%，资本公积占22.37%，盈余公积占12.33%，未分配利润占17.35%。截至2015年3月底，河南大用所有者权益合计6.35亿元，较2014年底增长2.25%，主要由于盈利带来未分配利润的增加。

总体看，跟踪期间河南大用经营情况有所好转，未分配利润由负转正，所有者权益中少数股东权益占比大。河南大用所有者权益稳定性弱。

截至2014年底，河南大用负债总额合计42.68亿元，同比增长3.77%，主要来自长期借

款和长期应付款的增加；流动负债占比小幅降至70.64%，非流动负债占比为29.36%。

截至2014年底，河南大用流动负债合计30.15亿元，同比下降7.52%，主要由短期借款（42.49%）、应付账款（25.51%）和其他应付款（21.89%）构成。2014年底，河南大用应付账款7.69亿元，同比下降9.54%，主要为应付货款，其中1年以内的占96.72%，1-2年的占0.89%，超过一年的主要为未决算工程款；其他应付款6.60亿元，同比下降7.75%，主要为关联企业往来款。

截至2014年底，河南大用非流动负债合计1.25亿元，同比增长46.99%，主要由于长期借款和长期应付款的增加；长期应付款为各农业专业合作社向各农村信用社的借款，农业专业合作社将款项转借河南大用使用，专项用于鸡场建设（已计入长期债务）。2014年底，河南大用长期借款和长期应付款分别为8.56亿元和3.51亿元，同比分别增长22.74%和100.00%。

截至2015年3月底，河南大用负债总额合计40.55亿元，较2014年底下降4.98%，主要来自应付账款、其他应付款的减少，流动负债占比小幅升至76.20%。其中长期应付款增加2.97亿元、长期借款减少5.82亿元，除因偿还部分长期借款和计入长期应付款的借款外，2014年底计入长期借款的华鑫国际信托有限公司提供的借款3.63亿元，在一季度报表编制时计入了长期应付款（已计入长期债务）。

截至2014年底，河南大用全部债务（包括计入长期应付款的有息借款）合计26.15亿元，同比增长11.66%，短期债务占比降至52.09%。河南大用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80.80%、66.84%和87.29%，较上年变动不大。2015年3月底，上述三项指标分别为81.91%、60.33%和86.47%。

总体看，河南大用负债仍以流动负债为主，债务负担重。

④偿债能力

从短期偿债指标看，2014年底河南大用流

动比率和速动比率分别为68.72%和44.88%，流动比率较上年上升1.11个百分点，速动比率较上年下降0.68个百分点。由于经营活动产生的现金净流量转正，河南大用2014年经营现金流动负债比增至23.26%。截至2015年3月底，由于货币资金和应收账款的下降，河南大用流动比率和速动比率继续下滑至63.95%和37.66%。总体看，河南大用短期偿债能力仍较弱。

2014年河南大用经营扭亏为盈，利润总额及EBITDA均转正。EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA倍数分别为2.43倍和1.99倍，河南大用长期偿债能力尚可。

2011年，河南大用参与发行了“11豫中小债”，发行额度为15500万元，期限为6年；2014年2月13日，河南大用偿还了本金11147.36万元，剩余待偿还本金额为4352.63万元。截至2015年3月底，河南大用现金类资产1.49亿元，剔除货币资金中使用受限的资金0.46亿元后，是本期集合债券余额的3.24倍。2014年，河南大用经营活动现金流入量和净额分别为本期集合债券余额的97.11倍和16.11倍，河南大用经营活动现金流对本期集合债券余额的覆盖程度高。

截至2015年3月底，河南大用对外担保合计2000.00万元，担保比率为3.15%，被担保企业均为鹤壁普乐泰生物科技有限公司，系关联企业，目前经营情况正常。总体看，河南大用或有负债风险较低。

截至2015年3月底，河南大用获得商业银行、信用社流贷授信额度合计302380.00万元，其中未使用额度为59748.00万元，河南大用间接融资渠道有待拓宽。

⑤过往债务履约情况

根据河南大用贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为B201511030103836230），截至2015年11月3日，河南大用未结清的关注信贷信息记录2笔，合计7000万元，系中国农业发展银行提供的政策性收粮贷款，河南大用已于2015年9月贷款到期前办理展期，展期一年，目前列为关注；已结清

信贷记录中有不良类贷款2笔、关注类贷款45笔、关注类银行承兑汇票75笔，均已正常偿还，主要由于个别银行将养殖业类企业客户业务自动调整为关注或不良类别，另有部分银行系统未及时跟进更新，均非公司有意逃废银行债务。整体看，公司过往债务履约情况正常。

⑥抗风险能力

河南大用作为河南省肉鸡养殖行业的龙头企业，实行肉鸡养殖、屠宰、食品深加工于一体的一条龙经营，养殖技术水平较高，基地产能不断扩大。但同时，养殖行业市场和疫情风险大，河南大用盈利能力的稳定性受原材料饲料和肉鸡产品市场价格波动影响明显，肉鸡产品的同质性较高，河南大用的市场定价能力有限。综合考虑，河南大用整体抗风险能力较弱。

(6) 结论

跟踪期内禽流感 and 速成鸡事件等行业因素的不利影响逐渐消散，河南大用营业收入增加，同时随着多个业务板块经营业绩的上升，河南大用扭亏为盈。综合考虑，联合资信维持河南大用主体长期信用等级 BB⁻，评级展望由负面调整为稳定。

2. 南阳普康药业有限公司

(1) 主体概况

南阳普康药业有限公司（以下简称“普康药业”）成立于 1958 年 4 月，原名为南阳市化学制药厂；2003 年普康药业实行股份制改制，由国有独资企业变更为国有控股公司，名称由南阳普康集团化学制药厂更名为现名；2008 年 3 月 14 日，新康（中国）有限公司（香港）全资收购公司股份，普康药业性质变为港资企业；2014 年 2 月 21 日，新康（中国）有限公司（香港）将其在普康药业 90% 的股权转让给铭宜有限公司。截至 2015 年 9 月底，普康药业注册资本 13500 万元，其中，新康（中国）有限公司（香港）持股 10%，铭宜有限公司持股 90%，普康药业实际控制人在跟踪期内未发生变化，为普康药业法定代表人牛牯。

跟踪期内，普康药业主营业务未发生变化，仍以生产销售洁霉素（盐酸林可霉素）等抗生素原料药和制剂为主。

截至 2014 年底，普康药业资产总额 133603.85 万元，所有者权益 5458.10 万元；2014 年普康药业实现营业收入 58887.64 万元，利润总额-11364.26 万元。

截至 2015 年 3 月底，普康药业资产总额 125773.14 万元，所有者权益-607.98 万元；2015 年 1~3 月普康药业实现营业收入 5443.62 万元，利润总额-2592.49 万元。

普康药业注册地址：河南省南阳市工业路 143 号；法定代表人：牛牯。

(2) 管理分析

跟踪期内，普康药业无领导层或管理制度方面的变化。

(3) 经营分析

①经营概况

从营业收入看，受硫酸庆大霉素停产影响，2014 年普康药业实现营业收入 58887.64 万元，同比下降 9.01%。从收入构成看，原料药板块实现收入 50826.01 万元，同比下降 8.99%，占营业收入的 86.31%。普康药业制剂业务与其他业务收入同比均有所下降，2014 年分别为 7651.38 万元和 410.25 万元。

从毛利率看，受原料药环保成本快速上升的影响，2014 年普康药业原料药毛利率大幅下降 5.66 个百分点至 5.15%，带动整体毛利率下降至 6.28%；制剂药和其他业务板块毛利率小幅度上升，但对整体盈利的提升有限。

2015 年 1 月，普康药业镇平分公司由于环保问题逐渐停产，受此影响，2015 年一季度普康药业实现营业收入 5443.62 万元，与 2014 年同期相比大幅下降 64.50%；其中原料药业务收入为 3848.32 万元（同比下降 70.64%），占比为 70.69%，毛利率下降至 6.44%；普康药业整体毛利率下降至 10.41%。

表6 普康药业经营情况（单位：万元、%）

产品	2013 年度			2014 年度			2015 年 1~3 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
原料药	55846.64	85.74	10.81	50826.01	86.31	5.15	3848.32	70.69	6.44
制剂	7994.96	12.35	11.46	7651.38	12.99	11.72	1482.45	27.23	19.74
其它业务	1235.91	1.91	41.78	410.25	0.70	45.59	112.85	2.08	22.94
合计	64717.51	100.00	12.48	58887.64	100.00	6.26	5443.62	100.00	10.41

资料来源：普康药业提供

②采购

普康药业生产所需的主要原材料为淀粉、黄豆（豆粉）、生物氮素和丙酮。跟踪期内，由于产品产量有所减少，普康药业对淀粉的采购同比下降 16.57%至 30226 吨；丙酮采购量为 950 吨，同比下降 17.10%；为降低生产成本，把主要原材料黄豆变为豆粉（成本降低约 200 元/吨），当期黄豆购量为 1642 吨，豆粉采购量为 1832 吨；生物氮素作为硫酸大庆霉素（暂停生产）的主要原材料 2014 年以来未进行采购。采购价格方面，淀粉、黄豆的价格均有所上升，而丙酮的平均采购价格有所下降。2015 年 1~3 月，淀粉价格有所回落，黄豆与丙酮呈上升态势。

表7 普康药业原材料采购情况（单位：吨、元/kg）

名称	2013 年		2014 年		2015 年 1~3 月	
	采购量	价格	采购量	价格	采购量	价格
淀粉	36308	2.65	30226	2.85	1663	2.63
黄豆	7779	4.68	1642	4.73	110	4.77
豆粉	98	5.07	1832	4.66	280	4.65
生物氮素	269	4.20	--	--	--	--
丙酮	1146	8.21	950	8.04	29	8.28

资料来源：普康药业提供

跟踪期内，普康药业的主要供应商未发生巨大变动；丙酮的主要供应商更换为淄博兰玉经贸有限公司，豆粉的主要供应商为青岛海科生物技术有限公司。普康药业与原材料供应商的结算方式为银行付款和承兑汇票付款。

③产品生产

普康药业产品以抗生素原料药为主导，主要有盐酸林可霉素及其衍生物克林霉素、克林霉素磷酸酯、盐酸克林霉素棕榈酸酯、硫酸庆大霉素等。

产能方面，跟踪期内，受环保政策影响，普康药业产品硫酸庆大霉素仍处于停产状态；2015 年1月，普康药业镇平分公司由于环保问题逐渐停产，导致盐酸林可霉素的年产能由2500吨下降至750吨，盐酸克林霉素的年产能由300吨下降至276吨；克林霉素磷酸酯的年产能为60吨。

产量方面，2014年盐酸林可霉素、盐酸克林霉素、克林霉素磷酸酯的产量为1269吨、134吨和62吨。普康药业根据行业环境与市场需求调节产品结构，盐酸林可霉素同比下降22.15%，盐酸克林霉素同比下降51.62%。2015年一季度受镇平分公司停产影响，盐酸林可霉素与盐酸克林霉素产量分别为92吨和15吨，分别占2014年全年产量的8.35%和11.19%（2015年1~9月分别生产106吨和15吨）；2015年二季度以来公司积极寻求外部合作，截至2015年9月底，外部代加工（公司提供技术）业务逐渐开展，分别生产盐酸林可霉素与盐酸克林霉素年77吨和4吨，预计2015年代加工生产量分别为154吨和9吨。

受环保政策影响，跟踪期内，普康药业处理废气和废渣的成本压力快速增长，环保花费持续增加。此外，普康药业主要产品硫酸庆大霉素、盐酸林可霉素、盐酸克林霉素的生产经营均受到波及，截至评级时点，普康药业已停止生产硫酸庆大霉素；盐酸林可霉素和盐酸克林霉素产能下降剧烈，现主要以外部合作来开展生产，预计2015

年产量下降剧烈。普康药业环保压力持续增加，正常生产经营受到巨大影响，整体竞争力急速下降。

表8 普康药业主要产品产量（单位：吨）

主导产品	2013年	2014年	2015年1~3月
盐酸林可霉素	1630	1269	92
盐酸克林霉素	277	134	15
硫酸庆大霉素	32	--	--
克林霉素磷酸酯	55	62	3

资料来源：普康药业提供

④产品销售

跟踪期内，普康药业销售模式无变化。

表9 普康药业主要产品销售情况（单位：%、元/千克）

产品	2013年			2014年			2015年1~3月		
	产销率	价格	市场占有率	产销率	价格	市场占有率	产销率	价格	市场占有率
盐酸林可霉素	95.62	358	79.50	94.17	435	80.40	95.65	440	45.00
盐酸克林霉素	92.31	459	82.00	100.00	579	83.00	76.47	635	35.00
硫酸庆大霉素	100.00	668	30.00	--	--	0	--	--	0

资料来源：普康药业提供

总体看，跟踪期内，普康药业黄豆等原材料价格略有上升，产品价格有较大幅度增长；受环保政策影响，普康药业主要产品硫酸庆大霉素目前已停产、盐酸林可霉素和盐酸克林霉素产能严重萎缩，代加工业务逐步开展，普康药业整体生产经营受到较大影响。

（4）财务分析

普康药业 2014 年财务报表经中喜会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计报告；2015 年 1 季度会计报表未经审计。2014 年和 2015 年 1~3 月普康药业合并范围无变化。

截至 2014 年底，普康药业资产总额 133603.85 万元，所有者权益 5458.10 万元；2014 年普康药业实现营业收入 58887.64 万元，利润总额-11364.26 万元。

截至 2015 年 3 月底，普康药业资产总额 125773.14 万元，所有者权益-607.98 万元；2015 年 1~3 月普康药业实现营业收入 5443.62 万元，利润总额-2592.49 万元。

销售价格方面，2014 年，普康药业主要产品盐酸林可霉素价格有所升高，为 435 元/千克，且市场占有率提高 0.9 个百分点；盐酸克林霉素价格有所升高，为 579 元/千克，市场占有率提高 1.0 个百分点；上述两种产品市场占有率均在 80%以上。普康药业 2014 年出口占比为 40%左右，较 2013 年变化不大。2015 年 1~3 月，普康药业主要产品售价较 2014 年持续上涨，但受镇平分公司停产影响，主要产品市场占有率大幅下降。截至目前，硫酸庆大霉素无销售，盐酸林可霉素和盐酸克林霉素代生产业务逐步开展，但尚未形成生产规模。

① 盈利能力

受硫酸庆大霉素停产的影响，2014 年普康药业实现营业收入 58887.64 万元，较 2013 年下降 9.01%。2014 年普康药业营业成本相应有所下降，为 55188.85 万元，同比下降 2.87%，降幅小于营业收入降幅，主要由于受行业政策影响，普康药业用于处理废气和废渣等的环保成本提高所致。受管理费用和财务费用的推动，2014 年普康药业期间费用合计为 16874.32 万元，同比提高 38.84%。受上述因素影响，2014 年普康药业营业利润为-13357.78 万元，主营业务亏损加大。

2014 年普康药业营业外收入 2087.49 万元（主要是政府补助），同比大幅度增加 1835.86 万元。同期普康药业利润总额为-11364.26 万元。

从盈利指标看，2014 年普康药业营业利润率和总资产收益率分别为 5.97%和-12.30%，均较 2013 年较大幅度下降。同期普康药业净资产收益率降至-208.21%。

普康药业镇平分公司由于环保问题逐渐停产,受此影响,2015年一季度普康药业实现营业收入5443.62万元,与2014年同期相比大幅下降64.50%,利润总额为-2592.49万元,亏损态势有所加重。

总体看,跟踪期内普康药业的生产经营受环保压力激增的影响而持续亏损,盈利能力下降。

② 现金流及保障

经营活动方面,2014年普康药业经营活动现金流入量为73107.91万元,较2013年增长1.52%,主要为收到其他与经营活动有关的现金增加所致。同期普康药业经营活动现金流出量为63059.98万元,同比下降15.62%,主要表现为购买商品、接受劳务支付的现金(占81.50%)。2014年普康药业经营活动现金净流量为10048.33万元。从收入实现质量上看,2014年普康药业现金收入比为117.43%,普康药业收入实现质量较好。

2014年普康药业投资活动现金流入量不大,现金流出全部用于购建固定资产与无形资产,2014年普康药业投资活动现金流出量为3061.60万元,投资活动现金净流量为-3048.68万元。

2014年普康药业筹资活动现金流入主要为银行借款和其他与筹资活动有关的现金;取得借款收到的现金为48950.00万元,同比下降2.78%,收到其他与筹资活动有关的现金为12295.77万元。2014年普康药业筹资活动现金流出主要表现为偿还债务及利息,2014年普康药业筹资活动现金流出量为67551.34万元,其中偿还债务支付的现金占85.55%。2014年,普康药业筹资活动现金流量净额为-6305.57万元。

2015年1~3月,普康药业经营活动产生的现金净额为11116.398万元,主要是收到政府补贴11911.43万元(计入“收到的其他与经营活动有关的现金”);投资活动现金支出107.08万元,为构建固定资产的支出;筹资活动呈现净流出状态,金额为6595.80万元。

总体看,跟踪期内普康药业经营活动净现金流有所好转,筹资活动现金流呈现净流出状态。

③ 资本及债务结构

截至2014年底,普康药业资产总额133603.85万元,较2013年底下降9.14%。2014年底普康药业资产中流动资产占比72.86%、非流动资产占比27.14%,流动资产占总资产的比例较2013年底有所下降。

2014年底普康药业流动资产为97342.01万元,较2013年底下降了13.45%,主要由货币资金(占49.15%)、存货(占24.60%)和其他应收款(占24.83%)构成。2014年底普康药业货币资金为47840.26万元,同比下降0.66%;主要为银行承兑汇票及信用保证金构成的其他货币资金(占96.40%),受限程度很高。2014年底普康药业其他应收款合计24172.44万元,主要为与郑州舒兰商贸有限公司(占36.82%)和河南启天商贸有限公司(占27.58%)等的往来款,同比下降0.59%;从账龄看,1年以内占74.16%。2014年底普康药业存货合计22187.84万元,主要由产成品(占66.73%)等构成,未计提跌价准备。

2014年底普康药业非流动资产为36261.83万元,同比增长4.87%。2014年底普康药业固定资产为24919.69万元,同比下降0.09%,主要由机器设备(占77.87%)等构成,成新率为43.62%,水平一般;同期在建工程合计6637.62万元,同比增长24.86%,主要由新厂区建设(占50.71%)等构成;2014年底普康药业无形资产合计4186.47万元,同比变化不大,主要为土地使用权(占63.21%)和专利及非专利技术(占36.64%)等构成。

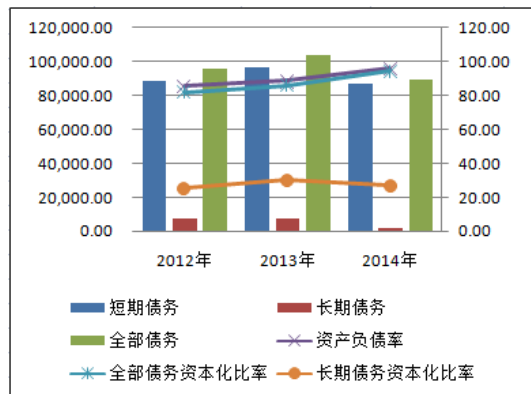
截至2014年底,普康药业所有者权益合计5458.10万元,其中实收资本13500.00万元、资本公积3166.19万元,未分配利润-13086.63万元。主业亏损对所有者权益侵蚀严重。

截至2014年底,普康药业负债合计128145.74万元,同比下降1.60%,主要是应付

债券减少所致；流动负债占比 98.45%，流动负债占比增加。2014 年底普康药业短期借款同比降低 9.63%至 37067.00 万元，全部为信用借款；应付票据同比下降 9.91%至 50000.00 万元，全部为银行承兑汇票；应付账款下降 9.36%至 12676.34 万元，账龄 1 年以内的占 97.19%。截至 2014 年底普康药业应付债券 1990.27 万元，为普康药业 2011 年 1 月参与发行的“2011 年河南省中小企业集合债券”，较 2013 年底有较大幅度下降，主要为投资者回售债券 5238.72 万元所致。

截至 2014 年底，主要受短期借款和应付债券减少的推动，普康药业全部债务规模减少至 89057.27 万元，同比下降 14.16%；其中短期债务占 97.75%，同比有所提高。从债务指标上看，2014 年底普康药业资产负债率和全部债务资本化比率分别为 95.91%和 94.23%，同比均有所上升；长期债务资本化比率为 26.72%，同比有所下降。普康药业债务水平高，债务负担很重。

图 2 普康药业债务负担变化情况



资料来源：普康药业审计报告

截至 2015 年 3 月底，普康药业资产总额为 125773.14 万元，较 2014 年底下降 5.86%，其中流动资产占 72.72%，变化不大。2015 年 3 月底，普康药业所有者权益为-607.98 万元，在未分配利润下降的影响下，较 2014 年底大幅下降。同期，普康药业资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 100.48%、100.66%和 146.70%，普康药业已资不抵债。

总体来看，跟踪期内受主业亏损的影响，普康药业资产规模有所缩减，净资产快速减少，债务负担很重。

④偿债能力

从短期偿债能力来看，截至 2014 年底，普康药业流动比率和速动比率分别为 77.16%和 59.57%，较 2013 年底分别下降 14.28 个百分点和 6.97 个百分点。截至 2015 年 3 月底，上述两项指标分别为 73.48%和 60.82%。2014 年普康药业经营活动流动负债比为 7.97%，经营活动现金流对流动负债保障能力弱。总体看，普康药业短期偿债能力弱。

从长期偿债能力来看，2014 年普康药业 EBITDA 为 50.49 万元，同比大幅度下降；EBITDA 利息倍数降至 0.01 倍，相应的，全部债务/EBITDA 大幅度上升至 1763.90 倍。总体看，普康药业长期偿债能力很弱。

截至 2015 年 9 月底，普康药业对外提供担保 34590.00 万元。被担保企业目前经营状况均正常。普康药业对外担保金额大，或有负债风险很大。

表 10 截至 2015 年 9 月底普康药业对外担保明细

被担保单位	担保金额 (万元)
河南天冠企业集团有限公司	4390.00
河南龙成集团有限公司	1000.00
河南浙川铝业(集团)有限公司	2700.00
河南浙川县有色金属压延有限公司	3300.00
太原新力惠中学校	1500.00
南阳市永康医药有限公司	1000.00
南阳金冠电气有限公司	12500.00
南阳天羽有色金属压延有限公司	8200.00
合计	34590.00

资料来源：普康药业提供

截至2015年9月底，普康药业获得银行授信额度37500万元，目前未使用额度为1600万元，普康药业间接融资渠道亟待拓宽。

⑤本期集合债券偿债能力

2014 年 2 月，投资者对“11 豫中小债”行使回售权利完毕后，普康药业存续期内债券余额为 1909.82 万元，截至 2014 年和 2015 年 3

月底，普康药业现金类资产分别为 48194.57 万元和 52342.97 万元，分别是本期集合债券余额的 25.24 倍和 27.41 倍；考虑到普康药业现金类资产中大部分为受限资金，普康药业现金类资产对本期集合债券余额的实际保护能力弱。

2014 年，普康药业 EBITDA 对本期集合债券余额的保护倍数为 0.03 倍，对本期集合债券覆盖程度弱；经营活动现金流入量对本期集合债券余额的保护倍数为 38.28 倍，对本期集合债券覆盖程度较强；考虑到普康药业目前主要产品停产，合作生产未形成规模，普康药业亏损严重，对本期集合债券不具备保障能力。

⑥ 过往债务履约情况

根据中国人民银行提供的企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1041130100003050T）显示，截至 2015 年 2015 年 9 月 25 日南阳普康药业有限公司已结清信贷中有 4 笔关注类票据贴现业务；根据普康药业出具的《关于普康药业有限公司关注类票据贴现的说明》，上述四笔关注类业务由于银行系统错误，未能及时扣划所致。普康药业过往履约情况良好。

⑦ 抗风险能力

基于南阳地区的区域环境及医药工业行业（抗生素生产销售）未来竞争或将进一步加剧的发展态势，以及普康药业自身经营和财务风险，联合资信认为普康药业抗风险能力较弱。

（5）结论

跟踪期内，受环保政策影响，普康药业主要产品硫酸庆大霉素目前已停产、盐酸林可霉素和盐酸克林霉素产能严重萎缩，代加工业务逐步开展，普康药业整体生产经营受到较大影响，主业亏损，截至 2015 年 3 月底已经出现资不抵债的状况；另外对外担保规模很大，或有负债风险极高。综合考虑，联合资信评估有限公司将普康药业主体长期信用等级由 B⁺ 调整至 CCC，评级展望为负面。

3. 河南平原非标准装备股份有限公司

（1）主体概况

河南平原非标准装备股份有限公司（以下简称“平原非标”）成立于 2002 年，原名为郑州平原非标工程有限公司；2008 年 9 月经过股份制改革，更名为河南平原非标准装备股份有限公司。2014 年 7 月 11 日，公司在新三板挂牌，定向发行人民币普通股 1533.44 万股，净募集资金人民币 15604.80 万元，其中增加注册资本 1533.44 万元，增加资本公积 14071.36 万元。截至 2015 年 6 月底，平原非标注册资本为 7333.44 万元。

截至 2015 年 6 月底，控股股东河南平原控股集团股份有限公司持股 1680 万股，持股比例 22.91%；实际控制人孙罡持股比例 33.83%。

平原非标经营范围：非标准装备的设计、制造与安装；工业专用机械设备的制造与安装；机械设备专业清洗服务、清洁服务；工业技术咨询；从事货物和技术进出口业务。

截至 2014 年底，平原非标资产总额为 9.55 亿元，所有者权益合计为 3.19 亿元。2014 年，平原非标实现营业收入 4.59 亿元，利润总额 0.48 亿元。

截至 2015 年 3 月底，平原非标资产总额为 11.53 亿元，所有者权益合计为 4.82 亿元。2015 年 1~3 月，平原非标实现营业收入 0.82 亿元，利润总额 0.06 亿元。

平原非标注册地址：开封市宋城大道 66 号；法定代表人：逢振中。

（2）管理分析

2014 年 3 月 25 日，平原非标股东大会通过决议，同意孟伟等 5 名高管为核心员工，5 名核心员工均持有平原非标股份，并担任平原非标董事、监事、高级管理人员和部门经理等职务。以上事项有利于平原非标加强员工激励。

跟踪期内，平原非标领导班子换届，财务负责人、董事会秘书杨允兴当选第三届董事会董事；平原非标聘任孙新平、朱涛为第三届董事会独立董事，赵丽南为监事会监事，原副总

经理戴晓明由于年龄原因不再担任副总经理一职，聘任平原非标供应部部长王胜为副总经理，主要负责平原非标原材料采购业务。

上述高管人员变动未对公司日常经营产生明显影响。除此以外，跟踪期内平原非标无其他管理体制、高管人员或管理制度方面的重大变化。

(3) 经营分析

平原非标是专业从事自动化涂装系统研发、设计、制造、安装、调试的国家级高新技术企业，产品主要应用在汽车制造、工程机械、农业机械行业。平原非标主要业务是对外承接汽车涂装生产线的建设工程项目，属于自动化涂装系统整体供应商，其自身也生产主体工程构件。平原非标的营业规模取决于平原非标项目建设队伍、工程部件生产能力和签订的项目合同数。2014 年，平原非标完成合同金额 5.36 亿元，较上年增长 35.70%；确认合同收入 4.60 亿元，同比增长 26.45%。

平原非标当年签订合同对后续经营业绩影响较大。2014 年，平原非标签订合同数量 103 个，与上年持平；其中总包合同 34 个，占总合同数量的比重为 33.01%，较上年的 27.72%有所提高，分包合同占比下降。2014 年，平原非标签订合同金额与 2013 年基本持平，为 6.80 亿

元（上年为 6.64 亿元）。跟踪期内，随着总包能力的增强，平原非标签订单笔最高合同金额逐年增加，2014 年公司所签订合同中，单笔 5000 万元以上合同 3 单，合同金额 3.90 亿元，同比增长 96.97%。

2015 年 1~3 月，平原非标签订合同数量 33 个，同比增加 13 个；其中总包合同 3 个，占总合同数量的比重为 9.09%，较上年同期有所下降；2015 年 1~3 月，平原非标签订合同金额为 0.58 亿元，同比增长 3.57%；完成合同金额 0.96 亿元，同比增长 45.45%；确认合同收入为 0.82 亿元，同比增长 49.09%。

平原非标按照客户需求定制产品，产品生产加工工期时间长，且由于水、电、气及基础配套设施施工进度影响，各项目施工期都不完全相同，造成各月数据不具可比性。

从毛利率来看，2014 年，平原非标综合毛利率为 25.62%，较上年略有下降。由于平原非标总包和分包工程之间盈利水平不同，不同工程之间盈利差异较大且受结算时间影响，因此毛利率横向可比性一般。平原非标整体盈利水平良好。

总体看，跟踪期间平原非标签订工程合同数量、金额保持平稳，总包能力增强，盈利水平稳定。

表11 平原非标合同收入及毛利情况

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
签订合同个数	101	101	103	33
其中：总包个数	37	28	34	3
分包个数	64	72	69	30
签订合同金额（万元）	68127	66434	68041	5790
完成合同金额（万元）	36054	39533	53593	9596
确认合同收入（万元）	31150	36267	45950	8224
确认合同成本（万元）	23007	26575	34157	6128
综合毛利率（%）	26.14	26.72	25.62	25.48

资料来源：平原非标提供

平原非标原材料主要是钢材及外购件。跟踪期内，钢材价格低迷，平原非标钢材采购平均价格由 2013 年的 4922 元/吨下降至 4615 元/

吨，2015 年一季度上升至 4762.59 元/吨。

由于汽车涂装工程行业合同价格受钢材价格影响较大，相较于原材料价格下降对于成本

压力的减轻作用，合同金额的缩减对于企业盈利空间的影响更大。同时，由于承接的项目工期相对较长，短时间内不能完工验收，因此原材料价格的变动对利润影响具有滞后性，若短时间内钢材价格大幅上涨且合同额不能随之调整，平原非标盈利水平可能受到影响。

表12 平原非标主要原材料采购价格变化情况

钢材	2012年	2013年	2014年	2015年1~3月
数量（吨）	30044	31700	28747	4902.74
平均价格（元/吨）	5322	4922	4615	4762.59
总金额（万元）	15991	15604	13267	2334.98

资料来源：平原非标提供

技术及研发方面，平原非标坚持与国内外先进的专业机构合作，凭借成本和质量优势，成为工程总、分包商。平原非标与许多国内设计院、研究院保持密切合作，如机械第九设计院、东风设计院等。另外，平原非标与国际上专业机构也有着广泛而密切的合作，如日本帕卡设计工程株式会社、日本五洲大气社工程有限公司、日本得立鼎涂装设备有限公司等。从成果来看，平原非标拥有的核心技术主要包括国家专利18项、专有技术5项。跟踪期内，平原非标加大在涂装设备传送和环保设备方面的研发，2014年研发投入共计1782.00万元，使得平原非标核心竞争力进一步提高，总包能力增强。

截至2015年3月底，平原非标现有新式作业场、新型环形烘干室、新型TNV有机废气处理环保设备、新型涂装前处理油水分离设备等9项研发项目。

总体看，平原非标具备一定的科研实力。

跟踪期内平原非标运营中体现的优势在于：①紧跟涂装行业技术发展趋势，在传送装置、环保装置方面研发逐渐取得成效，使得平原非标在国内涂装生产商中具备较强优势，产业链逐渐完整，总包能力不断增强；②平原非标2014年在出口市场取得突破，有利于提升平原非标在海外市场的知名度，同时也相应的分

散了国内单一市场的需求风险；③多年积累的行业经验使平原非标能够对客户生产线的设计和安装等各方面提出建议，为客户节约成本。

同时，联合资信也关注到，平原非标面临的市场风险包括①汽车行业投资逐渐回归理性，涂装线订单可能存在波动；②目前中国涂装市场被德国杜尔等国外厂商控制，其较强的技术优势，使得国内厂商市场份额较小；③涂装线出资方对“国内/国外厂商”以及“汽车厂家自身设计院/第三方”选择上的固有偏好可能在招标中给企业带来客观障碍④钢材价格波动明显，可能对平原非标合同额和盈利水平带来影响；⑤涂装线投资方在招标和回款方面的相对强势地位。平原非标自身经营可能存在的的市场风险包括：①平原非标能否提供涂装所涉及的一系列（“前处理-电泳-PVC-中涂-面漆-修饰”）流程所需的高效、高环保要求设备；②平原非标能否依赖技术、成本方面的优势持续在国内、国外市场获得稳定订单，保持总合同额、盈利水平和回款情况处于良好水平。

（4）重大事项

2014年7月11日，平原非标在新三板挂牌，证券简称“平原非标”，证券代码“830849”。2015年2月定向增发1533.44万股，募集资金16499.79万元，扣除发行费用后，净募集资金15604.80万元，由符合全国中小企业股份转让系统投资人适当性管理规定的14名机构投资者和11名自然人投资者以10.76元/股的价格认购。平原非标变更后的注册资本为人民币7333.44万元，股本为人民币7333.44万元。大信会计师事务所（特殊普通合伙）对本次定向发行股票认购款到位情况及注册资本（股本）变更情况进行了审验，并分别出具了大信验字（2015）第16-00001号、大信验字（2015）第16-00002号验资报告。注册资本变更后的企业法人营业执照于2015年3月4日办理完毕。

本次增发募集资金主要用于延伸产业链，拓展汽车的焊装、总装装备业务；扩大厂房面积，淘汰落后设备，新增先进设备；引进高端

技术人才，提高研发水平，扩大设计团队。

截至 2015 年 6 月底，募集资金已使用 10577.00 万元，其中购置设备花费 5577.00 万元，归还流动资金贷款 3000.00 万元，补充流动资金 2000.00 万元。

整体看，平原非标在新三板挂牌成功，资本金实力获得增强，经营管理接受市场监督，有利于平原非标业务领域的拓展和生产能力的提高，以及进一步地开拓市场和树立品牌。

(5) 未来发展

平原非标将以主营业务为主线，进一步稳定并扩大国内外市场占有率；致力于开发喷涂机器人、智能输送、工业空调等业务，完善产业链条；拓展汽车焊装、总装装备业务，向汽车整厂设备供应商的行列迈进。

(6) 募集资金使用情况

平原非标2011年发行“11豫中小债”募集资金1700.00万元，全部用于平原非标汽车涂装设备扩建项目建设。截至2015年3月底，该项目已完成投资并投入生产。平原非标募集资金使用情况良好。

(7) 财务分析

平原非标提供的2014年财务报表经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。平原非标2015年一季度报表未经审计。

截至 2014 年底，平原非标资产总额为 95528.96 元，所有者权益合计为 31932.61 万元。2014 年，平原非标实现营业收入 45949.80 万元，利润总额 4751.25 万元。

截至 2015 年 3 月底，平原非标资产总额为 115290.27 万元，所有者权益合计为 48172.57 万元。2015 年 1~3 月，平原非标实现营业收入 8224.32 万元，利润总额 648.71 万元。

① 盈利能力

2014 年，平原非标实现营业收入和利润总额分别为 45949.80 万元和 4751.25 万元，营业收入较 2013 年增长 26.70%，利润总额较 2013 年增长 34.21%。2014 年平原非标营业成本为

34156.96 万元，较上年增长 28.53%，略低于收入增长率。2014 年平原非标营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 25.00%、8.95%和 12.26%。平原非标营业利润率与上年基本持平，其他指标较 2013 年有所上升。主要是由于平原非标经营规模扩大，营业收入增长较快。跟踪期内，平原非标期间费用占比由上年的 15.90%下降至 12.50%。其中，管理费用增加是由于科研支出和安全生产费等因素增长所致；财务费用下降是由于平原非标出口业务汇兑损失减少所致；销售费用则主要是因为当年平原非标计提的售后服务费的增加。

2015 年 1~3 月，平原非标实现营业收入 8224.32 万元，占 2014 年全年的 17.90%；实现利润总额 648.71 万元，占 2014 年全年的 13.65%；营业利润率下降至 24.14%。

总体看，跟踪期内平原非标盈利能力基本稳定，期间费用控制能力有所提高，同时需重视外贸业务的汇兑风险。

② 现金流及保障

2014 年，平原非标销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入分别为 41366.44 万元和 43121.34 万元。由于平原非标部分所承接项目工期大于一个会计年度，且受工程验收和业主的客观因素的影响（如业主的厂房土建施工进度、水电气等配套设施的施工进度等因素），平原非标现金流和收入并不能完全匹配，现金收入比具有一定波动性，2014 年为 90.03%。由于平原非标经营性应收项目的增加，销售和管理费用的增长，以及经营性成本的现金流出与取得收入获得的现金流入不匹配，平原非标 2014 年经营活动现金流净额转为净流出，流出额为 3064.93 万元。

2014 年，平原非标投资活动现金流入规模较 2013 年增长 518.94%，主要为收回投资收到的现金增加；投资活动现金流出为购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金，投资活动产生的现金流量净额为 -2519.17 万元。

2014 年，平原非标筹资活动现金流入

11171.06万元；筹资活动现金流出量为9215.58万元；筹资活动产生的现金流量净额为1955.48万元。

总体看，2014年平原非标经营活动收入实现质量具有波动性，由于主业经营模式特性造成项目成本支出与销售收入现金流入不匹配，经营活动现金流净额为负，无法覆盖投资资金需求。2015年平原非标在新三板上市，资本金实力增强，对外融资压力有所缓解。

③资本及债务结构

截至2014年底，平原非标资产总额为95528.96万元，较2013年底增长35.63%，主要是由于应收账款和存货的快速增长。

平原非标2014年底应收账款12580.90万元，较2013年增长178.16%，增加8058.03万元。从相关指标来看，平原非标应收账款周转次数由上年的4.66次继续下降至2014年的2.99次。从应收账款账龄构成来看，1年以内应收账款占比达到88.64%；1至2年应收账款占比达到9.31%；2至3年应收账款占比达到2.05%。前五大欠款方应收账款余额占应收账款总额的48.30%，集中度较高。受经营规模的持续扩大及结算方式的影响，应收账款增加。

平原非标2014年底存货50403.54万元，较2013年增长30.53%，增加11789.03万元。从相关指标来看，平原非标存货周转次数由上年的0.69次继续下降至2014年的0.68次。从存货构成来看，在产品占比达到91.18%。存货增长的主要原因是施工项目增多，特别是单个5000万元以上项目的数量增加，施工时间长，没有取得客户的验收单，未能确认完工，不能确认销售收入，生产成本不能结转销售成本，形成在产品增加。

除应收账款和存货外，平原非标预付款项的增长主要是预付采购款的增长，其他应收款的增长主要是投标保证金的增加。平原非标其他资产类科目和资产结构未发生重大改变。

截至2015年3月底，平原非标资产总额为115290.27万元，较2014年底增长20.69%，主要

是存货、货币资金、预付款项增加所致。资产结构变化不大，仍以流动资产为主。

总体而言，平原非标资产以流动资产为主，流动资产中存货占比较大，资产质量一般。

截至2014年底，平原非标所有者权益31932.61万元，同比增长14.27%，增长主要来自盈余公积和未分配利润。截至2015年3月底，平原非标所有者权益为48172.57万元，主要来自资本公积的增长。总体看，平原非标所有者权益稳定性有所提高。

截至2014年底，平原非标负债总额为63596.34万元，较2013年底增长49.68%，主要为平原非标业务扩大导致应付账款和预收账款增长所致。

2014年平原非标应付账款较上年增长139.13%，主要原因是由于采购原材料质保期未到而挂账的应付采购款增加所致。

2014年平原非标预收账款38133.96万元，较上年增长17.76%，主要原因是施工项目增加，但因暂未取得客户验收资料而不能确认销售收入，预收的工程款计预收账款。

截至2014年底，平原非标有息债务为11817.88万元，较上年增加8.89%，仍以短期债务为主，短期债务占比95.79%。

2014年平原非标资产负债率和全部债务资本化比率较2013年分别增加6.25个百分点和0.52个百分点，为66.57%和27.01%。

截至2015年3月底，平原非标负债总额为67117.70万元，较2014年底增长5.54%；债务总额为11071.51万元，较2014年底下降6.32%，短期债务占比有所下降，债务结构变化不大；平原非标资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为58.22%、18.69%和0.97%。

总体看，平原非标债务以短期债务为主，债务结构有待改善，债务负担较轻。

④偿债能力

从短期偿债能力来看，截至2014年底平原非标流动比率为131.75%，较2013年有所下降。

2015年3月底流动比率为153.98%。由于平原非标流动资产中存货占比高，速动比率相对较低，截至2014年底，速动比率下降至51.28%，2015年3月底升至70.31%。由于平原非标2014年经营活动净额为负，经营现金流流动负债比由2013年的1.38%下降为-4.89%。总体看，考虑到流动负债中的预收款项占比大，平原非标实际短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2014年，平原非标EBIDTA为5352.41万元，EBIDTA利息倍数上升为9.38倍，全部债务/EBIDTA下降至1.97倍。总体看，平原非标长期偿债能力有所提高，整体保障能力较强。

2014年2月14日，平原非标及其他7家债券发行企业签发关于“11豫中小债”回售结果的公告，根据国债公司及中国证券登记结算有限责任公司深圳结算公司的通知单，平原非标回售金额为1222.55万元，尚有477.45万元未回售。2014年平原非标EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对待偿付集合债券（即尚未回售的477.45万元）的保护倍数分别为12.55倍、90.32倍和-6.42倍。平原非标EBITDA和经营活动现金流入量对本期集合债券覆盖程度很高。

截至2015年3月底，平原非标无对外担保。

平原非标与商业银行建立了良好的合作关系，截至2015年3月底，平原非标共获得银行授信21000.00万元，未使用额度9400.00万元，间接融资渠道畅通。平原非标于2015年2月在新三板上市，具备直接融资渠道。

⑤ 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G1041021100112320L），截至2015年10月14日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，公司过往信用履约情况良好。

⑥ 抗风险能力

基于对平原非标自身经营和财务特点以及未来平原非标发展的综合判断，平原非标整体抗风险能力一般。

（8）结论

跟踪期内，平原非标收入和利润总额持续增长，盈利能力较强，债务负担较轻。2014年7月平原非标在新三板挂牌，2015年2月完成了定向增发，增强了资本实力。联合资信将平原非标主体长期信用等级由BBB调整为BBB，评级展望为稳定。

4. 开封特耐股份有限公司

（1）主体概况

开封特耐股份有限公司（以下简称“开封特耐”）前身系成立于1984年的开封市特种耐火材料公司，1994年经开封市体改委汴体改字【1994】81号文批准整体改制，以定向募集方式设立，注册资本为1600.00万元。2013年，开封特耐管理层成立开封晶圆实业有限公司（以下简称“开封晶圆”），作为MBO平台，用于收购、集中开封特耐股权。截至2014年底，开封晶圆收购大股东王孝文、红塔创新投资股份有限公司等股份，实现了对开封特耐的控股，公司顺利实施MBO，管理层取得开封特耐控股权。截至2015年3月底，开封晶圆持有开封特耐61.75%股权，张长喜持有开封晶圆34.57%股份，张长喜为开封特耐实际控制人。

截至2014年底，开封特耐资产总额为6.83亿元，所有者权益合计为2.97亿元。2014年，开封特耐实现营业收入4.36亿元，利润总额0.21亿元。

截至2015年6月底，开封特耐资产总额为5.95亿元，所有者权益合计为3.25亿元。2015年上半年，开封特耐实现营业收入1.16亿元，利润总额0.07亿元。

开封特耐注册地址：河南省开封市金明大道南段路东；法定代表人：张长喜。

（2）管理分析

跟踪期间，开封特耐无重大管理体制、股权变更、领导变动或管理制度方面的变化。

（3）经营分析

开封特耐的主营业务为高纯合成耐火原

料、耐火制品（含定形耐火制品和不定形耐火制品）的生产和销售。

2014年开封特耐实现营业收入43563.88万元，较2013年增长2.31%，其中主营业务收入35852.00万元，同比下降12.32%，主要系多个产品售价下降所致。开封特耐根据市场需求调整生产，其中主要产品活性 α - Al_2O_3 微粉、高纯铝镁尖晶石的销售收入分别占2014年主营业务收入的40.74%和27.64%，占比较2014年分别上升2.45和1.53个百分点；纯铝酸钙水泥、白刚玉、莫来石产品收入占主营业务收入比重均有小幅上升，其他收入主要为耐火制品、浇注料、锆莫来石以及空心球等产品的销售收入，占总收入比重下降5.69个百分点。除主营业务外，开封特耐子公司从事耐火砖的产销，目前利润贡献较低。

从毛利率来看，2014年开封特耐主营业务综合毛利率为22.00%，较2014年下降5.05个百分点，毛利率下降主要由于原材料价格、电费、天然气费以及人工费用增长导致生产成本上升。具体看，其他产品业务收入主要为耐火砖销售收入，该产品毛利率下降幅度最大，因为开封特耐意在使用价格渗透策略，通过本

产品为其他主要产品占领市场份额所造成，于跟踪期内该业务板块出现亏损；活性 α - Al_2O_3 微粉和高纯铝镁尖晶石毛利率分别下降4.04和5.01个百分点；白刚玉毛利率下降5.53个百分点；莫来石毛利率下降3.23个百分点；由于纯铝酸钙水泥产品附加值高，且开封特耐具有该产品的定价权，因此纯铝酸钙水泥毛利率提高9.90个百分点。

跟踪期内，开封特耐主营业务收入有所下降，由于各项成本上升，毛利率持续下滑。

表13 开封特耐主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

板 块	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
活性 α - Al_2O_3 微粉	14122.00	10365.00	31.21	15654.00	12355.00	26.70	14607.00	11298.00	22.66
高纯铝镁尖晶石	9591.00	7416.00	29.33	10674.00	8458.00	26.20	9909.00	7810.00	21.19
纯铝酸钙水泥	4283.00	3257.00	31.50	4767.00	3740.00	27.46	4425.00	2772.00	37.36
白刚玉	916.00	712.00	28.65	1019.00	807.00	26.27	946.00	750.00	20.74
莫来石	5503.00	4020.00	36.89	6128.00	4759.00	28.77	5685.00	4234.00	25.54
其他	3609.00	2990.00	20.70	2646.00	2063.00	28.26	280.00	1102.00	-293.89
合 计	38024.00	29158.00	30.41	40888.00	32182.00	27.05	35852.00	27966.00	22.00

资料来源：开封特耐提供

开封特耐采购的主要原料为工业氧化铝，占原材料采购金额的72.30%左右，因此工业氧化铝的价格波动直接影响开封特耐的生产成本。2014年，开封特耐工业氧化铝采购平均价格为2550元/吨，较2013年上涨2.00%，价格增

幅相对较大，直接导致生产成本上升。

表14 2014年开封特耐主要原材料占生产成本比重及价格变化情况

原材料	占生产成本 (%)	采购平均价 (元/吨)	较上年变动 (%)
-----	-----------	-------------	-----------

工业氧化铝	72.30	2550.00	2.20
轻烧镁	2.50	1038.00	1.72
石英砂	1.40	505.00	0.12
其他	23.80	--	--
合计	100.00	--	--

资料来源：开封特耐提供

2014 年，开封特耐前 5 名供应商采购金额 8801.33 万元，占采购总额的 29.47%，供应商集中度较上年下降 6.06 个百分点。

跟踪期内，开封特耐生产模式未变化。开封特耐实行以销定产的生产模式，因下游客户需求的变动，开封特耐 2014 年调整主要产品的生产情况。2014 年，开封特耐活性 α - Al_2O_3 微粉、高纯铝镁尖晶石和莫来石产量分别为 35421 吨、24325 吨和 13767 吨，销量分别为 32091 吨、21819 吨和 12519 吨；开封特耐主要产品产销率保持在 90% 以上。

跟踪期内，开封特耐产品销售模式未发生变化，主要采取直接面向终端客户和通过代理两种模式。2014 年，开封特耐前 5 大客户销售收入占销售总额比重合计为 50.75%，较 2013 年下降了 1.10 个百分点。

2012~2014 年，收入占比较高的活性 α - Al_2O_3 微粉、高纯铝镁尖晶石和莫来石价格均有不同程度的下降，纯铝酸钙水泥和白刚玉售价有所增长。（详见下表）

表 15 开封特耐主要产品均价变化情况

（单位：元/吨）

产品	2012 年	2013 年	2014 年
活性 α - Al_2O_3 微粉	4958.74	5012.00	4500.00
高纯铝镁尖晶石	4635.90	4752.00	4541.00
纯铝酸钙水泥	4587.23	4621.00	4698.00
白刚玉	4774.36	4698.00	5136.00
莫来石	7921.32	8015.00	4541.00

资料来源：开封特耐提供

跟踪期内，开封特耐对微粉、水泥、浇注料等骨干产品进行了工艺改进和开发研究，使得产品附加值有所提高。

为响应开封市政府政策，开封特耐于 2013

年 10 月在开封市精细化工业园区内开始新厂区建设，计划建设面积 125 亩，计划投资 1.60 亿元，资金来源于生产经营收入，截至 2015 年 6 月底已投入 1.30 亿元，生产车间已全部建成投产，年产能 16 万吨，生产设备已转移完成；办公区域正在装修，预计 2015 年底全部完成厂区整体搬迁，老厂区将变更为商住用地，按照招标、拍卖和挂牌的流程对外出售。

总体看，开封特耐未来发展将全部围绕主业进行，以进一步增强开封特耐在高纯合成耐火原料领域的竞争优势和市场地位，提升自身技术实力，改善生产环境，满足不断增长的市场需求，确保开封特耐持续高速发展。

（4）财务分析

开封特耐提供的 2014 年财务报表经安利达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年上半年财务数据未经审计。2014 年财务报表合并范围没有变化，数据可比性强。

① 盈利能力

跟踪期内，开封特耐收入规模有所增加。2014 年开封特耐实现营业收入和利润总额分别为 4.36 亿元和 0.21 亿元，营业收入较 2013 年增长 2.31%，利润总额较 2013 年下降 31.23%；2014 年开封特耐营业成本为 3.53 亿元，较 2013 年增长 3.80%。2014 年开封特耐营业利润率为 17.88%，较上年下降 1.86 个百分点。

期间费用方面，受管理费用和财务费用增加的影响，2014 年开封特耐期间费用较上年上升 9.19%，占营业收入的 13.89%，较上年同期上升 0.87 个百分点，开封特耐期间费用控制能力有所下降。

从盈利指标看，2014 年开封特耐总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为 2.40% 和 5.26%，盈利能力有所减弱。

2015 年上半年，开封特耐实现收入 1.16 亿元，利润总额 0.07 亿元，营业利润率为 21.74%。

总体看，跟踪期内，开封特耐收入有所增长，但各项成本和费用的上升幅度较大导致盈

利能力减弱。

②现金流

2014年，开封特耐销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入均为4.36亿元，较2013年分别下降4.94%和7.16%；开封特耐购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出分别为3.20亿元和3.44亿元，较2013年分别下降16.67%和16.46%；开封特耐经营活动现金净流入0.91亿元。2014年，开封特耐现金收入比为100.00%，较2013年小幅上升，收入实现质量尚可。

2014年，开封特耐投资活动产生的现金流量净额为-0.30亿元，净流出额较2013年有所缩减，主要由于2013年开封特耐新建厂区，固定资产支出较多所致。2014年，开封特耐筹资活动现金流净额0.19亿元，较上年下降17.79%，主要由于偿还债务支付的现金增加所致。

跟踪期内，开封特耐经营活动现金流情况良好，投资支出规模下降，对外筹资压力不大。

③资本及债务结构

截至2014年底，开封特耐资产总额为6.83亿元，较2013年底增长16.57%，其中流动资产占68.66%，非流动资产占31.34%。开封特耐资产仍以流动资产为主，其比重较上年底下降11.57个百分点。

截至2014年底，开封特耐流动资产为4.69亿元，较2013年底下降0.24%，主要由货币资金（占32.96%）、应收账款（占19.79%）、预付款项（占11.16%）、其他应收款（占13.93%）和存货（占21.45%）构成。

截至2014年底，开封特耐货币资金1.55亿元，主要由银行存款（占99.82%）构成，较2013年底增长70.14%。

截至2014年底，开封特耐应收账款账面价值为0.93亿元，较2013年底下降5.55%；从账龄来看，1年以内比重为92.93%，1~2年比重为4.88%，2~3年比重为1.32%，3年以上比重为0.87%，应收账款坏账风险较小；开封特耐计提坏账准备554.08万元，计提比例为5.97%。

截至2014年底，开封特耐存货为1.01亿元，主要为原材料（占34.99%）、自制半成品（占26.17%）和库存商品（占33.33%）。开封特耐未提存货跌价准备。

截至2014年底，开封特耐预付款项0.52亿元，较2013年底下降21.26%，主要为预付河南省贝兴贸易有限公司（占57.70%）、三门峡义翔铝业有限公司（占40.97%）等的货款。

截至2014年底，开封特耐其他应收款0.65亿元，较2013年底下降29.79%，其他应收款期末余额中应收河南省农业综合开发公司1060.00万元，系公司为河南骆驼鞋业股份有限公司提供担保形成的扣款，公司向正郑州市中级人民法院申请财产保全冻结了该公司在河南许昌拥有的一宗土地使用权（面积54666平方米）及对开封泰宏纺织有限公司的股权投资3000.00万元，目前执行程序正在进行中。

截至2014年底，开封特耐非流动资产为2.14亿元，较2013年底增长84.81%，主要是固定资产和长期股权投资的增长所致；其中固定资产占57.30%，无形资产占7.86%，长期股权投资占32.28%。

截至2014年底，开封特耐负债总额3.87亿元，以流动负债为主，流动负债较2013年底增长46.05%，主要是开封特耐短期借款和应付票据的增加所致。截至2014年底，流动负债合计3.73亿元，以短期借款（占47.09%）、应付票据（占44.42%）和应付账款（占4.34%）为主。

截至2014年底，开封特耐短期债务和长期债务分别为3.41亿元和0.14亿元，短期债务占全部债务比重为96.04%，债务期限结构有待改善。

截至2014年底，开封特耐全部债务资本化比率和资产负债率分别为54.47%和56.58%，较2013年底分别提高4.63个百分点和4.53个百分点。开封特耐债务负担有所上升。

截至2014年底，开封特耐所有者权益为2.97亿元，较2013年底增长5.56%，全部来源于未分配利润的增长；其中，股本占14.36%、资本公积占11.10%、盈余公积占7.07%、未分配利

润占67.47%。总体看，开封特耐所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性较弱。

截至2015年6月底，开封特耐资产总额5.95亿元，所有者权益3.25亿元，资产负债率为45.33%；全部债务2.43亿元，全部债务资本化比率为44.18%。

④偿债能力

从短期偿债能力来看，开封特耐流动比率和速动比率均有所弱化。截至2014年底，开封特耐流动比率和速动比率分别为125.94%和94.51%；2014年，经营现金流动负债比为24.56%，较上年增加2.09个百分点。开封特耐短期偿债能力仍然较强。

从长期偿债指标来看，2014年，开封特耐EBITDA为0.50亿元，同比增长66.06%；EBITDA利息倍数为2.33倍，全部债务/EBITDA为7.06倍。开封特耐整体偿债能力尚可。

⑤债券保障能力分析

开封特耐2011年参与发行集合债券募集资金5000万元（以下简称“存续债券”），全部用于FBF工艺年产30000吨活性 α - Al_2O_3 微粉项目和熔融法合成新型高纯铝镁尖晶石项目（上述两个项目已于2011年完工并投产，开封特耐发债募集资金主要用于替换项目建设形成的银行借款和补充运营资金）。开封特耐发债资金使用情况良好。

本期集合债券附加投资者回售选择权，2014年2月，投资者按面值回售给开封特耐3595.72万元，本期集合债券尚剩余1404.28万元。截至2014年底，开封特耐现金类资产为1.58亿元，为存续债券的11.25倍；2014年开封特耐实现EBITDA 0.50亿元，为存续债券的3.58倍；2014年开封特耐经营活动现金流入量为4.36亿元，为存续债券的31.02倍；2014年开封特耐经营活动现金流量净额0.91亿元，为存续债券的6.52倍。总体看，开封特耐现金类资产、EBITDA和经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较好。

截至2015年3月底，开封特耐为河南新开电气集团股份有限公司、河南巨力玻璃有限公司、开封三郎电气有限公司提供10160.00万元担保，以上担保均为互保，担保比率34.24%（以2014年底所有者权益为基础计算），被担保企业目前经营情况正常。整体看，开封特耐或有负债风险较高。

开封特耐与商业银行建立了良好的合作关系，截至2015年3月底，开封特耐共获得银行授信13545.00万元，已经全部使用，开封特耐融资渠道有待拓展。

⑥过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1041021100013850L），截至2015年10月14日，开封特耐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。

⑦抗风险能力

基于对开封特耐自身经营和财务特点、耐火材料行业景气度，以及未来开封特耐发展的综合判断，开封特耐整体抗风险能力一般。

（5）结论

综合考虑，联合资信维持开封特耐BBB的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

5. 林州重机集团股份有限公司

（1）主体概况

林州重机集团股份有限公司（以下简称“林州重机”）前身为成立于1987年的河南省林县重型煤机设备厂。初始注册资本70.00万元，几经重组、增资、更名。2008年2月21日，变更为股份公司，注册资本为人民币13660.00万元，法定代表人为郭现生。2011年1月11日在深交所上市，股票名称：林州重机，股票代码：002535，股本增至2.05亿元。2011年4月7日，林州重机通过资本公积转增股本，股本增至4.10亿元，2011年10月26日，林州重机进行了股权激励的正式授予，林州重机总股本增至4.14亿元。2011年12月3日，林州重

机注册资本由 40960.00 万元变更为 41417.96 万元。2012 年 6 月，林州重机以总股本 414179600 股为基数，向全体股东每 10 股派 1 元，资本公积金每 10 股转增 3 股，转增股本后总股本增至 538433480 股，注册资本变更至 538433480.00 元；2012 年 10 月 10 日，林州重机回购注销部分已不符合激励条件的原激励对象已获授但尚未解锁的限制性股票，林州重机申请减少注册资本人民币 104000.00 元，减资后的林州重机注册资本为人民币 538329480.00 元，股本为 538329480 股。

2013 年 4 月 26 日，林州重机 2012 年度股东大会审议通过了《关于回购注销部分限制性股票的议案》和《关于变更公司注册资本并修订<公司章程>的议案》，注销解锁并上市流通的限制性股票 1754844 股后，林州重机总股本变更为 536574636 股，注册资本变更为人民币 536574636.00 元。

2014 年 3 月 24 日，林州重机第二届董事会第四十二次会议审议通过了《关于回购注销部分限制性股票的议案》，因第三期拟解锁的限制性股票在业绩考核期内未达到业绩考核条件，根据《林州重机集团股份有限公司 A 股限制性股票激励计划》方案，同意需将拟解锁的第三期限限制性股票全部进行回购注销，本次回购注销的限制性股票数量为 2339792 股；本次部分限制性股票回购注销完成后，公司总股本将由 536574636.00 元变更为 534234844.00 元。

2015 年 6 月 26 日，公司完成非公开发行股票 82444444 股，每股面值 1 元，发行价格为 13.50 元/股。发行完成后，公司注册资本由 534234844.00 元增加至 616679288.00 元。截至 2015 年 9 月底，郭现生、韩录云夫妇持股比例为 44.99%。

林州重机经过多年的发展运作，已发展成为集铸造生铁、煤炭综采成套设备、矿井建设与运营、安全技术装备于一体的民营煤炭综采机械成套设备供应商。各业务板块已经初具规

模，资产质量、核心竞争力和可持续发展能力均得到了较大提升。公司主要从事煤矿液压支架、刮板输送机、单体液压支柱、掘进机、金属顶梁、液力耦合器等煤机产品的生产和销售，主导产品有煤矿液压支架、刮板输送机、掘进机等。林州重机已通过 ISO9001 质量管理体系认证，省技术监督局计量合格认证，具有进出口自营权。

林州重机注册地址：河南省林州市经济技术开发区凤宝大道与陵阳大道交叉口；法定代表人：郭现生。

（2）管理分析

跟踪期内，公司进行了董事会的换届选举工作，在董事会中引进了油服业务方面和管理方面的专业人才，以适应公司的战略转型所需。

林州重机于 2014 年 9 月 25 日收到中国证券监督管理委员会河南监管局的责令改正决定，该决定指出林州重机公司治理和内部管控多个环节存在问题，被责令改正，林州重机已于 2014 年 12 月 31 日完成整改。

林州重机于 2014 年 9 月 25 日收到中国证监会河南监管局出具《关于对郭现生采取出具警示函措施的决定》（[2014]14 号）和《关于对崔普县采取出具警示函措施的决定》（[2014]13 号），以上决定指出林州重机 2011 年 1 月至 2013 年 12 月期间的相关公告中存在对于关联企业信息、关联交易资金往来披露不充分、相关会计科目未按照会计政策规定进行处理的问题，被责令改正。公司已作出整改，将认真学习相关法律法规，提高规范运作意识。

2015 年 1 月 7 日，林州重机收到深圳证券交易所发来的《关于对林州重机集团股份有限公司及相关当事人业绩预告披露违规的监管函》，该决定函指出公司在半年度报告中预计 2014 年 1-9 月份归属于上市公司股东的净利润与 2014 年 10 月 18 日披露业绩预告修正公告数据之间差异较大，且公司未在规定时间内及时披露。公司于收到决定函之后进行认真自查，要求相关当事人认真学习相关法律法规，避免

发生此类违规行为。

联合资信已发布相关关注公告，并将持续关注林州重机整改进展和结果，与企业保持沟通，进一步关注以上事件对林州重机的信用水平可能产生的影响。

(3) 经营分析

林州重机核心业务领域为煤炭综采设备，主要产品为液压支架、刮板机、柱子等。2014 年林州重机营业收入 18.74 亿元，同比下降 7.38%，其中主营业务（矿山机械，生铁及铁精粉，矿建服务）收入 15.44 亿元，占 82.39%；其他业务收入 3.30 亿元，占 17.61%，主要为租赁费、配置款、材料款和维修款。

主营业务中，2014 年液压支架实现收入 4.73 亿元，同比下降 21.26%，销售收入占比由 2013 年的 34.10% 下降到 30.61%，国内煤炭行业景气度持续低迷，极大地影响了公司的销售收入。2014 年刮板机实现收入 1.22 亿元，同比增长 26.24%，该业务板块销售收入有所增加，收入占比增加。2014 年掘进机实现收入 0.17 亿元，同比下降 65.47%，销售下滑严重，收入占比下降，由于煤炭行业新矿井建设投入较少，掘进机需求量下降。2014 年柱子实现收入 0.24 亿元，同比增长 176.00%，跟踪期内林州重机新开拓部分非综采工作面用户增加柱子销售收入。

自 2013 年开始，林州重机新增两项主营业

务：生铁及铁精粉和矿建服务，两项业务分别由全资子公司林州重机矿业有限公司（以下简称“重机矿业”），全资子公司林州重机林钢钢铁有限公司（以下简称“重机林钢”）和控股子公司林州重机矿建工程有限公司（以下简称“重机矿建”）完成。2014 年，生铁及铁精粉和矿建服务分别实现主营业务收入 6.41 亿元和 1.90 亿元，主营业务收入占比分别为 41.50% 和 12.33%。截至 2014 年底，生铁及铁精粉业务已成为公司主要的收入来源。

2014 年，柱子板块、生铁及铁精粉板块毛利率较 2013 年有较大幅度的上升，2014 年分别为 8.73% 和 9.50%；掘进机和矿建服务毛利率较 2013 年有较大幅度的下降，2014 年分别为 31.36% 和 17.10%；液压支架和刮板机毛利率较 2013 年小幅下降，2014 年分别为 26.77% 和 29.93%。综合看，林州重机整体的毛利率水平较 2013 年有所下滑，2014 年为 18.60%。

2015 年 1~6 月，受宏观经济形势下行影响，公司煤机产品销售收入同比下降，导致主营业务收入同比下降 20.09%，2015 年上半年为 6.37 亿元，其中液压支架贡献 1.45 亿元，占比为 22.83%，生铁及铁精粉贡献 3.86 亿元，占比为 60.62%，这两项是林州重机的主要收入来源。从毛利率看，受产品价格下降影响，各板块毛利率均较 2014 年大幅下滑，2015 年上半年综合毛利率为 6.51%。

表16 林州重机主营业务收入构成及毛利率（单位：万元、%）

产品	2013 年			2014 年			2015 年 1-6 月		
	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率
液压支架	60036.60	34.10	28.02	47272.88	30.61	26.77	14528.94	22.83	17.72
刮板机	9683.07	5.50	30.96	12223.68	7.92	29.93	3704.19	5.82	20.67
柱子	860.26	0.49	2.81	2374.30	1.54	8.73	777.05	1.22	1.98
掘进机	5024.21	2.85	40.19	1735.04	1.12	31.36	223.93	0.35	11.34
矿建服务	30481.01	17.31	37.28	19041.90	12.33	17.10	4771.78	7.50	-1.99
生铁及铁精粉	60603.00	34.42	6.96	64083.85	41.50	9.50	38587.14	60.62	1.52
其他产品	9374.77	5.32	32.12	7688.03	4.98	30.03	1057.05	1.66	25.44
合计	176062.92	100.00	22.98	154419.68	100.00	18.60	63650.08	100.00	6.51

资料来源：林州重机提供

生铁及铁精粉业务主要由重机矿业凭采矿许可证开采铁矿精粉，重机林钢以钢铁高炉炼铸造生铁。目前，林州重机拥有两座矿山，具备年产生铁 15 万吨的生产能力。林州重机生铁制品主要销售给汽车制造厂商，市场需求稳定。

2014 年，林州重机液压支架扩建项目的产能扩大到 6.50 万吨/年，但受国内煤炭行业景气度持续低迷，煤炭行业固定资产投资持续降低的影响，公司煤机板块产能无法满负荷释放。为稳定煤机板块业务收入，公司加大提升产品质量研发力度，跟踪期内，林州重机分别在薄煤层采煤机研制完成并取得安标，与潞安矿务局共同研制的开口机获得用户认可，异形端头支护设备取得研发应用成功。产品制造水平稳步提高，为陕煤红柳林煤矿生产的 ZY12000 全自动控制电液控支架，实现高端支架的整套自制，研制的 SGB1250/2000 型号 1.25M 大型刮板机，销往同煤圣厚源煤矿。公司产品质量的提升，使得公司产品销路进一步拓宽，为稳定煤机板块业务收入提供支撑。

另外，跟踪期内，林州重机技术研发部门完成自主设计液压支架 54 套（其中：放顶煤液压支架 29 套；掩护式液压支架 15 套；端头、超前液压支架 10 套），外来图纸审核 9 套。合计共完成设计图纸 63 套；完成刮板输送机设计共计 29 个用户 44 个品种规格的新出图设计。公司新开发设计的产品有移动式液压支架。截至 2014 年底，林州重机拥有矿用产品安全标志 182 个，位居同行业前列；拥有一种活性焊缝检验装置、大倾角液压支架 2 项发明专利；拥有旋钮、采煤机喷嘴座 2 项外观设计专利；拥有实用新型专利 69 项。林州重机的巷道开口掘进机，水切割设备填补了国内空白，横轴掘进机达到国内先进水平，丰富的产品资源和充足的专利储备，为林州重机的持续发展奠定了坚实的基础。

表17 林州重机主要产品销量

产品	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
液压支架（吨）	50953.40	43849.00	10137.15
刮板机（套）	19.00	28.00	7.00
掘进机（套）	12.00	8.00	1.00
单体液压支柱（根）	14828.00	41679.00	2212.00
生铁及铁精粉（吨）	230962.70	297491.09	99753.26

资料来源：林州重机提供

主要产品销量方面，跟踪期内，公司液压支架和掘进机产量同比有所下降，其中液压支架下降 13.94%，刮板机和单体液压支柱同比快速增长，其中单体液压支柱同比大幅上升 181.08%。

矿建工程服务的主要运营模式是利用公司综采设备、综采综掘技术的优势，为下游煤矿提供矿井建设、融资租赁设备及整体托管业务，根据其工程进度、分期收款和煤炭开采产量提成进行收入结算，成熟的煤矿运营项目收入预期稳定，已形成新的利润增长点。跟踪期内，林州重机已获得 4 个矿建工程项目，分别位于贵州、河南、陕西等地，2014 年公司从以上矿建工程项目获得的收入 19041.90 万元。矿建项目均为焦煤煤矿，焦煤价格较高，有足够空间覆盖开采成本，即使煤矿规模不大仍可持续盈利。林州重机矿建工程未来仍主要针对中小规模的稀缺煤种煤矿客户，这部分客户缺乏一定的资金和技术实力独立开采，在目前行业低迷情况下将开采外包有利于降低风险和加快投产。

林州重机与中煤能源控股（香港）有限公司共同出资设立了亿通融资租赁有限公司和中融康泰融资租赁有限公司，为公司培育新的利润增长点；与西安重工装备制造集团有限公司共同出资设立了西安重装信息科技有限公司，提升公司在煤矿数字化建设、安全生产服务及其他领域自动化建设方面的发展；林州重机与河南省煤层气开发利用有限公司签署合作意向协议，致力于合作开发煤层气、页岩气等新能

源；与中石化石油工程机械有限公司签订合作协议，致力于在油气田工程技术服务、油气田服务装备、资本运作等方面进行合作。通过加强对外合作、发展创新产品加快战略转型，林州重机的盈利能力和抗风险能力有望得到提升。

从销售地区来看，跟踪期内，林州重机持续与黑龙江龙煤集团、辽宁铁法能源有限责任公司和西安重装集团等集团加强战略合作，林州重机的主要收入集中在煤炭资源丰富的华北、西北和西南等地区，由于公司位于华中地区的全资子公司重机林钢铸造生铁业务 2013 年以来实现销售收入，华中地区销售收入占比较大，占比达到 21.99%。林州重机的客户集中度一般，2014 年林州重机前五大客户销售收入占比为 29.44%，较 2013 年的 21.77% 有所提高。其中，对第一大客户的销售额占营业收入比例为 11.45%，第二大客户占比 6.68%。

2014 年 3 月 4 日，林州重机与中科院自动化研究所签署了《共建“工业机器人技术工程中心”协议书》，致力于工业用智能机器人和高新技术领域的核心技术研发、产品研制、生产应用等。跟踪期内，林州重机与中国科学院自动化研究所成立了工业机器人工程中心，共同开发智能工业机器人产业化项目。项目规划一期工程实现年产 850 台（套）工业机器人产业化目标，产品包括焊接机器人系统、切割机器人、点焊机器人、搬运机器人、喷涂机器人、水下环境监测机器人及抢险机器人；项目建设内容为厂房翻建工程，包括 1 栋建筑面积 21744 平方米（含 2000 平方米实验室）的钢结构厂房；项目总投资估算约为 10191 万元，其中项目建设投资 7167 万元，前期研发投入 1500 万元，铺底流动资金 1524 万元。截至 2015 年 6 月底，该项目尚未投资建设。

表 18 非募集资金投资的重大项目情况

（单位：万元、%）

项目名称	投资总额	累计投入金额	项目进度
采煤机工程	40000	8160	20.40

掘进机项目	32000	9100	28.45
合计	72000	17260	23.97

资料来源：林州重机提供

未来，林州重机将借鉴以往在煤矿矿建服务领域的成功经验，着手研发适用于装备制造业的工业机器人产品，并采用国内先进的压裂机组，逐步介入油气田、页岩气、煤层气开采等新能源技术服务领域，用服务带动装备制造业发展，努力实现向一流能源装备综合服务商的战略转型。

（4）财务分析

林州重机 2014 年财务报表已经北京兴华会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，2015 年上半年财务报表未经审计。

根据 2014 年 9 月 25 日中国证券监督管理委员会河南监管局《关于对林州重机集团股份有限公司实施责令改正措施的决定》（以下简称“责令改正决定”），林州重机的关联交易、固定资产、收入核算内部控制存在重大缺陷，导致相关会计信息披露不准确。林州重机根据《责令改正决定》对其存在的相关问题做出整改。联合资信在本次跟踪评级报告中使用了经调整的财务数据进行财务分析。

截至 2014 年底，林州重机合并资产总额 68.46 亿元，所有者权益 23.46 亿元（其中少数股东权益 1.78 亿元）；2014 年实现营业收入 18.74 亿元，利润总额 0.68 亿元。

截至 2015 年 6 月底，林州重机合并资产总额 77.60 亿元，所有者权益 33.93 亿元（其中少数股东权益 1.75 亿元）；2015 年 1~6 月实现营业收入 7.73 亿元，利润总额-0.33 亿元。

① 盈利能力

2014 年林州重机实现营业收入 18.74 亿元，同比下降 7.38%，公司主营业务下降主要是受国内外经济疲软影响，煤炭行业持续低迷，煤机产品竞争激烈，固定资产投资下降所致。营业成本 15.01 亿元，同比下降 2.01%，降幅小于营业收入降幅，林州重机营业利润率 19.45%，

同比下降 4.25 个百分点。同期期间费用 2.96 亿元,同比大幅增长 21.95%,占营业收入 15.79%,占比较上年的 12.00%上升 3.79 个百分点,主要由于一方面是折旧费、房产税、土地使用税等增加,管理费用支出相应增加,另一方面随着公司有息债务的增加,财务费用相应增加所致。2014 年,林州重机营业外收入 0.11 亿元,较 2013 年大幅下降,主要是由于公司于 2013 年获得政府补助给予的扶持奖励资金较多所引起。

受钢铁行业和煤炭行业持续低迷影响,2014 年林州重机的利润总额和净利润分别为 0.68 亿元和 0.57 亿元,同比分别下降 76.23%和 74.81%。2014 年林州重机总资本收益率和净资产收益率分别为 2.59%和 2.42%,分别较上年下降 5.88 个百分点和 7.10 个百分点,主要是由于林州重机收入减少,管理费用支出以及利息费用支出增加和净利润减少所致。

2015 年 1~6 月,林州重机实现营业收入 7.73 亿元,同比下降 18.00%,营业成本 6.93 亿元,营业利润率为 10.00%,相比 2014 年下降了 9.45 个百分点,同期期间费用 1.27 亿元,占营业收入的 16.39%。同期林州重机利润总额 -0.33 亿元,净利润为 -0.31 亿元。

整体看,跟踪期内,受国内外经济疲软影响,煤炭行业持续低迷,煤机产品竞争激烈,煤炭行业固定资产投资下降,公司收入规模下降;同时为加快战略转型,公司加大研发投入,整体盈利能力较大幅下滑。

②现金流及保障

2014 年林州重机销售商品、提供劳务收到的现金 9.87 亿元,同比下降 13.43%;经营性现金流入量 15.87 亿元,同比增长 19.11%,其中收到其他与经营活动有关的现金 6.00 亿元,同比增长 211.68%,主要为收到的往来款及保证金等(占 95.49%)、政府补助(占 0.24%)和存款利息收入(占 4.40%)。同期,林州重机支付其他与经营活动有关的现金 6.40 亿元,其中主要为管理费用和销售费用(占 14.98%)和支付

的往来款及支付的保证金等(占 84.41%)。2014 年林州重机经营活动产生的现金流量净额为 -0.80 亿元,较 2013 年大幅下降,主要原因是销售回款放缓,收到的现金减少。2014 年林州重机现金收入比为 52.65%,较 2013 年的 56.33%下降 3.68 个百分点,收入实现质量差,主要由于煤炭行业低迷、市场竞争日益激烈,公司产品销售收到现金有所减少所致。

2014 年,林州重机投资性现金流流入为 0.18 亿元,较 2013 年下降 82.29%,主要是由于收到其他与投资活动有关的现金出现较大幅度的下降所引起。林州重机本期收到其他与投资活动有关的现金 0.17 亿元,全部来自于政府补助,较 2013 年下降 83.20%。2014 年,林州重机投资活动现金流出为 3.44 亿元,较 2013 年下降 30.38%,主要是投资支付的现金减少,同比下降 51.62%,投资活动产生的现金流量净额为 -3.26 亿元。

2014 年,林州重机筹资活动现金流入为 27.72 亿元,较 2013 年增长 53.01%,主要因为 2014 年公司收到融资租赁售后回租款项 2 亿元人民币,同期公司发行 15.24 亿元人民币票据融资;筹资活动现金流出为 24.54 亿元,较 2013 年增长 63.74%,其中主要是偿还到期短期融资券本金 6 亿元人民币。筹资活动产生的现金流量净额为 3.19 亿元,同比增长 1.69%。

2015 年 1~6 月,林州重机经营活动产生的现金流量净额为 -0.65 亿元,投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.05 亿元和 10.78 亿元。

总体看,跟踪期内,林州重机现金流状况一般,收入实现质量差;投资支出规模有所减少,现金及现金等价物净增加额较上年度有所增加。

③资本及债务结构

截至 2014 年底,林州重机资产总额为 68.46 亿元,同比增长 25.61%,主要是流动资产增加较快所致。截至 2014 年底,林州重机资产总额中流动资产占 52.30%,非流动资产占 47.7%。

截至 2014 年底，林州重机流动资产 35.80 亿元，较上年增长 39.54%，主要组成为应收账款（占 31.03%）、货币资金（占 29.96%）、存货（占 22.21%）、预付款项（占 8.65%）、应收票据（占 6.10%）和其他应收款（占 2.06%）。

截至 2014 年底，林州重机货币资金 10.72 亿元，较 2013 年底增长 148.35%，主要是其他货币资金中的银行承兑汇票保证金增长较快所致。公司货币资金中使用受限资金 9.89 亿元，受限资金占比 92.26%，均为银行承兑汇票保证金。公司使用受限资金规模大，占货币资金总额比重极高。

截至 2014 年底，林州重机应收账款为 11.11 亿元，同比增长 25.25%，主要是销售回款放缓，现款结算收入减少所致。单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款账面余额 3.75 亿元，已计提坏账准备 0.05 亿元；单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款账面余额 4.58 亿元，已计提坏账准备 0.09 亿元；按照账龄计提坏账准备的应收账款共计 2.60 亿元，共计提 0.46 亿元坏账准备，计提比例为 17.69%，账龄在 1 年以内的占比 53.56%，账龄在 1~2 年的占比 26.78%，账龄在 2~3 年的占比 10.39%，账龄在 3 年以上的占比 9.27%；采用其他方法计提坏账准备的应收账款账面余额 0.79 亿元，未计提坏账准备。从集中度看，林州重机应收账款前五名占应收账款比例为 33.75%，集中度一般。

截至 2014 年底，林州重机预付款项为 3.10 亿元，同比增长 49.43%，全部是预付供应商材料款；从账龄看，1 年以内的占 78.40%。林州重机预付账款前五名共占预付账款比例为 56.37%，供应商集中度较高。

截至 2014 年底，林州重机存货为 7.95 亿元，同比增长 15.88%，其中主要是原材料（占 21.08%）、在产品（占 16.45%）、库存商品（占 42.35%）、发出商品（占 10.26%）和产成品（占 4.23%）。截至 2014 年底，林州重机未计提存货跌价准备。

截至 2014 年底，林州重机非流动资产 32.65 亿元，较上年增长 13.22%，主要是长期股权投资（占 27.27%）、固定资产（占 52.80%）、无形资产（占 9.75%）、在建工程（占 5.75%）和其他非流动资产（占 3.10%）。

截至 2014 年底，林州重机长期股权投资 8.88 亿元，较 2013 年增长 26.14%。2014 年林州重机新增对亿通融资租赁有限公司、龙林矿山工程有限公司和郑州三山石油技术有限公司的股权投资共计 1.68 亿元。

截至 2014 年底，林州重机固定资产账面价值 17.24 亿元，较 2013 年底增长 12.42%，主要为房屋及建筑物 9.22 亿元（占 53.50%），机器设备 5.72 亿元（占 33.18%），融资租入固定资产 1.94 亿元（占 11.25%）。其中融资租赁固定资产主要为 2014 年林州重机从中建投租赁有限责任公司获得的账面原值 20000.00 万元的太阳能光伏电站及起重机设备，租金总额 231223330.72 元，租赁期限为 4 年，按季度支付租赁款。2014 年底林州重机累计折旧期末余额 3.16 亿元。由在建工程转入固定资产原价为 3.93 亿元。

截至 2014 年底，林州重机无形资产 3.18 亿元，同比下降 7.06%，主要是由于土地使用权和非专利技术价值的减少。

截至 2014 年底，林州重机其他非流动资产 1.01 亿元，同比下降 41.48%，主要是预付工程款和预付设备款的减少。

截至 2014 年底，林州重机所有者权益为 23.46 亿元，同比下降 1.00%，主要是林州重机回购注销部分股权激励股份，股本和资本公积减少所致。截至 2014 年底，林州重机实收资本 5.34 亿元，较 2013 年底下降 0.44%，根据公司 2014 年 3 月董事会决议和 2014 年 4 月股东大会决议及修改后的章程规定，林州重机需回购注销部分股权激励股份，因而进行了减资事宜，本次减资减少了注册资本人民币 2339792.00 元，减少的股份性质全部为有限售条件的流通股，减资后林州重机注册资本变为

人民币 534234844.00 元，股本也变为 534234844.00 股。上述减资事项已经北京兴华会计师事务所有限责任公司〔2014〕京会兴验字第 03010013 号验资报告审验。

截至 2014 年底，林州重机资本公积 10.64 亿元，较 2013 年底有所下降，主要是由于林州重机回购注销部分股权激励股份和冲减以前年度在资本公积确认的以权益结算的股份支付的金额所致。截至 2014 年底，归属于母公司权益 21.69 亿元，其中实收资本占 24.62%、资本公积占 49.09%、盈余公积占 3.76%、未分配利润占 22.38%，林州重机所有者权益结构稳定。

截至 2014 年底，林州重机负债总额为 44.99 亿元，同比增长 46.09%，主要是林州重机以承兑汇票形式取得的银行贷款增加导致流动负债增长所致。其中流动负债占 93.35%，非流动负债占 6.65%，流动负债占比有所下降，林州重机仍以流动负债为主。截至 2014 年底，林州重机短期借款 8.96 亿元，主要是保证借款 7.00 亿元；林州重机应付票据为 26.64 亿元，全部为银行承兑汇票，同比增长 411.77%，主要由于林州重机偿还 6 亿元短期融资券、部分结构性借款和部分投资者回售“11 豫中小债”（涉及金额 35957.12 万元），增加了应付票据的使用额度；林州重机应付账款 3.66 亿元，同比下降 15.01%，主要因为工程设备款已大部分结清；林州重机预收账款 0.83 亿元，同比下降 72.73%；林州重机其他应付款 0.74 亿元，单位往来款已大部分结清。

跟踪期内，林州重机全部债务增长较快，截至 2014 年底，林州重机全部债务为 36.50 亿元，同比增长 173.27%；其中短期债务占比 98.79%，长期债务占 1.21%，短期债务占比上升。截至 2014 年底，林州重机资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 65.73%、1.84%和 60.87%，公司全部债务资本化比率较 2013 年底大幅上升。

截至 2015 年 6 月底，林州重机资产总额为 77.60 亿元，较 2014 年底增长 13.35%，资产

结构与 2014 年底相比变化不大；林州重机所有者权益 33.93 亿元，较 2014 年底增长 44.63%，主要系公司定向增发股票所致；林州重机负债 43.66 亿元，较 2014 年底小幅下降。同期，林州重机资产负债率 56.27%，较 2014 年底下降 9.46 个百分点，全部债务资本化比率 51.89%，较 2014 年底下降 8.98 个百分点。

总体来看，跟踪期内林州重机资产规模增幅较大，负债规模上升，但公司通过增发股票，使债务水平保持在适宜水平。

④偿债能力

截至 2014 年底，林州重机流动比率和速动比率分别为 85.24%和 66.31%，与上年底相比变化不大，主要因为流动负债结构较为稳定；同期林州重机经营现金流动负债比为-1.90%，林州重机经营活动产生的现金流量净额无法保障流动负债。截至 2015 年 6 月底，林州重机流动比率和速动比率分别为 111.98%和 91.01%，均较 2014 年底大幅提升。总体看，林州重机短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2014 年，林州重机 EBITDA 为 2.85 亿元，较上年下降 41.96%，林州重机全部债务/EBITDA 为 12.81 倍，同比上年的 2.72 倍有较大增长；EBITDA 利息倍数为 2.89 倍，同比上年 5.57 倍有所下降，林州重机长期偿债能力明显减弱。

“11 豫中小债”于 2011 年 2 月 16 日发行，发行总额为人民币 4.90 亿元，其中林州重机发行额度为 5000.00 万元，根据附加投资者回售选择权条款，林州重机在 2014 年偿还“11 豫中小债”3595.93 万元，存续债券余额为 1404.07 万元。截至 2015 年 6 月底，林州重机现金类资产 11.82 亿元，是本期集合债券余额的 84.17 倍，对本期集合债券余额的保护能力强。2014 年，林州重机 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期集合债券余额的保护倍数分别为 20.30 倍和 113.03 倍，林州重机 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期集合债券余额覆盖程度高，林州重机经营活动现金净流量为负，无法覆盖本期集合债券余

额。

截至 2015 年 6 月底，林州重机及子公司在各大商业银行获得的授信总额为 29.7 亿元，未使用额度为 4.98 亿元，林州重机间接融资渠道通畅。林州重机于 2011 年在深圳证券交易所上市，林州重机直接融资渠道畅通。

截至 2015 年 6 月底，林州重机对外担保（合并口径）金额为 77882.17 万元，担保比率 22.95%，其中，为融资租赁业务中为客户提供的回购保证金额为 54912.17 万元，为参股子公司提供的保证担保金额为 11470 万元，为关联公司提供担保 11500 万元。总体看，公司存在一定的或有负债风险。

⑤ 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2015 年 8 月 5 日，林州重机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。

⑥ 抗风险能力

林州重机在区域行业内拥有一定优势，基于以上分析，联合资信认为，林州重机整体抗风险能力较强。

（5）结论

跟踪期内，受国内外经济疲软影响，煤炭行业持续低迷，煤机产品竞争激烈，煤炭行业固定资产投资下降，林州重机收入有所下降，短期债务规模大幅上升，债务负担加重，短期偿债压力加大；同时 2014 年河南省证监局对其下达责令改正措施，对相关人员出具警示函措施的决定，公司已完成整改。2015 年 6 月林州重机成功定向增发，增强了资本实力，降低了负债率。综合考虑，联合资信维持林州重机主体长期信用等级 A⁺，评级展望为负面。

6. 安阳市岷山有色金属有限责任公司

（1）主体概况

安阳市岷山有色金属有限责任公司（以下简称“岷山有色”）是在 1992 年成立的村办集体企业的基础上于 1999 年改制成立的有限责

任公司，注册资金 100 万元。经历次增资，截至 2014 年 3 月底，岷山有色注册资本 5360 万元。2013 年 8 月，何占源将其名下 500 万股份转至何秋安名下，不再担任岷山有色股东。截至 2015 年 6 月底，何秋安持股 80.09%、王爱云持股 19.91%。

岷山有色经营范围包括粗铅、电解铅、金、银、阳极泥、锌、硫酸的生产（凭有效的许可证生产经营）；改造开发林果地；从事货物和技术进出口业务（国家法律法规规定应经审批方可经营或禁止进出口的货物和技术除外）。

岷山有色下设矿粉采购部、辅料采购部、生产部、设备部、技术部、销售部、国际贸易部、财务部和企业管理部等 14 个职能部门。

（2）管理分析

跟踪期间，岷山有色无重大管理体制或管理制度方面的变化。

（3）经营分析

经营状况

岷山有色主营业务为有色金属冶炼，生产和经营铅、金、银、铜、硫酸、锌、镉、铋、碲等十余种元素，主导产品为电解铅和银。

2014 年岷山有色实现主营业务收入 99129.06 万元，同比增长 12.64%，主要来自电解铅和银的收入增加。2014 年，岷山有色电解铅收入 64948.91 万元，同比增长 4.20%，占 2014 年主营业务收入的 65.52%；银实现收入为 25749.64 万元，同比增长 39.95%，主要原因是岷山有色清理库存，以备跌价；金实现收入 4384.77 万元，同比增长 16.97%；硫酸和氧化锌分别实现收入 1089.90 万元和 2392.07 万元，同比分别增长 167.35% 和 -20.37%。其他产品收入因铅矿粉中含量不同而出现不同程度变化。

2015 年 1~6 月，岷山有色实现主营业务收入 70793.72 万元，为 2014 年全年的 71.42%，同比增长 11.97%，主要来自电解铅销售收入的增加。从收入构成看，电解铅实现收入 58386.86 万元，同比增长 66.93%，主要系岷山有色采购高品位铅矿，出铅量较大所致；银和金分别实

现收入 6721.43 万元和 2332.24 万元，同比分别下降 57.44% 和 42.04%，主要系对高品位铅矿含金银量较少所致；氧化锌实现收入 1907.24 万元，同比增长 26.33%。

从毛利率来看，2014 年岷山有色整体毛利率为 10.26%，同比增长 0.56 个百分点，其中电解铅毛利率为 7.81%，较去年增长 1.31 个百分点，主要系设备工艺改造，将成本费用化所致。岷山有色利润来源的另一重要组成部分为银、金等铅矿粉中伴生的不计价元素的综合回收，随着技术水平的提升，岷山有色扩大伴生元素的回收，增大利润。2014 年，银产品毛利率为 10.25%，较 2013 年上升 2.86 个百分点，主要系 2013 年原材料与配套生产工艺回收率低，2014 年恢复正常后有所改进；其他不计价元素，

如：金、硫酸、氧化锌等，岷山有色在计算成本时，将其成本全部摊入电解铅成本，但会计师事务所核算时认为该方式不合理，因此 2012 年和 2013 年，将岷山有色不计价元素的毛利率按照行业平均毛利率来统计；2014 年，岷山有色按照实际成本来计算不计价元素的毛利率，因此 2014 年其毛利率较 2013 年变动幅度较大。

2015 年 1~6 月，岷山有色实现综合毛利率 8.02%，较 2014 年下降 2.24 个百分点，主要系岷山有色将设备工艺改造成本和研发成本在年底一次性费用化，目前尚未费用化所致。

总体看，2014 年岷山有色收入稳定增长，综合毛利率水平有所上升；2015 年上半年销售收入同比大幅增长，整体毛利率略有下降。

表19 岷山有色主营业务收入及毛利率情况 (单位:万元、%)

产 品	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电解铅	63033.08	69.00	16.62	62331.16	70.83	6.50	64948.91	65.52	7.81	58386.86	78.93	6.17
银	21502.91	23.54	11.53	18399.72	20.91	7.39	25749.64	25.98	10.25	6721.43	11.41	5.12
金	3876.59	4.24	43.78	3748.63	4.26	43.78	4384.77	4.42	21.50	2332.24	3.96	24.14
硫酸	1533.03	1.68	46.10	407.67	0.46	46.10	1089.90	1.10	-30.63	932.51	1.58	35.90
氧化锌	1062.29	1.16	40.01	3003.94	3.41	40.01	2392.07	2.41	64.20	1907.24	3.24	62.51
冰铜	--	--	--	--	--	--	--	--	--	171.16	0.29	100.00
水渣	308.21	0.34	62.08	53.36	0.06	62.08	346.59	0.35	60.08	149.97	0.25	39.94
蒸汽	14.95	0.02	100.00	--	--	--	15.77	0.02	100.00	--	--	--
液氧	5.04	0.01	31.49	40.96	0.05	100.00	44.70	0.05	28.18	16.41	0.03	53.53
液氮	2.85	0.00	22.70	18.86	0.02	100.00	7.25	0.01	19.00	-	-	--
加工费	10.05	0.01	100.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--
铟	--	--	--	--	--	--	63.67	0.06	29.48	--	--	--
碳酸	--	--	--	--	--	--	85.79	0.09	72.98	175.90	0.30	76.05
合计	91348.99	100.00	17.52	88004.30	100.00	9.70	99129.06	100.00	10.26	70793.72	100.00	8.02

资料来源：岷山有色提供

岷山有色主要原材料是铅矿粉，生产成本中，铅精矿及辅助材料约占总生产成本的85%以上。跟踪期内，银、铅、金等有色金属价格持续下滑。

跟踪期内，岷山有色采购模式和采购政策均未发生变化。岷山有色铅精矿的采购比例国内、国外各占50%左右。国内矿采购采取直接到矿山或选矿场现场采购，货款的支付方式为

预付货款。国外的矿源主要依赖几个主要的贸易商，采购价格参照伦敦LME价格扣减相应加工费、回收率，支付方式主要是信用证和银行现付。岷山有色主要供应商均与岷山有色保持长时间合作关系，2014年，前5大供应商占岷山有色采购总额的比重为73.68%，集中度较高。

表20 2014年岷山有色主要原材料采购情况

主要原材料	采购量			采购价格（元/吨、元/公斤、元/克）		
	2013年	2014年	2015年1~6月	2013年	2014年	2015年1~6月
铅精矿含铅（吨）	48161.67	61888.23	56458.83	11098.2	10580.98	9975.03
铅精矿含银（公斤）	68950.53	53943.78	34597.42	3030.4	2970.37	2450.46
铅精矿含金（克）	149610.15	118565.02	101002.64	209.11	198.33	193.09

资料来源：岷山有色提供

从产量上看，2014年电解铅产量为60135.99吨，同比增长20.67%，主要系岷山有色以采购高品位铅矿为主，出铅量较大所致；银产量为72298.45公斤，同比增长74.95%；金产量为175752.99克，同比增长24.64%。2015年上半年，公司仍以采购高品位铅矿为主，电解铅产量为53597.22吨，为2014年全年的89.13%，同比上升42.31%；银产量为30627.79公斤，为2014年全年的42.36%，同比下降50.43%；金产量为103971.68克，为2014年全年的59.16%，同比下降61.65%。

表21 岷山有色主要产品产量

	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
电解铅	49108	49834	60135.99	53597.22

（吨）				
银（公斤）	44925	41325	72298.45	30627.79
金（克）	122511	141011	175752.99	103971.68

资料来源：岷山有色提供

从产品销售上看，跟踪期内，岷山有色仍采用即产即销的销售模式。2014年，岷山有色对金和银进行库存清理，销量同比大幅增长；电解铅的销量同比略有增长。岷山有色主要的电解铅客户为铅酸蓄电池企业（其中60-70%为电动自行车蓄电池生产企业）；采用直接销售的销售模式；销售价格依据上海金属网即时网价确定；结算方式通常为信用证和银行现收；2014年岷山有色前五大客户的集中度为88.41%，较2013年集中度有所增长。

表22 岷山有色主要产品销售情况

主要原材料	销售量			销售价格（元/吨、元/公斤、元/克）		
	2013年	2014年	2015年1~6月	2013年	2014年	2015年1~6月
铅精矿含铅（吨）	52124.29	55587.98	51773.51	11958.18	11683.985	11277.36
铅精矿含银（公斤）	44632	76334.81	22811.97	4122.26	3373.25	2946.45
铅精矿含金（克）	146844	175869.66	97772.04	255.28	249.32	238.54

资料来源：岷山有色提供

总体看，跟踪期内，岷山有色主要产品产销量同比均有所上升，采购成本的下降弥

补了销售价格下滑带来的不利影响，岷山有色综合毛利率较 2013 年略有上升。

未来发展

岷山有色未来规划主要有：

技术革新：实施技术创新和产业升级。在 15 万吨/年富氧底吹生产线（目前国内第二条）和热渣还原——无焦炼铅技术（国内首例）的规模生产基础上，岷山有色依托技术实力，完善综合回收效益提升的配套工程建设（自动化、节能降耗设备研发改造等），加强与下游新产品、新工艺等联合研发、节能等合作项目。

延伸能源产业链：与上游矿山和国内大型投资贸易商合作，逐步形成矿源基地。在冶炼中间环节中加大综合回收，从粗加工向精加工过渡；依托中间加工的产品为第二资源，注入科技文化含量，最终由原材料向终端消费产品过渡。借助政府打造新能源的战略规划，大力开发铅蓄电池在新能源技术领域的应用。

综合回收深加工：继续优化资源综合利用技术，积极发展金、银、铜、锌、硫酸、锑、铋、碲及铟、硒等其他有价元素提取加工，依据规模效应开发回收钨、铼、铂等稀贵金属。对黄金、白银等贵金属以工艺品、纪念品为载体，注入科技文化品牌内涵，进一步深加工，提高产品附加值。

经营发展多元化：①氧气底吹生产线投产后，可合理利用氮气和铅冶炼回收的硫酸就地生产复合肥，提高综合回收变废为宝，形成多元化经营模式。②与国内矿山形成战略联盟，提高抗风险能力。③资源全球化、开发国外矿产基地、海洋矿产基地、经营国外矿产、国内分销。

人力资源开发：在产业链延伸与综合回收优化资源的过程中，依托本地机械设计与机械加工基地优势，以精益化管理为目标，综合开发商业控制、冶炼工艺师、高级机械设计师、信息管理等人力资源，为未来企业竞争力做地垫，以降低企业新技术开发成

本。

目前，岷山有色主要在建项目包括富氧底吹设备优化、碳酸锌车间、金银车间精加工等，计划总投资 6000 万元，截至 2014 年底累计完成投资 5945.54 万元；岷山有色拟投资建设电解锌和精铅深加工车间，计划总投资 6500 万元（其中 5500 万元来源于自筹，1000 万元来源于贷款），截至 2015 年 6 月底已经投资 350 万元，未来面临一定资金压力。

（5） 财务分析

岷山有色提供的 2014 年财务报表经亚太（集团）会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。岷山有色 2015 年 1~6 月报表未经审计。

截至 2014 年底，岷山有色资产总额为 117905.18 万元，所有者权益合计为 42333.17 万元。2014 年，岷山有色实现主营业务收入 99129.06 万元，利润总额 176.71 万元。

截至 2015 年 6 月底，岷山有色资产总额为 111309.17 万元，所有者权益合计为 42515.15 万元。2015 年 1~6 月，岷山有色实现主营业务收入 70793.71 万元，利润总额 214.10 万元。

盈利能力

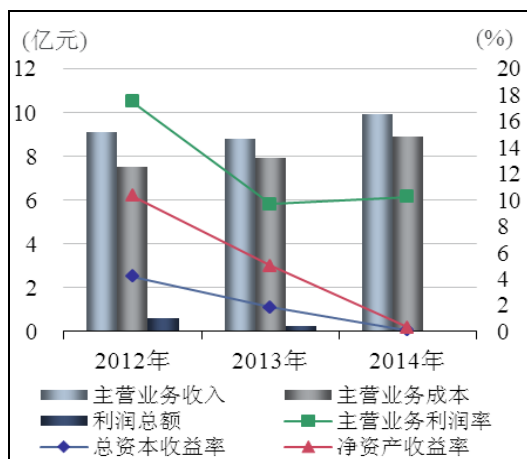
2014 年，岷山有色实现主营业务收入 99129.06 万元，较 2013 年增长 12.64%；主营业务成本为 88956.42 万元，较 2013 年增长 11.94%。公司其他业务利润主要来自铅矿粉贸易，2014 年，公司实现其他业务利润 322.53 万元，同比下降 78.88%。2014 年岷山有色期间费用 10515.90 万元，同比增长 7.75%，主要来自管理费用和财务费用的增加，2014 年期间费用占主营业务收入的 10.61%，较 2013 年略有下降。受其他业务利润下降影响，2014 年岷山有色实现利润总额 176.71 万元，较 2013 年下降 93.50%。

2014 年岷山有色主营业务利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 10.26%、0.12% 和 0.32%，其中主营业务利润率同比增长 0.56 个百分点；总资产收益率和净资产收

益率同比分别下降1.73个百分点和4.68个百分点。整体来看，2014年岷山有色盈利能力呈进一步下降趋势。

2015年1~6月，岷山有色实现主营业务收入70793.71万元，为2014年全年的71.42%，同比增长11.97%，主要系岷山有色2015年上半年以采购高品位矿为主，出铅量较大；岷山有色主营业务成本为65118.49万元，为2014年全年的73.20%，同比增长12.38%；岷山有色实现利润总额214.10万元，同比下降68.68%，为2014年全年的121.15%；主营业务利润率为8.02%，较2014年下降2.24个百分点。

图3 岷山有色盈利情况



资料来源：岷山有色审计报告

总体来看，跟踪期内，岷山有色主营业务收入稳定增长，但受其他业务利润下降影响，岷山有色利润总额快速下滑，整体盈利能力进一步下降。

现金流及保障

2014年，岷山有色经营活动现金流入131341.48万元，同比增长21.37%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金为126909.14万元；同期，岷山有色经营活动现金流出116697.96万元，同比增长11.71%，主要是购买商品、接受劳务支付的现金。2014年岷山有色经营活动现金净流量14643.53万元，同比增长290.45%，增幅较大。2014年，岷山有色现金收入比为128.02%，较2013年基本

保持稳定，岷山有色收入实现质量较好。

2014年，岷山有色投资活动产生的现金流量净额为511.81万元，主要是收回投资的现金增加所致。

2014年，岷山有色筹资活动前产生的现金流量净额为15155.33万元，同比增长783.86%，主要是经营活动产生的现金净流量大幅增长所致。岷山有色筹资活动现金流入主要来自借款所收到的现金143124.30万元，产生的现金净流量为-15387.79万元，主要是偿还债务、分配股利、利润或偿付利息所支付的现金。

2015年1~6月，岷山有色经营活动现金流入86885.87万元，经营活动产生的净现金流14470.13万元；投资活动产生的净现金流-2722.47万元；筹资活动产生的净现金流-11435.67万元。

总体看，跟踪期内，岷山有色经营活动现金流量净额增长幅度较大，投资支出规模减少，但考虑到公司未来拟建项目投资额较大，未来面临一定资金压力。

资产

截至2014年底，岷山有色资产总额为117905.18万元，较2013年底下降8.00%，主要是货币资金、预付账款和在建工程减少所致。岷山有色资产仍以流动资产（占比67.74%）为主。

截至2014年底，岷山有色货币资金为21444.14万元，较2013年底下降16.01%，货币资金以其他货币资金（占93.10%，全部为保证金）为主，受限比例高。

截至2014年底，岷山有色应收账款2332.22万元，同比下降1.06%，账龄全部为1年以内；其他应收款10507.84万元，同比增长8.05%，账龄在1年以内的占比33.27%，1-2年内的占比66.73%；预付款项17958.79万元，同比下降37.66%，主要是预付的原材料款。

截至2014年底，岷山有色存货为27631.85万元，同比增长31.13%，主要是库

存商品增加所致。

截至2014年底，岷山有色固定资产净额27430.33万元，同比增长8.86%，固定资产主要是机器设备（占71.67%）和房屋及建筑物（占25.22%）；在建工程54.46万元，同比下降98.88%，主要是在建工程完工转增固定资产所致。

截至2015年6月底，岷山有色资产总额为111309.17万元，较2014年底下降5.59%；资产构成变化不大。

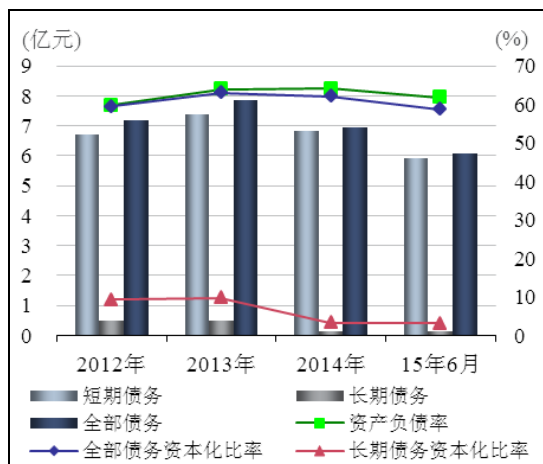
负债

截至2014年底，岷山有色负债总额为75572.01万元，较2013年底下降7.80%，主要是短期借款和应付债券大幅下降所致。

截至2014年底，岷山有色短期借款30917.19万元，同比下降17.39%，主要系本期保证借款减少所致；其他应付款4060.46万元，同比增长844.25%，主要系应付安阳市龙安区政府2450万元和安阳市昌达洗选公司2000万元；应付债券1404.07万元，同比下降71.92%，主要系岷山有色于2014年2月16日偿还“11豫中小债”本金3595.93万元、利息（2013年2月16日~2014年2月15日）390万元所致。

截至2015年6月底，岷山有色负债总额为68794.02万元，较2014年底下降8.97%，主要是应付票据减少所致，负债结构仍以流动负债为主（占比97.96%）。

图4 岷山有色偿债指标情况



资料来源：岷山有色审计报告

截至2014年底，岷山有色全部债务为69569.23万元，同比下降12.58%，主要是本期应付债券和短期借款减少所致，其中短期债务占97.98%；截至2015年6月底，岷山有色全部债务为60750.34万元，较2014年底略有下降，债务结构变化不大，仍以短期债务为主，债务结构有待改善。

截至2014年底，岷山有色资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为64.10%、62.17%和3.21%，其中，资产负债率同比增长0.15个百分点，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率同比分别下降0.85个百分点和6.56个百分点；截至2015年6月底，以上指标分别为61.80%、58.83%和3.20%，虽较2014年底略有下降，但债务负担依然较重。

所有者权益

截至2014年底，岷山有色所有者权益为42333.17万元，同比下降8.36%，主要是未分配利润下降所致。所有者权益中，实收资本占12.66%、资本公积占28.73%、盈余公积占7.99%、未分配利润占50.62%。

截至2015年6月底，岷山有色所有者权益为42515.15万元，构成较2014年底基本保持稳定。

总体看，岷山有色所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性有待改善。

偿债能力

从短期偿债能力来看，截至2014年底，岷山有色流动比率和速动比率分别为107.69%和70.44%，流动比率同比变化不大，速动比率同比下降15.86个百分点，主要是由于2014年存货增加所致。2015年6月底，岷山有色流动比率和速动比率分别为106.95%和64.76%，较2014年底均有所下降。2014年，岷山有色经营现金流动负债比为19.74%，同比增长14.87个百分点，主要是经营活动产生的净现金流增加所致。整体看，岷山有色短期偿债能力有所下降，存在

一定短期支付压力。

从长期偿债指标来看,由于利息支出大幅上升,2014年岷山有色EBITDA为9547.71万元,较2013年下降21.73%;岷山有色EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA倍数分别为1.67倍和7.29倍,总体看,岷山有色长期偿债能力较弱。

债券保障能力分析

岷山有色2011年参与发行“11豫中小债”,募集资金5000万元,存续债券每年付息一次,岷山有色于2014年2月16日偿还本期集合债券本金3595.93万元、利息(2013年2月16日~2014年2月15日)390万元,2015年2月16日支付利息109.53万元。截至2015年6月底,岷山有色存续债券剩余本金为1404.07万元。

截至2014年底,岷山有色现金类资产(扣除受限资金)为2422.14万元,为存续债券剩余本金的1.05倍;现金类资产(扣除受限资金)对存续债券剩余本金的保障能力一般。2014年岷山有色EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对存续债券剩余本金的保障倍数分别为6.80倍、93.54倍和10.43倍,对存续债券剩余本金的覆盖程度较高。

截至2015年6月底,岷山有色对外担保合计15572.99万元,担保比率为36.79%(以2015年6月底所有者权益为基础计算),岷山有色存在或有负债风险。

截至2015年6月底,岷山有色共获得各家银行授信60650万元,已使用额度42013万元,未使用额度18637万元。岷山有色间接融资渠道畅通。

过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告(机构信用代码为:G1041050600016430T),截至2015年9月16日,岷山有色无未结清不良信贷信息记录,已结清的不良和关注类信贷信息记录27笔,其中不良类贷款1笔,关注类贷款25笔,关注类信用证1笔,过

往债务履约情况一般。

抗风险能力

基于对岷山有色自身经营和财务特点、电解铅、银等有色金属行业发展状况,以及未来岷山有色发展的综合判断,岷山有色整体抗风险能力一般。

(6) 结论

综合考虑,联合资信维持岷山有色BBB⁻的主体长期信用等级,评级展望为稳定。

7. 河南新乡华宇电磁线有限公司

(1) 主体概况

河南新乡华宇电磁线有限公司(以下简称“华宇电磁线”)前身为河南新乡华宇电磁线厂,成立于1998年5月,初始注册资本300万元,2002年5月变更为河南新乡华宇电磁线有限公司。历经多次增资,截至2015年3月底,华宇电磁线注册资本为10000万元,其中韩勇出资5800万元,刘万霞出资4200万元。华宇电磁线实际控制人为第一大股东韩勇先生。

华宇电磁线主要经营范围包括:漆包线、防水线、双玻璃丝包扁铜线、铜杆、绝缘材料加工、运输回收废铜、经营本企业自产产品及技术的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料及技术的进出口业务。华宇电磁线2011年5月开始进行铜板带的加工与销售,产品结构有所变动。

截至2015年3月底,华宇电磁线下设生产部、供应部、财务部、质检部等9个职能部门;截至2015年3月底,华宇电磁线在职员工586名。

华宇电磁线注册地址:新乡县七里营镇八柳树村,法定代表人:韩勇。

(2) 管理分析

跟踪期内,华宇电磁线无重大管理体制、股权结构、领导层或管理制度方面的变化。

(3) 经营分析

由于市场竞争激烈,以及华宇电磁线资金紧张,2014年华宇电磁线集中生产销售优

势产品全价漆包线和铜板带，减少全价杆等产品，导致2014年华宇电磁线营业收入较2013年下降10.13%，为73383.66万元。华宇电磁线营业收入主要来自于其核心产品全价漆包线和铜板带的销售收入。2014年，全价漆包线实现营业收入47441万元，较2013年增长11.63%，主要原因为华宇电磁线扩展市场，销量增加所致；2014年全价漆包线占营业收入总额比重为64.65%。2014年铜板带实现营业收入18028万元，较2013年降低28.78%，主要原因为2014年上半年新乡地区铜板带市场竞争激烈，造成华宇电磁线铜板带销售收入降低，2014年铜板带占营业收入总额比重为24.57%。全价杆等产品2014年销售收入降低。2015年1~3月，华宇电磁线主营业务收入为2014年全年的15.09%，其中全

价漆包线与铜板带的收入占华宇电磁线营业收入总额比例分别为61.26%、23.50%，较2014年变化不大。

从各项产品的毛利率情况看，2014年，在整体市场环境不利的条件下，华宇电磁线为保证市场占有率，仍然采取低价策略，产品毛利率仍然较低，为5.30%。2014年全价线、铜板带、铝线毛利率分别为5.36%、11.04%、5.12%，与2013年相比较，全价线、铜板带毛利率分别小幅度上升0.1、1.02个百分点，铝线毛利率大幅度下降16.78个百分点，主要原因是2014年华宇电磁线对铝线生产车间进行了升级改造，造成成本上升，从而使毛利率下降。2015年1~3月，华宇电磁线全价漆包线、铜板带与铝线毛利率分别为5.06%、11.06%、5.11%，较2014年变化不大。

表23 2013~2015年1季度华宇电磁线主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

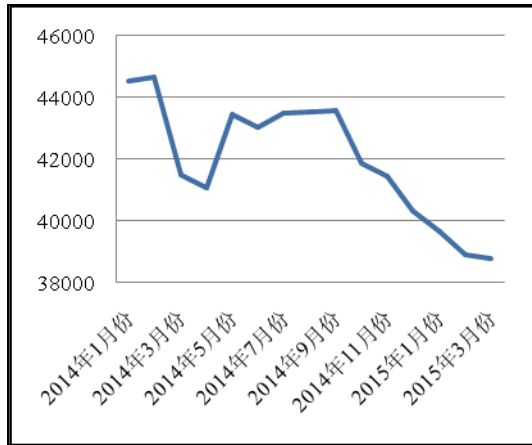
产品	2013 年			2014 年			2015 年 1~3 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
全价线	42499.48	52.05	5.26	47441	64.65	5.36	6785.00	61.26	5.06
铜板带	25313.25	31.00	10.02	18028	24.57	11.04	2603.00	23.50	11.06
全价杆	6272.25	7.68	3.22	562	0.77	3.01	194.00	1.75	2.98
铝线	4359.44	5.34	21.90	3961	5.40	5.12	676.00	6.10	5.11
加工线	1585.66	1.94	3.06	2667	3.63	3.09	465.00	4.20	3.07
Φ3 铜杆	1318.24	1.61	-0.33	669	0.91	1.62	112.00	1.01	1.71
拉丝机	206.01	0.25	72.42	--	0.00	--	116.30	1.05	32.51
裸铜线	61.65	0.08	5.86	56	0.08	4.92	123.70	1.12	5.03
加工杆	21.04	0.03	3.52	--	--	--	--	--	--
其他	18.63	0.02	--	--	--	--	--	--	--
合 计	81655.65	100.00	4.78	73384.00	100.00	5.30	11075.00	100.00	4.78

资料来源：华宇电磁线提供

华宇电磁线核心产品主要原材料为铜杆，2014年原材料的采购成本占采购总额的93.20%。从采购量来看，2014年华宇电磁线共计采购铜杆11133吨，较2013年降低25.13%，主要系华宇电磁线2014年流动资金紧张，以漆包线的加工为主，对原材料铜的采购量降低。从采购价格来看，2014年铜的价格变化幅度较大，其最高价与最低价之间相差4000元以上，为规避原材料价格波动产

生的风险，客户需以签订合同当天铜的价格预付20%的定金，用于采购原材料。

图5 2014~2015年3月华宇电磁线原材料铜采购价格（单位：元/吨）



数据来源：华宇电磁线提供

生产方面，2014年，漆包线产能增加，为25000吨，铜板带产能保持20000吨不变。2014年，华宇电磁线主要产品漆包线（包括全价漆包线与加工漆包线）产量为20184吨，较2013年增长6.42%；铜板带（包括全价铜板带与加工铜板带）产量为15548吨，较2013年下降11.37%。

表24 2013~2015年3月华宇电磁线主要产品产销情况
（单位：吨、万元）

全价漆包线	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
产能	20000	25000	25000
产量	8514	10196	1620
销量	8479	10268	1612
销售额	42499	47441	6785
加工漆包线	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
产能	20000	25000	25000
产量	10452	9988	1772
销量	10452	9988	1772
销售额	1585	2667	465
全价铜板带	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
产能	20000	20000	20000
产量	1769	1723	282
销量	1713	1695	267
销售额	8585	7543	1089

加工铜板带	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
产能	20000	20000	20000
产量	15773	13825	2002
销量	15772	13702	2002
销售额	14930	10485	1514

资料来源：华宇电磁线提供

市场销售方面，跟踪期内，华宇电磁线主要产品漆包线销量20256吨，同比增长7.00%；2015年一季度完成销量3384吨，为2014年全年的16.76%。2014年铜板带销售量15397吨，同比降低11.94%，主要是市场竞争激烈所致；2015年一季度完成销量2269吨，为2014年全年的14.74%。

总体看，跟踪期内，受整体市场环境不利以及华宇电磁线自身现金流紧张的影响，华宇电磁线整体销售收入下降，为保证现有市场占有率，华宇电磁线仍保持低价策略，主要产品毛利率较低。

（4）财务分析

华宇电磁线提供了2014年审计报告，经过中喜会计师事务所审计，并出具了标准无保留的审计意见。华宇电磁线2015年一季度财务数据未经审计。

截至2014年底，华宇电磁线资产总额59660.04万元，所有者权益10150.01万元。2014年华宇电磁线实现营业收入73383.66万元，利润总额451.43万元。

截至2015年3月底，华宇电磁线资产总额42984.07万元，所有者权益合计10202.65万元；2015年1~3月华宇电磁线实现营业收入11074.96万元，利润总额54.63万元。

盈利能力

2014年，华宇电磁线实现营业收入73383.66万元，同比降低10.13%；同期营业成本为69494.78万元，同比降低10.62%。2014年华宇电磁线营业利润率为5.24%，较2013年增加0.5个百分点。

2014年华宇电磁线收入规模减小，同时

有息债务规模下降，2014年期间费用为3401.48万元，同比降低21.75%，2014年华宇电磁线财务费用为2719.02万元，同比降低21.64%。2014年华宇电磁线计提资产减值损失446.35万元，全部为坏账准备；实现营业利润50.11万元，利润总额451.43万元。2014年华宇电磁线净资产收益率为3.20%，总资本收益率为0.12%。

2014年，华宇电磁线营业外支出14.51万元，主要为诉讼费，系华宇电磁线为河南奥博纸业有限公司代偿700.00万元，为追回欠款而向法院提起诉讼所支出的费用。

2015年1~3月，华宇电磁线实现营业收入11074.96万元，占2014年全年的15.09%；营业利润率为4.76%，较2014年下降0.48个百分点；实现利润总额54.63万元，同比下降78.43%。2015年上半年，华宇电磁线实现营业收入和利润总额分别为5188.44万元、-151.49万元，营业利润率为10.78%。

总体看，跟踪期内华宇电磁线营业收入下降，但成本费用控制能力有所增强，整体盈利能力弱。

现金流及保障

经营活动方面，2014年华宇电磁线经营活动现金流入90046.34万元，同比增长2.73%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金（占99.10%），现金收入比为121.60%；同期经营活动现金流出92614.85万元，同比增长20.75%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金（占98.13%）。2014年华宇电磁线经营活动现金流量净额为-2568.51万元。

华宇电磁线投资活动流入与流出规模小，2014年无投资活动现金流入；投资活动现金流出85.96万元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金，投资活动现金流量净额为-85.96万元。

筹资活动方面，2014年华宇电磁线筹资活动现金流入26003.34万元，主要为取得借款收到的现金（占75.91%）。筹资活动现金流出

31203.60万元，其中偿还债务支付的现金占77.22%；分配股利、利润或偿付利息支付的现金占9.35%，主要为利息支出；支付其他与筹资活动有关的现金占13.43%。2014年华宇电磁线筹资活动现金流量净额为-5200.26万元。

2015年上半年华宇电磁线经营、投资、筹资活动现金流量净额分别为4874.52万元、0万元、-8798.16万元。

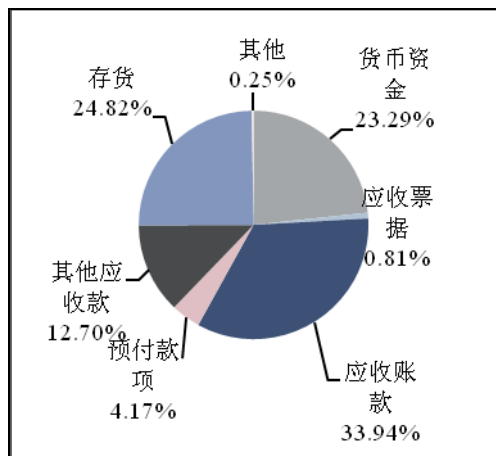
整体看，跟踪期内华宇电磁线经营活动现金流较紧张，投资活动规模较小且净流出有所下降。但华宇电磁线有息债务较多，偿还债务与利息支出占比较大，导致筹资活动流出规模较大，筹资活动表现为持续净流出。

资本及债务结构

截至2014年底，华宇电磁线资产总额59660.04万元，较2013年底下降24.03%，其中流动资产占87.57%，非流动资产占12.43%。

截至2014年底，华宇电磁线流动资产合计52243.67万元，同比降低26.19%，主要来自货币资金、应收账款、预付账款的降低。

图6 截至2014年底华宇电磁线流动资产构成



资料来源：华宇电磁线审计报告

截至2014年底，华宇电磁线货币资金12168.90万元，其中银行存款占5.11%，其他货币资金占94.59%，其他货币资金主要为开具银行承兑汇票及国内信用证保证金，使用受限。应收票据424.65万元，全部为银行承兑汇票。应收账款账面原值19296.29万元，账龄

在1年以内的占65.17%，1-2年的占23.68%；共计计提坏账准备1562.85万元，应收账款账面净值17733.44万元，同比降低13.19%。预付款项2178.99万元，同比降低76.64%，主要原因是2014年由于银行抽贷，华宇电磁线流动资金紧张，加大客户回款力度，同时降低预付比例。存货12969.31万元，同比增长29.93%，主要为原材料与库存商品的增加。

截至2014年底，华宇电磁线非流动资产7416.37万元，主要由固定资产构成（占68.94%）。2014年底，华宇电磁线固定资产账面原值8663.21万元，累计折旧3550.60万元，账面净值5112.60万元，同比上升5.84%，主要为房屋建筑物的增加，均为在建工程的结转。

截至2014年底，华宇电磁线所有者权益合计10150.01万元，同比上升3.30%，主要为未分配利润的增加所致。华宇电磁线所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占98.52%、0.15%、0.32%及1.01%。整体看，华宇电磁线未分配利润的增加导致所有者权益的小幅度增加，所有者权益稳定性较好。

截至2014年底，华宇电磁线负债合计49510.02万元，同比降低27.94%，主要为应付票据、应付账款、其他应付款以及应付债券的降低所致。负债合计中流动负债占比96.38%，非流动负债占比3.62%，流动负债占比高。截至2014年底，华宇电磁线应付票据、应付账款与其他应付款均大幅下降，分别为19500.00万元、2538.78万元和307.92万元，分别同比下降39.88%、36.01%和88.77%。

从有息债务规模来看，受短期债务、应付票据和应付债券降低的影响，2014年底，华宇电磁线全部债务合计43599.12万元，同比降低26.29%，其中短期债务占比95.88%，长期债务占比4.12%。从债务指标看，2014年底，华宇电磁线资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为82.99%、81.12%、15.02%，较上年分别降低4.5、14.64、

24.12个百分点，华宇电磁线债务负担有所减轻，但短期偿债压力依然较重。

截至2015年3月底，华宇电磁线资产总额42984.07万元，较2014年底下降27.95%，主要是华宇电磁线加大客户回款力度，同时收紧客户赊销比例引起应收账款下降29.36%，另外降低预付比例，使得预付款项下降60.55%。资产总额中流动资产占比93.46%，非流动资产占比6.54%，流动资产占比较2014年底增加5.89个百分点。

从负债方面看，截至2015年3月底，华宇电磁线负债合计32781.43万元，较2014年底下降33.79%，主要为华宇电磁线短期借款、应付票据、应付账款、预收账款等的减少所致。截至2015年3月底，华宇电磁线全部债务合计32700.26万元，较2014年底下降25.00%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为76.26%和76.22%，均较2014年底有所下降。

截至2015年3月底，华宇电磁线所有者权益合计10202.65万元，受未分配利润增加影响较年初增长0.52%。

截至2015年6月底，华宇电磁线资产总额42632.30万元，负债总额32637.58万元，所有者权益9994.71万元。

总体看，跟踪期内，华宇电磁线资产总额同比下降，资产总额中应收账款占比较高；短期借款和应付票据的降低使华宇电磁线有息债务规模下降，但债务负担较重，债务结构不合理，短期偿债压力较大。

偿债能力

从短期偿债能力看，截至2014年底，华宇电磁线流动比率和速动比率分别为109.49%、82.31%，受流动资产降低幅度大于流动负债的影响，同比分别减少3.96、15.14个百分点。2014年，华宇电磁线经营活动现金流量净额为-2568.51万元，经营现金流流动负债比为-5.38%，经营活动现金流量净额对流动负债无保护能力。截至2015年3月底，华宇电磁线流动比率与速动比率分别为129.64%、

96.44%，较 2014 年均有所上升。整体看，华宇电磁线短期偿债压力大，短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力来看，2014 年华宇电磁线 EBITDA 为 3801.32 万元，受利润总额增加影响同比大幅增长 256.34%；有息债务的降低使利息支出同比降低 24.08%，EBITDA 利息倍数由 2013 年的 0.28 倍上升至 1.30 倍；全部债务/EBITDA 由 55.71 倍降低至 11.47 倍。总体看，华宇电磁线长期偿债能力弱。

华宇电磁线于 2011 年 2 月 16 日参与发行了总金额为 4.90 亿元，期限为 6 年的中小企业集合债券（“11 豫中小债”），“11 豫中小债”投资者有权选择在第三年期满时将所持有的全部或部分债券按面值回售给发行人。其中华宇电磁线发行 6000 万元，投资人于 2014 年 2 月回售给华宇电磁线 4634.44 万元，剩余存续债券规模为 1684.89 万元。

华宇电磁线 2014 年底现金类资产为 12635.55 万元，扣除受限制货币资金 12168.90 万元后，为存续债券的 0.28 倍，对存续债券的保护能力较差。2014 年，华宇电磁线 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额对存续债券的保护倍数分别为 2.26 倍、53.44 倍和 -1.52 倍。华宇电磁线经营活动现金流入量对存续债券覆盖程度较好，经营活动现金流净额对存续债券覆盖程度差。

截至 2015 年 3 月底，华宇电磁线对外担保 28 笔，合计担保金额 31980 万元，担保比率达 313.45%，较上年同期上升 9.69 个百分点。被担保企业多为新乡市制造业企业，且与华宇电磁线为互保关系。且跟踪期内，华宇电磁线已为河南奥博纸业代偿 700 万元，同时，被担保企业新乡市双狮线缆有限公司与河南恒升起重股份有限公司已出现经营困难。总体看，华宇电磁线担保比率过高，被担保企业行业相关性较强，区域较集中，受国内经济增速放缓影响，中小制造企业面临较大生存压力，华宇电磁线或有负债风险明

显加重，或有负债风险很高。

表 25 2015 年 3 月底华宇电磁线对外担保前 10 企业情况

被担保企业	担保金额（万元）
新乡市中联石化锻压有限公司	1910
新乡市新机创新机械有限公司	3000
新乡市翔川油墨有限公司	7580
河南恒升起重股份有限公司	6000
新乡市天禄工业有限公司	2000
河南凤凰制药有限公司	1000
新乡县京华镁业有限公司	3300
河南力之星三轮摩托车制造有限公	2700
新乡市双狮线缆有限公司	2000
新乡天丰机械制造有限公司	1500
河南六建钢结构有限公司	600
合计	31590

资料来源：华宇电磁线提供

截至 2015 年 3 月底，华宇电磁线在多家商业银行共获得银行授信额度 23000 万元，已使用额度 20906 万元，尚未使用信用额度 2094 万元。华宇电磁线间接融资渠道有待拓宽。

过往债务履约情况

华宇电磁线未提供最新《企业基本信用信息报告》。根据现场访谈，华宇电磁线已经出现贷款逾期。

抗风险能力

基于对华宇电磁线自身经营及财务状况，以及华宇电磁线担保企业经营状况的综合分析，华宇电磁线整体抗风险能力弱。

（5）募集资金使用情况

华宇电磁线“11 豫中小债”募集资金 6000 万元，主要用于年产 20000 吨铜板带项目。该项目总投资 12314 万元，存续债券发行额占项目总投资的 48.73%。

项目的厂房建设于 2010 年 8 月底完工，设备安装于 2011 年 5 月完成并试车投产。2012~2014 年产量分别为 15452 吨、17542 吨、15548 吨，2015 年 1~3 月为 2284 吨。

募集资金使用方面，华宇电磁线项目开工较早，至 2011 年 2 月 16 日本期集合债券募集资金 6000 万元到账时，铜板带项目的厂房

建筑、机器设备等已完工 90%以上，资金主要为华宇电磁线自筹及银行贷款，因而，经股东会同意，华宇电磁线将本次募集资金用于铜板带项目所需原材料铜板的购置。

“11 豫中小债”每年付息一次，华宇电磁线已于 2014 年 2 月 17 日完成 4634.44 万元本金的偿付，剩余存续期债券规模为 1684.89 万元。

（6）结论

跟踪期内，受宏观环境影响以及华宇电磁线自身现金流紧张，华宇电磁线营业收入有所下降，虽然扭亏为盈，但盈利能力仍较弱；同时债务率和对外担保比率过高，整体经营风险较大。根据现场访谈，华宇电磁线已经出现对外担保代偿和贷款逾期。综合考虑，联合资信将华宇电磁线的主体长期信用等级由 BB⁻调整为 B，评级展望维持负面。

8. 新乡市起重机厂有限公司

（1）主体概况

新乡市起重机厂有限公司（以下简称“新乡起重”）的前身是设立于 1993 年的新乡市起重机厂，原登记注册为集体所有制企业，实际注册资金均由自然人投入。2003 年，新乡起重申请变更为私营企业，设立新乡市起重机厂有限公司，注册资本 800 万元。2009 年新乡起重注册资本增至 6000 万元，其中河南恒升起重股份有限公司（以下简称“恒升起重”）出资 4200 万元，占 70%；马天贺、徐玉兴、徐进增 3 名自然人分别出资 600 万元，各占 10%。2011 年 5 月，新乡起重 3 名自然人股东马天贺、徐玉兴和徐进增将股权全部转让，新乡起重成为恒升起重的全资子公司。2014 年 3 月 12 日，新乡起重决定增加注册资本 6900 万元，变更后，注册资本达到 12900 万元；本期增加实收资本 4006 万元，变更后实收资本 10006 万元，余款于 2016 年 3 月 11 日前缴足。

2014 年 12 月 4 日，恒升起重将持有新乡起重 40%的股权合计 5160 万元，认缴 5160

万元，实缴 4002.4 万元，以 4002.4 万元转让给苗广培；恒升起重将持有新乡起重 30%的股权合计 3870 万元，认缴 3870 万元，实缴 3001.80 万元，以 3001.80 万元转让给徐玉博；恒升起重将持有新乡起重 30%的股权合计 3870 万元，认缴 3870 万元，实缴 3001.8 元，以 3001.8 万元转让给徐文刚。未实缴的 2894 万元于 2016 年 3 月 11 日前由新的自然人股东按出资比例足额缴纳。

截至 2015 年 3 月底，新乡起重注册资本 12900 万元，实收资本 10006 万元。新乡起重实际控制人为第一大股东苗广培先生。

新乡起重经营范围：电动葫芦、桥式起重机、门式起重机、多功能起重机、去污装置、起重机械配件制造、起重机安装装修；手动葫芦、手动单轨小车销售；对外进出口贸易经营（以上项目凡涉及国家许可经营的凭证许可经营）。目前新乡起重以起重机械制造为主营业务，截至 2015 年 3 月底，在岗员工 533 人。

截至 2014 年底，新乡起重资产总额 54444.95 万元，所有者权益 22207.18 万元；2014 年新乡起重营业收入 15600.57 万元，利润总额 687.72 万元。

截至 2015 年 3 月底，新乡起重资产总额 51740.62 万元，所有者权益 22669.44 万元；2015 年 1～3 月底新乡起重实现营业收入 4501.12 万元，利润总额 462.25 万元。

新乡起重注册地址：河南新乡市开发区南环路东 1 号；法定代表人：苗广培。

（2）基础素质

新乡起重长期从事各种起重设备的研发、制造和销售业务，是国内起重机械制造业骨干企业之一，是国内三大铝冶炼专用起重设备制造商之一和钢铁行业起重设备重要制造商之一，国家起重机 A 类制造企业，被认定为国家级“高新技术企业”，是河南省唯一的“起重机械工程技术研究中心”和“多功能冶金起重机械工程技术研究中心”。新乡起

重拥有数十项国家专利，承担“国家火炬计划项目”两项，新乡起重具有国家质检总局核发的“铝电解及有色金属冶炼起重设备”独立技术和生产资质（全国仅3家）。

新乡起重积极进行高新技术研发和专利申报，跟踪期内，共获得1项发明专利，9项实用新型专利，并有4项实用新型专利获得授权。

（3）管理分析

如前文所述，跟踪期内，新乡起重股权结构和实际控制人发生较大变化，新乡起重实际控制人和第一大股东由恒升起重变更为苗广培先生。

跟踪期内，在高管任职方面，新乡起重董事长变更为苗广培先生；任命原销售和采购主管副总马天贺为总经理；任命原采购部主管助理高晓芳为采购主管；任命原财务部副主管侯丽红为财务部主管。

苗广培，49岁，自1983年开始从事机械制造业工作，经过数十年的积累，掌握了丰富的技术经验和市场资源。2014年担任新乡起重董事长。马天贺先生，47岁，本科学历，从事起重机销售22年，行业经验丰富，自2014年底起担任新乡起重总经理。

跟踪期内，新乡起重在生产管理制度上发生了一些调整：现在的生产实行责任承包制，所有工人根据工序分成30个班组，按工作量进行绩效考核，提高了工人的生产积极性，同时生产效率也有一定的提高。其他管理制度方面无重大变化。

总体看，跟踪期内，新乡起重实际控制人和高管的变更，不影响其正常生产经营。

（4）经营分析

新乡起重主要产品为多功能起重机、智能机械手、单双梁起重机和其他小型机械，

用于有色冶金，尤其是铝冶炼行业。2014年，受宏观经济影响，中国起重机市场呈现低迷态势，同时，银行业收缩信贷，新乡起重流动资金紧张，生产经营活动受到大幅度影响，2014年新乡起重实现营业收入15600.57万元，同比大幅度下降51.48%。2014年底，为避免因银行收缩信贷而资金链断裂，新乡起重通过股权转让的方式引入资金，以此保证企业正常生产经营。新乡起重通过维护现有优质客户、稳定市场占有率和加大科技创新力度的方式，在2015年一季度，获得约16200万元的订单，但因流动资金限制，订单产品主要呈现集中度高、金额大、技术附加值高等特点。2015年1~3月新乡起重实现营业收入4501.12万元，较上年同期增长111.01%。

跟踪期内，新乡起重各类产品在收入中的占比基本与2013年相同，智能化起重机（包括多功能起重机和智能机械手）和通用型起重机（包括单双梁起重机）仍为收入的主要来源，智能化起重机由于其较高的附加值，收入占比逐年提升。2014年，智能化起重机、通用类起重机和其他类起重机分别占60%、31%和9%，且由于智能化起重机占比较高，综合毛利率提升5.8个百分点。2015年一季度，因流动资金的限制，新乡起重进一步增加智能化起重机在产品中的占比，但因其生产周期长，下半年才能确认收入，所以在2015年一季度的营业收入中，智能化起重机、通用类起重机和其他类起重机分别占比52%、39%和9%。2015年1~3月，新乡起重各个产品的毛利率均有不同幅度的下降，导致综合毛利率较2014年下降9.28个百分点，主要原因系2015年新乡起重为扩大市场份额，出台更优惠的销售政策，降低产品销售价格，并提供更多佣金给销售人员。

表26 2013~2015年1季度新乡起重经营情况（单位：万元、%）

产品	2013年			2014年			2015年1~3月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率

智能化起重机	17700	53	29.38	9360	60	36.34	2340	52	27.69
通用类起重机	12200	35	9.84	4840	31	12.41	1760	39	8.21
其他起重机械	2254	12	24.09	1401	9	21.82	401	9	11.74
合 计	32154	100	21.36	15601	100	27.61	4501	100	18.33

资料来源：新乡起重提供

① 采购

新乡起重生产所需原材料主要是钢材、电机、减速机、电器和配套件等。钢材在成本中占比在40%以上，近年来，全国钢铁价格总体水平不断走低，2014年钢材采购均价为3074元/吨，较2013年每吨下降368元；2015年第一季度采购均价为3060元/吨，每吨较2014年下降14元；钢材的主要供应商为邢台富发商贸有限公司、安阳市豪成商贸有限公司和安阳市建恒物资有限公司等；目前国内钢铁市场供远大于求，市场价格呈底部震荡趋势，新乡起重议价能力较强，可以保障公司现阶段的盈利能力。电机和减速机在成本中占比20%以上，主要供应商为大连众益电器工程公司和河南迪安帝科技有限公司等，集中度一般，新乡起重议价能力尚可。

新乡起重钢材采购主要包括赊销、货到付款等结算方式，付款方式为转账、电汇、银行承兑汇票、现金等方式。

② 生产

公司在有色冶金、尤其是铝冶炼等专用起重机械方面拥有完整的产品链条，现有生产人员341名，年生产能力2万余吨。

在生产方式上，由于起重机械属于特种设备，客户会根据自身厂房、作业环境的需要对产品提出要求，新乡起重根据客户的具体需求，设计对应的产品。因此，新乡起重实施“以销定产”的生产经营模式：取得客户订单后，依据设计采购原材料，组织生产，安排销售、现场安装等作业。

跟踪期内，新乡起重股权结构发生了较大变化，实际控制人由徐广善先生变更为苗广培先生，在生产管理制度上发生了一些调整：现在的生产实行责任承包制，所有工人根据工序

分成30个班组，按工作量进行绩效考核，提高了工人的生产积极性，同时生产效率也有一定的提高。

2014年新乡起重生产智能化起重机3900吨，同比下降44.44%；生产通用类起重机5500吨，同比下降53.70%。2015年一季度，智能化起重机、通用类起重机分别生产980吨、1980吨，是2014年全年的25.13%、36%。

表 27 2013-2015 年 1 季度新乡起重产销情况
(单位：吨、万元/吨)

产品		2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
智能化起重机	产量	7020	3900	980
	销量	6680	3750	980
	平均价格(含税)	2.65	2.50	2.40
	销售额	17700	9360	2340
通用类起重机	产量	10530	5500	1980
	销量	11620	5380	1960
	平均价格(含税)	1.05	0.9	0.9
	销售额	12200	4840	1760

资料来源：新乡起重

③ 销售

2014年，中国起重机市场呈现低迷态势，同时银行收缩信贷，造成新乡起重流动资金紧张，对新乡起重的生产经营造成了很大的影响。2014年，新乡起重各产品销量大幅度下降，智能化起重机、通用类起重机和其他起重机械分别销售3750吨、5380吨和880吨。2015年一季度，新乡起重主要产品智能化起重机、通用类起重机和其他起重机械的销量分别是2014年的26.13%、36.43%和30.68%，较上年同期有较大幅度提升。

新乡起重产品主要销往华北、华南、中部、华东和西北地区，与大唐国际、武钢集团、中铝国际、魏桥铝电和攀枝花铝业等大型企业合作密

切。跟踪期内，电解铝行业发展呈低迷态势，新乡起重重新开发港口物流起重机市场，2014年新乡起重前五名客户为南京港口机械厂、重庆旗能电铝有限公司、甘肃开拓矿业有限责任公司、滨州北海新材料有限公司、中建安装工程有限公司，销售占比为23.65%。

跟踪期内，新乡起重主要产品的销售均价较2013年均有所下降，2014年智能化起重机销售均价为2.50万元/吨，同比下降0.15万元/吨，通用类起重机销售均价为0.9万元/吨，同比下降0.15万元/吨，其他起重机械销售均价1.60万元/吨，同比下降0.1万元/吨；2015年一季度，除通用类起重机价格保持稳定外，智能化起重机和其他类起重平均售价均下降0.1万元/吨，新乡起重产品价格的下行受起重机需求低迷影响较大，但高附加值的智能化起重机价格弹性更为良好。

跟踪期内，新乡起重由于流动资金紧张，只接受合作时间长、利润率高、付款条件宽松的客户订单，在电解铝行业发展低迷的态势下，新开发港口物流起重机市场，并加大技术研发力度，强化与既有大客户合作层次，跟踪用户需求变化，巩固新乡起重产品供应商的优势地位。

新乡起重2015年一季度获得订单金额16200万元，与上年同期相比，各类订单量规模都有较大提升。

新乡起重销售结算方式一般是预付30%或以上、生产过程中缴纳进度款30%或以上、生产完成运抵安装现场前再支付30%或以上，10%以内的尾款作为质保金，质保期满再予以结算。

总体看，跟踪期内，新乡起重由于市场低迷和流动资金紧缺，主营业务量大幅度缩减。

(5) 财务分析

新乡起重提供的2014年财务报表已经瑞华会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。新乡起重2015年一季度财务报表未经审计。

截至2014年底，新乡起重合并资产总额54444.95万元，所有者权益22207.18万元。2014年新乡起重实现营业收入15600.57万元，利润总额687.72万元。

截至2015年3月底，新乡起重合并资产总额51740.62万元，所有者权益22669.44万元。2015年1~3月新乡起重实现营业收入4501.12万元，利润总额462.26万元。

① 盈利能力

跟踪期内，受宏观经济影响，中国起重机市场呈现低迷态势，另外流动资金的短缺对新乡起重生产经营造成很大影响，使其营业收入大幅度下降，2014年新乡起重实现营业收入15600.57万元，同比下降51.48%，但由于产品结构的调整，附加值高的智能化起重机占比较高，2014年新乡起重营业利润率为27.49%，较去年同期上升6.29个百分点。

2014年新乡起重营业外收入336.40万元，主要为递延收益转入和新乡市财政局等政府机构拨付的研发资金和项目资金，同期新乡起重营业外支出0.55万元。2014年新乡起重利润总额687.72万元。从盈利指标看，2014年新乡起重总资产收益率和净资产收益率分别为5.41%和1.37%，较2013年大幅度下降。

2015年1~3月，新乡起重实现营业收入、利润总额分别是4501.12万元、462.25万元，较2014年同期分别增长111.01%、586.03%。2015年1~3月，新乡起重营业利润率为18.32%，较2014年下降9.17个百分点。

总体看，跟踪期内，新乡起重营业收入大幅度下降，整体盈利能力较弱。

② 现金流及保障

经营活动方面，2014年新乡起重实现销售商品、提供劳务收到的现金17659.05万元，同比降低53.71%，现金收入比为113.19%；2014年收到其他与经营活动有关的现金3086.02万元，主要为新乡起重与其他公司的往来款、利息收入和营业外收入。2014年新乡起重购买商品、接受劳务支付的现金为13847.61万元，同比下

降 58.44%；同期支付的其他与经营活动有关的现金 9234.25 万元，同比增长 120.51%。2014 年新乡起重经营活动产生的现金流量净额为 -4690.23 万元。

投资活动方面，2014 年新乡起重投资活动主要为购建固定资产、无形资产支付的现金，投资活动产生的现金流量净额为 -397.47 万元，2014 年筹资活动前产生的现金流量净额为 -5087.70 万元，存在很大的外部融资压力。

筹资活动方面，2014 年新乡起重股权转让，新股东注资 1 亿元，其中计入“吸收投资收到的现金”4006 万元，计入“收到其他与筹资活动有关的现金”6040 万元。另外当年取得借款 5349 万元。2014 年新乡起重筹资活动现金流出主要是偿还债务本金和利息。筹资活动产生的现金流量净额表现为 5177.32 万元。

总体看，跟踪期内，新乡起重经营活动获现能力减弱，投资规模不大，当年股权变更股东注资带动资金流入较大，但鉴于公司经营活动资金需求较紧张，公司实际对外筹资压力仍较大。

③资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，新乡起重资产总额 54444.95 万元，其中流动资产和非流动资产分别占 71.29%和 28.71%，新乡起重资产以流动资产为主，资产结构较上年变化不大。

截至 2014 年底，新乡起重货币资金较 2013 年底大幅增加，2014 年为 5032.37 万元，其中 4732.59 万元为银行承兑汇票保证金。

截至 2014 年底，新乡起重应收账款余额为 13387.35 万元，账龄 1 年以内的占 66.08%，1~2 年的占 28.01%，2 年以上的占 5.91%；2014 年新乡起重累计计提坏账准备 1161.22 万元，计提比率 8.67%，计提较充分，新乡起重应收账款净值为 13387.34 万元，同比下降 3.14%；应收前五位欠款单位货款占新乡起重应收账款总额的 14.77%，客户集中度较低。总体看，新乡起重 1 年以上账龄应收账款占有一定比

重，但坏账计提较充分，回款风险较低。

截至 2014 年底，新乡起重其他应收款 4365.68 万元，同比增长 371.84%，其他应收款主要由往来款和保证金构成，其中应收恒升起重往来款 3892.49 万元。2014 年底累计计提坏账准备 300.52 万元，计提比例 6.44%。

截至 2014 年底，新乡起重存货规模为 15640.47 万元，同比增长 37.26%，主要是在产品增加较多。从构成看，原材料占 8.97%，在产品占 65.45%，库存商品占 25.58%。公司未计提存货跌价准备。

截至 2014 年底，新乡起重非流动资产合计 15630.01 万元，同比增长 8.92%，主要为固定资产和无形资产的增长。2014 年新厂区项目完工转为固定资产，带动固定资产大幅度增长至 7496.18 万元；新乡起重无形资产由土地使用权构成，截至 2014 年底为 6731.71 万元。

截至 2015 年 3 月底，新乡起重资产总额 51740.62 万元，较 2014 年底降低 4.97%，主要来源于货币资金的减少。其余科目变化不大。

跟踪期内，新乡起重资产以流动资产为主，流动资产以应收账款和存货为主，新乡起重整体资产质量尚可。

所有者权益

截至 2014 年底，新乡起重所有者权益合计 22207.18 万元，较 2013 年底增长 24.08%，主要源于实收资本的增加，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 45.06%、26.35%和 25.73%。截至 2015 年 3 月底，新乡起重所有者权益增长至 22669.44 万元，增长主要源于未分配利润的增加。总体看，新乡起重所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2014 年底，新乡起重负债总额 32237.77 万元，同比增长 18.30%，其中流动负债占比 90.73%，非流动负债占 9.27%。截至 2014 年底，新乡起重短期债务 5650 万元，其中包括已逾期未偿还的短期借款 2250 万元，其中从新乡银行和平支行借款 750 万元，逾期 4 天；从兴业银行新乡支行借款 1500 万元，逾期 26 天。截

至 2014 年底，其他应付款 6836.27 万元，同比增长 105.18%，主要为单位间往来款。2014 年新增递延收益，全部为政府补助，包括二期项目填土款，二期土地项目产业引导资金，截至 2014 年底递延收益为 1865.40 万元。

截至 2014 年底，新乡起重全部债务 11273.42 万元，其中长期债务占 9.97%。从债务指标看，由于新乡起重于 2014 年赎回“11 豫中小债”2876.74 万元（剩余 1123.42 万元），应付债券大幅度减少，所以，2014 年新乡起重资产负债率较 2013 年有小幅下降，为 59.21%，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率同比分别大幅下降 13.45 个百分点至 4.82%、下降 7.37 个百分点至 33.67%。

截至 2015 年 3 月底，负债合计 29071.18 万元，较 2014 年底下降 9.82%，主要由于应付票据的减少。截至 2015 年 3 月底，全部债务 6773.42 万元，长期债务占比增至 16.59%，资产负债率和全部债务资本化比率分别降至 56.19%和 23.01%。

跟踪期内，新乡起重债务以流动负债为主，债务负担较轻；短期债务已经出现逾期情况。

④偿债能力

从短期偿债能力来看，截至 2014 年底，新乡起重流动比率和速动比率分别为 132.71%和 79.23%，速动比率有一定幅度的降低，主要受跟踪期内公司存货规模增长影响；2015 年 3 月底两项指标分别为 138.76%与 83.37%。2014 年，公司经营现金流动负债比为-16.04%，较 2013 年减少 18.53 个百分点，经营活动产生的现金净流量不能覆盖流动负债。总体看，新乡起重短期偿债能力弱。

从长期偿债能力来看，2014 年新乡起重 EBITDA 为 1910.57 万元；EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 3.27 倍和 5.90 倍。总体看，新乡起重长期偿债能力尚可。

截至 2015 年 3 月底，新乡起重对外担保合计 1600 万元，全部是对恒升起重的追加担

保，担保到期日为 2014 年 12 月 11 日，恒升起重的银行贷款已经逾期，新乡起重有代偿风险。

截至 2015 年 3 月底，新乡起重获得银行授信 8250 万元，已使用额度为 5650 万元，剩余 2600 万元额度未使用，融资渠道有待拓宽。

⑤本期集合债券偿还能力分析

投资者对“11 豫中小债”行使回售权利完毕后，新乡起重赎回 2876.74 万元，存续期内债券余额为 1123.26 万元，截至 2014 年和 2015 年 3 月底，新乡起重现金类资产分别为 5352.37 万元、727.50 万元，分别是本期集合债券余额的 4.77 倍、0.65 倍，对本期集合债券的保护能力较弱。

2014 年，新乡起重 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对本期集合债券余额的保护倍数分别为 1.70 倍、18.47 倍和 -4.18 倍。新乡起重经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期集合债券覆盖程度较强。

⑥过往债务履约情况

根据企业提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 G1041070300036810C），截至 2015 年 5 月 28 日，新乡起重无已结清不良信贷记录，未结清信贷记录中关注类贷款 2 笔，金额 2494.74 万元；不良类贷款 1 笔，金额 1492.88 万元。截至 2015 年 3 月，新乡起重短期借款全部逾期，合计 5650.00 万元。

⑦抗风险能力

基于对新乡起重自身经营和财务状况，综合判断，新乡起重整体抗风险能力弱。

（6）结论

跟踪期内，受累于起重机行业低迷、银行抽贷导致新乡起重经营资金紧张，2014 年以来新乡起重收入和利润总额快速下滑；2014 年股东增资，目前订单量充足，2015 年新乡起重经营状况略有好转。但目前新乡起重短期借款全部逾期，同时被担保企业恒升起重贷款逾期，新乡起重具有代偿风险。

综合考虑，联合资信将新乡起重主体长期信用等级由 BBB 调整为 BB，评级展望维持负面。

六、担保与再担保能力分析

1. 担保与再担保条款

本期集合债券由河南省中小企业投资担保股份有限公司、郑州中小企业担保有限公司、新乡市发展投资担保有限公司、安阳市信用担保投资有限责任公司组成统一担保人，以不可撤销的连带保证责任方式提供债券担保；并由河南省中小企业担保集团股份有限公司对债券担保人的担保责任提供再担保，担保方式为无条件不可撤销的一般保证担保。

担保和再担保的保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

2. 担保公司基本情况

(1) 河南省中小企业投资担保股份有限公司

河南省中小企业投资担保股份有限公司（以下简称“河南担保”），成立于2002年12月30日，是经河南省政府批准并出资发起设立的股份制企业，初始注册资本2.04亿元。河南担保成立后多次进行股权结构调整及增资扩股。截至2014年末，河南担保注册资本增至5.10亿元。河南担保共有11家企业法人股东，前五大股东持股情况见下表。河南担保第一大股东为河南平原控股集团股份有限公司，出资1.18亿元，持股比例为23.13%。

表 28 河南担保主要股东及持股情况表
(单位: 万元、%)

序号	股 东	出 资 金 额	占注册 资本比 例
1	河南平原控股集团股份有限公司	11795.14	23.13
2	鹤壁金甲(中国)食品商贸有限公司	7863.43	15.42
3	河南元和投资有限公司	6967.00	13.67
4	河南大用实业有限公司	5898.07	11.57
5	周口市兴农投资担保有限公司	4914.89	9.64
合 计		37438.53	73.43

资料来源: 企业提供

河南担保经营范围: 主营贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保; 兼营诉讼保全担保、履约担保及符合规定的自有资金投资, 融资咨询等中介服务。

河南担保内设担保业务部、金融同业部、业务管理部、评审研发部、稽核审计部、计划财务部和综合管理部, 现有员工83人。

截至2014年末, 河南担保资产总额12.49亿元, 所有者权益6.20亿元。2014年河南担保实现营业收入2.39亿元, 其中担保业务收入1.99亿元, 利息净收入0.29亿元; 实现净利润0.68亿元。河南担保期末在保余额50.87亿元, 其中融资担保余额41.00亿元、非融资担保余额9.20亿元、金融担保余额0.67亿元。

注册地址: 郑州市金水路226号楷林国际18层; 法定代表人: 关湘平。

(2) 郑州中小企业担保有限公司

郑州中小企业担保有限公司(以下简称“郑州担保”)成立于2004年1月, 是由郑州市人民政府出资组建的政策性担保机构。2010年4月, 郑州市财务开发公司向公司增资1亿元, 郑州担保注册资本增至40100.00万元。2012年, 郑州市财务开发公司将其持有的6000万股股权转让给郑州市财政局。2013年10月, 郑州担保进行了股权整合, 郑州市财政局及郑州市财务开发公司将持有的全部股份划拨给郑州投资控股有限公司。2014年, 郑州投资控股有限公司向郑州担保增资1亿元, 郑州担保注册资本增至50100.00万元。截至2014年末, 郑州担保股东及持股情况见下表。

表 29 郑州担保股东及持股比例(单位: 万元、%)

序号	股 东	出 资 额	持 股 比 例
1	郑州投资控股有限公司	44000.00	87.82
2	河南省中小企业担保集团股份有限公司	5000.00	9.98
3	新郑市财政局	1000.00	2.00
4	郑州市中原纱嫂社区服务有限公司	100.00	0.20
合 计		50100.00	100.00

资料来源: 企业提供

郑州担保经营范围：主营贷款担保，票据承兑担保，贸易融资担保，项目融资担保，信用证担保。兼营诉讼保全担保，履约担保，符合规定的自有资金投资，融资咨询等中介服务。

郑州担保内设融资担保部、住房公积金担保部、下岗职工担保部、综合管理部、风险管理部、稽核审计部等。截至 2014 年末，郑州担保共有员工 44 人。

截至 2014 年末，郑州担保资产总额 98433.87 万元，其中货币资金 80948.14 万元；负债总额 42087.24 万元，其中担保赔偿准备金和未到期责任准备金合计 22627.05 万元；所有者权益 56345.83 万元，其中实收资本 50100.00 万元；担保余额 526562.00 万元。2014 年，郑州担保实现营业收入 4564.66 万元，净利润 155.45 万元。

郑州担保注册地址：郑州市金水区中州大道 1108 号；法定代表人：赵少伟

（3）新乡市发展投资担保有限公司

2014 年上半年，新乡市发展投资担保有限公司（以下简称“新乡发展”）董事长及总经理被检察机关调查，目前仍在调查之中，该事件对新乡发展运营产生重大的不利影响。

新乡发展主营担保业务已基本停止，目前工作主要是担保代偿的清收。截至 2015 年 7 月末，新乡发展在保责任余额 2800 万元，为集合债担保。目前，新乡发展融资业务经营许可证未年检。

新乡发展无法提供 2014 年审计报告。根据新乡发展提供的其他应收款明细表，截至 2015 年 3 月末，新乡发展其他应收款 10226 万元，主要为股东和个人借款以及安阳市人民检察院的查封款，该类款项存在重大风险。

此次事件对新乡发展的业务经营将产生重大的不利影响。根据对新乡发展目前的财务数据及经营情况综合判断，新乡发展已不具备代偿能力，联合资信将新乡发展的主体长期信用等级由BB下调至C。

（4）安阳市信用担保投资有限责任公司

安阳市信用担保投资有限责任公司（以下简称“安阳担保”）于2005年12月21日经安阳市政府批准成立，注册资本1900万元。历经数次增资扩股，截至目前，安阳担保注册资本10300万元。股东全部以货币出资，其中国有股东持股超过80%。截至2014年末，安阳担保前5大股东持股比例见下表。

表30 前五大股东持股比例（单位：万元、%）

股 东	出资额	持股比例
安阳投资集团有限公司	6400	62.14
林州建设投资有限责任公司	2000	19.42
安阳市四方房地产开发有限责任公司	500	4.85
安阳市殷都经济投资有限责任公司	500	4.85
河南省耀远实业有限公司	300	2.91
合 计	9700	94.17

资料来源：企业提供

安阳担保业务范围：贷款担保，票据承兑担保，贸易融资担保，项目融资担保，信用证担保，诉讼保全担保，履约担保，符合规定的自有资金投资，融资咨询等中介服务。

截至2014年末，安阳担保资产总额39814.17万元，其中流动资产39786.59万元；负债总额23267.13万元，其中短期责任准备金余额860.47万元，担保赔偿准备金余额5412.17万元；所有者权益16547.04万元。2014年，安阳担保实现担保业务收入1720.95万元，净利润1345.06万元。

安阳担保注册地址：安阳高新区黄河大道中段路北市政设计研究院四层；法定代表人：吴紫阳。

3. 跟踪期内统一担保人评级结果

2015年联合资信对四家统一担保人进行跟踪评级，其中担保方新乡担保因为其董事长及总经理被检察机关调查，该事件对新乡担保运营产生重大不利影响。新乡发展主营担保业务已基本停止，目前工作主要是担保代偿的清收。目前，新乡发展融资业务经营许可证未年检。此次事件对新乡发展的业务经营将产生重大的不利影响。

根据对新乡发展目前的财务数据及经营情况综合判断，新乡发展已不具备代偿能力，联合资信将新乡发展的主体长期信用等级由BB下调至C；其他三家担保方主体长期信用等级和展望未做调整（见下表）。

表 31 本期集合债券担保人主体长期信用

集合债券担保人	上次评级结果	跟踪评级结果
河南省中小企业投资担保股份有限公司	A/稳定	A/稳定
郑州中小企业担保有限公司	A/稳定	A/稳定
新乡市发展投资担保有限公司	BB/负面	C
安阳市信用担保投资有限责任公司	BBB/稳定	BBB/稳定

资料来源：联合资信整理

4. 再担保基本情况

本期集合债券原由河南省中小企业信用担保服务中心（以下简称“担保服务中心”）提供再担保，2009年8月，经河南省人民政府批准设立河南省中小企业担保集团股份有限公司（以下简称“河南省担保集团公司”），河南省担保集团公司以河南省中小企业信用担保服务中心为基础，联合县级财政部门以其持有的政策性担保公司的股权参股，吸收国有企业和社会资本投资入股，共同组建成立，注册资本金 35.19 亿元。原担保服务中心对本期集合债券的再担保责任由新设立的河南省担保集团公司继承。

再担保人对担保人的担保责任承担一般保证责任。在本期集合债券到期时，如债券持有人或债权人书面通知主债务人和担保人履行到期债务主债务人或债权人书面通知主债务人和担保人履行到期债务，主债务人和担保人依据签的相关协议进行清偿债务。主债务人和担保人均不能足额清偿债务时，再担保人对不能清偿的部分承担担保责任。再担保人应在收到债券持有人或债权代理人的书面通知之日起 10 日内就担保人未代偿部分进行代偿。

河南省担保集团公司是河南省中小企业信用担保机构的增信服务平台，为体系内信用

担保机构提供再担保服务；是高科技、高成长型企业的融资服务平台，为省内重点中小企业、重大项目和集合性融资项目提供融资担保服务。河南省担保集团公司提供的再担保有助于增强本期集合债券本息偿还的安全性。

5. 交易结构

债权人应于兑付日前 40 日，书面通知偿付人如期支付应偿还的本金和/或利息金额，并同时抄送风险管理委员会和监管银行。监管银行应根据债权代理人的书面通知核对偿付人是否按时将应偿还的本息金额划拨致本协议约定的偿债专项账户总户中，如监管银行发现偿付人在兑付日前 33 日仍未足额划拨本期应偿还的款项，应在 1 个工作日内，书面通知偿付人补足，并按协议的约定书面通知债权代理人和风险管理委员会，由风险管理委员会决议是否启动债券清偿程序。偿付人的偿付资金全部到达偿债专户后，监管银行应在立即书面通知债权代理人并同时抄送风险管理委员会。债权人应在收到银行书面通知之日起 3 日内，向监管银行发出印有预留印鉴的书面划拨指令并同时抄送风险管理委员会，监管银行应根据该指令划拨相应资金给债券持有人。

若各偿付人未按约定足额支付本期集合债券的本金、利息和/或逾期利息，或发生其他违约情况时，风险管理委员会应根据《集合担保协议》及其他协议的约定，于不迟于偿付20日前，启动担保追偿程序，要求相应统一担保人于不迟于偿付日起15日前将相应本金及利息划入偿债专户。若在履行上述程序后债项仍未得到全部清偿，则风险管理委员会应于不迟于偿付日7日前启动风险准备金清偿并按约履行其他追偿程序。在风险管理委员会决议启动风险准备金清偿后，债权人应及时向监管银行发出风险准备金相关划付指令。

6. 其他事项

本期集合债券设立偿债专户，提取债券发行

总额的 10% 风险准备金，风险准备金由统一担保人缴纳。截至 2015 年 7 月底，本期集合债券提取的风险准备金是剩余发债额度的 6.58%。

本期集合债券聘请主承销商第一创业证券有限责任公司担任债权代理人，聘请广东发展银行股份有限公司郑州商城支行作为本期集合债券的偿债基金专项账户管理人、募集资金专项账户管理人，以确保本期集合债券的按时还本付息。

为预防及控制本期集合债券发行、兑付风险，切实维护债券持有人的利益，特设立风险管理委员会。根据豫发改财金[2008]1621 号文，河南省及各市财政按债券票面利率在债券存续期内给予一定比例的贴息；同时地方政府对本期集合债券的支持和协调作用较大。

七、结论

“11 豫中小债”2014 年回售后，待偿余额规模较小，且考虑到本期集合债券采用的是联保模式，即使新乡担保信用级别向下调整，但对整体担保效力影响不大。同时考虑到再担保措施的实施，及当地政府的支持和协调，综

合分析，本期集合债券不能按期还本付息的风险低，联合资信维持“11 豫中小债”信用等级为 AA。

附件 1 集合票据发行人的主要财务数据

公司名称	项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
河南大用	现金类资产(亿元)	2.93	2.35	1.47	1.49
	资产总额(亿元)	37.32	45.92	48.89	46.90
	所有者权益(亿元)	5.39	5.64	6.21	6.35
	短期债务(亿元)	12.58	15.54	13.62	19.09
	全部债务(亿元)	19.22	24.07	26.15	28.74
	营业收入(亿元)	37.08	33.04	37.64	8.40
	利润总额 (亿元)	-2.08	-3.94	0.45	0.12
	EBITDA(亿元)	0.80	-1.09	3.08	--
	经营性净现金流(亿元)	7.60	-6.58	7.01	-1.16
	营业利润率(%)	0.60	-4.29	7.79	10.12
	净资产收益率(%)	-40.07	-70.31	7.63	--
	资产负债率(%)	85.57	87.71	87.29	86.47
	全部债务资本化比率(%)	74.64	77.51	80.80	81.91
	流动比率(%)	64.91	69.34	68.72	63.95
	全部债务/EBITDA(倍)	23.94	-22.12	8.49	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	0.76	-0.86	2.43	--
	经营现金流动负债比(%)	30.08	-20.72	23.26	--
普康药业	现金类资产(万元)	49028.93	48172.61	48194.57	52342.97
	资产总额(万元)	148776.58	147044.65	133603.85	125773.14
	所有者权益(万元)	21186.49	16821.32	5458.10	-607.98
	短期债务(万元)	88567.00	96517.00	87067.00	91167.00
	全部债务(万元)	95763.12	103745.99	89057.27	93076.82
	主营业务收入(万元)	73635.09	64717.51	58887.64	5443.62
	利润总额(万元)	2295.75	-4365.46	-11364.26	-2592.49
	EBITDA(万元)	7546.60	5281.44	50.49	--
	经营性净现金流(万元)	5558.66	-2716.93	10048.33	11116.98
	主营业务利润率(%)	15.84	11.81	5.97	9.70
	净资产收益率(%)	8.97	-25.96	-208.21	--
	资产负债率(%)	85.76	88.56	95.91	100.48
	全部债务资本化比率(%)	81.88	86.05	94.23	100.66
	流动比率(%)	96.35	91.44	77.16	73.48
	全部债务/EBITDA(倍)	12.69	19.64	1763.90	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	5.41	0.91	0.01	--
平原非标	现金类资产(亿元)	1.41	1.43	1.00	1.86
	资产总额(亿元)	5.90	7.04	9.55	11.53
	所有者权益(亿元)	2.33	2.79	3.19	4.82

	短期债务(亿元)	0.82	0.71	1.13	1.06
	全部债务(亿元)	1.00	0.89	1.18	1.11
	营业收入(亿元)	3.12	3.63	4.59	0.82
	利润总额 (亿元)	0.36	0.35	0.48	0.06
	EBITDA(亿元)	0.48	0.47	0.54	0.06
	经营性净现金流(亿元)	0.51	0.06	-0.31	--
	营业利润率(%)	25.40	25.46	25.00	24.14
	净资产收益率(%)	13.12	10.62	12.26	4.58
	资产负债率(%)	60.41	60.32	66.57	58.22
	全部债务资本化比率(%)	29.92	24.16	27.01	18.69
	流动比率(%)	149.09	148.14	131.75	153.98
	全部债务/EBITDA(倍)	2.08	1.91	1.97	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	6.78	7.58	9.38	--
	经营现金流动负债比率(%)	15.10	1.38	-4.89	--
华宇电磁线	现金类资产(亿元)	2.63	2.49	1.26	1.10
	资产总额(亿元)	6.66	7.85	5.97	4.30
	所有者权益(亿元)	2.18	0.98	1.02	1.02
	短期债务(亿元)	3.34	5.28	4.18	3.09
	全部债务(亿元)	3.97	5.92	4.36	3.27
	营业收入(亿元)	5.80	8.17	7.34	1.11
	利润总额 (亿元)	0.14	-0.37	0.05	0.01
	EBITDA(亿元)	0.45	0.11	0.38	--
	经营性净现金流(亿元)	1.07	0.98	-0.26	0.00
	营业利润率(%)	9.13	4.74	5.24	4.76
	净资产收益率(%)	4.82	-35.79	3.20	--
	资产负债率(%)	67.28	87.49	82.99	76.26
	全部债务资本化比率(%)	64.60	85.76	81.12	76.22
	流动比率(%)	153.17	115.19	109.49	129.64
	全部债务/EBITDA(倍)	8.86	55.71	11.47	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	2.02	0.28	1.30	--
	经营现金流动负债比(%)	27.72	15.78	-5.38	--
新乡起重	现金类资产(万元)	4791.60	793.98	5352.37	727.50
	资产总额(万元)	41548.64	45148.41	54444.95	51740.62
	所有者权益(万元)	15984.70	17896.90	22207.18	22669.44
	短期债务(万元)	5550.00	8455.00	10150.00	5650.00
	全部债务(万元)	9550.00	12455.00	11273.42	6773.42
	营业收入(万元)	29258.56	32154.17	15600.57	4501.12
	利润总额(万元)	2143.64	2159.48	687.72	462.25
	EBITDA(万元)	3650.16	4016.19	1910.57	--
	经营性净现金流(万元)	3157.93	579.75	-4690.23	0.00

	营业利润率(%)	22.71	21.20	27.49	18.32
	净资产收益率(%)	11.60	10.68	1.37	--
	资产负债率(%)	61.53	60.36	59.21	56.19
	全部债务资本化比率(%)	37.40	41.04	33.67	23.01
	流动比率(%)	137.37	132.46	132.71	138.76
	全部债务/EBITDA(倍)	2.62	3.10	5.90	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	2.96	2.67	3.27	--
	经营现金流动负债比(%)	14.64	2.49	-16.04	--
公司名称	项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
开封特耐	现金类资产(亿元)	0.69	0.95	1.58	1.19
	资产总额(亿元)	5.06	5.86	6.83	5.95
	所有者权益合计(亿元)	2.58	2.81	2.97	3.25
	长期债务(亿元)	0.50	0.50	0.14	0.14
	全部债务(亿元)	2.24	2.79	3.55	2.43
	营业收入(亿元)	4.11	4.26	4.36	1.16
	利润总额(亿元)	0.29	0.30	0.21	0.07
	EBITDA(亿元)	0.52	0.46	0.50	--
	经营性净现金流(亿元)	0.48	0.57	0.91	--
	营业利润率(%)	20.91	19.74	17.88	21.74
	净资产收益率(%)	9.07	9.15	5.26	--
	资产负债率(%)	49.03	52.05	56.58	45.33
	全部债务资本化比率(%)	46.53	49.84	54.47	44.18
	流动比率(%)	201.30	184.38	125.94	230.01
	全部债务/EBITDA(倍)	4.28	6.01	7.06	
	EBITDA 利息倍数(倍)	3.97	3.40	2.33	
	经营现金流动负债比(%)	24.12	22.47	24.56	
岷山有色	现金类资产(亿元)	2.92	2.55	0.24	2.09
	资产总额(亿元)	12.16	12.82	11.79	11.13
	所有者权益(亿元)	4.89	4.62	4.23	4.25
	短期债务(亿元)	6.71	7.37	6.82	5.93
	全部债务(亿元)	7.21	7.87	6.96	6.08
	主营业务收入(亿元)	9.13	8.80	9.91	7.08
	利润总额(亿元)	0.61	0.27	0.02	0.02
	EBITDA(亿元)	0.93	1.22	0.95	--
	经营性净现金流(亿元)	1.16	0.38	1.46	1.45
	净资产收益率(%)	10.34	5.00	0.32	--
	资产负债率(%)	59.78	63.95	64.10	61.80
	速动比率(%)	66.41	86.30	70.44	64.76
	EBITDA 利息倍数(倍)	--	2.20	1.67	--
	经营现金流动负债比(%)	17.09	4.87	19.74	--

	全部债务/EBITDA(倍)	7.73	6.45	7.29	31.79
	全部债务资本化比率(%)	59.59	63.02	62.17	58.83
林州重机	现金类资产(亿元)	6.47	7.47	12.91	21.61
	资产总额(亿元)	45.46	54.50	68.46	77.60
	所有者权益(亿元)	21.97	23.70	23.46	33.93
	长期债务(亿元)	0.50	0.50	0.44	1.63
	全部债务(亿元)	11.51	13.36	36.50	36.60
	营业收入(亿元)	12.82	20.24	18.74	7.73
	利润总额 (亿元)	2.80	2.85	0.68	-0.33
	EBITDA(亿元)	3.22	4.91	2.85	--
	经营性净现金流(亿元)	0.79	0.89	-0.80	-0.65
	营业利润率(%)	30.33	23.70	19.45	10.00
	净资产收益率(%)	10.83	9.53	2.42	--
	资产负债率(%)	51.66	56.52	65.73	56.27
	全部债务资本化比率(%)	34.37	36.04	60.87	51.89
	流动比率(%)	79.54	88.74	85.24	111.98
	全部债务/EBITDA(倍)	3.57	2.72	12.81	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	7.22	5.57	2.89	--
	经营现金流动负债比(%)	3.51	3.09	-1.90	--

注：1、各发行人 2015 年度一季度或上半年财务数据未经审计；

2、河南大用经审计的 2013 年现金流量表出现多个科目金额未充分抵消，上表相关数据和指标计算以河南大用提供的更正后的现金流量表（未经审计）及现金流量表附表为准。

附件 2 有关计算指标的计算公式(新准则)

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 中长期债券信用等级设置及其含义

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

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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。