

跟踪评级公告

联合[2011] 1026 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江苏无锡南通2011年度第一期中小企业集合票据信用等级为AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月三十日



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>

江苏无锡南通2011年度第一期中小企业集合票据

跟踪评级报告

本期集合票据信用

跟踪评级结果	AA ⁺
上次评级结果	AA ⁺

本期集合票据要素

集合票据简称	10 南通 SMECN1
发行额度	2.90 亿元
发行时间	2011 年 5 月 31 日
期限	2 年

主体长期信用

集合票据发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
无锡新大中薄板有限公司	BBB ⁺ /稳定	BBB ⁺ /稳定
金双喜实业发展有限公司	BBB ⁺ /稳定	BBB ⁺ /稳定
南通蛟龙重工发展有限公司	BBB ⁺ /稳定	BBB ⁺ /稳定
江苏文凤化纤集团有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
江苏大江石油科技有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
集合票据担保人	上次评级结果	跟踪评级结果
江苏省信用再担保有限公司	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间：2011 年 12 月 30 日

分析师

王丽娟 王珂 陈立扬 董蓁洋 胡岩

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

2011 年以来，在国家调整货币政策以及加大房地产市场调控力度等宏观政策环境趋紧和国外经济形势严峻的背景下，南通市经济仍保持了相对平稳的增长。但欧洲主权债务危机引发全球经济二次探底的风险，中小企业外部环境有所恶化，经营波动加大。

跟踪期内，本期集合票据5家发债企业均表现出了较好的抗风险能力，资产和收入规模持续增长，财务指标也得到了一定程度修复。本期跟踪中，5家发行人的主体长期信用等级和评级展望均未发生调整。

本期集合票据由江苏省信用再担保有限公司（以下简称“江苏再担保公司”）提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保。联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）评定江苏再担保公司主体长期信用等级为 AA⁺，担保实力强，其担保对本期集合票据的信用等级提升作用大。

综合看，本期集合票据不能按期还本付息的风险很低，联合资信维持江苏无锡南通 2011 年度第一期中小企业集合票据信用等级为 AA⁺。

优势

1. 跟踪期内，江苏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. 跟踪期内，本期集合票据5家企业均表现出了较好的抗风险能力，资产和收入规模持续增长，财务指标也得到了一定程度修复。
3. 江苏再担保公司的担保对本期集合票据信用等级提升作用大。

关注

1. 本期集合票据由5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，其中某一发行人的兑付能力有可能发生变化。
2. 本期集合票据的 5 家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。2011 年以来，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。

一、本期集合票据基本情况

江苏无锡南通 2011 年度第一期中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”）由上海浦东发展银行股份有限公司组织牵头，于 2011 年 5 月 31 日发行，发行总额为人民币 2.90 亿元，期限 2 年，采用固定利率支付方式付息。本期集合票据由无锡新大中薄板有限公司等 5 家发行人按照“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”的方式在中国银行间债券市场一次性集合发行。本期集合票据发行人和发行额度见表 1。

表 1 本期集合票据发行人及发债额度

单位：万元

集合票据发行人		发债额度（万元）
1	无锡新大中薄板有限公司	5000
2	金双喜实业发展有限公司	7000
3	南通蛟龙重工发展有限公司	8000
4	江苏文凤化纤集团有限公司	4000
5	江苏大江石油科技有限公司	5000
合计		29000

资料来源：联合资信整理

本期集合票据还本付息方式为：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。

本期集合票据由江苏省信用再担保有限公司（以下简称“江苏再担保公司”）为票据应付本息、逾期利息、违约金、担保费、损害赔偿金及其他费用提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

二、经营环境

1. 中小企业发展概况及政策环境

2008 年以来，受世界经济金融形势震荡多变、出口市场增速下滑、国内市场竞争日趋激烈、劳动力成本压力上升、人民币升值侵蚀利润空间等多重不利因素的影响，国内中小企业受到了较大程度的冲击。中国中小企业协会发布数据，2010 年四季度，中国中小企业发展指数为 106.3，环比下降 2.6 点。中小企业对原材

料和劳动力成本上升以及融资困难普遍有所担心。多种因素叠加下，企业效益指数跌至景气临界值以下，仅为 95.9，比三季度下降 8.7 个点；成本指数为 72.3，比三季度下降 11 个点，处于景气临界值 100 以下，表明企业生产成本进一步上升。2011 年第二季度，中国中小企业发展指数为 100.2，比一季度下降 3.9 点，跌至景气临界值 100，中小企业总体景气度稍差；效益指数为 83.8，比上季度下降 6 个点，大部分行业的企业效益较差。第三季度，中国中小企业发展指数跌至为 97.2，在经济增长平稳减速，通胀压力依然较大，国家货币政策从紧的宏观经济形势下，中小企业发展指数自 2010 年第三季度开始持续下滑。

为了缓解中小企业经营压力，2011 年 5 月，银监会出台了《中国银监会关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》，十条新政从资本占用、风险压力等多方面给商业银行发展小企业贷款“松绑”，切实调动了银行发展小企业贷款的积极性。10 月 12 日，工信部正式发布了《“十二五”中小企业成长规划》，该规划是中国第一个关于中小企业发展的国家级专项规划，主要任务包括增强中小企业创业创新活力和吸纳就业能力、优化中小企业结构、提高产业集群发展水平、提升企业管理水平和完善中小企业服务体系等。2011 年 12 月，工信部出台《关于加快推进中小企业服务体系建设的指导意见》，旨在建立健全中小企业服务体系，促进中小企业发展。

2011 年以来，CPI 持续高位运行，6 月份同比上涨 6.4%，创 35 个月新高。为有效抑制通胀，央行已六次上调存款准备金率共 3.0 个百分点，准备金率调升至 21.5% 的高位，三次上调存贷款基准利率共 0.75 个百分点。在上涨的物价和紧缩的金融政策双重影响下，工业企业生产成本居高不下，经营难度增大。

目前，全球经济进入了一个长期波动和低速增长时期，欧洲均陷入严重的债务危机之中，中国中小企业外部发展环境有所恶化。

2. 江苏省经济发展概况

2010 年江苏省经济运行情况

2010 年江苏省经济运行高开稳走、持续向好，综合实力明显增强。全省实现生产总值 40903.3 亿元，比上年增长 12.6%。其中，第一产业增加值 2539.6 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 21753.9 亿元，增长 13.0%；第三产业增加值 16609.8 亿元，增长 13.1%。产业结构、所有制结构、区域经济结构进一步优化。三次产业增加值比例调整为 6.2：53.2：40.6。

工业生产运行良好。全年规模以上工业增加值 21223.8 亿元，比上年增长 16.0%，其中，轻、重工业增加值 6019.1 亿元、15204.8 亿元，分别增长 14.6%和 16.6%。国有工业增加值 1319.4 亿元，增长 11.1%；集体工业增加值 266.9 亿元，增长 4.2%；股份制工业增加值 9709.4 亿元，增长 15.9%；外商港澳台投资工业增加值 8683.9 亿元，增长 16.5%。在规模以上工业中，国有控股工业增加值 2729.1 亿元，增长 13.6%；私营工业增加值 6971.4 亿元，增长 17.9%。

企业效益大幅增长。规模以上工业企业实现主营业务收入 90635.0 亿元，比上年增长 27.3%；实现利税 8897.2 亿元，增长 34.9%；实现利润 5705.9 亿元，增长 43.6%。企业亏损面 8.6%，比上年末下降 3.1 个百分点；亏损企业亏损额 186.9 亿元，下降 34.9%。工业经济效益综合指数为 241.0，提高 18.9 个百分点。

财政收入较快增长。原口径财政总收入达 11743.2 亿元（不含海关代征两税和关税等），比上年增长 39.7%。其中，地方财政一般预算收入 4079.9 亿元，增长 26.4%，增收 851.1 亿元；基金收入 3564.3 亿元，增长 100.4%。

2011 年上半年江苏省经济运行情况

2011 年 1~6 月，江苏省生产保持平稳增长。全省规模以上工业累计实现增加值 12095.8 亿元，同比增长 14.0%，增速较上年同期回落 4.3 个百分点，较上年全年回落 2.0 个百分点。从年内运行趋势看，1~2 月、1~3 月、1~4

月、1~5 月增加值同比分别增长 14.4%、14.3%、13.9%、13.8%，呈稳中趋缓态势，但总体上仍运行在一个较快的增长区间。其中，6 月份生产回升明显，月度增幅达年内最高。

效益呈现良好态势。1~6 月，规模以上工业累计实现利润总额 2898.5 亿元，同比增长 33.6%，增幅高于主营业务收入增幅 6.2 个百分点；销售利润率 5.7%、成本费用利润率 6.1%、总资产贡献率 14.8%，同比分别提高 0.5 个、0.5 个、0.8 个百分点。年内利润增幅虽不断回落，但幅度逐月收窄，1~6 月较 1~2 月、1~3 月、1~4 月、1~5 月分别回落 8.2 个、5.0 个、1.0 个、0.2 个百分点。

受通胀压力推动和需求放缓影响，2011 年以来工业生产步伐放缓，增加值增速较一季度呈小幅回落态势，累计回落 0.3 个百分点。

江苏省政策环境

2010 年 8 月，江苏省政府出台《关于进一步促进中小企业发展的实施意见》，2011 年 11 月 3 日对外发布《关于改善中小企业经营环境的政策意见》。文件指出，要重点加强对小型微型企业的信贷支持，着力降低中小企业融资成本。综合运用再贷款、再贴现、差别存款准备金率等货币信贷政策工具，支持银行业金融机构特别是小金融机构增加对小型微型企业的信贷投放。

三、发行人主体长期信用

表 2 本期集合票据发行人主体长期信用

集合票据发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
无锡新大中薄板有限公司	BBB+/稳定	BBB+/稳定
金双喜实业发展有限公司	BBB+/稳定	BBB+/稳定
南通蛟龙重工发展有限公司	BBB+/稳定	BBB+/稳定
江苏文凤化纤集团有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
江苏大江石油科技有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定

资料来源：联合资信整理

跟踪期内，联合资信对本期集合票据的 5 家发行人的主体长期信用进行了跟踪分析，具体分析参见各发行人的《跟踪评级报告》。跟踪

期内，本期集合票据 5 家发债企业均表现出了较好的抗风险能力，资产和收入规模持续增长，财务指标也得到了一定程度修复。本期跟踪中，5 家发行人的主体长期信用等级和评级展望均未发生调整。

四、担保能力分析

1. 担保条款

江苏再担保公司为本期集合票据 5 家发行人发行面额总计为人民币 2.90 亿元的到期兑付提供了全额无条件不可撤销的连带责任担保。

保证范围包括本期集合票据存续期限内应付本息、逾期利息、违约金、担保费、损害赔偿金及所有其他费用。

2. 担保人担保能力分析

江苏再担保公司是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业。江苏再担保公司成立于 2009 年 12 月，注册资本 310000 万元。截至 2011 年 9 月末，江苏再担保公司实收资本 270000 万元，其中 239700 万元为货币形式出资，30300 万元为江苏省国信资产管理集团有限公司以江苏省信用担保有限责任公司的股权出资。江苏再担保公司第一大股东为江苏省人民政府，出资 160000 万元，占实收资本的 51.61%。江苏省国有资产监督管理委员会代表政府履行出资人职责。江苏再担保公司主管部门为江苏省金融工作办公室。

江苏再担保公司经营范围包括：再担保业务；担保业务；投资和资产管理；财务顾问；市场管理；商务服务；社会经济咨询；资产评估；机械设备租赁。

江苏再担保公司下设再担保业务一部及二部、资产经营部、风险管理部、战略投资部、计划财务部、审计监察部、人力资源部等部门。

截至 2011 年 9 月末，江苏再担保公司在江苏各地拥有 13 家分公司，并下设 1 家全资子公司、5 家控股子公司及 4 家参股子公司。

2010 年 7 月，江苏担保经资产评估、审计、剥离原担保业务后，保留原名称，其总资产整体划入，成为江苏再担保公司的全资子公司。江苏担保主要开展中小企业融资担保业务。江苏再担保公司控股及参股的 9 家企业中，小额贷款公司 3 家，再担保公司、融资租赁公司、典当公司、投资公司、出版传媒公司及信息公司各 1 家。

截至 2011 年 9 月末，江苏再担保公司合并资产总额 378135.79 万元，所有者权益合计 312310.23 万元。2011 年 1-9 月，江苏再担保公司实现营业收入 29554.06 万元，其中再担保及担保业务收入 10249.01 万元，利息收入 12841.80 万元；实现净利润 15990.40 万元。截至 2011 年 9 月末，江苏再担保公司再担保业务在保责任余额 816010 万元，非金融直保业务在保责任余额 640150 万元，金融直保业务在保责任余额 177000 万元。

总体看，跟踪期内，江苏再担保公司初步搭建了内部控制及风险管理体系，再担保和直保业务发展较快。江苏再担保公司有效的再担保业务模式及较为广泛的再担保体系为未来业务发展奠定良好基础。江苏省政府作为江苏再担保公司控股股东，在资本投入和业务发展方面给予其大力支持。联合资信确定江苏再担保公司主体长期信用等级为 AA⁺。

本期集合票据发行额度占 2011 年 9 月底江苏再担保公司资产总额的 7.67%、所有者权益的 9.29%、在保余额的 1.78%，所占比例较低；立即偿付本期集合票据对江苏再担保公司影响相对较小。

综合考虑，联合资信维持“10 南通 SMECN1”AA⁺的信用等级。

附件 1 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。

跟踪评级公告

联合[2011] 1027 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江苏文凤化纤集团有限公司主体长期信用等级为BBB，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月三十日



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>

江苏文凤化纤集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB 评级展望: 稳定

上次评级结果: BBB 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2011 年 12 月 30 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	11 年 9 月
现金类资产(万元)	7369.40	8370.54	11322.14
资产总额(万元)	46013.53	81185.63	87810.62
所有者权益(万元)	20361.23	41989.92	45348.23
短期债务(万元)	17312.28	30715.02	30635.40
全部债务(万元)	25412.28	31986.53	39360.90
主营业务收入(万元)	45494.12	93833.54	68949.20
利润总额(万元)	2899.19	6720.17	4083.41
EBITDA(万元)	5300.00	21968.54	--
经营性净现金流(万元)	3911.61	12568.40	7115.42
主营业务利润率(%)	10.09	9.41	8.96
净资产收益率(%)	11.48	9.52	--
资产负债率(%)	55.75	48.28	48.36
全部债务资本化比率(%)	55.52	43.24	43.81
流动比率(%)	211.14	132.82	132.54
全部债务/EBITDA(倍)	4.79	1.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.17	17.30	--
经营现金流负债比(%)	27.47	37.81	--

注: 1. 公司 2011 年发行的、计入应付票据的 4000 万元集合票据已计入长期债务。

2. 2011 年三季度财务数据未经审计。

分析师

王珂

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 在中国锦纶行业景气度回升的背景下, 江苏文凤化纤集团有限公司(以下简称“公司”) 各类锦纶长丝产品产销规模同比大幅增长, 主营业务收入及利润水平快速上升, 整体经营状况良好。同时联合资信关注到主要原材料供给趋紧、采购价格及人工费上涨等因素影响了公司主营业务的盈利能力, 主营业务毛利率有所下滑。

公司锦纶 6 切片项目的建成将改善原材料供给瓶颈问题; 原有国产生产线改造项目完成亦将进一步扩大公司锦纶长丝产品的产量, 主营业务收入及利润水平有望进一步增长。

综合考虑, 联合资信维持公司的主体长期信用等级 BBB, 评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内, 公司新投产了 8 条进口锦纶 DT 生产线, 各型号产品产量同比大幅增长, 销售状况良好, 收入及利润水平快速上升。
2. 跟踪期内, 公司资产规模保持稳定增长, 债务负担有所减轻。
3. 公司 EBITDA、经营活动现金流量净额和现金类资产对存续期内债券保障程度较高。

关注

1. 锦纶 6 切片供应量及采购价格、锦纶长丝产成品市场价格波动较大, 对公司经营产生一定影响。
2. 跟踪期内, 公司短期债务规模有所上升且占比较高, 债务期限结构有待改善。
3. 公司所有者权益中未分配利润占比较大, 所有者权益稳定性一般。

一、主体概况

江苏文凤化纤集团有限公司(以下简称“公司”)原名南通文凤化纤有限公司(成立于2003年3月13日),2010年4月更为现名。截至2011年9月底,公司注册资本4018万元,其中陈文凤持有公司32.22%的股份,孙锦持有公司33.93%的股份,孙斌持有公司33.85%的股份,以上三名股东为母子关系,公司实际控制人为陈文凤。

公司经营范围主要包括化纤长丝、石油开采管材、无缝钢管的生产、牵伸管、电器生产、加工、销售;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口业务。

截至2011年9月底,公司下设综合办公室、财务部、销售部、生产部、总工办、材料采购部、研发中心和工程部等8个职能部门;2010年纳入公司合并范围内的下属子公司包括南通鹏发高分子材料有限公司、南通润达置业有限公司、南通市鼎杰化纤有限公司、海安县宏发特种化纤有限公司和江苏文通管业有限公司。

截至2010年底,公司(合并)资产总额81185.63万元,所有者权益41989.92万元;2010年,公司实现主营业务收入93833.54万元,利润总额6720.17万元。

截至2011年9月底,公司(合并)资产总额87810.62万元,所有者权益45348.23万元;2011年1~9月,公司实现主营业务收入68949.20万元,利润总额4083.41万元。

公司注册地址:海安县海安镇长江西路105号;法定代表人:陈文凤。

二、经营管理分析

1. 行业状况

作为江苏省大型的锦纶长丝生产企业之一,公司的生产经营与锦纶行业的景气周期及锦纶所属的化纤行业整体发展状况密切相关。

化纤行业属于基础化工原料行业,处于

产业链的中游,其上游原材料是石油化工的产品,原材料价格随石油价格的波动而波动,同时下游纺织行业受经济周期影响较为明显。两者结合使得化纤行业呈现较强的周期性,具体表现为锦纶价格随着经济周期的波动而变化。2009年随着世界经济的复苏,锦纶的价格较2008年出现反弹。2010年以来,受上游原料供给瓶颈和棉花带动的纺织原料价格上涨的影响,锦纶产品价格节节攀升,在下游需求的强势推动下,行业景气明显提升。以锦纶6系列产销量比较大的两类产品为例,锦纶6 DTY 100D/36F的价格由2010年初的25500元/吨上涨到年底的33000元/吨,价格涨幅达29.4%,到2011年第一季度,该品种价格已经达37500元/吨,锦纶6-DTY 40D/12F的价格由2010年初的30000元/吨上涨到年底的37000元/吨,2011年一季度,该品种价格升至41500元/吨。

锦纶的直接上游为聚酰胺切片(即锦纶切片)制造业。购买锦纶切片的成本占锦纶生产成本的80%以上。近年来,国内民用锦纶长丝的产品价格与原材料价格基本保持同向波动,锦纶长丝的价格调整略滞后于己内酰胺或锦纶切片价格的变化,整体呈现正相关。目前,中国锦纶切片进口依存度仍然较高。随着国内纺织企业进行结构调整,大规模锦纶纺丝企业向上游延伸发展,国内锦纶聚合工厂扩建装置的陆续投产,原料供应紧张的情况有望得到一定缓解。但在短期内,锦纶切片的生产仍然受制于上游己内酰胺的供给情况。

锦纶长丝的下游为纺织行业,其发展状况直接影响锦纶长丝的市场需求,两者关联度很高。根据中经纺织产业景气指数报告显示:2010年四季度,中经纺织行业景气指数为101.90点,较2010年三季度上升0.70点,继续延续了自2009年三季度以来的回升态势,但2010年三季度以来,棉花、化纤等原材料价格涨至历史高位、劳动力成本上升,多重因素助推成本提高,预示着中国服装制造业即将告别低成本时期。根据中经纺织产业景气指数报告显示:2011

年二季度，中经服装产业景气指数为 99.7 点（2005 年增长水平=100），比一季度微升 0.3 点，但较之 2010 年四季度下降了 2.1 点。2010 年，中国锦纶产量 161.81 万吨，同比增长 17.87%。基于庞大的市场需求，国内锦纶产品的供需仍存在较大缺口。以产量最大的锦纶长丝为例，截至 2010 年底，锦纶长丝供给仍然存在 19.76 万吨的缺口。目前，中国锦纶产量仅占全国同期化纤总产量的 5.04%，远低于世界

10%左右的平均水平。按照锦纶产量占化纤产量 10%的水平测算，中国未来的锦纶市场还有 135.21 万吨的增长空间。

总体看，跟踪期内，国内锦纶产量稳定增长；受上游原料供给瓶颈和棉花带动的纺织原料价格上涨的影响，锦纶产品价格节节攀升；在下游需求的强势推动下，行业景气度明显提升。考虑到庞大的市场需求和可拓空间，未来中国锦纶行业发展前景广阔。

表 1 跟踪期内公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

产品	2009 年			2010 年			2011 年 1~9 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
锦纶丝	0.47	10.32	10.39	1.88	16.84	9.96	1.06	15.38	10.03
锦纶 FDY 丝	0.99	21.66	12.62	2.26	24.09	11.42	1.66	24.09	11.14
锦纶 HOY 丝	0.57	12.51	11.53	1.22	13.01	10.21	0.96	13.93	10.03
锦纶 DTY 丝	0.20	4.47	11.69	0.62	6.61	11.06	0.49	7.11	9.85
锦纶 POY 丝	0.68	15.05	10.25	1.16	12.37	9.32	0.93	13.5	9.46
锦纶 66 切片	1.64	36.00	8.74	2.54	27.08	7.96	1.79	25.98	8.11
合计	4.55	100.00	11.56	9.38	100.00	9.70	6.89	100.00	9.22

资料来源：公司提供

2. 公司经营

经营概况

公司主要生产、加工、销售锦纶 FDY、POY、HOY、DTY 丝和锦纶 66 切片等系列 50 多个规格的化纤产品。2010 年，公司实现主营业务收入 9.38 亿元，同比增长 106.15%，主要是新投产 8 条锦纶 6 纺丝生产线扩大了锦纶长丝的产量，同时受上游原料供给瓶颈和棉花带动的纺织原料价格上涨的影响，锦纶产品价格节节攀升；2011 年 1~9 月，公司延续了 2010 年良好的生产经营形势，实现主营业务收入 6.89 亿元，同比增长 31.49%。

从毛利率情况来看，2010 年，公司各型号产品毛利率较 2009 年均有所下降，主要是原材料锦纶 6 切片、锦纶 66 盐的平均采购价格以及人工费上涨导致公司主营业务成本同比上涨 107.79%，超过了主营业务收入的增幅。2010

年，公司主营业务毛利率 9.70%，较 2009 年底下降 1.86%。

从细分产品来看，2010 年，毛利率较高的锦纶丝、锦纶 FDY 丝、锦纶 HOY 丝和锦纶 DTY 丝收入占主营业务收入比重均有所上升；锦纶 POY 丝和锦纶 66 切片收入有所下降。

原材料采购

公司主要原材料价格与国际石油价格和锦纶切片供应情况紧密相关。2010 年以来，主要原材料锦纶 6 切片和锦纶 66 盐价格不断上涨，影响了公司的盈利水平。

2010 年，受锦纶产能增长影响，锦纶 6 切片和锦纶 66 盐采购量同比均大幅增长，分别为 80.68%和 21.63%；由于锦纶 6 切片的供给趋紧以及国际石油价格的不断上涨，公司主要原材料的采购价格同比均有所上涨，锦纶 6 切片和锦纶 66 盐的平均采购价格较 2009 年分别上涨

10.67%和 6.60%。2011 年 1~9 月，上述两种原材料的采购量同比保持了增长趋势，采购价格较 2010 年均有所回落。

表 2 跟踪期内公司原材料采购情况

项目	锦纶 6 切片		锦纶 66 盐	
	采购量 (吨)	采购价格 (万元/吨)	采购量 (吨)	采购价格 (元/吨)
2009 年	13520	2.25	7620	2.12
2010 年	24428	2.49	9268	2.26
11 年 9 月	19245	2.48	6502	2.23

资料来源：公司提供

产品生产、销售

2010 年，公司淘汰原有的国产纺丝生产线，新投产了 8 条进口锦纶 DT 生产线，新增产能 1 万吨，目前锦纶长丝年产能为 2.5 万吨。新生产线的投入使用扩大了公司锦纶长丝产品的产量，进一步提高了生产装备水平。2010 年，公司锦纶长丝产量较 2009 年增长 83.75%，为 24350 万吨；2011 年 1~9 月，锦纶长丝产量 19100 万吨，同比增长 22.84%。锦纶 66 切片的产量也保持了增长态势，2010 年为 7880 吨，同比增长 18.87%；2011 年 1~9 月，锦纶 66 切片的产量为 5520 吨，同比增长 41.63%。根据中国化纤工业协会统计数据显示，公司目前锦纶长丝在品种和产能上继续保持江苏省内第一的地位。

表 3 跟踪期内公司主要产品生产情况

项目	锦纶长丝		锦纶 66 切片	
	产能(吨)	产量(吨)	产能(吨)	产量(吨)
2009 年	15000	13252	8400	6629
2010 年	25000	24350	8400	7880
2011 年 9 月	25000	19100	8400	5520

资料来源：公司提供

2010 年，公司主要产品的销售情况良好，产销率保持了较高水平。从产品价格来看，受上游原料供给瓶颈和棉花带动的纺织原料价格上涨的影响，锦纶长丝和锦纶 66 切片的平均销

售价格呈现走高趋势。2010 年，上述两种产品平均售价同比分别增长 24.07%和 13.85%。2011 年 1~9 月，锦纶长丝的平均售价继续保持增长趋势，锦纶 66 切片平均售价有所回落。

表 4 跟踪期内公司主要产品销量情况

项目	锦纶长丝		锦纶 66 切片	
	销量(吨)	销售价格 (万元/吨)	销量(吨)	销售价格 (万元/吨)
2009	12721	2.16	6588	2.31
2010	24420	2.68	7896	2.63
11 年 9 月	18960	2.69	4989	2.62

资料来源：公司提供

3. 投资建设与未来规划

公司目前在建项目有：锦纶6纺丝生产线技术改造项目，本项目为淘汰原有的国产纺丝生产线，购置安装新的进口生产线10条，总投资为设备投资，总金额为3300万元，为自有资金购置，不增加土建投资。截至2011年9月底，已有8条生产线安装完毕，并已投产，2条生产线正在安装。公司未来三年投资计划主要是锦纶6切片项目，目前项目正在规划，项目备案正在申报中（详见表5）。

总体看，跟踪期内，受益于新增的1万吨锦纶长丝产能，公司各型号产品产量同比大幅增长，销售状况良好，加之上游原料供给瓶颈和棉花带动的纺织原料价格上涨带动了锦纶产品价格的上涨，公司主营业务收入实现快速增长。但由于主要原材料价格以及人工费上涨导致主营业务成本同比增幅超过了收入的增幅，整体业务毛利率有所下滑。未来锦纶6切片项目的建成有望改善公司原材料供给瓶颈问题；原有国产锦纶6纺丝生产线改造项目完成将进一步扩大公司锦纶长丝产品的产量，主营业务收入及利润水平有望进一步增长。

表5 公司未来投资计划（万元、吨）

项目名称	拟投资金额	土建及土地投资	设备投资	自有资金投	银行借款	年产量
锦纶6切片项目	10000	3000	7000	6000	4000	50000

资料来源：公司提供

三、财务分析

公司提供的 2010 年度财务报表已经海安中信会计师事务所审计，并出具标准无保留意见的审计报告。公司 2011 年 1~9 月财务数据未经审计。

截止 2010 年底，纳入合并范围子公司 5 家合并范围较 2009 年无变化。2011 年 5 月 23 日，公司下属子公司江苏文通贸易有限公司更名为江苏文通管业有限公司。

截至 2010 年底，公司（合并）资产总额 81185.63 万元，所有者权益 41989.92 万元；2010 年公司实现主营业务收入 93833.54 万元，利润总额 6720.17 万元。

截至 2011 年 9 月底，公司（合并）资产总额 87810.62 万元，所有者权益 45348.23 万元；2011 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 68949.20 万元，利润总额 4083.41 万元。

1. 盈利能力

2010 年，受益于公司新增 1 万吨锦纶长丝产能，各型号产品产量同比大幅增长，加之上游原料供给瓶颈和棉花带动的纺织原料价格上涨带动了锦纶产品价格的上涨，公司主营业务收入实现快速增长，实现收入 93833.54 万元，同比增长 106.25%。由于锦纶 6 切片等主要原材料的采购价格同比有所上涨，公司营业成本同比增长 107.79%，为 84735.93 万元，增幅高于营业收入，由此导致公司盈利水平有所下滑，2010 年公司主营业务利润率由 10.09% 下降至 9.41%。

2010 年，公司期间费用规模较上年增长 64.17%，占营业收入的比重为 3.85%，较 2009 年下降 1.74 个百分点。

2010 年，公司实现投资收益 16.00 万元，

全部为海安农村商业银行现金分红；实现营业利润 5771.02 万元，同比增长 127.00%，盈利水平有所提高；公司获得 921.29 万元补贴收入以及 76.15 万元营业外收入；实现利润总额 6720.17 万元，同比增长 131.79%，实现净利润 3999.43 万元，同比增长 71.06%。

2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 68949.20 万元，同比增长 31.57%；利润总额 4083.41 万元，同比增长 10.73%。主营业务利润率 8.96%，较 2010 年底下降 0.45 个百分点。

总体来看，2010 年公司营业收入快速增长，盈利水平较 2009 年大幅提高；受营业成本增幅较快影响，公司盈利能力有所减弱。

2. 现金流及保障

2010 年受主营业务收入增长影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动现金流入量大幅增长，分别为 109577.32 万元和 114392.02 万元；受原材料价格上涨影响，购买商品、接受劳务支付的现金与经营活动现金流出亦增幅较快，分别为 99141.04 万元和 101823.62 万元；经营活动产生的现金流净额同比增长 221.31%，为 12568.40 万元；现金收入比为 116.78%，同比增加 0.63 个百分点。

2010 年，公司投资活动产生的现金流入为 16 万元；投资活动现金流出合计 35061.37 万元，同比大幅增长，主要为原国有锦纶生产线改造投入。

2010 年，公司筹资活动现金流入量 24768.87 万元，同比大幅增长，主要来自取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关现金增长，分别为 12600.00 万元和 12168.87 万元，其中收到其他与筹资活动有关现金主要是受银行贷款指标的控制，2010 年度公司全额或敞口开出的银行承兑汇票贴现款；筹资活动产生的

现金流出量 1826.97 万元；筹资活动现金流量净额为 22941.91 万元。

2011 年 1~9 月，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 82672.78 万元和 7115.42 万元；投资活动现金净流出规模为 3633.95 万元；公司发行 4000 万元集合票据以及短期借款的增加带来筹资活动现金流入量为 6310.00 万元；部分银行借款到期偿还导致筹资活动现金流出量为 6668.95 万元，筹资活动现金流出量净额表现为小规模净流出，合计 358.95 万元。

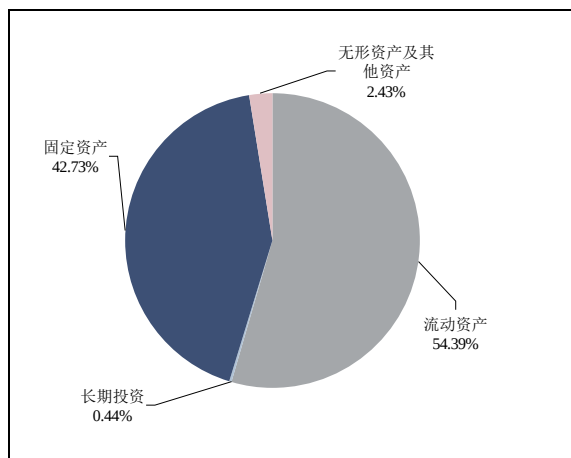
总体看，跟踪期内，得益于主营业务收入快速增长，公司经营活动现金流净额大幅增长，保持了较好现金流状况。

3. 资本及债务结构

2010 年底，公司资产总额 81185.63 万元，同比增长 76.44%，主要来自固定资产和流动资产的增长，其中流动资产占比下降至 54.39%，固定资产占比上升至 42.73%。

截至 2010 年底，公司流动资产合计 44154.71 万元，同比增长 46.86%，主要来自存货、预付账款和其他应收款的增长。2010 年底公司流动资产主要以预付款项、货币资金、存货和其他应收款为主。

图 1 截至 2010 年底公司资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2010 年底，公司货币资金 7834.34 万

元，同比增长 6.31%。

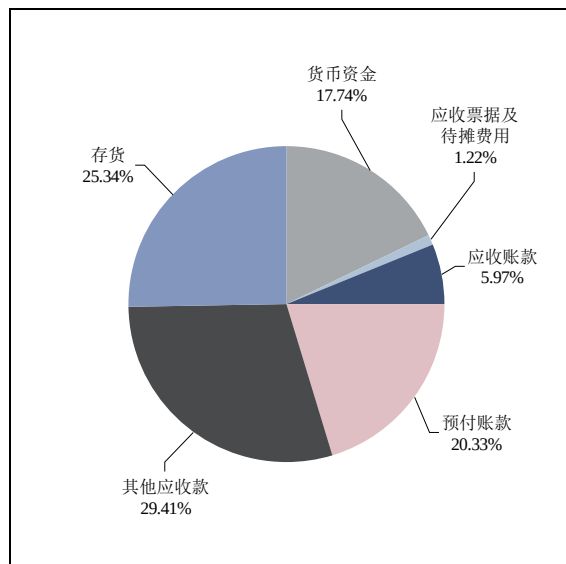
截至 2010 年底，公司应收账款余额 2636.42 万元，同比增长 8.56%，其中前五大客户欠款金额占应收账款的 37.67%，集中程度一般；从账龄上看，一年以内的占 76.64%，账龄较短。2010 年底公司未对应收账款计提坏账准备。

截至 2010 年底，公司其他应收款余额 12980.49 万元，同比增长 24.02%，主要是往来款增加，其中前五大客户欠款金额占其他应收账款的 78.14%；从账龄上看，一年以内的占 94.62%，账龄较短。2010 年底公司未对其他应收款计提坏账准备。

截至 2010 年底，公司预付账款 8976.33 万元，账龄在一年以内的占 86.34%，主要是预付原材料供应商的货款。

截至 2010 年底，公司存货 11190.12 万元，同比大幅增长，主要来自库存原材料的增长；构成包括原材料（占 66.72%）、产成品（占 29.63%）、在产品（占 2.65%）和包装物（占 1.00%）。2010 年底公司未对存货计提跌价准备。

图 2 截至 2010 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2010 年底，公司长期投资合计 360.00 万元，同比增长 350.00%，全部为投入海安农村合作银行的社员股金。

截至 2010 年底，公司固定资产原价 53577.08 万元，同比增长 184.62%，主要是本期新增 8 条进口锦纶 DT 生产线；构成包括房屋建筑物（占 31.51%）、机器设备（占 67.13%）、运输工具（占 0.69%）和其他（占 0.67%）；2010 年底，公司固定资产累计折旧 20281.52 万元。

截至 2010 年底，公司在建工程 1398.87 万元，同比增长 2.07%，主要为已经完工未结转固定资产的新建生产厂房、附属用房及专家生活楼等。

截至 2010 年底，公司无形资产账面价值 1976.48 万元，同比无变动，全部为土地使用权。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，构成仍以流动资产和固定资产为主。流动资产中，应收款项、货币资金和存货占比较大，公司整体资产质量良好。

截至 2010 年底，公司负债总额 39195.71 万元，同比增长 52.80%，主要来自流动负债增长；其中长期负债占 15.19%，占比有所下降，流动负债占比 84.81%，占比有所上升，负债结构以流动负债为主。

截至 2010 年底，公司流动负债 33243.10 万元，同比增长 133.46%，主要来自短期借款和其他应付款的增长。2010 年底公司应付账款 961.60 万元，主要是应付原材料供应商货款；其他应付款 1405.08 万元，主要是应付海安城镇建设投资有限公司的往来款；应付票据 11235.02 万元，其中银行承兑汇票占 61.37%。

截至 2010 年底，公司长期负债 5952.60 万元，同比下降 47.84%，主要是长期借款大幅下降所致；2010 年底公司长期应付款 4030.00 万元，主要为股东购置的设备投入公司而短期不需支付的款项。

2010 年底，公司全部债务规模 31986.53 万元，同比增长 25.87%，主要来自短期债务的增长；其中短期债务 30715.02 万元，同比增长 77.42%，占比提升至 96.02%。受大量长期借款到期偿还的影响，本期公司长期债务总额同比大幅下降。2010 年底公司资产负债率、全部债

务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 48.28%、43.24%和 2.94%，分别较上年下降 7.47、12.28 和 25.52 个百分点，公司债务负担有所下降。

截至 2010 年底，公司所有者权益合计 41989.92 万元，同比增长 106.22%，主要来自未分配利润、实收资本和资本公积的增长。其中，未分配利润占比较大，为 53.04%，所有者权益稳定性一般。2010 年底公司合并会计报表时，长期股权投资与子公司的对应实收资本予以冲销后实收资本调整为 9634.01 万元；资本公积 8465.62 万元，构成主要为下属子公司成立初期股东用现金购置的设备投入公司拟作为股权投资准备等。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额合计 87810.62 万元，较上年末增长 8.16%，主要来自在建工程和固定资产的增长；负债合计 42462.39 万元，较上年末增长 8.33%，主要是短期借款和应付票据的增长，其中应付票据包含公司于 2011 年发行的 4000 万元集合票据；所有者权益合计 45348.23 万元，较上年末增长 8.00%，主要来自未分配利润的增长。

截至 2011 年 9 月底，公司全部债务规模 35360.90 万元，较 2010 年底增加 3374.37 万元，主要来自短期借款增长以及 2011 年发行的、计入应付票据的 4000 万元集合票据；其中，短期债务 30635.40 万元，占比较 2010 年底有所下降，为 86.64%；截至 2011 年 9 月底公司资产负债率为 48.36%，较上年末上升 0.12 个百分点；全部债务资本化比率为 43.81%，较上年末上升 0.57 个百分点；长期债务资本化比率为 9.44%，较上年末上升 6.50 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司短期负债规模有所增长且占比较高，债务期限结构有待改善；受益于所有者权益和资产规模的大幅增长，债务负担有所下降，总体处于适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2010 年底，公司

流动比率和速动比率分别为 132.82% 和 99.16%，分别较 2009 年大幅下降，主要是本期公司短期借款增加带来的流动负债的增幅 (133.46%) 超过流动资产增幅 (46.86%)；截至 2011 年 9 月底，上述指标分别下降至 132.54% 和 93.75%。2010 年，公司经营现金流动负债比为 37.81%，较 2009 年上升 10.34 个百分点，经营性现金流对短期负债的保障能力增强。总体看，公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债指标看，2010 年公司 EBITDA 为 21968.54 万元，同比增加 16668.54 万元，主要是来自新增固定资产折旧 13978.53 万元和利润总额 3820.98 万元；公司 EBITDA 对利息保障能力大幅提高，为 17.30 倍；同期内，受短期债务规模增长较快的影响，公司全部债务/EBITDA 倍数下降至 1.46 倍。总体看，跟踪期内，公司长期偿债能力有所增强。

公司于 2011 年发行了总额为 4000 万元的集合票据，2010 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和净流量分别为公司存续债券总额的 5.49 倍、28.60 倍和 3.14 倍，EBITDA、经营活动现金流入量和净流量对公司存续债券保障能力较强。2010 年公司现金类资产为 8370.54 万元，为待偿还债券本金总额的 2.09 倍，保障能力较强。

截至 2011 年 9 月底，公司对外担保合计合计 11000.00 万元，目前各被担保方经营状况良好。总体看，公司对外担保金额较大，担保比率为 24.26%，存在一定的或有负债风险。

表 6 截至 2011 年 9 月底，公司对外担保明细
(单位：万元)

担保企业	担保数额
南通海洲建设集团有限公司	3000.00
江苏铭安电气有限公司	4000.00
南通华新建设集团有限公司	2000.00
南通永和贸易有限公司	2000.00
合 计	11000.00

资料来源：公司提供

截至 2011 年 9 月底，公司无重大应披露的未决诉讼事项。

截至 2011 年 9 月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 33990 万元，尚未使用的额度为 1550 万元，公司具备间接融资渠道。

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 BBB，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产				
货币资金	7369.40	7834.34	6.31	10956.85
短期投资				
应收票据	0.00	536.20	--	365.28
应收股利				
应收利息				
应收账款	2428.50	2636.42	8.56	3119.58
其他应收款	10466.23	12980.49	24.02	8422.61
预付账款	4987.06	8976.33	79.99	11874.01
期货保证金				
应收补贴款	0.00			
应收出口退税				
存货	4811.58	11190.12	132.57	14376.46
待摊费用	2.70	0.81	--	0.00
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	30065.46	44154.71	46.86	49114.79
长期投资				
长期投资	80.00	360.00	350.00	360.00
固定资产				
固定资产原价	18824.12	53577.08	184.62	56984.71
减：累计折旧	6302.99	20281.52	221.78	22260.15
固定资产净值	12521.13	33295.57	165.92	34724.56
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	12521.13	33295.57	165.92	34724.56
工程物资				
在建工程	1370.46	1398.87	2.07	1634.80
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	13891.59	34694.44	149.75	36359.35
无形资产及其他资产				
无形资产	1976.48	1976.48	0.00	1976.48
其中：土地使用权				
长期待摊费用				
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	1976.48	1976.48	0.00	1976.48
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	46013.53	81185.63	76.44	87810.62

附件 1-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 9 月
流动负债：				
短期借款	6880.00	19480.00	183.14	21010.00
应付票据	10432.28	11235.02	7.69	13625.40
应付账款	-205.87	961.60	-567.10	631.52
预收账款	40.00	0.00	-100.00	0.00
应付工资	38.88	80.88	108.04	81.47
应付福利费	8.49	0.00	-100.00	0.00
应付利润（股利）				
应交税金	14.47	44.76	209.31	42.56
其他应交款	13.42	35.76	166.38	39.10
其他应付款	-3009.28	1405.08	-146.69	1625.73
预提费用	26.92	0.00	-100.00	0.00
预计负债				
递延收益				
一年内到期长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	14239.31	33243.10	133.46	37055.79
长期负债：				
长期借款	8100.00	1271.50	-84.30	725.50
应付债券				
长期应付款	3313.00	4030.00	21.64	4030.00
专项应付款				
其他长期负债	0.00	651.10	--	651.10
长期负债合计	11413.00	5952.60	-47.84	5406.60
递延税项：				
递延税项贷款				
负债合计	25652.31	39195.71	52.80	42462.39
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	6965.51	9634.01	38.31	9634.01
资本公积	3122.00	8465.62	171.16	8465.62
盈余公积	0.00	1617.32	--	1617.32
未分配利润	10273.72	22272.97	116.80	25631.28
未确认的投资损失（以“-”号填列）				
外币报表折算差额				
所有者权益合计	20361.23	41989.92	106.22	45348.23
负债及所有者权益合计	46013.53	81185.63	76.44	87810.62

附件 2 公司合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 1~9 月
一、主营业务收入	45494.12	93833.54	106.25	68949.20
减: 主营业务成本	40779.00	84735.93	107.79	62591.65
主营业务税金及附加	126.51	267.55	111.49	182.56
经营费用				
加: 代购代销收入				
二、主营业务利润	4588.61	8830.05	92.43	6174.98
加: 其他业务利润	152.38	550.55	261.31	135.51
减: 营业费用	339.57	577.57	70.09	235.91
管理费用	571.98	1205.05	110.68	798.41
财务费用	1287.11	1826.97	41.94	1342.95
其他				
三、营业利润	2542.32	5771.02	127.00	3933.21
加: 投资收益	7.20	16.00	122.22	9.60
补贴收入	360.48	921.29	155.58	129.23
营业外收入	2.51	76.15	2931.93	30.12
其他				
减: 营业外支出	13.24	64.29	385.50	18.75
其他支出				
加: 以前年度调整	-0.08	0.00	-100.00	0.00
四、利润总额	2899.19	6720.17	131.79	4083.41
减: 所得税	356.56	899.96	152.40	725.10
少数股东收益	204.67	1820.79	789.64	0.00
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	2337.96	3999.43	71.06	3358.31

附件 3-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	52840.04	109577.32	107.38	80187.40
收到的税费返还	360.48	921.29	155.58	129.23
收到其他与经营活动有关的现金	2.51	3893.41	154920.06	2356.14
经营活动现金流入小计	53203.02	114392.02	115.01	82672.78
购买商品、接受劳务支付的现金	46675.84	99141.04	112.40	73232.24
支付给职工以及为职工支付的现金	855.46	1782.62	108.38	1034.33
支付的各项税费	848.56	899.96	6.06	725.10
支付其他与经营活动有关的现金	911.55	0.00	-100.00	565.69
经营活动现金流出小计	49291.42	101823.62	106.57	75557.35
经营活动产生的现金流量净额	3911.61	12568.40	221.31	7115.42
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金	7.20	16.00	122.22	9.60
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额				
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	7.20	16.00	122.22	9.60
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	966.14	34781.37	3500.03	3643.55
投资支付的现金	1500.00	280.00	-81.33	0.00
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	2466.14	35061.37	1321.71	3643.55
投资活动产生的现金流量净额	-2458.94	-35045.37	1325.22	-3633.95
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金				
取得借款收到的现金	4020.00	12600.00	213.43	6856.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	12168.87		-546.00
筹资活动现金流入小计	4020.00	24768.87	516.14	6310.00
偿还债务支付的现金	0.00	0.00		5326.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1287.11	1826.97	41.94	1342.95
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计	1287.11	1826.97	41.94	6668.95
筹资活动产生的现金流量净额	2732.89	22941.91	739.47	-358.95
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	4185.56	464.94	-88.89	3122.52

附件 3-2 公司合并现金流量表补充资料

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)
净利润	2337.96	3999.43	71.06
减：未确认的投资损失（以“+”号填列）			
加：少数股东损益			
计提的资产减值准备			
固定资产折旧	1130.96	13978.53	1135.99
无形资产摊销			
长期待摊费用摊销			
待摊费用减少(减:增加)		1.88	--
预提费用增加(减:减少)	-96.40	-26.92	-72.08
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)			
固定资产报废损失	13.24		-100.00
财务费用	1287.11	1826.97	41.94
投资损失(减:收益)		-16.00	--
递延税款贷项(减:借项)			
存货的减少(减:增加)	-1520.50	-6378.54	319.50
经营性应收项目的减少(减:增加)	-1712.55	-3298.38	92.60
经营性应付项目的增加(减:减少)	2267.11	2481.44	0.39
其他			
经营活动产生的现金流量净额	3911.61	12568.40	221.31
三、现金及现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	7367.43	7834.34	6.34
减：现金的期初余额	3181.88	7369.40	131.61
现金等价物的期末余额			
减：现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	4185.56	464.94	-88.89

附件 4 公司主要财务指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	21.28	33.51	--
存货周转次数(次)	10.07	10.59	--
总资产周转次数(次)	1.15	1.48	--
现金收入比(%)	116.15	116.78	116.30
盈利能力			
主营业务利润率(%)	10.09	9.41	8.96
总资本收益率(%)	8.33	9.58	--
净资产收益率(%)	11.48	9.52	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	28.46	2.94	9.44
全部债务资本化比率(%)	55.52	43.24	43.81
资产负债率(%)	55.75	48.28	48.36
偿债能力			
流动比率(%)	211.14	132.82	132.54
速动比率(%)	177.35	99.16	93.75
经营现金流动负债比(%)	27.47	37.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.17	17.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.79	1.46	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.06	-0.70	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.14	-17.70	--

注：1.公司 2011 年发行的、计入其他应付款的 4000 万元集合票据已计入长期债务。

2. 2011 年前三季度财务数据未经审计。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

跟踪评级公告

联合[2011] 1028 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持金双喜实业发展有限公司主体长期信用等级为BBB⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月三十日



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>

金双喜实业发展有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: BBB⁺ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2011 年 12 月 30 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
现金类资产(万元)	9119.26	10313.24	15711.29
资产总额(万元)	36290.69	42919.73	53434.96
所有者权益(万元)	22263.73	27308.12	31094.40
短期债务(万元)	13650.00	15150.00	14900.00
全部债务(万元)	13650.00	15150.00	21900.00
营业收入(万元)	37642.85	44839.02	38509.63
利润总额(万元)	5905.58	6725.85	5048.37
EBITDA(万元)	7117.23	8223.12	--
经营性净现金流((万元)	2270.37	4460.41	3549.54
营业利润率(%)	19.75	18.49	16.93
净资产收益率(%)	19.89	18.47	--
资产负债率(%)	38.65	36.37	41.81
全部债务资本化比率(%)	38.01	35.68	41.33
流动比率(%)	153.02	158.68	210.19
全部债务/EBITDA(倍)	1.92	1.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.97	12.01	--
经营现金流动负债比(%)	25.81	28.57	--

注: 2011 年三季度财务数据未经审计。

分析师

董蓁洋

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 金双喜实业发展有限公司(以下简称“公司”)作为中国专业的炊具生产商不断加大设备投入, 资产规模与营业收入稳定增长, 但是受到原材料价格上涨影响, 公司盈利能力减弱。2011 年, 公司参与发行了江苏无锡南通 2011 年度中小企业集合票据, 有效改善了公司债务结构, 公司债务负担有所加重, 但仍保持在适宜水平。

未来, 随着公司高端不锈钢厨具项目建成投产, 公司有望获得新的收入增长点。公司未来投资支出将加大, 但总体投资支出规模合理, 资金压力不大。

综合以上, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)维持公司主体长期信用等级为 BBB⁺, 评级展望为稳定。

优势

1. 国内炊具行业市场增长潜力大, 发展前景良好。
2. 公司建立了较完善的营销网络, 所属的“王中皇”品牌在国内中端炊具市场具有较高知名度。
3. 跟踪期内, 公司资产规模、营业收入稳定增长。
4. 公司对整体债务及存续期债券保护能力较强。

关注

1. 公司所属中端炊具市场竞争激烈。
2. 公司盈利能力受原材料价格上涨影响大, 跟踪期内, 公司营业利润率呈下滑趋势。
3. 公司应收账款未计提坏账准备, 存在一定的或有风险。

一、企业基本情况

金双喜实业发展有限公司（以下简称“公司”）是由自然人施冲和张翠芬于 2000 年 6 月出资设立的有限责任公司，截至 2010 年底公司注册资本 3028 万元，施冲持有股份 83.49%，张翠芬持有股份 16.51%，其中张翠芬与施冲系母子关系，施冲为公司实际控制人。

公司经营范围为：机电产品、办公用品、低压电器元件、仪器仪表、厨房用具、铝制品、不锈钢制品、日用五金、日用金属制品、金属冲压件；国内商业贸易；酒销售；货物与技术进出口；目前公司主导产品为高压锅、电压力锅、电饭煲、电磁炉及多种厨房用小家电。

截至 2010 年底，公司设财务部、销售部、生产部、采购部、人事部和研发部等 6 个职能部门，公司无子公司。

截至 2010 年底，公司资产总额 42919.73 万元，所有者权益 27308.12 万元；2010 年公司实现营业收入 44839.02 万元，利润总额 6725.85 万元。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额 53434.96 万元，所有者权益 31094.40 万元；2011 年 1~9 月公司实现营业收入 38509.63 万元，利润总额 5048.37 万元。

公司注册地址：江苏省启东市寅阳金双喜工业园区内；法定代表人：施冲。

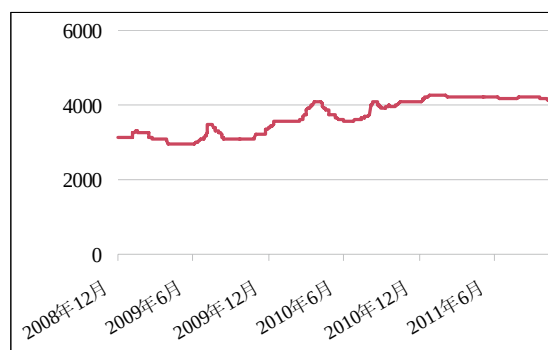
二、行业分析

近年来，中国经济的持续增长和人民生活水平的不断提高带动了中国炊具市场的发展。目前，中国炊具行业企业约有 1300 多家。经过 20 多年的发展，中国炊具行业已逐渐成熟，整体年均增长率在 8% 左右。市场呈现二元化结构，城市市场成熟，竞争相对激烈，品牌集中度较高，以苏泊尔和爱仕达为主的行业领军品牌占据了主要市场，主要增长来源于更新换代与新产品，因而整体增长速度较为缓慢；城镇和农村市场产品价格较为低廉，品牌分散，以

二三线品牌为主，但由于这个市场的家庭数量远远超过城市市场，因此市场潜力巨大。在竞争方面，中国烹饪炊具行业正在经历由数量增长到质量提高，由价格竞争到产品竞争、服务品质竞争及企业整体实力竞争的演变。

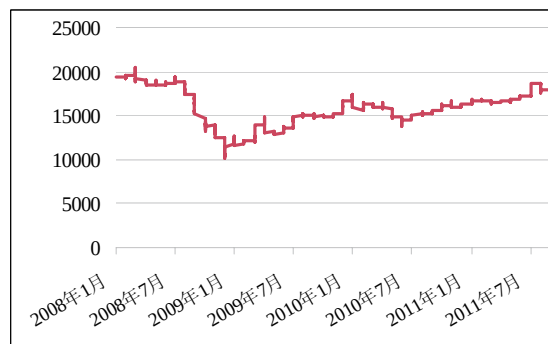
近两年由于原材料、劳动力成本及渠道费用等大幅上升，对炊具企业的生存与发展造成了较大的压力。2009 年铁价波动上涨，2010 年持续维持在较高水平，截至 2011 年 9 月底，中国上海铸造生铁价格为 4225.00 元/吨，相比于 2008 年底的 3125.00 元/吨有大幅上涨；金属铝价格由于电价上升波动走高，截至 2011 年 9 月底，长江有色市场铝价为 17060.00 元/吨，上涨幅度较大。随着中国通货膨胀持续，劳动力成本及渠道费用快速增长。同时人民币加速升值削减了外贸炊具的利润，产品国际竞争力也受到了影响。

图 1 近三年中国上海铸造生铁价格走势
(单位：元/吨)



资料来源：Wind 资讯

图 2 近三年中国长江有色市场铝价格走势
(单位：元/吨)



资料来源：Wind 资讯

此外，随着社会的不断进步及消费能力的提高，消费者越来越关注炊具的美观、实用与健康等因素。一方面体现在炊具产品材质档次的迅速提高，从过去传统的铸铁炊具、铸铝炊具发展到不锈钢炊具、不粘铝炊具及复合片材炊具；炊具品类也从原有较为单一的压力锅、炒锅品类发展到更多的品类，这就意味着企业需要更多的资金投入。另一方面炊具产品加工工艺也正在发生重大变化，如抛光自动线、冲压加工工艺和设备、表面处理工艺和设备以及包装自动线等，同样也需要大量的技术研究和设备投资。

中国炊具行业机遇与压力并存，炊具市场需求空间大有益于促进中国炊具行业发展。随着中国城镇家庭数量上升和中产阶级增加，人们的消费能力进一步扩大，对炊具的质量与功能提出新的要求，将给炊具行业带来较大的增长空间。其次，中国对保障性住房的政策支持与工程建设的加速推进，也将会给炊具市场带来较大的需求机会，2011 年国家将完成 1000 万套保障性住房的开工，而这批保障性住房的交付使用预计将在 2 年内给炊具行业带来 15 亿元左右的需求。再次，随着饮食文化的日益发展及消费者对厨房烹饪生活要求的提高，消费者除了追求高品质、品牌化的炊具以外，对厨房用具（如刀具、铲勺、厨房工具等）的需求也越来越讲究，未来厨房用具品类的需求空间会越来越大，发展潜力较大。

中国正逐步成为全球五金炊具的加工基地。由于烹饪炊具属于具有一定技术含量的劳动密集型行业，并且中国炊具加工工艺与产品品质已接近并达到国际水平，因此国际炊具大牌企业有的将其加工基地转移到中国，有的在中国 OEM 定牌加工，有的直接到中国市场采购。据有关统计，近几年在中国的炊具采购量正以年均 30% 的速度增长。因此，国际市场需求的增加也将为国内炊具企业注入巨大的活力和生机。

总体看，烹饪炊具作为人们日常生活的必

需品，市场周期性影响相对较小，中国市场增长稳定，同时由于具有一定的国际竞争优势，国际市场需求增加，中国炊具行业发展前景广阔。

三、经营管理分析

1. 经营现状

公司是国内领先的炊具生产企业，目前主导产品为高压锅、电压力锅、电饭煲、电磁炉并从近年开始涉及包括电水壶、豆浆机、榨汁机、炒锅、汤锅、炖锅、电风扇和电冰箱在内的多种厨房用小家电和少量日用小家电，但高压锅等四大主导产品仍是公司主要的收入来源和利润来源，近年的收入占比保持在90%左右，利润贡献率也保持在90%以上。2010年，公司经营规模稳定增长，实现营业收入44839.02万元，较2009年增长19.12%；营业利润率较上年有小幅下降，主要是受原材料价格走势变化影响，为18.49%。

表1 公司近年收入及利润率情况（万元，%，万元）

	2009年	2010年	11年1-9月
营业收入	37642.85	44839.02	38509.63
营业利润率	19.75	18.49	16.93
利润总额	5905.58	6725.85	5048.37

资料来源：公司审计报告

2011年1~9月，公司实现营业收入38509.63万元，同比增长13.69%。同期由于原材料价格走高，营业利润率下滑至16.93%。公司实现利润总额5048.37万元，同比增长61.25%。

2. 原材料采购

公司生产所需的两种主要原材料分别为铝锭（片）和印花铁，分别占生产成本的32%和27%，其他原材料还包括电料、塑料（基材）、

包装材料等。公司的铝锭和印花铁主要来自长期合作的原料供应商，价格通常以市场现货价格结算，因此近年在国内铝、铁等金属原材料价格大幅波动的背景下，公司原材料采购价格也受到明显影响（见表2），受此影响公司整体营业利润率有所下滑。公司铝锭和印花铁的采购量随着公司经营规模的扩张而逐年加大。

表2 公司材料采购情况

	2009年	2010年	2011年1-9月
	采购量		
铝锭（片）	7492	9065	7814
印花铁（吨）	6013	7155	6210
	采购价格		
铝锭（元/片）	16500	16800	17200
印花铁（元/吨）	5948	6538	6850

资料来源：公司审计报告

在原材料采购中，公司根据采购物资的价值及其价格、采购周期和供应商类型等因素，采用不同的采购策略。如高价值物资一般采用按需订货原则，低价值物资采用固定批量或者经济批量原则；采购周期长的主要原材料主要通过年度生产计划预测需求和进行采购，而采购周期短的则根据采购需求计划及时进行采购；固定供应商以协议方式签订年度总订货量和单价，临时供应商则一般采用合同直接批量进行采购。

2010年公司向前五名供应商合计的采购金额占年度采购总额的比例近68%，供应商集中度较高，主要的原材料供应商包括上海京湖铝业有限公司、上海婉杰商贸有限公司和上海夏盈铝业有限公司。

3. 产品生产

目前，公司在江苏南通和广东中山设有两

个生产基地，其中启东基地主要负责生产普通压力锅、电饭锅等产品，广东生产基地主要负责其他电子产品。现阶段公司两处生产基地厂房面积共计75833平方米，拥有多条先进的精铝制品生产线，氧化流水线及包装自动化生产线。随着销售网络接纳能力的不断扩大，近年公司每年都会通过设备改造或新投生产线来扩大产能。

公司的生产工艺流程主要包括拉伸-冲压-抛光-氧化-部装-总装-测试-包装等多个流程，为保证产品质量公司在每个环节都实行了严格的检验标准，确保产品的优良率。

公司产品标准化程度高，因此公司的生产组织是以季度的销售预测及下游代理商的反馈信息制定生产计划，进行批量化生产。近几年，在炊具产品电子化、环保化的趋势下，传统的压力锅产量有所下滑，而其他产品产量均保持了较快增长。

4. 产品销售

公司主要的销售模式采用省级代理商为主，并积极扶持二级代理商。从2008年开始，为适应市场变化需要，公司实行细分市场和渠道下沉的营销网络，在巩固省级代理商的基础上，重点扶持二级代理商，并根据市场区域特点，破格设立一级代理商，截至2011年9月底，二级代理商近3200家，同比增长200家，覆盖了国内主要的城乡市场。为规避资金风险，公司不涉及终端销售业务，但积极鼓励一、二级代理商维护拓展所在区域的名店、大店，目前公司产品通过代理商已成功进入家乐福、五星电器、华联吉卖盛、易初莲花等知名卖场渠道。为了支持下游代理商拓展业务，公司对一级代理商均给予了一定的账期，一般为一个月，额度视代理商信用资质而定。

目前，苏泊尔、爱仕达等厂商属国内炊具行业的第一阵营，在品牌知名度、产品品质方面具有较明显优势；而在厂商众多的第二阵营中，公司的产销规模，品牌知名度及产品性能

均处于相对领先水平，现阶段公司产品主要针对的是一线城市的中端市场和二、三线城市以及部分大中型乡镇的中高端市场，近三年湖南、河北、山东、黑龙江和江苏是公司前五大销售市场，合计占比接近45%。

表3 公司 2009~2011 年 9 月前五大销售区域
(单位: %)

地 区	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
湖南	14.6	13.8	13.9
河北	11.5	10.9	10.6
山东	7.0	7.3	7.1
黑龙江	6.2	6.5	6.6
江苏	5.54	5.7	5.8
合计	44.8	44.2	44.0

资料来源：公司提供

近年来，公司进行了大力度的广告投入，先后在中央电视台，北京、湖南等多个省市卫星频道以及《人民日报》、《中国工商报》、《新华日报》、《五金与厨卫市场》、《中国五金与厨卫》等多家媒体发布广告，在提升品牌知名度的同时也有力的支持了各级代理商的营销工作。

表4 公司产品产销量情况 (单位: 万个、元/个)

项 目		2009 年	2010 年	2011 年 9 月
高压锅	产量	36.7	41.5	33.7
	销量	36.2	41.1	32.9
	售价	75	77	74
电压力锅	产量	88.2	102.8	90.7
	销量	87.9	101.6	89.4
	售价	190	220	225
电饭煲	产量	81.4	83.1	70.1
	销量	81.6	82.6	70.4
	售价	95	105	100
电磁炉	产量	25.3	31.5	28.8
	销量	25.0	31.3	28.1
	售价	260	270	265

资料来源：公司提供。

从表4可以看出，近几年公司主导产品产销

量均实现了一定增长，其中2010年随着产能的提升，电压力锅和电磁炉的销量均实现了大幅度的增长。2009~2011年9月，得益于销售网络的不断拓展，公司产品保持较高的产销率。从产品售价来看，2009年~2010年公司主要产品售价随着市场价格变动而有所提升；2011年前三季度，公司电压力锅、电饭煲、电磁炉产品售价略有降低，但是高于2009年平均售价。

5. 项目投资

公司目前的主要投资项目是高端不锈钢厨具项目，用以生产技术改进的电压力锅、电磁炉产品。项目预计总投资 6000 万元，其中自筹 4000 万元、银行贷款 2000 万元。公司现已投资 3100 万元，其中包括土地 1230 万元、生产设备 1870 万元。项目预计于 2012 年 3 月开工建设，三年全部建成，现在尚未投产。预计建成后，公司将新增电压力锅、电磁炉产能共 80 万个。总体看，公司未来投资支出规模合理，资金压力不大。

五、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2009 年~2010 年财务报表已经南通三角洲联合会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2011 年 1~9 月财务数据未经审计。

截至 2010 年底，公司资产总额 42919.73 万元，所有者权益 27308.12 万元；2010 年公司实现营业收入 44839.02 万元，利润总额 6725.85 万元。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额 53434.96 万元，所有者权益 31094.40 万元；2011 年 1~9 月公司实现营业收入 38509.63 万元，利润总额 5048.37 万元。

2. 盈利能力

2010年，公司经营规模扩张，实现营业收

入44839.02万元，较2009年增长19.12%。但是由于主要原材料（铝锭、印花铁）价格的持续走高，公司营业成本增速高于营业收入增速，同比增长21.23%，达到36163.97万元。公司营业利润率较上年略有下降，至18.49%。

2010年，公司在期间费用方面表现出了较强的控制能力，在营业收入稳定增长的情况下，销售费用、管理费用及财务费用同比分别增长9.18%、9.26%、6.82%；增幅较低。公司期间费用合计占营业收入的4.37%，较2009年的4.80%有所降低；公司期间费用金额较适宜。

2010年，公司实现其他业务利润382.22万元，主要是公司铝边角料销售后利润所得。2010年，公司收到营业外收入85.09万元，其中包括保险赔款38.22万元；公司营业外支出84.21万元，其中包括保险费用26.28万元，捐款40.00万元。

2010年，公司实现营业利润、利润总额分别6724.97万元、6725.85万元，同比分别增长12.57%、13.89%。从盈利能力指标来看，2010年，公司总资本收益率及净资产收益率较上年略有下滑，分别为13.49%、18.47%。

2011年1~9月，公司经营规模稳定增长，实现营业收入38509.63万元，同比增长13.69%；受原材料价格走高影响，公司营业成本31677.70万元，同比增长14.65%，增速较营业收入增速略高；公司营业利润率为16.93%，较上年有所下滑。公司期间费用占比与2010年变动不大，为4.41%。公司实现营业利润、利润总额分别5040.98万元、5048.37万元，分别同比增长6.70%、6.97%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入稳定增长，期间费用适宜，但是由于原材料价格影响，盈利能力稍有减弱。

3. 现金流分析

经营活动方面，2010年，公司经营活动现金流入50201.39万元，随着公司经营规模的扩张，同比增长32.36%（高于营业收入增速），

主要以销售商品、提供劳务收到的现金为主；经营活动现金流出45740.98万元，受到原材料成本上升影响，同比增长28.28%（高于营业成本增速），主要以购买商品、接受劳务收到的现金为主。

从收入实现质量来看，公司现金收入比111.15%，较2009年的99.84%大幅提升，获现能力增强。

从投资活动来看，2010年，投资活动现金流入方面，公司取得投资收益9.82万元，是公司投资农村信用社获得的股权收益。投资活动现金流出主要是公司扩张产能，新增流水线引起的固定资产及在建工程的增加。2010年，公司投资活动现金流量净额-4109.89万元，投资规模较上年增加38.17%。

公司筹资活动前现金流量净额为350.52万元，经营活动产生的现金流量净额能覆盖当年的投资支出。

从筹资活动来看，2010年，公司筹资活动现金流入11250.00万元，全部为借款所得；筹资活动现金流出10934.54万元，全部为偿还借款、支付利息支出。公司筹资活动现金流量净额为315.46万元。

2011年1~9月，公司经营活动现金流量净额3549.54万元，占2010年全年的79.58%，主要是公司营业收入增长，销售商品提供劳务收到的现金增加所致。公司新增流水线、购买土地，投资活动现金流量净额为-3705.71万元。筹资活动前现金净流量为负，公司有对外筹资需求；公司筹资活动现金流量净额4606.22万元，主要是借款所得。公司获现能力稳定，截至2011年1~9月，现金收入比为111.84%。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量规模较大，且稳定增长，获现能力有所增强；投资规模加大，引起筹资需求增加。

4. 资本及债务结构

截至2010年底，公司资产合计42919.73万元，较2009年增长18.27%。公司资产仍以流动

资产为主，占比较上年的59.15%略有下降，为57.72%。

公司流动资产随着公司经营规模的扩展而稳定增长，同比增长15.41%。截至2010年底，公司流动资产24772.28万元，主要以货币资金（33.17%）、应收账款（20.79%）和存货（占22.06%）为主。截至2010年底，公司货币资金8217.24万元，其中银行存款8152.41万元（其中保证金存款3650.00万元），其余为现金；应收账款5150.78万元，同比增长12.94%，主要为对下游代理商的应收货款，其中账龄在一年以内的占50.37%，未计提坏账准备，有一定的或有回收风险；预付账款3292.87万元主要为预付采购货款，随着公司供应商数目及采购量的增加同比增长30.84%，账龄全部在三个月之内，未计提坏账准备；其他应收款较上年大幅增加至450.78万元，占流动资产1.82%，占比小，主要为新增应收租金、供应局押金所致；存货5464.61万元，占流动资产22.06%，同比变动不大（11.12%）主要是原材料（37.30%）、产成品（34.74%）、半成品（15.65%）和其他（12.31%）。

截至2010年底，公司非流动资产18147.45万元，同比增长22.40%，高于资产合计增速（18.27%），主要是固定资产及在建工程增加所致。公司非流动资产以固定资产为主，占72.03%；公司生产设备增加，固定资产13071.16万元，同比增长12.88%；公司产能扩张，新增在建工程1829.37万元；公司无形资产3246.91万元，全部为土地使用权，较上年无变动。

截至2010年底，公司负债合计15611.61万元，全部为流动负债，同比增长11.30%，低于资产增速（18.27%），主要是短期借款增加所致。公司流动负债以短期借款（66.30%）、应付票据（30.75%）为主。截至2010年底，公司短期借款10350.00万元，同比增长1000.00万元；应付票据4800.00万元，同比增长500.00万元，其中保证金3650.00万元；应付账款193.37万元，同比增长50.53万元，主要为应付采购款；其他应付款77.09万元，金额小，其中包括30.00万元应

付启东市物流公司押金。

截至2010年底，公司所有者权益27308.12万元，同比增长22.66%，高于负债同比增速（11.30%），主要是盈余公积增长带动所致。其中，实收资本3028.00万元（占11.09%）、资本公积2464.46万元（占9.02%）、盈余公积11122.44万元（占40.73%）、未分配利润10693.21万元（占39.16%）；公司所有者权益构成略有变动，主要是盈余公积有所增加，所有者权益稳定性有所增强，但总体看所有者权益稳定性一般。

公司债务全部为短期债务，截至2010年底为15150.00万元，同比增长10.99%，主要是2010年公司短期借款及应付票据增长所致。随着公司所有者权益的增长，公司资产负债率、全部债务资本化比率均较上年有小幅下降，分别为36.37%、35.68%。

截至2011年9月底，公司资产规模继续稳定增长，为53434.96万元，主要是货币资金增长、流水线增加引起固定资产增长、及为高端不锈钢厨具项目购得土地引起无形资产增加所致。公司负债仍以流动负债为主，流动负债中短期借款降低至8600.00万元；新增非流动负债7000.00万元，为2011年公司发行的7000万元集合票据。所有者权益较年初增长13.87%，全部为未分配利润增长带动，所有者权益稳定性下降。截至2011年9月底，公司全部债务21900.00万元，较年初增长44.55%，主要是长期债务增长7000.00万元。随着募集资金到位，公司全部债务资本化比率、资产负债率均较年初数据增长明显，分别为41.33%、41.81%；公司长期债务资本化比率为18.38%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模稳定增长，其中应收账款有一定的或有回收风险；负债结构随着2011年公司发行的集合票据资金到位而有所改善，债务负担有所加重，但仍比较适宜；所有者权益稳定性弱。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2010年

底，公司随着流动资产的增长，流动比率及速动比率均较上年 2009 年底有所上升，分别为 158.68%、123.68%。截至 2011 年 9 月底，公司流动负债减少，流动比率及速动比率大幅上升至 210.19%、171.65%。联合资信关注到，公司流动负债中有息负债占比高，而流动资产中存货、应收账款占比高，实际支付能力弱于以上指标所反映。2010 年，受经营活动净现金流大幅增长影响，经营现金流动负债比较上年有所增加，为 28.57%。总体看，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债指标来看，受益于公司利润总额的逐年增长，2010 年公司 EBITDA 利息倍数较上年有所增长，为 12.01 倍。由于公司整体债务规模的扩张，公司全部债务/EBITDA 略有下降，为 1.84 倍。公司对整体债务保护能力较强。

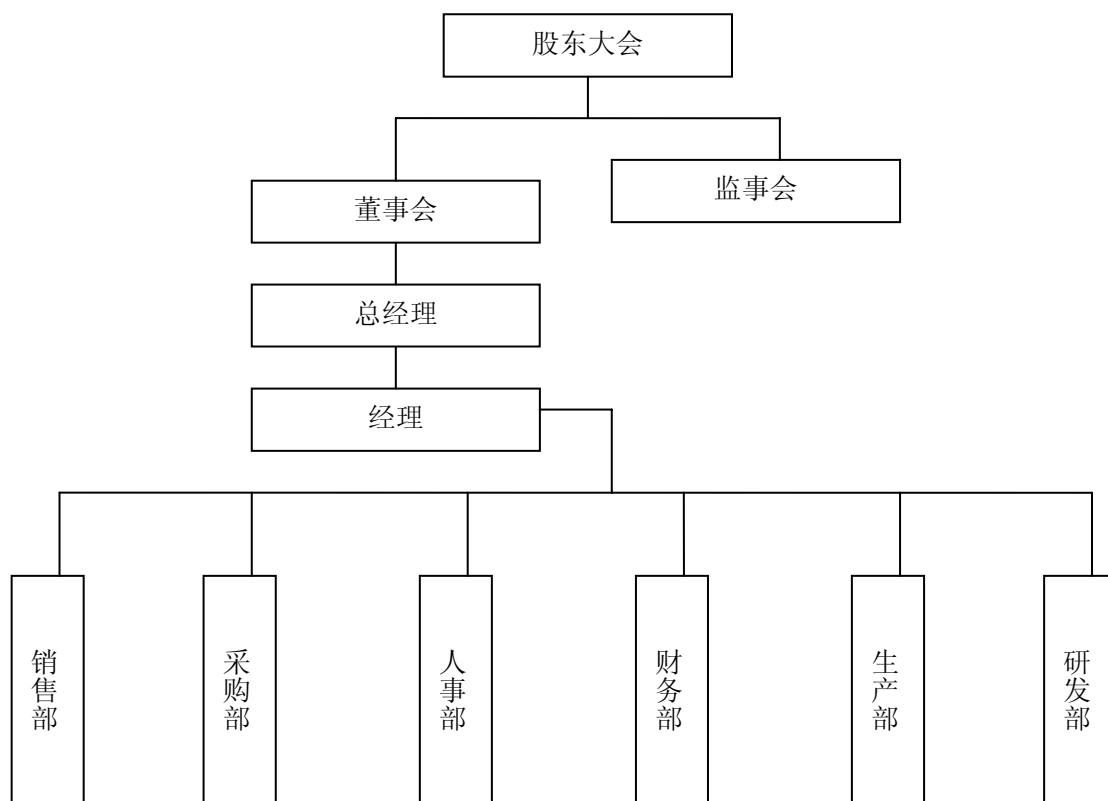
2011年5月31日，公司参与发行了总额2.9亿元的江苏无锡南通2011年度第一期中小企业集合票据，其中公司本次发债额度为7000万元（以下简称“待偿还集合票据”）。2010年公司经营活动现金流入量为50201.39万元，为公司待偿还集合票据的7.17倍；公司EBITDA为8233.12万元，是公司待偿还集合票据的1.15倍。整体看，公司对存续债券保护能力较强。

截至2011年9月底，公司对外担保余额为5530万元，占公司净资产的17.78%，占比较高。公司对外担保涉及的四家被担保企业，均为南通当地的工业企业，其中两家为公司的互保单位。

截至2011年9月底，公司共获得银行授信额度15000.00万元，其中，未使用额度3400.00万元，公司具备间接融资能力。

综合考虑，联合资信维持公司 BBB^+ 的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 9 月
流动资产：				
货币资金	7551.26	8217.24	8.82	12667.29
短期投资	100.00	100.00	0.00	107.56
应收票据	1568.00	2096.00	33.67	3044.00
应收账款	4560.72	5150.78	12.94	5732.35
预付款项	2516.79	3292.87	30.84	4290.81
应收利息				
应收股利				
其他应收款	249.86	450.78	80.41	489.51
存货	4917.66	5464.61	11.12	5912.82
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	21464.29	24772.28	15.41	32244.34
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资				
投资性房地产				
固定资产	11579.48	13071.16	12.88	16623.70
在建工程		1829.37		
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	3246.91	3246.91	0.00	4566.91
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用				
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	14826.39	18147.45	22.40	21190.62
资产总计	36290.69	42919.73	18.27	53434.96

附件 2-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 9 月
流动负债：				
短期借款	9350.00	10350.00	10.70	8600.00
交易性金融负债				
应付票据	4300.00	4800.00	11.63	6300.00
应付账款	142.84	193.37	35.37	187.46
预收款项				
应付职工薪酬				
应交税费	188.22	191.15	1.56	172.86
应付税金				
应付福利费				
其他应付款	45.90	77.09	67.96	70.35
预计负债				
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	14026.95	15611.61	11.30	15340.56
非流动负债：				
长期借款				
应付债券				7000.00
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计				7000.00
负债合计	14026.95	15611.61	11.30	22340.56
所有者权益：				
实收资本(或股本)	3028.00	3028.00	0.00	3028.00
资本公积	2464.46	2464.46	0.00	2464.46
专项储备				
盈余公积	6500.68	11122.44	71.10	11122.44
未分配利润	10270.60	10693.21	4.11	14479.49
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	22263.73	27308.12	22.66	31094.40
少数股东权益				
所有者权益合计	22263.73	27308.12	22.66	31094.40
负债和所有者权益总计	36290.69	42919.73	18.27	53434.96

附件 3 合并利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 1~9 月
一、营业收入	37642.85	44839.02	19.12	38509.63
减：营业成本	29830.62	36163.97	21.23	31677.70
营业税金及附加	379.42	383.20	1.00	312.70
销售费用	587.03	640.92	9.18	531.93
管理费用	571.84	624.82	9.26	519.73
财务费用	648.92	693.18	6.82	644.83
资产减值损失				
加：公允价值变动收益				
其他业务利润	349.13	382.22	9.48	218.23
其中：对合营企业投资收益				
汇兑收益				
投资收益				
二、营业利润	5974.15	6724.97	12.57	5040.98
加：营业外收入	44.27	85.09	92.21	48.67
减：营业外支出	112.84	84.21	-25.37	41.28
其中：非流动资产处置损失				
投资收益				
三、利润总额	5905.58	6725.85	13.89	5048.37
减：所得税费用	1476.40	1681.46	13.89	1262.09
四、净利润	4429.19	5044.39	13.89	3786.28

附件 4 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	37582.47	49838.57	32.61	43071.06
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	346.29	362.82	4.77	192.54
现金流入小计	37928.76	50201.39	32.36	43263.60
购买商品、接受劳务支付的现金	31545.47	40357.08	27.93	35347.32
支付给职工以及为职工支付的现金	681.92	818.02	19.96	761.73
支付的各项税费	2938.13	4042.06	37.57	3243.09
支付的其他与经营活动有关的现金	492.87	523.82	6.28	361.93
现金流出小计	35658.39	45740.98	28.28	39714.06
经营活动产生的现金流量净额	2270.37	4460.41	96.46	3549.54
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
取得投资收益所收到的现金		9.82		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额				
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计		9.82		
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	2874.62	4119.71	43.31	3698.15
投资所支付的现金	100.00			
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	2974.62	4119.71	38.50	3705.71
投资活动产生的现金流量净额	-2974.62	-4109.89	38.17	-3705.71
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金				
借款所收到的现金	9290.00	11250.00	21.10	17850.00
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	9290.00	11250.00	21.10	17850.00
偿还债务所支付的现金	7890.00	10250.00	29.91	12600.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	643.73	684.54	6.34	643.78
支付的其他与筹资活动有关的现金				
现金流出小计	8533.73	10934.54	28.13	13243.78
筹资活动产生的现金流量净额	756.27	315.46	-58.29	4606.22
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	52.03	665.98	1180.00	4450.05

附件 5 主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	6.64	6.70	--
存货周转次数(次)	6.81	6.97	--
总资产周转次数(次)	1.10	1.13	--
现金收入比(%)	99.84	111.15	111.84
盈利能力			
营业利润率(%)	19.75	18.49	16.93
总资本收益率(%)	14.14	13.49	--
净资产收益率(%)	19.89	18.47	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	18.38
全部债务资本化比率(%)	38.01	35.68	41.33
资产负债率(%)	38.65	36.37	41.81
偿债能力			
流动比率(%)	153.02	158.68	210.19
速动比率(%)	117.96	123.68	171.65
经营现金流动负债比(%)	25.81	28.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.97	12.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.92	1.84	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.08	0.02	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.77	0.51	--

注：公司 2011 年 1-9 月财务数据未经审计。

附件 5 有关计算指标的计算公式

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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

跟踪评级公告

联合[2011] 1029 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持南通蛟龙重工发展有限公司主体长期信用等级为BBB⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月三十日



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>

南通蛟龙重工发展有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: BBB⁺ 评级展望: 稳定

评级时间: 2011 年 12 月 30 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	11 年 9 月
现金类资产(亿元)	0.29	0.30	0.43
资产总额(亿元)	4.84	6.36	8.78
所有者权益(亿元)	2.75	3.16	3.44
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.81
全部债务(亿元)	2.03	3.12	5.25
主营业务收入(亿元)	5.60	6.33	4.86
利润总额(亿元)	0.47	0.61	0.38
EBITDA(亿元)	0.73	1.01	--
经营性净现金流(亿元)	0.31	0.43	1.02
营业利润率(%)	13.98	15.35	16.39
净资产收益率(%)	15.00	17.00	--
资产负债率(%)	43.26	53.85	60.67
全部债务资本化比率	41.71	49.66	60.38
流动比率(%)	129.43	113.75	109.61
全部债务/EBITDA(倍)	2.65	3.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.12	5.80	--
经营现金流流动负债比(%)	14.89	13.32	--

注: 2011 年三季度财务数据未经审计。

分析师

胡岩

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内,南通蛟龙重工发展有限公司(以下简称“公司”)主营业务收入持续增长,利润空间得到改善,并较好地平抑了外部钢材价格波动上升对公司原材料成本的不利影响。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到 2011 年前三季度全球造船行业新接订单量同比显著下降,后续造船业订单不足可能对公司的经营发展构成挑战。

未来,在全球造船业向中国转移和配套设备国产化率提高的背景下,凭借在细分行业积累的技术优势、行业口碑及与主要客户良好的合作关系,有助于公司抵御行业周期性变化可能带来的冲击。

综合考虑,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)维持公司主体长期信用等级为 BBB⁺,评级展望为稳定。

优势

1. 公司与行业内多家大型的整船制造和配套企业建立了长期合作关系,目前手持订单较充足。
2. 公司整体的成本控制能力在行业中处于领先水平。

关注

1. 全球贸易状况未出现实质改善,造船业持续低迷,船舶配套订单不足将对公司未来经营发展造成不利影响。
2. 跟踪期内,公司存货和应收账款规模持续快速增长,整体经营效率受到一定影响。
3. 公司债务负担呈加重趋势。
4. 公司所有者权益中未分配利润占比大,权益稳定性较弱。

一、主体概况

南通蛟龙重工发展有限公司（以下简称“公司”）由江苏省人民政府批准（批文号商外资苏府字【2003】47767号文），经南通市工商行政管理局登记，于2003年8月成立，截至2010年底，注册资金为5600万元。江苏蛟龙重工集团有限公司（以下简称“蛟龙集团”）持有公司74.96%股份，蓝海控股有限公司（Blue Ocean Holdings Limited，在香港注册）持有公司25.04%股份，其中徐国华持有蛟龙集团59.10%股份，其子徐建持有蛟龙集团9.6%的股份，徐建同时持有蓝海控股89.21%的股份，徐国华、徐建父子为公司实际控制人。

公司经营范围为：钢结构、船舶钢结构件、钢结构桥梁制作、安装（凭资质证书经营）；制造销售通用机械、金属制品。

截至2011年9月底，公司设企划部、管理部、项目采购部、财务部、技术部、生产部、工务部、质控部等8个职能部门，拥有2家子公司。

截至2010年底，公司资产总额6.36亿元，负债总额3.20亿元，所有者权益3.16亿元；2010年公司实现主营业务收入6.33亿元，利润总额0.61亿元。

截至2011年9月底，公司资产总额8.78亿元，负债总额5.33亿元，所有者权益3.44亿元；2011年1~9月公司实现主营业务收入4.86亿元，利润总额0.38亿元。

公司注册地址：江苏省南通市通州平湖镇工业园区；法定代表人：徐国华。

二、行业分析

公司属船舶制造行业中的船舶配套设备制造子行业，船舶制造行业的景气度对公司业绩影响较大。

造船行业

根据英国克拉克松公司（Clarkson）的统计，2010年全球新船订单量累计达120.60百万载重吨，比2009年增长185.85%；全年造船完工量146.07百万载重吨，同比增长19.70%；2010年全球累计手持船舶订单472.60百万载重吨，同比下降3.32%。2011年1~9月，世界造船完工量累计119.38百万载重吨，较上年同期增长6.61%；新接订单量和手持订单量累计分别为53.49百万载重吨和404.47百万载重吨，分别较上年同期下降38.97%和14.85%。

表1 2010年世界三大造船指标比较

指标/国家	世界	中国	韩国	日本
完工量	百万吨	146.07	61.21	46.56
	占比(%)	100	41.9	31.9
新接订单量	百万吨	120.60	58.46	46.14
	占比(%)	100	48.5	38.3
手持订单量	百万吨	472.60	192.92	156.61
	占比(%)	100	40.8	33.1

资料来源：Clarkson Research Service

表2 2011年1~9月世界三大造船指标比较

指标/国家	世界	中国	韩国	日本
完工量	百万吨	119.38	49.22	39.39
	占比(%)	100%	41.2%	32.9%
新接订单量	百万吨	53.49	23.89	24.18
	占比(%)	100%	44.7%	45.2%
手持订单量	百万吨	404.47	176.09	129.06
	占比(%)	100%	43.5%	31.9%

资料来源：Clarkson Research Service

据克拉克松公司统计，2010年中国新接订单58.46百万载重吨，占新接订单量的48.5%，保持世界第一的地位。2010年，中国造船完工量61.21百万载重吨，同比增长44.25%；新承接船舶订单58.46百万载重吨，同比增长124.84%。截至2010年底，全国手持船舶订单累计192.92百万载重吨，比2009年底手持订单量上升2.52%。中国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的41.9%、48.5%和40.8%，均位列全球首位。2010年，中国船舶克服了全球金融危机带来的接船难、交

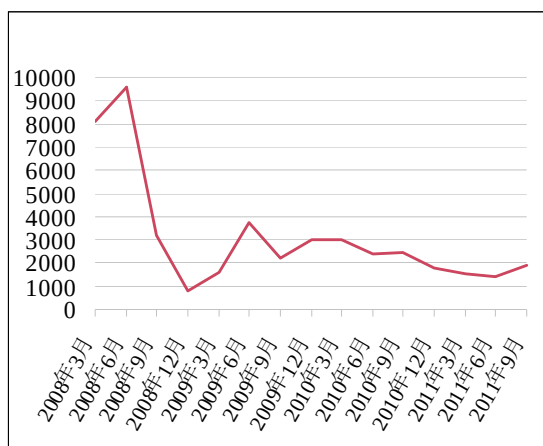
船难等困难，继续保持了快速发展的态势，造船完工量和新接订单量实现大幅增长。

2011 年前三季度全球贸易摩擦加剧，保护主义盛行，美国债务危机和欧洲诸国主权债务危机引发全球经济动荡，受此影响，造船企业资金链明显收紧，新增订单显著减少。2011 年前三季度，中国新接订单量为 23.89 百万载重吨，同比下降 42.43%；造船完工量为 49.22 百万载重吨，同比增长 10.38%；手持订单量为 176.09 百万载重吨，同比下降 7.54%。虽然完工量有所增长，但新增的订单未能有效的补充完成的订单。如果未来三年内全球贸易状况未有显著改善，新增订单量持续减少，则未来造船业将面临订单不足的严峻挑战。

航运指数大幅下跌

2009 年以来，反映全球贸易景气度的波罗的海指数（BDI）一直呈现低位徘徊态势。截至 2010 年 12 月底，BDI 指降至 1773 点，2011 年 9 月底，BDI 指数反弹至 1899 点，超过 2010 年底的水平，但远未恢复至金融危机前的水平。总体上，BDI 指数较低，复苏迹象较弱。

图 1 近年来 BDI 指数走势



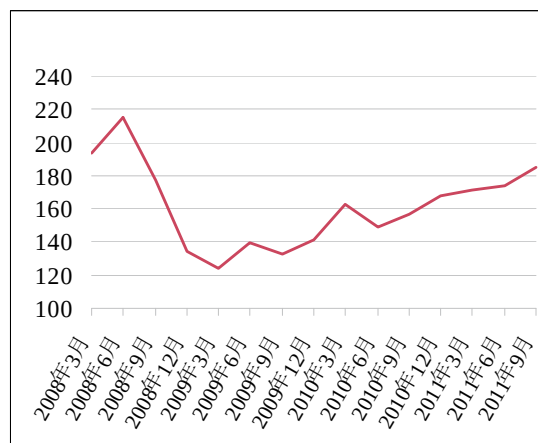
资料来源：wind 资讯

钢材价格

钢材价格波动影响造船企业的经营成本。2010 年开始，钢材价格综合指数呈波动上升态势，截至 2010 年 12 月底为 168.1 点，同比上升了 27 点；2011 年 9 月底为 184.7 点，较 2010

年底上升了 16.6 点。钢材价格的抬升加重了造船企业的成本压力。

图 2 近年来钢材价格指数情况



资料来源：我的钢铁网

总体看，2010 年国际市场对船舶的需求有所恢复，订单有所增加，但 2011 年 1~9 月，全球新接订单量同比显著下降，如果未来三年内全球贸易状况没有显著改善，造船业将面临订单不足的严峻挑战。

三、经营管理分析

1. 经营情况

公司是专业化的钢结构部件设计、生产企业，产品涉及船舶配套钢结构、建筑钢结构、桥梁钢结构、海洋工程钢结构等。

2010 年以来，造船行业整体供求关系有所改善，公司盈利能力增强。2010 年公司实现主营业务收入 6.33 亿元，同比增长 13.04%，整体毛利率为 18.03%，高于 2009 年的 13.98%；2011 年 1~9 月，公司主营业务毛利率升至 19.70%，同期实现主营业务收入 4.86 亿元，为 2010 年全年的 76.78%。

公司主营业务较为突出，2010 年以来，公司船舶配套钢结构占主营业务收入的比重一直保持在 90% 左右，其中船舱分段收入增长幅度较大，2010 年和 2011 年 1~9 月该板块分别实现收入 3.49 亿元和 3.44 亿元；2009 年以来，船舶舱口

盖业务逐年下降，主要是2009年蛟龙集团将其所属的船舶配套产品集中在公司生产，使得2009年该板块收入大幅增长；2010年收入占比较高的船舶坡道业务未产生收入，系蛟龙集团统筹安排，将该板块业务放在其他子公司。

在公司主导产品中，船舶分段毛利率水平

相对较高，2010年和2011年1~9月分别为20.20%和21.43%；船舶舱口盖和船舶坡道毛利率水平基本相近，2010年分别为12.94%和12.01%；其他产品由于收入占比较小，对公司综合毛利率水平的影响有限。

表3 2009~2011年1-9月公司收入构成及毛利率情况

分产品	主营业务收入（万元）			主营业务毛利率（%）		
	2009 年	2010 年	2011 年 1~9 月	2009 年	2010 年	2011 年 1~9 月
船舶舱口盖	38316.79	20725.42	9728.29	12.94	18.65	16.20
船舶分段	7188.67	34907.26	34396.41	20.84	20.20	21.43
船舶坡道	5601.79		1014.12	12.01		5.39
钢结构件	14.09	7654.88		20.01	8.32	
支撑钢结构	368.99			19.00		
加工	3747.77			17.07		17.65
码头设备	790.75					
美国通用公司支架			3440.71			15.00
合计	56028.86	63287.56	48579.82	13.98	18.03	19.70

资料来源：公司提供

公司与行业内多家大型的整船制造和配套企业建立了长期合作关系，订单需求较稳定。2010 年公司订单数量增速明显回升，公司已签订未交付的订单金额累计超过 6 亿元。

表4 2010年公司主要的大额订单

订单名称（或客户名称）	产品类型	订单金额（万元）
麦基嘉	舱口盖	10100
南通中远船务	分段	3500
上海市江南长兴重工	分段	6000
中国长江航运集团青山船厂	分段	8000
江苏金陵船舶	分段	8000
江苏熔盛重工有限公司	分段	6000
美国通用 GE 公司	码头基座	1181 万欧元
TTS 公司	栈桥	2600

资料来源：公司提供

公司生产所需的主要原材料包括钢板（船板）、焊材、焊气和油漆等，其中钢板作为最主

要的原材料在生产成本中的占比约为60%。跟踪期内，为了降低钢材价格波动对原材料成本的不利影响，公司在签订合同后，按照预付定金方式锁定部分钢板价格，同时合同中规定当钢板价格波动超过一定幅度后（通常为5%），根据当时的钢材价格调高或调低合同的最终结算价格。在这样的结算模式下，产品实际结算价格与能够在一定程度上和原料价格保持联动，公司的原材料风险不是很大。2008年公司钢板的平均采购价格为6500元/吨，2009年逐步回落至5500元/吨，2010年公司平均采购价格约为5000~5500元/吨，2011年前三季度钢板采购价格较2010年上升至5500元/吨。

总体看，跟踪期内，市场供需关系有所改善，公司主营业务收入持续增长，手持订单较为充足，且较好地平抑了外部钢材价格波动上升对公司原材料成本的不利影响。

2.管理情况

2011 年 7 月，公司整合蛟龙集团旗下“南通蛟龙重工船务有限公司”、“南通蛟龙重工

海洋工程有限公司”，以规避同业竞争，实现整体上市。集团母公司——蛟龙集团原为乡镇集体企业，为防范乡镇企业改制过程中可能存在的法律风险，蛟龙集团将全资子公司“南通蛟龙重工船务有限公司”和“南通蛟龙重工海洋工程有限公司”100%的股权（注册资本合计14666万元）以1:1的价格转让给公司。其中，“南通蛟龙重工船务有限公司”注册资本为8000万元，“南通蛟龙重工海洋工程有限公司”注册资本为6666万元，转让后在两家子公司的管理模式及生产模式均未发生变化。

四、财务分析

公司提供的2009~2010年度财务报表已经南通中天会计师事务所有限公司审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司2011年三季度财务报表未经审计。

公司2011年7月受让“南通蛟龙重工船务有限公司”、“南通蛟龙重工海洋工程有限公司”100%股权，但未合并至报表，而是作为长期股权投资体现。

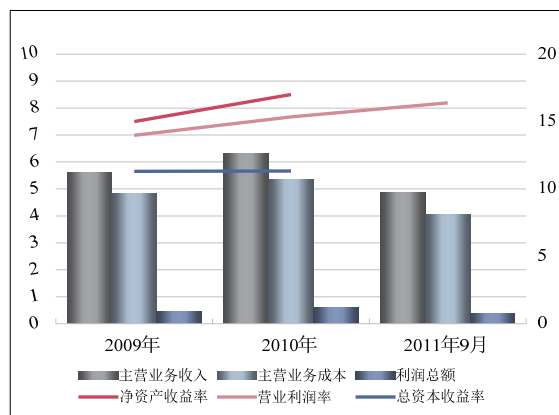
截至2010年底，公司资产总额6.36亿元，负债总额3.20亿元，所有者权益3.16亿元；2010年公司实现主营业务收入6.33亿元，利润总额0.61亿元。

截至2011年9月底，公司资产总额8.78亿元，负债总额5.33亿元，所有者权益3.44亿元；2011年1~9月公司实现主营业务收入4.86亿元，利润总额0.38亿元。

1. 盈利能力

2010年，造船行业整体的供求关系有所改善，公司盈利状况转好，全年实现主营业务收入6.33亿元，同比增长12.96%；利润总额0.60亿元，同比增长29.45%。从盈利指标看，2010年公司总资本收益率和净资产收益率分别为由2009年的11.31%、15.00%升至11.33%、17.00%；主营业务利润率则由2009年的13.98%升至2010年的15.35%。

图3 2009~2011年1-9月公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

除主营业务外，公司有一定规模的其他业务收入，2010年其他业务利润0.09亿元，同比增加23.99%，推动了当年利润水平的增长。

由于产销量扩大、运输成本上升以及银行借款利息的增加，公司期间费用整体有所增长，2010年公司期间费用占营业收入的比重为8.08%，较2009年的7.11%上升大约1个百分点。

2010年，公司有一定规模投资收益和营业外收支，但额度有限，对公司整体盈利水平影响很小。

2011年1~9月公司实现主营业务收入4.86亿元，为2010年全年的76.78%；利润总额0.38亿元，为2010年全年的55.00%。

总体看，在跟踪期内，公司盈利水平较好。未来，在全球造船业向中国转移和配套设备国产化率提高的背景下，凭借在细分行业已积累起来的技术优势，公司仍有望保持较好的经营业绩。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2010年公司销售商品、提供劳务收到的现金为5.89亿元，同比下降9.28%，经营活动产生的现金流量净额为0.43亿元，同比上升36.62%。2010年公司现金收入比下降明显，2009~2010年分别为115.80%和93.01%，收入获现能力有所下降。总体看，应

收账款的增加对公司经营活动获现能力造成一定影响。

投资活动方面，由于固定资产投入增加，2010 年公司用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金为 0.66 亿元，同比增加 41.29%，投资活动产生的现金流量净额为 -0.56 亿元，同比下降 0.48%。

筹资活动方面，2010 年公司筹资活动现金流入量和流出量分别为 3.64 亿元和 3.49 亿元，其中取得借款收到的现金 3.64 亿元，偿还债务支付的现金 3.19 亿元。

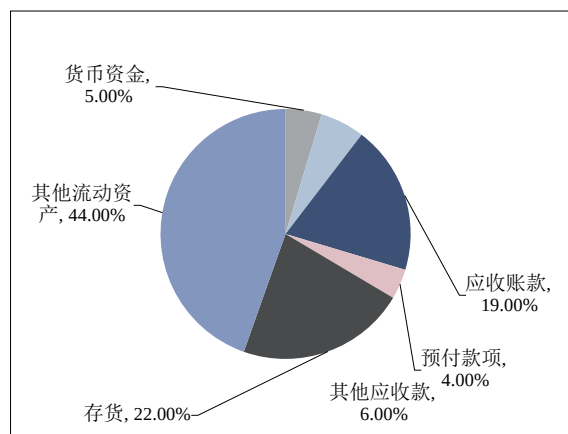
2011 年 1~9 月公司销售商品、提供劳务收到的现金为 5.83 亿元，购买商品、支付劳务支付的现金 3.59 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 1.02 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -1.53 亿元，其中投资支付的现金为 1.27 亿元，主要是受让蛟龙集团两家子公司所支付的现金；筹资活动产生的现金流量净额为 0.65 亿元，其中吸收投资所收到的现金为 0.81 亿元，系公司发行集合票据所得现金。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现金能力一般，在投资活动的推动下，公司有一定对外部融资需求，公司整体筹资压力不大。

3. 资本及债务结构

截至 2010 年底，公司资产总额 6.36 亿元，其中流动资产 3.90 亿元，占 61.32%；非流动资产 2.46 亿元，占 38.68%。

图 4 2010 年公司流动资产情况



资料来源：公司审计报告

流动资产中，其他流动资产、存货和应收账款占比较大。2010 年，公司应收账款同比增长 73.07%，主要是下游的造船企业经营压力增大，部分客户延长付款时限。截至 2010 年底公司应收账款合计 1.25 亿元，公司未对应收账款计提坏账准备。公司提供的审计报告未披露应收账款账龄信息。公司欠款对象金额较大的主要为 TTS 码头设备公司、上海港机重工有限公司、麦基嘉上海、江苏金陵船舶有限责任公司等行业内的大型企业，上述四家企业欠账占比 63.40%，集中度较高。2010 年，公司存货规模增加较快，同比增长 38.28%，存货的快速增加主要是随着加工制造能力的提升，公司单件订单金额增大，生产周期延长。公司产品主要是根据订单生产，存货滞销的风险不大。截至 2010 年底，公司存货为 1.42 亿元。2010 年，公司其他流动资产规模增长较大，同比增长 625.00%，期末余额为 0.29 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。

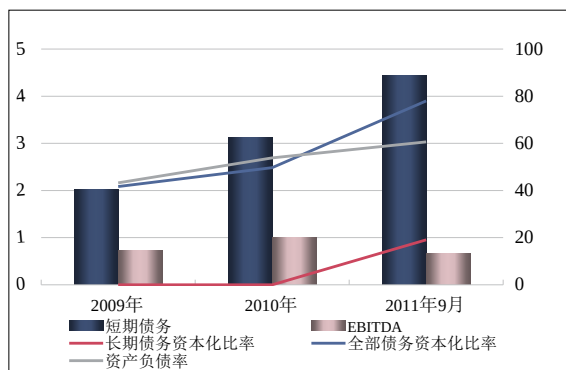
截至 2010 年底，公司非流动资产合计 2.46 亿元，固定资产占比 89.43%。2010 年，公司非流动资产变化不大。

2010 年，公司所有者权益为 3.16 亿元，其中未分配利润占比较高（74.05%），实收资本由 2009 年的 0.38 亿元增加至 0.56 亿元，系母公司蛟龙集团增资所致。

2010 年底，公司负债总额 3.43 亿元，全部为流动负债。2010 年公司流动负债同比增长 63.31%，主要是短期借款、应付票据和应付账款的增加，以及应交税金的减少所致。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额 8.78 亿元，其中流动资产 4.96 亿元，较期初增长 27.18%，主要是公司一年内到期的长期债权投资增加所致；公司非流动资产为 3.82 亿元，较期初增长 55.69%，主要是公司受让集团母公司旗下两家子公司，长期股权投资增加 1.47 亿元所致。2011 年 9 月底，公司负债总额为 5.32 亿元，其中流动负债为 4.52 亿元，非流动负债为 0.81 亿元，主要为公司发行的集合票据。

图5 2009~2011年1-9月公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

从债务指标分析，2010年公司资产负债率由2009年底的43.26%升至53.85%，全部债务资本化比率由2009年的41.71%升至49.66%。公司债务负担有所加重。

从债务结构上看，由于2011年公司发行了0.80亿元2年期集合票据，公司始有长期债务，资产负债率由2010年底的53.85%升至2011年9月底的60.67%。

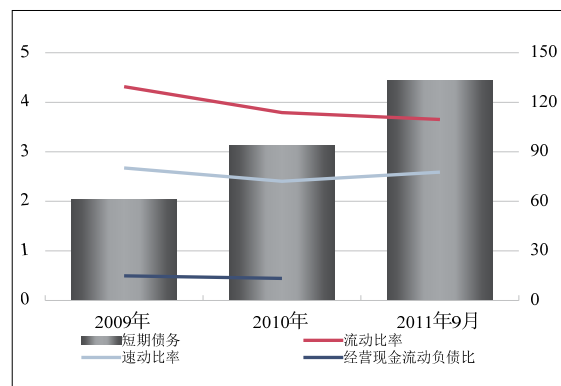
截至2011年9月底，公司长期债务资本化比率为19.06%，全部债务资本化比率60.38%，资产负债率为60.67%。

总体来看，跟踪期内，公司资产总额稳步增长，资产构成以流动资产为主，整体资产质量适中，债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，由于流动负债规模增长较快，公司短期偿债指标整体呈下降趋势，2010年公司流动比率和速动比率由2009年底的129.43%、80.24%降至113.75%、72.17%。截至2011年9月底，公司流动比率和速动比率分别为109.61%和77.69%。公司经营现金流动负债比由2009年底的14.89%降至2010年底的13.32%。公司短期偿债能力一般。

图6 公司短期偿债能力情况



资料来源：公司审计报告

从长期偿债指标看，2010年公司EBITDA利息倍数由2009年底的6.12倍降至2010年底的5.80倍，全部债务/EBITDA倍数由2009年底的2.65倍升至2010年底的3.09倍。总体看，公司长期偿债能力适中。

截至2010年底，公司现金类资产为0.30亿元，为本期0.80亿元集合票据额度的0.38倍；截至2011年9月底，公司现金类资产为0.43亿元，为本期集合票据额度的0.54倍，现金类资产对本期债券保障程度一般。

2010年公司经营活动现金流入量为5.98亿元，为本期发行0.80亿元集合票据额度的7.48倍，经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较好；经营活动现金流量净额仅为0.43亿元，为本期集合票据额度的0.54倍，经营活动现金流量净额对本期债券覆盖程度一般；EBITDA为1.01亿元，为本期集合票据额度的1.26倍，具备一定的保障能力。

截至2011年9月底，公司对外担保额为0.43亿元；担保比率为12.50%，公司存在一定的或有负债风险。

截至2011年9月底，公司银行授信额度5.05亿元，已使用额度为3.25亿元，尚未使用额度为1.80亿元，公司间接融资渠道畅通度一般。

总体看，跟踪期内，公司生产经营状况良好，盈利水平不断增强。未来，在全球造船业向中国转移和配套设备国产化率提高的背景

下，凭借在细分行业已积累起来的技术优势、行业口碑及与主要客户良好的合作关系，有助于公司抵御行业周期性变化。综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用至 **BBB⁺**，评级展望为稳定。

附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 9 月
流动资产：				
货币资金	2899.98	3035.44	4.67	4330.00
短期投资				
应收票据				
应收股利				
应收利息				
应收账款	7227.49	12508.65	73.07	12253.19
其他应收款	2729.90	3736.20	36.86	4071.20
预付账款	3543.38	2544.44	-28.19	4000.00
期货保证金				
应收补贴款				
应收出口退税				
存货	10300.78	14243.76	38.28	14403.44
待摊费用				
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产	400.00	2900.00	625.00	10400.00
流动资产合计	27101.53	38968.49	43.79	49457.83
非流动资产：				
长期股权投资	990.00			14666.00
固定资产	17467.67	21962.30	25.73	20941.70
工程物资				
在建工程	6.31	6.84	8.40	98.84
固定资产清理				
无形资产	2581.32	2562.67	-0.72	2548.69
长期待摊费用	253.92	114.15	-55.04	39.23
其他长期资产				
递延税项借项				
非流动资产合计	21299.22	24645.96	15.71	38294.46
资产总计	48400.76	63614.45	31.43	87752.29

附件 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债				
短期借款	19250.00	23746.93	23.36	24950.00
应付票据	400.00	5400.00	415.27	16900.00
应付账款	611.38	2061.09	237.12	2572.30
预收账款				
应付工资				
应付福利费				
应付利润（股利）				
应交税金	-1076.48	1141.09	-206.00	350.47
其他未交款	-43.54	29.39	-167.50	37.37
其他应付款	1797.26	1878.43	4.52	311.82
预提费用				
预计负债				
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	20938.62	34256.93	63.61	45160.23
长期负债				
长期借款				
应付债券				8116.00
长期应付款				
专项应付款				
其他长期负债				
长期负债合计				8116.00
负债合计	20938.62	34256.93	63.61	53237.96
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	3800.00	5600.00	47.37	5600.00
资本公积	2624.71	2624.71	0.00	2624.71
盈余公积				
其中：法定公益金				
未分配利润	21037.43	23415.00	11.30	26251.35
外币报表折算差额				
所有者权益合计	27462.14	31639.71	15.21	34476.06
负债及所有者权益合计	48400.76	63614.45	31.43	87752.29

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率	2011 年 1~9 月
一、主营业务收入	56028.86	63287.56	12.96	48579.82
减: 主营业务成本	48186.50	53575.27	11.18	40585.50
主营业务税金及附加	9.29	0.00		34.29
二、主营业务利润	7833.07	9712.26	23.99	7960.02
加: 其他业务利润	727.09	855.75	17.70	1233.56
减: 营业费用	730.55	934.63	27.94	768.67
管理费用	2167.53	2438.30	12.49	1735.50
财务费用	1084.22	1742.80	60.74	2855.83
其他				
三、营业利润	4577.85	5452.29	19.10	3833.57
加: 投资收益	-11.86	6.68	-156.32	0.11
补贴收入	105.00	199.00	89.52	
营业外收入	29.39	418.03	1322.35	
其他				
减: 营业外支出	19.05	15.92	-16.43	51.88
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	4681.33	6060.08	29.45	3781.80
减: 所得税	562.97	682.51	21.23	945.45
减: 少数股东损益				
五、净利润	4118.36	5377.57	30.58	2836.35

附件 3-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	64882.94	58862.16	-9.28	58327.40
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	13096.99	938.08	-92.84	-7461.74
经营活动产生的现金流入小计	77979.93	59800.24	-23.31	50865.66
购买商品、接受劳务支付的现金	67773.42	40589.12	-40.11	35924.45
支付给职工以及为职工支付的现金	3145.24	9480.48	201.42	15.60
支付的各项税费	2123.29	2025.43	-4.61	812.08
支付的其他与经营活动有关的现金	1820.43	3445.86	89.29	3855.72
经营活动产生的现金流出小计	74862.39	55540.89	-25.81	40707.85
经营活动产生的现金流量净额	3117.54	4259.35	36.62	10157.81
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金		990.00		
取得投资收益所收到的现金	-11.86	6.68	-156.32	0.11
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金				
收到的其他与投资活动有关的现金				
投资活动产生的现金流入小计	-11.86	996.68	-8503.71	0.11
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	4701.28	6642.47	41.29	660.59
投资所支付的现金	960.00			14666.00
支付的其他与投资活动有关的现金				
投资活动产生的现金流出小计	5661.28	6642.47	17.33	15326.59
投资活动产生的现金流量净额	-5673.14	-5645.80	-0.48	-15326.59
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金				8116.00
借款所收到的现金	28500.00	36396.28	27.71	1203.07
收到的其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动产生的现金流入小计	28500.00	36396.28	27.71	9319.07
偿还债务所支付的现金	24750.00	31899.35	28.89	
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	1209.64	1775.03	46.74	2855.83
支付的其他与筹资活动有关的现金		1200.00		
筹资活动产生的现金流出小计	25959.64	34874.38	34.34	2855.83
筹资活动产生的现金流量净额	2540.36	1521.90	-40.09	6463.24
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-15.24	135.45	-989.43	1294.56

附件 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年
净利润	4118.36	5377.57
加: 未确认的投资损失 (以“+”号填列)		
加: 少数股东损益		
计提的资产减值准备		
固定资产折旧	1340.79	2105.18
无形资产摊销	13.75	18.65
长期待摊费用摊销	162.46	181.91
待摊费用减少(减:增加)		
预提费用增加(减:减少)		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (减:收益)		
固定资产报废损失		
财务费用	1209.64	1775.03
投资损失(减:收益)	11.86	-6.68
递延税款贷项(减:借项)		
存货的减少(减:增加)	-2253.55	-3942.98
经营性应收项目的减少(减:增加)	5493.92	-7788.52
经营性应付项目的增加(减:减少)	-6979.69	6539.19
其他		
经营活动产生的现金流量净额	3117.54	4259.35
三、现金及现金等价物净增加情况		
现金的期末余额	2899.98	3035.44
减: 现金的期初余额	2915.22	2899.98
现金等价物的期末余额		
减: 现金等价物的期初余额		
现金及现金等价物净增加额	-15.24	135.45

附件 4 主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	8.13	6.41	--
存货周转次数(次)	5.25	4.37	--
总资产周转次数(次)	1.17	1.13	--
现金收入比(%)	115.80	93.01	120.07
盈利能力			
主营业务利润率(%)	13.98	15.35	16.39
总资本收益率(%)	11.31	11.33	--
净资产收益率(%)	15.00	17.00	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	19.06
全部债务资本化比率(%)	41.71	49.66	60.38
资产负债率(%)	43.26	53.85	60.67
偿债能力			
流动比率(%)	129.43	113.75	109.61
速动比率(%)	80.24	72.17	77.69
经营现金流动负债比(%)	14.89	13.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.12	5.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.65	3.09	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.13	-0.04	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.11	-0.80	--

附件 5 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务=(长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 6 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

跟踪评级公告

联合[2011] 1030 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持无锡新大中薄板有限公司主体长期信用等级为BBB⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月三十日



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>

无锡新大中薄板有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: BBB⁺ 评级展望: 稳定

评级时间: 2011 年 12 月 30 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	11 年 9 月
现金类资产(亿元)	1.48	2.14	1.78
资产总额(亿元)	10.91	12.16	12.36
所有者权益(亿元)	4.63	5.33	5.70
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.50
全部债务(亿元)	4.87	5.66	5.93
营业收入(亿元)	10.63	12.33	8.53
利润总额(亿元)	0.47	0.87	0.47
EBITDA(亿元)	0.55	0.98	--
经营性净现金流(亿元)	1.38	0.09	0.05
营业利润率(%)	9.52	12.17	10.21
净资产收益率(%)	8.73	13.23	--
资产负债率(%)	57.61	56.15	53.85
全部债务资本化比率(%)	51.25	51.49	50.97
流动比率(%)	129.59	138.28	153.99
全部债务/EBITDA(倍)	8.77	5.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.91	8.98	--
经营现金流动负债比(%)	22.02	1.39	--

注: 2011 年三季度财务数据未经审计。

分析师

胡 岩

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 无锡新大中薄板有限公司(以下简称“公司”)继续保持在镀锡板和彩涂板领域的市场竞争力, 在不利的行业景气周期中, 保持了相对较好的盈利水平。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到钢材价格的波动较大, 对外担保金额高等因素对公司信用水平带来不利影响。

公司未来将继续专注现有主业的经营和发展。公司对下游用户相对较强的议价能力, 有助于公司在行业景气低谷, 维持相对稳定的经营及信用基本面。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用 BBB⁺, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司是国内较大的镀锡板民营生产企业, 拥有较完整的镀锡板和彩涂板生产链, 能够实现基板的自给, 配套生产能力较强。
2. 公司镀锡板市场占有率较高, 对下游的议价能力较强, 产品盈利水平稳定。
3. 公司成本控制能力较强, 在外部不利经济环境下, 保持了相对稳定的盈利能力。
4. 公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖能力良好。

关注

1. 2011 年下半年, 欧债危机进一步加深, 紧缩政策影响逐步体现, 钢铁下游行业需求增速放缓。
2. 钢材价格波动较大, 公司经营易受外部环境影响。
3. 公司对外担保余额较高, 且担保对象相对集中, 存在一定或有负债风险。

一、企业概况

无锡新大中薄板有限公司（以下简称“公司”）前身为2004年8月成立的无锡华丰薄板有限公司，是由无锡银丰投资有限公司（以下简称“无锡银丰”）和香港华南辉投资有限公司（以下简称“香港华南辉”）共同出资组建。2007年12月，公司吸收合并同一控制人下的原无锡新大中薄板有限公司和无锡新大金属制品有限公司，并更名为现名。截至2011年9月底，公司注册资本2100万美元，其中无锡银丰持股72.45%，香港华南辉持股27.55%，公司实际控制人为董事长周明华。

公司营业范围包括：生产镀锌及耐高腐蚀性铝锌合金板、不锈钢冷轧板、不锈钢冷轧带、精密钢带、涂层板、涂层钢带、热镀锌板、有色金属复合材料、耐指纹电镀锌板，酸洗，冷轧加工等。

截至2011年9月底，公司内设生产部、市场部、采购部、综合办公室、财务部；拥有控股子公司1家，公司现有在职员工716人。

截至2010年底，公司资产总额12.16亿元，所有者权益5.33亿元；2010年，公司实现营业收入12.33亿元，利润总额0.87亿元。

截至2011年9月底，公司资产总额12.36亿元，所有者权益5.70亿元；2011年1~9月，公司实现营业收入8.53亿元，利润总额0.47亿元。

公司注册地址：无锡市惠山区玉祁镇常玉路83号；法定代表人：周明华。

二、行业分析

公司主要从事镀锡板和彩涂板的生产和销售，行业属于钢铁加工业，钢铁产业的整体经营环境和发展趋势将直接影响到公司的经营和投资收益。

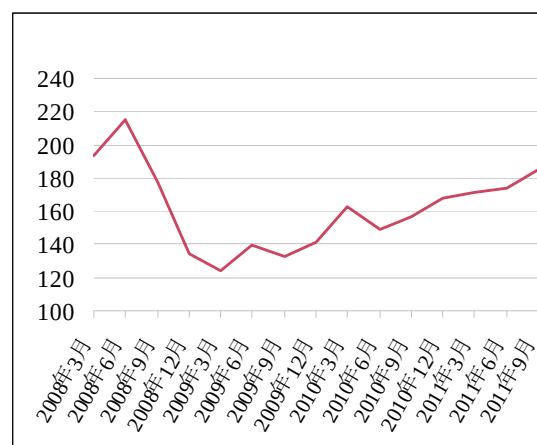
钢铁供需

根据国际钢铁协会（IISI）初步统计，2010

年，随着世界经济的逐步复苏，全球钢铁产能逐步复产，67个主要产钢国家和地区粗钢总产量达到14.14亿吨，较2009年上涨15.90%；中国以6.27亿吨位列全球钢产量首位，约占全球粗钢产量的44.33%，占比较2009年下降2.22%。2010年中国粗钢产量，受限产和节能减排等政策影响，6月后增速有所放缓，11、12月产量有所反弹，全年产量同比增长9.26%。2011年1~9月，中国累计生产粗钢52573.5万吨，同比增长10.7%，但受市场需求影响，粗钢产量下半年起环比增速呈回落态势。

钢材价格方面，2010年开始，钢材价格综合指数呈波动上升态势，截至2010年12月底为168.1点，同比上升了27点。2011年中国钢材价格稳步回升，2011年9月底为184.7点，较2010年底上升了16.6点。

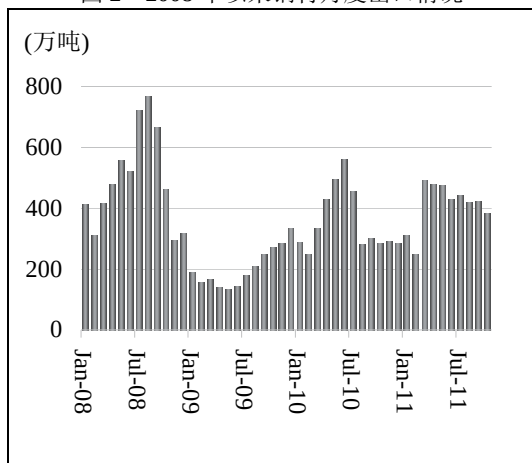
图1 近年来钢材价格指数情况



资料来源：我的钢铁网

2010年上半年，中国钢材出口规模有所反弹，但下半年以来政府对部分钢材产品取消退税，中国钢材出口增速大幅放缓，12月出现负增长。根据海关总署统计，2010年全年中国出口钢材4256万吨，较2009年增长73.01%，净出口量2613万吨，同比增长274.89%。2011年上半年中国钢材出口总体保持较为平稳的增速。

图2 2008年以来钢材月度出口情况



资料来源：Wind

行业政策方面，2009年，为适应钢铁行业整体需求不足以及严峻的出口形势，国家有关部门适当提高了钢材产品的出口退税率，在一定程度上缓解了钢材出口的严峻形势。2010年6月22日，财政部联合税务总局批准自2010年7月15日起取消部分钢材商品的出口退税。此次取消退税商品名单中基本覆盖了所有热轧卷板，部分中厚板、冷轧卷和少量型材等48种钢材品种，约40%左右的出口钢材受到影响。此次为出口退税的取消直接消弱了中国钢企的出口成本优势，对加速落后产能的淘汰、控制钢铁产量起到了积极作用。

铁矿石价格

从中国进口铁矿石价格指数看，2010年进口铁矿石价格指数步入快速上升通道，二季度振荡下挫后延续攀升上行态势。2011年一季度，中国铁矿石价格指数振荡上行，逐步逼近2008年高位水平，但二季度末指数略有回落。中国国内铁矿石价格指数与进口铁矿石价格指数变化趋势基本一致。铁精粉价格上，2010年青岛港巴西64.5%粉矿车板均价达到1191.54元/湿吨，较2009年均价上涨66.29%；2011年上半年均价为1319.29元/湿吨，较2010年增长10.72%，已接近2008年峰值水平。国内矿粉方面，迁安66%干基铁精粉2010年均价为1191.02元/吨，2011年上半年均价为1403.45元/吨，与进口矿价格变动趋势一致。2011年9

月份起，受钢铁需求减少影响，铁矿石价格出现大幅回落。

图3 中国铁矿石价格指数



资料来源：我的钢铁网

2010年国内矿山扩产和铁矿石定价机制改变影响了中国对进口矿石的需求，中国进口铁矿石增量出现首度下降。2010年中国进口铁矿石6.19亿吨，同比减少1.46%。但决定中国铁矿石对外依存度高的关键因素并未出现实质转变，预计未来中国对进口铁矿石需求仍保持在较高水平

总体看，铁矿石价格波动剧烈，给铁矿石自给率不高的钢铁企业成本控制与风险管理带来压力和挑战。

焦炭

焦炭是支撑钢铁生产的基本原材料，其产量的增幅变动与钢铁行业运行有着直接的依存性。2010年以来，随着钢铁行业产量的恢复和焦煤价格的提升，唐山二级冶金焦价格波动中有所增长，全年均价为1841.89元/吨，同比增长7.97%；2011年上半年均价为1979.03元/吨，同比增长6.95%。总体看，焦炭价格处于相对低位，但呈现振荡上行态势。

下游需求

2010年，中国经济总量保持了较高运行速度，支撑了钢铁的需求增长，2010年中国粗钢表观消费量为59935万吨，同比增长6.1%。

建筑业方面，2010年以来，国家为控制房

价过快上涨出台的一系列调控政策抑制了房地产业的过快增长，但保障性住房建设的加速将拉动房地产用钢需求的增长。“十二五”期间，基建投入规模将保持在较高水平，对建筑用钢需求形成良好支撑。关键钢种上，400兆帕以上高强度螺纹钢、抗震钢筋、高强度线材、高强度、抗震、耐火耐候钢板和H型钢将成为建筑用材领域主要需求增长动力和钢材产品升级发展的主要方向。

汽车行业方面，跟踪期内，中国汽车呈现“高开稳走”的产销局面。2010年国内累计产销分别达到1826.47万辆和1806.19万辆，产销同比分别增长32.44%和32.37%，增速趋于平缓。

总体看，跟踪期内，中国钢铁行业整体表现略有好转，行业需求回升带动钢材市场价格回暖，但铁矿石、焦炭等原燃料价格的高企使行业整体盈利水平仍未得到实质改善。

三、经营分析

公司主要从事钢板中的彩涂板和镀锡板的生产和销售。受金融危机影响，2009年公司主营业务收入同比下降25.23%；2010年公司收入恢复至金融危机前水平，主营业务收入12.33亿元，同比增长15.99%，整体毛利率为12.31%。2011年1~9月，公司实现主营业务收入8.53亿元，占2010年全年的69.18%。

从业务收入构成看，公司以彩涂板和镀锡板两大产品为主，2010年来合计业务收入占总收入的比重在90.67%，主营业务突出。从毛利率看，镀锌彩涂市场竞争较为激烈，公司产品盈利水平较低且易受外部市场环境的影响，整体毛利率走势与同期市场钢铁产品利润情况相符；镀锡板产品主要应用于啤酒、饮料等瓶盖行业，下游需求相对稳定，公司市场占有率较高，有一定的议价能力，因此毛利率相对较高。其他收入主要是废料和电镀锌卷。

表1 2009年-2011年1-9月公司主营业务收入及毛利率情况（万元，%）

业务分类	2009年			2010年			2011年1-9月		
	主营业务收入	主营业务成本	毛利率	主营业务收入	主营业务成本	毛利率	主营业务收入	主营业务成本	毛利率
彩涂板	37842	35884	5.17	44038.68	39537.47	10.22	32362.73	29213.83	9.73
镀锡板	62435	54837	12.17	67827.66	57264.64	15.57	46130.24	40649.23	11.88
其他	6045	5465	9.59	11465.20	11346.59	1.03	6789.67	6632.69	2.31
合计	106322	96186	9.53	123331.54	108148.70	12.31	85282.64	76495.75	10.30

资料来源：公司审计报告

公司生产所需的原材料主要是热轧卷板，其采购成本约占总成本的80%。公司热轧卷板主要采购对象为上游钢铁厂和中间贸易商，一般是签订全年供货协议。从采购量和价格看，伴随产销量的增长，热轧卷板采购量也呈现增加趋势，2008~2010年，年均增长32.98%，基本与产销量数据匹配。产品价格方面，近年来，受宏观经济和原材料供给波动影响，钢铁产品价格波动剧烈，公司卷板采购均价也呈现一定幅度的震荡，价格由2009年的3243元/吨增至2010年底的4520元/吨。虽然原材料价格的大幅波动增加了公司成本控制压力，但公司生产

的产品价格也随之迅速调整，公司毛利率并未因此拉低。

销售量和销售价格方面，受宏观经济波动影响，2008~2010年公司产品销售量有所波动，总销量分别为21.25万吨、18.97万吨和22.70万吨，主要是彩涂板销售的波动所致。2010年，公司产销率较2009年有所回升，产品产销率都保持在95%以上。产品价格方面，公司产品定价基本依据原材料价格，再添加适度的加工成本费用，并参考市场价格，所以产品销售价格与上游热轧卷板价格关联度较大。随着原材料价格 and 市场需求持续上升，公司主要产品价格

也稳步上涨。

四、募集资金使用情况

公司 0.5 亿元集合票据募集资金主要用于 2011 年公司新投入的两条生产线建设：1420 四辊平整机组预计 2012 年 4 月完工，进行试产；1050 六辊冷轧机组预计 2012 年 2 月完工，进行试产。两条生产线均由西安普瑞森冶金设备有限公司制造。

五、财务分析

公司提供的2009~2010年度财务报表已经无锡嘉誉会计师事务所有限公司审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司2011年1~9月财务报表未经审计。

截至2010年底，公司资产总额12.16亿元，所有者权益5.33亿元；2010年，公司实现营业收入12.33亿元，利润总额0.87亿元。

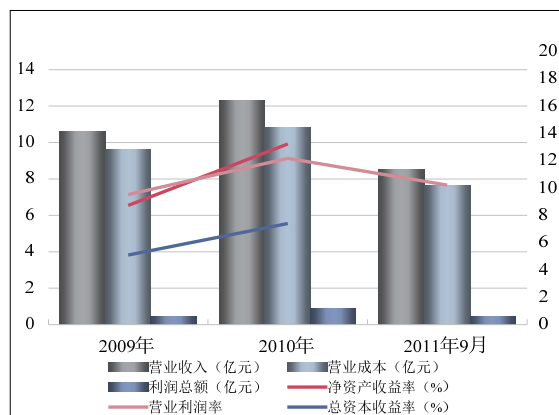
截至2011年9月底，公司资产总额12.36亿元，所有者权益5.70亿元；2011年1~9月，实现营业收入8.53亿元，利润总额0.47亿元。

1. 盈利能力

伴随前期投建生产线产能的陆续释放以及钢材价格的上涨，2010 年公司实现营业收入 12.33 亿元，同比增长 16.00%；利润总额出现较大幅度增长，全年实现利润总额 0.87 亿元，同比增长 82.95%。

从盈利指标看，2010 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为由 2009 年的 5.10%、8.73%升至 7.41%、13.23%。公司营业利润率分别由 2009 年的 9.52%升至 2010 年的 12.17%。公司盈利能力一般。

图 4 2009~2011 年 1-9 月公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

公司期间费用整体有所增长，2010 年公司期间费用占营业收入的比重为 5.24%，较 2009 年的 5.12%有小幅上升。总体看，公司期间费用控制能力较强。

受益于下游需求的好转，产品价格有所上升，2011 年公司产销情况良好。2011 年 1~9 月公司实现营业收入 8.53 亿元，利润总额 0.47 亿元。

总体看，跟踪期内，公司加强了成本控制力度，保持了相对较好的利润率水平。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2010 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 14.24 亿元，同比增长 15.55%，实现经营活动产生的现金流量净额 0.09 亿元，同比下降 93.15%，主要是公司用于购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长所致。2009~2010 年公司现金收入比保持稳定，分别为 115.87%和 115.42%，收入获现能力较好。

投资活动方面，由于固定资产投入增加，2010 年公司用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金为 0.59 亿元，同比增长 391.51%，投资活动产生的现金流量净额为 -0.58 亿元。

筹资活动方面，2010 年公司筹资活动现金流入量和流出量分别为 7.52 亿元和 7.05 亿元，其中取得借款收到的现金 7.49 亿元，偿还债务

支付的现金 6.84 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 0.47 亿元。

2011 年 1~9 月公司销售商品、提供劳务收到的现金为 9.74 亿元，购买商品、支付劳务支付的现金 9.42 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 0.05 亿元。2011 年 1~9 月公司投资活动产生的现金流量净额为-0.72 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 0.35 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现金的能力波动较大，资本支出规模较小，经营活动现金流能够覆盖投资需求，筹资活动现金流表现为净流出，以偿还债务为主。

3. 资本及债务结构

截至 2010 年底，公司资产总额 12.16 亿元，其中流动资产 9.44 亿元，占比 77.63%；非流动资产 2.72 亿元，占比 22.37%。流动资产中，应收票据和存货增加幅度较大，分别增长 123.68%和 33.92%，公司存货中原材料、产成品占比较大。截至 2010 年底，公司非流动资产合计 2.72 亿元，固定资产占比 96.31%。

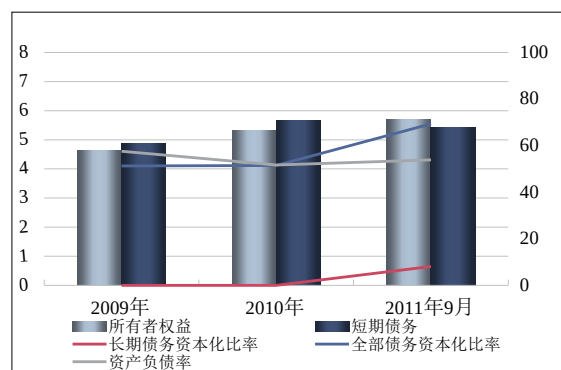
2010 年底，公司流动负债为 6.83 亿元，同比增长 8.85%，主要是短期借款增长 25.31%。

2010 年，在未分配利润累积的推动下，公司所有者权益有所增长。截至 2010 年底，公司所有者权益为 5.33 亿元，同比增长 15.25%，全部为归属母公司所有者权益，其中实收资本占 32.08%，未分配利润占 53.66%，盈余公积占 14.26%。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额 12.36 亿元，负债总额为 6.65 亿元，其中流动负债为 6.15 亿元，非流动负债为 0.50 亿元。

从债务结构上看，2011 年公司发行 0.5 亿元 2 年期集合票据，长期债务有所上升，流动负债在总负债中占比由 56.15%降至 53.85%。

图 5 2009~2011 年 1-9 月公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

从债务指标分析，2010 年公司资产负债率由 2009 年底的 69.32%升至 74.93%，全部债务资本化比率变化不大，由 2009 年的 51.25%升至 51.29%。

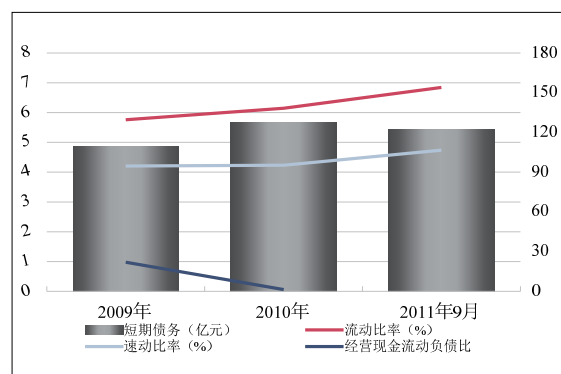
截至 2011 年 9 月底，公司长期债务资本化比率为 8.06%，全部债务资本化比率 50.97%，资产负债率为 53.85%。

总体分析，公司资产结构保持稳定，资产整体流动性适宜。

4. 偿债能力

2010 年公司流动比率和速动比率由 2009 年底的 129.59%、94.63 升至 138.28%、95.27%。截至 2011 年 9 月，公司流动比率和速动比率分别升至 153.99%和 106.55%。公司经营现金流动负债比由 2009 年底的 22.02%降至 2010 年底的 1.39%。公司短期偿债能力较强。

图 6 2009~2011 年 1-9 月公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

2010 年公司 EBITDA 利息倍数由 2009 年底的 6.91 倍升至 2010 年底的 8.98 倍，全部债务/EBITDA 倍数由 2009 年底的 8.77 倍降至 2010 年底的 5.80 倍。公司长期偿债指标上升明显。总体看，公司整体偿债能力尚可。

2010 年公司经营活动现金流入量为 14.48 亿元，为本期发行 0.5 亿元集合票据额度的 28.96 倍，经营活动现金流入量对本期集合票据覆盖程度较好；经营活动现金流量净额仅为 0.09 亿元，为本期集合票据额度的 0.18 倍；EBITDA 为 0.98 亿元，为本期集合票据额度的 1.96 倍，保障能力良好。

截至 2011 年 9 月底，公司现金类资产为 1.78 亿元，为本期集合票据的 3.56 倍，现金类资产对本期集合票据保障程度较高。

截至 2011 年 9 月底，公司对外担保包括：江苏锦绣铝业有限公司 8700 万元；无锡兴达尼龙有限公司 32300 万元。江苏锦绣铝业有限公司成立于 1985 年，是集熔铸、模具、挤压、氧化、着色、彩色喷涂、隔热断桥型材一条龙生产的专业铝合金生产厂家，年生产能力 12000 吨。公司产品连续被评为“江苏省名牌产品”、“江苏省乡镇名牌产品”，并被用于上海交警指挥中心、上海虹桥国际机场、北京亚运村、杭州游泳馆等 30 多项工程。截至无锡兴达尼龙有限公司成立于 1989 年，是一家以尼龙丝为主业的民营企业。兴达尼龙从 2003 年开始与美国杜邦公司开展广泛的资本和技术合作，目前其主要产品牙刷用尼龙丝已经垄断了国内 90% 的市场。公司对外担保比率为 70.35%，对外担保比率过高，公司面临或有负债风险。

截至 2011 年 9 月底，公司银行授信额度 8.05 亿元，已使用额度为 4.35 亿元，尚未使用额度为 3.70 亿元。公司间接融资渠道畅通度一般。

总体看，公司继续保持在镀锡板和彩涂板领域的市场竞争力，成本控制有所加强，同时，钢材价格的波动上涨以及对外担保金额较高等因素，可能给公司未来经营发展带来不利影响。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用 BBB⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：				
货币资金	12352.51	15721.11	27.27	12681.70
交易性金融资产	0.00	60.00		60.00
应收票据	2494.33	5579.42	123.68	5067.29
应收账款	4530.08	5836.73	28.84	6748.89
预付款项	22609.30	22178.43	-1.91	23816.03
应收利息	0.00	0.00		
应收股利	0.00	0.00		
其他应收款	6895.91	5178.48	-24.91	6353.06
存货	21936.66	29377.22	33.92	29199.17
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00		10829.22
其他流动资产	10491.27	10513.97	0.22	19.66
流动资产合计	81310.05	94445.36	16.15	94775.01
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	255.00	255.00	0.00	255.00
投资性房地产				
固定资产	26441.26	26174.84	-1.01	26140.48
在建工程	793.19	538.44	-32.12	1679.74
工程物资				
固定资产清理				
无形资产				
开发支出				
商誉				
递延税款借项				
长期待摊费用	225.54	220.68	-2.16	733.39
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	27714.99	27188.95	-1.90	28808.60
资产总计	109085.04	121634.32	11.57	123583.61

附件 1-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：				
短期借款	25500.00	31955.00	25.31	33650.00
交易性金融负债				
应付票据	23150.00	24660.00	6.52	20649.22
应付账款	5210.35	4291.46	-17.64	3441.62
预收款项	4936.85	4683.58	-5.13	2280.67
应付职工薪酬	1253.07	0.00	-100.00	0.00
应交税费	-166.56	347.97	-308.92	64.42
应付利息				
应付股利	902.95	562.95	-37.65	947.01
其他应付款	936.84	911.52	-2.70	511.98
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	1020.53	885.98	-13.18	0.00
流动负债合计	62744.02	68298.47	8.85	61544.91
非流动负债：				
长期借款				
长期债券				5000.00
长期应付款				
专项应付款	62.27			
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	62.27	0.00	-100.00	5000.00
负债合计	62806.29	68298.47	8.74	66544.91
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	17136.20	17136.20	0.00	17136.20
资本公积	1.90	1.90	0.00	1.90
盈余公积	6821.45	7594.51	11.33	7594.51
未分配利润	22319.20	28603.24	28.16	32306.10
归属于母公司所有者权益合计	46278.75	53335.85	15.25	57038.70
少数股东权益				
所有者权益（或股东权益）合计	46278.75	53335.85	15.25	57038.70
负债和所有者权益（或股东权益）	109085.04	121634.32	11.50	123583.61

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-9 月
一、营业收入	106321.76	123331.54	<i>16.00</i>	85282.64
减: 营业成本	96186.30	108148.70	<i>12.44</i>	76495.74
营业税金及附加	18.29	167.80	<i>817.51</i>	75.68
销售费用	878.47	1283.50	<i>46.11</i>	760.39
管理费用	3764.33	4086.83	<i>8.57</i>	2531.95
财务费用	802.76	1088.01	<i>35.53</i>	1320.64
资产减值损失				
加: 公允价值变动收益(损失以“—”				
投资收益(损失以“—”号填列)	21.00	1.34	<i>-93.60</i>	0.00
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益(损益以“—”号添列)				
二、营业利润(亏损以“—”号填列)	4692.62	8558.03	<i>82.37</i>	4098.23
加: 营业外收入	154.42	225.94	<i>46.31</i>	713.32
减: 营业外支出	103.15	104.96	<i>1.76</i>	152.63
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	4743.90	8679.01	<i>82.95</i>	4658.92
减: 所得税费用	704.94	1621.91	<i>130.08</i>	956.06
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	4038.96	7057.10	<i>74.73</i>	3702.86
其中: 归属于母公司所有者的净利				
少数股东损益				

附件 3 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	11 年 9 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	123194.78	142352.88	15.55	97371.50
收到的税费返还	0.00	1315.17		1294.04
收到其他与经营活动有关的现金	2507.35	1098.25	-56.20	1944.75
经营活动现金流入小计	125702.13	144766.31	15.17	100610.29
购买商品、接受劳务支付的现金	96319.89	131327.39	36.35	94189.92
支付给职工以及为职工支付的现金	2748.45	3301.62	20.13	2772.38
支付的各项税费	4593.24	2326.81	-49.34	1743.98
支付其他与经营活动有关的现金	8224.64	6863.99	-16.54	1378.96
经营活动现金流出小计	111886.22	143819.80	28.54	100085.23
经营活动产生的现金流量净额	13815.90	946.51	-93.15	525.06
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	50.00			0.00
取得投资收益收到的现金	21.00	1.34	-93.60	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	40.40		17.99
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	71.00	41.74	-41.21	17.99
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1198.21	5889.39	391.51	7242.21
投资支付的现金				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	1198.21	5889.39	391.51	7242.21
投资活动产生的现金流量净额	-1127.21	-5847.65	41.17	-7224.23
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金				
取得借款收到的现金	72212.00	74900.00	3.72	50750.00
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金		314.07		6500.00
筹资活动现金流入小计	72212.00	75214.07	4.16	57250.00
偿还债务支付的现金	85712.00	68445.00	-20.15	49055.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1311.92	2034.91	55.11	2303.15
支付其他与筹资活动有关的现金				2400.00
筹资活动现金流出小计	87023.92	7047991	19.01	53758.15
筹资活动产生的现金流量净额	-148119	4734.17	131.96	3491.85
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-2123.23	-166.98	-92.14	-3207.32
加: 期初现金及现金等价物余额	34075.74	31952.51	-6.23	
六、期末现金及现金等价物余额	31952.51	31785.53	-0.52	

附件 4 主要计算指标

财务指标	2009	2010	2011 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数（次）	30.27	13.38	--
存货周转次数（次）	8.77	4.22	--
总资产周转次数（次）	1.95	1.07	--
现金收入比（%）	115.87	115.42	114.18
盈利能力			
营业利润率（%）	9.52	12.17	10.21
总资本收益率（%）	5.10	7.41	--
净资产收益率（%）	8.73	13.23	--
财务构成			
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	8.06
全部债务资本化比率（%）	51.25	51.49	50.97
资产负债率（%）	57.61	56.15	53.85
偿债能力			
流动比率（%）	129.59	138.28	153.99
速动比率（%）	94.63	95.27	106.55
经营现金流流动负债比（%）	22.02	1.39	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.91	8.98	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.77	5.80	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数（倍）	0.26	-0.09	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力（倍）	15.81	-4.50	--

注：2011 年 9 月数据未经审计。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
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 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 6 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分成三等九级，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

主体长期信用等级信用等级设置及其含义同银行间债券市场中长期债券。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2011] 1031 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江苏大江石油科技有限公司主体长期信用等级为BBB，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月三十日



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>

江苏大江石油科技有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB 评级展望: 稳定
上次评级结果: BBB 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2011 年 12 月 30 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
现金类资产(万元)	3862.12	7782.83	11402.43
资产总额(万元)	33211.14	45691.63	51787.53
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	20253.88	25277.64	25524.83
短期债务(万元)	11038.57	18843.60	19643.60
全部债务(万元)	11038.57	18843.60	24643.60
营业收入(万元)	21854.12	25194.75	24492.14
利润总额(万元)	5144.09	5254.62	1815.15
EBITDA(万元)	6329.91	6713.83	--
经营性净现金流(万元)	3059.73	5281.17	-2231.63
营业利润率(%)	30.94	28.56	15.27
净资产收益率(%)	22.22	19.87	--
资产负债率(%)	39.01	44.68	50.71
全部债务资本化比率(%)	35.28	42.71	49.12
流动比率(%)	171.76	135.12	154.39
全部债务/EBITDA(倍)	1.74	2.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.87	6.85	--
经营现金流动负债比(%)	25.98	27.46	--

注: 1. 公司 2011 年 3 季度财务数据未经审计。

2. 由于公司 2009 年审计报告采用旧会计准则编制, 本报告引用的 2009 年财务数据系 2010 年审计报告期初追溯调整数。

分析师

陈立扬

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

江苏大江石油科技有限公司(以下简称“公司”)业务属于国家鼓励发展的油田专用设备制造行业, 提供的油田注气服务具有一定的技术优势。跟踪期内, 公司注气能力和实际供气量的大幅增加推动营业收入递增; 但受原料采购成本快速增加影响, 公司主营业务利润率下滑; 公司有息债务规模有所增长, 债务负担相应加重。

作为国内少数几家以复合热载体发生器提供油田注气服务的公司之一, 公司依据协议价格, 为中海油、中石油和中石化提供长期服务, 具有经营模式简单、服务需求刚性、业务地位较稳固等优势, 发展前景良好。

综合考虑, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)维持江苏大江石油科技有限公司主体长期信用等级为 BBB, 评级展望为稳定。

优势

1. 国家鼓励油田专用设备制造行业的发展, 公司提供的服务具有一定的技术优势。
2. 公司注气能力和实际供气量波动增加, 主营业务收入增长。
3. 公司 EBITDA 和经营活动现金流量对发行票据的覆盖程度高。

关注

1. 公司有息债务规模有所增长, 债务负担有所加重。
2. 2011 年以来, 公司原料采购成本快速增加, 主营业务利润率下滑。
3. 公司经营活动现金流量净额有所波动。
4. 未分配利润在所有者权益中的占比高, 公司所有者权益稳定性差。

一、企业基本情况

江苏大江石油科技有限公司(以下简称“公司”)由香港富汇国际集团有限公司(以下简称“富汇国际”)于2004年8月独资组建,注册资本800万美元。经过增资及多次股权转让,截至2011年9月底,公司注册资本1066.28万美元。

表1 公司股权结构情况(截至2011年9月底)

股东名称	出资额 (万美元)	占比 (%)
无锡市通德利投资发展有限公司	453.438284	42.52
香港富汇国际集团有限公司	324.9975	30.48
沈阳银河高科技发展有限公司	287.847434	27.00
合计	1066.283218	100.00

资料来源:公司提供

公司第一大股东无锡市通德利投资发展有限公司(以下简称“通德利”)主要业务为对外投资,钱秋英100%持股。富汇国际为梅立新全资设立的企业,主要从事投资业务。梅立新与钱秋英为夫妻关系,为一致行动人,是公司的最终控制人。

公司经营范围:研制开发、生产新型石油勘探开发仪器设备并提供相关设备的安装、维修及技术咨询服务,为油井提供注入混合气体(二氧化碳、氮气、水蒸汽)服务。

截至2011年9月底,公司设有供应部、生产技术部、行政部、市场部及财务部。目前,公司无下属控股子公司。

截至2010年底,公司资产总额为45691.63万元,所有者权益为25277.64万元;2010年公司实现营业收入25194.75万元,实现利润总额5254.62万元。

截至2011年9月底,公司资产总额为51787.53万元,所有者权益为25524.83万元;2011年1~9月,公司实现营业收入24492.14万元,利润总额1815.15万元。

公司注册地址:江苏省江阴市滨江西路

1240号;法定代表人:梅立新。

二、经营管理分析

1. 行业分析

公司主要从事研发及生产复合热载体发生器等设备,并通过该设备为油田提供注气服务,进而达到油田增产的目的。公司从事的业务属油田增产服务行业。

(1)国家鼓励油田专用设备制造行业的发展,严格把控设备供应商的准入资质。

国务院办公厅于2009年5月发布《装备制造业调整和振兴规划实施细则》,作为装备制造业综合性应对措施的行动方案,该细则要求提升高压柱塞泵等基础部件的产品制造水平,夯实装备制造业产业发展基础。根据《产业结构调整指导目录(2005年本)》,公司油田专用设备制造和注气作业服务属于国家鼓励类项目“六、石油、天然气”中的“5.提高油气田采收率、生产安全保障技术和设施、生态环境恢复与污染防治工程技术开发和应用”类,国家鼓励该类业务的加速发展。

国内的各大油田对为其提供石油开采设备及服务的供应商实行市场准入制度,即需取得该油田用户出具的准入许可证,才能进入其采购网络。在申请用户市场准入过程中,各石油公司对供应商的相关资质、销售业绩、技术水平、产品质量等方面进行考核,只有考核通过的企业才可以为其提供产品供应或技术服务;国外客户一般需要通过API认证即可。

国家安全生产监督管理总局对出海作业人员有相关培训认证的规定,根据《海洋石油安全生产规定》等相关法律法规要求,出海作业人员需考试合格,获得“海上求生”、“海上急救”、“平台消防”、“救生艇筏操作”和“直升机水下逃生”五项证书,方具备出海作业资格。目前,国家安全生产监督管理总局海洋石油作业安全办公室负责对出海作业人员的培训考核与证书发放。该制度涉及公司海上油田注气作

业服务人员。

(2) 石油工业的快速发展带动油田服务行业市场规模和发展空间的提升

中国是世界第五大石油生产国、第二大石油消费国及第三大石油进口国。中国原油消费量近年来持续增长,根据国家统计局统计,2010年中国生产原油 2.03 亿吨,同比增长 6.9%;成品油产量 2.53 亿吨,同比增长 22.3%。根据海关总署统计,2010年中国原油进口量 2.39 亿吨,同比增长 17.5%。由于国内原油产能增长缓慢,导致中国原油供应对外依存度持续处于高水平。

(3) 丰富的稠油¹资源及陆相沉积深度油藏对油气增产技术的要求不断提高

中国稠油资源丰富,陆上稠油、沥青资源约占石油资源总量的 20%以上,预测资源量 198*10⁸ 吨,其中最终可探明的地质资源量为 79.5*10⁸ 吨。目前,中国已经在松辽盆地、二连盆地、渤海湾盆地等 12 个盆地中发现了 70 多个稠油油田,这些稠油油田主要集中在辽河油区、胜利油区、克拉玛依油区及河南油区。中国目前已探明稠油地质储量 20.6*10⁸ 吨,已动用地质储量 13.59*10⁸ 吨,剩余为动用地质储量 7.01*10⁸ 吨。

中国稠油油藏具有陆相沉积的特点,油藏非均质严重,地质构造复杂,而且油藏类型多,油藏埋藏深。油藏深度大于 800 米的稠油储量约占已探明储量的 80%以上,其中约有一半的油藏埋深在 1 300~1700 米。在稠油常规开采技术下,稠油油田开采成本高、产能低,经济效益下降。因此,加强稠油油田的有效开发、提高采收率和单井产能成为摆在油气勘探开发领域的严峻课题。

公司从事的是稠油热采设备生产制造及注气服务。目前,稠油热采主流方式是利用锅炉向地下油层注蒸汽,通过提高温度把黏度很高

的稠油变稀变软,然后再开采。但通过近些年锅炉热采实践,其注汽压力较低、节能减排效率不高及安全性不够等不足也逐步为人们所认识。这正是这些原因使得包括公司的少数企业开始利用复合热载体发生器用于稠油热采。目前,市场上仅在沈阳、北京、太仓等地有类似产品及服务,但其设备注气流量平均在 500m³/h 左右,配套设备性能一般;另外,其作业油井也主要停留在浅层油井,服务目标也以非主力的中小油田为主。

(4) 石油专用设备制造业竞争激烈,但核心技术与重要部件尚需依赖进口,产业集中度和专业化水平不高

目前,国家对石油设备及技术服务行业不实施特许经营管理,原来计划经济体制下存在的政策性壁垒均已完全放开,所有供应商在市场竞争中谋求生存和发展。根据 Wind 资讯数据,近年与石油和天然气开采有关的服务企业增加迅速,由 2005 年的 59 家增加至 2010 年的 196 家。

由于国内油田开采设备和服务行业在全球范围尚处于第二梯队,与国外知名企业相比,国内企业在市场声誉、产品质量、资金实力方面仍存在较大的差距。上游零部件行业的国内生产企业还不能实现同步的技术升级换代,使得油田专用设备制造过程中的重要部件尚需依赖进口。

国内石油开采设备和服务行业企业数量多、规模较小、区域布局分散,国内产业集中度较低,企业间缺乏有效的分工与合作,重复建设现象突出,且石油设备制造和服务企业的研发、制造、服务一体化水平较低,缺少具有国际竞争力、带动能力强的龙头企业。

总体上,石油设备制造服务行业未来发展前景广阔,产业竞争激烈,对产业集中度和专业化水平提升的需求强烈。

¹稠油是沥青质和胶质含量较高、粘度较大的原油。通常把黏度大于 50 毫帕·秒,或在油层温度下脱气原油黏度为 1000~10 000 毫帕·秒的高黏度重质原油。因为稠油的密度大,也叫做重油。

2. 经营分析

公司是一家通过研发及生产采油设备,并

提供油田开发服务的企业，主要产品复合热载体发生器设备被中海油、中石油及中石化用于热采注气，并与中海油建立起战略合作关系。目前，公司已形成复合热载体发生器拖一²、拖二和拖三产品系列，实现单管注气流量平均在1200m³/h，已开发和制造适应海平台和陆地油田使用的产品。出于技术保密的目的，公司的产品复合热载体发生器只提供注气服务，不提供销售。

公司营业收入为油田注气服务收入。2010年为25194.75万元，同比增长15.29%，主要系实际注气的产能和产量均同比大幅增加。2011年1~9月仍维持增长态势，实现营业收入24492.14万元。受公司扩大原料和设备采购规模，营业成本快速增长影响，公司毛利率有所下降，两年平均值为29.87%，2010年为28.74%，2011年1~9月下降至16.09%，主要系大客户中海油因油田事故减产，对注气服务的需求减少，以及营业成本较2010年底有较大幅度增长所致。

表2 公司2009~2011年9月营业收入及毛利率状况

项目	单位	2009年	2010年	2011年1-9月
营业收入	万元	21854.12	25194.75	24492.14
营业成本	万元	15081.70	17952.56	20551.55
毛利率	%	30.99	28.74	16.09

资料来源：公司提供

公司的原（燃）料主要包括主机舱燃烧室内用以燃烧的燃料、润滑油、机油以及备品备件，以及复合热载体发生器进口零部件（外购设备占20%左右）等。其中燃料采购额占公司营业成本的占比逐渐上升，2009~2011年9月分别为26.69%、44.70%和58.51%，目前燃料主要是柴油。

截至2011年9月底，公司已拥有复合热载体发生器拖三设备3台、拖二设备6台、拖一设备5台，合计理论注气能力每年为53052.8

万立方米。

表3 公司原（燃）料采购情况（单位：万元）

项 目	2009年	2010年	2011年9月
燃料	4024.80	8024.80	12024.8
备品备件、润滑油、机油等	566.53	1036.36	1698.5
合计	4591.33	9061.16	13723.3

资料来源：公司提供

表4 公司2009~2011年9月服务设备分布情况

客户	2009年	2010年	2011年9月
中海油	3台拖一	2台拖一	2台拖一
	3台拖二	3台拖二	3台拖二
	1台拖三	2台拖三	2台拖三
中石油		2台拖一	2台拖一
		3台拖二	3台拖二
		1台拖三	1台拖三
中石化	1台拖一	1台拖一	1台拖一

资料来源：公司提供

公司注气服务收入由实际注气量和注气单价确定，其中注气单价由公司与中海油、中石油及中石化的协议约定（海平台：2.5元/立方米（含税）；陆地油田1.64元/立方米（含税））。公司按照目前国内油田结算模式，每半年对注气服务收入结算一次。公司与中海油田服务有限公司每5年续签一次，截至2011年9月底，最近签订的服务协议还有1年多时间续签，目前合同项目进展情况正常。

公司现与中海油、中石油及中石化就注气服务或区块试验达成协议，并与中海油建立起战略合作关系。公司目前有9组注气队，其中海平台注气队4组，陆地油田注气队5组，分别满足中海油、中石油及中石化前期开发注气服务或区块试验需求。目前在服务的区块有大庆黑帝庙浅层稠油区、海油NB35-2平台、大庆头台茂-401区块、新疆黑油山油田、大庆采油七厂等主力油田。

2011年1~9月，公司对中海油注气产能减少。主要系中海油因发生多起油田事故，关

² 拖一为单管，注气量：1200 m³/h，拖二为双管，注气量：2*1200 m³/h；拖三为三管，注气量：3*1200 m³/h。

停部分油田，对公司供气需求下降所致。

表 5 公司 2009~2011 年 9 月注气能力及实际注气量情况（万立方米）

被服务单位	2009 年		2010 年		2011 年 1~9 月	
	注气能力	实际注气量	注气能力	实际注气量	注气能力*	实际注气量
中海油	10713.60	8298.00	51840.00	25920.00	30560.00	28298.00
中石油	1785.60	1418.00	21600.00	13200.00	21600.00	18300.00
中石化	892.80	652.00	892.80	652.00	892.80	652.00
合计	13392.00	10368.00	74332.80	39772.00	53052.80	47250.00

注：表*号的注气能力为年化数据。

资料来源：公司提供

三. 财务分析

公司提供的2010年财务报表经无锡文德智信联合会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计结论。由于公司2009年审计报告采用旧会计准则编制，本报告引用的2009年财务数据系2010年审计报告期初追溯调整数。公司2011年3季报财务数据未经审计。

截至 2010 年底，公司资产总额为 45691.63 万元，所有者权益为 25277.64 万元；2010 年公司实现营业收入 25194.75 万元，实现利润总额 5254.62 万元。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额为 51787.53 万元，所有者权益为 25524.83 万元；2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 24492.14 万元，利润总额 1815.15 万元。

1. 盈利能力

2010年，受公司对主要客户的注气能力和实际注气量同比大幅增加，公司实现营业收入 25194.75 万元，同比增长 15.29%；同期，公司营业成本合计 17952.56 万元，较 2009 年增长 19.04%；受营业成本增速较快的影响，2010 年，公司营业利润率为 28.56%，较 2009 年下降 2.38 个百分点。

期间费用方面，2010 年，受销售规模同比有所扩大的影响，营业费用同比增长 16.97%，为 255.61 万元；管理费用同比增长 5.99%，为

808.65 万元；财务费用同比增加 36.71%，为 876.22 万元。2010 年，公司期间费用合计 1940.48 万元，期间费用率为 7.70%，与上年同期相比小幅上升了 0.28 个百分点。

2010 年，公司利润总额和净利润分别为 5254.62 万元和 5023.76 万元，分别较上年同期增加 2.15% 和 11.61%。同期，受公司所有者权益和有息债务快速增加的影响，公司总资本收益率较 2009 年下降 3.35 个百分点，为 13.61%；净资产收益率为 19.87%，同比下降 2.35 个百分点。

2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 24492.14 万元，实现利润总额 1815.15 万元，营业利润率为 15.27%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入波动增长。但受大客户中海油注气需求减少及营业成本大幅增加的影响，利润总额波动下降，营业利润率有所下滑。总体上，公司整体盈利能力一般。

2. 现金流及保障

由于注气业务收入提升，2010 年公司经营活动产生的现金流入量同比增长 7.46%，达 27035.73 万元。2010 年公司购买商品、接受劳务支付的现金较上年小幅下降 1.08%，导致经营活动现金流出量同比下降 1.56%。2010 年公司经营活动现金净流量为 5281.17 万元，同比增长 72.60%。

从投资活动来看，2010 年公司投资活动未

产生现金流入。现金流出量为 7187.46 万元，为购建固定资产和无形资产支付的现金。近两年公司投资活动产生的现金流量均表现为净流出，分别是-2153.29 万元和-7187.46 万元。

2009~2010年，公司筹资活动前现金流量净额分别为906.44万元和-1906.29万元，公司存在一定外部融资需求。

筹资活动方面，2010年，公司加大融资力度，筹资活动现金流入量同比较快增长 24.92%。2009~2010年，公司筹资活动现金流出为偿还债务支付的现金，筹资活动现金净流量分别为-4054.75万元和4000万元。

2011年1~9月，公司经营活动现金净流出量为2231.63万元。投资活动现金净流出量为1476.67万元，主要为构建固定资产的支出。筹资活动现金净流入量为6831.24万元。

总体看来，经营活动净现金流量有所波动。固定资产投资加大，相应的筹资活动现金流入出现快速增长。随着公司在建工程后续项目减少，以及完工项目逐步转入固定资产，未来公司对外筹资需求可能会下降。

3. 资本及债务结构

截至2010年底，公司资产总额为45691.63万元，同比增长37.58%，主要来自货币资金、应收票据、存货及固定资产的增长。资产构成中，流动资产占56.88%，非流动资产占43.12%。

流动资产

截至2010年底，公司流动资产为25988.35万元，同比增长28.47%，主要受货币资金、应收票据和存货增长所致。流动资产由货币资金（占18.97%）、应收票据（占10.98%）、应收账款（15.06%）、预付账款（占12.07%）、其他应收款（占21.15%）和存货（占21.77%）构成。截至2010年底，公司货币资金为4929.48万元，同比增长73.83%，主要为银行存款，占89.94%。公司应收票据2853.35万元，同比增长199.31%，主要是为降低回款风险，公司要求客户采用承兑汇票替代应收帐款结款所致，构

成全部为银行承兑汇票。截至2010年底，公司应收账款余额为3914.60万元，同比下降15.89%。2010年公司应收账款周转天数为62天，应收账款周转效率较高。公司预付款项3136.03万元，其中一年以内的预付账款占99.94%，预付款同比增长6.13%。同期公司其它应收款余额为5496.34万元，同比小幅增长，主要为工程结算形成的应收或暂付款项。在采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，1年以内的占99.30%。公司未计提坏账准备。公司存货余额为5658.55万元，同比增长69.18%，主要是燃料、备品备件、润滑油、机油等原料库存增加所致。存货构成为原材料（占30.82%）和在产品（占69.18%）。在产品复合热流体发生器制成后，只提供注气服务，不对外销售，公司未计提存货跌价准备，2010年公司存货周转天数为92天，存货的流动性较好。

非流动资产

截至 2010 年底，公司非流动资产为19703.28 万元，同比增长 51.77%。非流动资产主要由固定资产（占 63.70%）、在建工程（占 20.69%）、无形资产（占 15.58%）和其他（占 0.03%）构成。2010 年底，公司固定资产净额同比增长 117.71%，主要系公司在建工程转入及购买设备所致。2010 年底，公司在建工程同比增长 2.02%。无形资产净额同比增长 16.38%，主要系土地使用权增值所致。

负债及所有者权益

截至 2010 年底，公司所有者权益为25277.64 万元，同比增长 24.80%，由未分配利润增加所致。所有者权益结构与上年相比无实质性变化，未分配利润在所有者权益中的占比为 56.97%，所有者权益稳定性差。

截至 2010 年底，公司负债总额为 20413.99 万元，同比增长 57.55%，主要系短期借款和应付票据规模增加所致。公司负债结构以流动负债为主，流动负债占比为 94.22%，非流动负债占 5.78%。截至 2010 年底，公司短期借款同比增长 38.28%，主要用于营运资金的补充。随着

采购规模的扩大以及票据支付方式的更广泛应用，应付票据较上年大幅增加 3805.03 万元。非流动负债为 1180.00 万元，全部为专项应付款，金额与上年相同。

截至 2010 年底，公司全部债务合计 18843.60 万元，较上年同期增长 70.71%，主要系短期借款和应付票据同比快速增长所致。截至 2010 年底，公司没有长期债务，债务结构有待调整。

截至2010年底，公司资产负债率为44.68%较2009年增长5.67个百分点，主要是短期债务和应付票据增长迅速所致。截至2010年底，公司全部债务资本化比率为42.71%，较上年指标增长7.43个百分点。整体看，公司债务负担有所加重。

截至2011年9月底，公司资产总额为51787.53万元，其中，流动资产的占比为59.87%，较2010年底有所上升。流动资产的构成中，货币资金、应收账款和存货的占比较2010年底有所上升。截至2011年9月底，公司负债总额为26262.69万元，较2010年底有所增长，主要是短期借款增加及公司借入5000万元长期借款所致。公司所有者权益为25524.83万元。

总体看，公司资产规模较快增长，资产结构以流动资产为主，存货的构成主要是原材料和在产品等，流动性较好。同时，公司的有息债务规模增长迅速，债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009~2010 年公司流动比率和速动比率均呈下降趋势，主要系 2010 年有息债务规模较快增加所致。两年平均值分别为 153.44%和 124.53%，2010 年底公司两项指标分别为 135.12%和 105.70%，2011 年 9 月底两项指标分别为 154.39%和 115.26%。2010 年，公司经营活动现金流入量/流动负债为 1.41 倍，对流动负债的覆盖程度较高。同时，考虑到 2010 年公司应收账款和存货的周转效率均较高，整体看，公司短期偿债能力较好。

2010年，公司实现EBITDA6713.83万元，较上年增长6.07%。从长期偿债指标看，EBITDA 利息倍数从2009年的7.87倍下降至2010年的6.85倍，主要是公司2010年新增短期借款和应付票据的金额较大，利息支出增加所致。全部债务/EBITDA倍数从上年的1.74倍增长至2.81倍，主要受债务规模增长的影响，公司EBITDA对全部债务的保障能力有所减弱。

总体上，公司偿债能力尚可。

2010 年，公司参与发行了江苏无锡南通 2010 年度中小企业集合票据，票据总发行额度为 2.90 亿元，期限为 2 年，公司发行票据（以下简称“发行票据”）额度为 5000 万元。2010 年，公司 EBITDA 为 6713.83 万元，为发行票据额度的 1.34 倍。2010 年，公司经营活动现金流入量为 27035.73 万元，为发行票据额度的 5.41 倍。2010 年经营活动现金流量净额为 5281.17 万元，为发行票据额度的 1.06 倍。整体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流量对发行票据的覆盖程度高。

截至 2011 年 9 月底，公司无对外担保事项。

截至 2011 年 9 月底，公司获得的银行授信额度为 2100 万元，已全部使用。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 BBB，对公司评级展望为稳定。

附件 1-1 公司资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：				
货币资金	2,835.77	4,929.48	73.83	8,052.43
交易性金融资产	73.05	0.00	-100.00	
应收票据	953.30	2,853.35	199.31	3,350.00
应收账款	4,654.10	3,914.60	-15.89	5,196.58
预付款项	2,954.82	3,136.03	6.13	3,475.63
应收利息				
应收股利				
其他应收款	5,413.39	5,496.34	1.53	3,073.37
存货	3,344.61	5,658.55	69.18	7,858.42
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	20,229.03	25,988.35	28.47	31,006.43
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资				
投资性房地产				
固定资产	5,765.14	12,551.21	117.71	16,152.36
在建工程	3,996.70	4,077.48	2.02	1,702.35
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	2,637.49	3,069.59	16.38	2,921.39
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	582.77	0.00	-100.00	
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	12,982.11	19,703.28	51.77	20,781.10
资产总计	33,211.14	45,691.63	37.58	51,787.53

附件 1-2 公司资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：				
短期借款	10,450.00	14,450.00	38.28	16,450.00
交易性金融负债				
应付票据	588.57	4,393.60	646.49	3,193.60
应付账款	1,067.35	299.76	-71.92	388.23
预收款项				
应付职工薪酬	-1.93	-0.87	--	
应交税费	-326.73	91.50	--	50.86
应付利息				
应付股利				
其他应付款				
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	11,777.26	19,233.99	63.31	20,082.69
非流动负债：				
长期借款				5,000.00
应付债券				
长期应付款				
专项应付款	1,180.00	1,180.00	0.00	1,180.00
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	1,180.00	1,180.00	0.00	6,180.00
负债合计	12,957.26	20,413.99	57.55	26,262.69
所有者权益				
实收资本	8,529.74	8,529.74	0.00	8,529.74
资本公积				
专项储备				
盈余公积	2,346.80	2,346.80	0.00	3,732.63
未分配利润	9,377.34	14,401.10	53.57	11,901.10
外币报表折算差额				1,361.36
归属于母公司所有者权益合计	20,253.88	25,277.64	24.80	25,524.83
少数股东权益				0.00
所有者权益合计	20,253.88	25,277.64	24.80	25,524.83
负债和所有者权益总计	33,211.14	45,691.63	37.58	51,787.53

附件 2 公司利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
一、营业收入	21,854.12	25,194.75	15.29	24,492.14
利息收入	830.64	0.00	-100.00	
减：营业成本	15,081.70	17,952.56	19.04	20,551.55
利息支出	804.75	0.00	-100.00	46.56
手续费及佣金支出	6.73	0.00	-100.00	
营业税金及附加	10.71	46.94	338.11	200.20
销售费用	218.52	255.61	16.97	583.90
管理费用	762.97	808.65	5.99	759.53
财务费用	640.93	876.22	36.71	628.37
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	5,158.44	5,254.78	1.87	1,815.15
加：营业外收入	0.15	0.00	-100.00	0.00
减：营业外支出	14.50	0.16	-98.92	0.00
其中：非流动资产处置损失				
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	5,144.09	5,254.62	2.15	1,815.15
减：所得税费用	643.01	230.87	-64.10	453.79
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	4,501.08	5,023.76	11.61	1,361.36

附件 3-1 公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	23,116.22	25,082.09	8.50	26,877.17
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	2,041.73	1,953.64	-4.31	-2,148.65
经营活动现金流入小计	25,157.95	27,035.73	7.46	24,728.51
购买商品、接受劳务支付的现金	20,044.67	19,827.31	-1.08	26,876.68
支付给职工以及为职工支付的现金	293.81	373.83	27.24	106.92
支付的各项税费	134.76	1,298.65	863.68	-23.46
支付其他与经营活动有关的现金	1,624.98	254.77	-84.32	0.00
经营活动现金流出小计	22,098.22	21,754.56	-1.56	26,960.14
经营活动产生的现金流量净额	3,059.73	5,281.17	72.60	-2,231.63
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额				
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计				
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,153.25	7,187.46	233.80	1,476.67
投资支付的现金				
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	2,153.25	7,187.46	233.80	1,476.67
投资活动产生的现金流量净额	-2,153.25	-7,187.46	--	-1,476.67
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金				
取得借款收到的现金	14,850.00	18,550.00	24.92	7,000.00
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	14,850.00	18,550.00	24.92	7,000.00
偿还债务支付的现金	18,100.00	14,550.00	-19.61	0.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	804.75	0.00	-100.00	168.76
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计	18,904.75	14,550.00	-23.04	168.76
筹资活动产生的现金流量净额	-4054.75	4,000.00	--	6,831.24

附件 3-2 公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	4,501.08	5,023.76	11.61
加: 资产减值准备			
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	204.34	320.61	56.90
无形资产摊销	176.72	158.72	-10.19
长期待摊费用摊销	23.71		-100.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	14.50		-100.00
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)			
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)			
财务费用(收益以“-”号填列)	804.75	876.22	8.88
投资损失(收益以“-”号填列)			
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)			
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)			
待摊费用减少(增加以“-”号填列)			
预提费用增加(减少以“-”号填列)			
存货的减少(增加以“-”号填列)	417.20	-2,313.94	-654.63
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-3,058.91	-739.50	-75.82
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-3,758.73	-767.59	-79.58
其他	3,735.08	2,722.90	-27.10
经营活动产生的现金流量净额	3,059.73	5,281.17	72.60

附件 4 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	4.82	4.07	--
存货周转次数(次)	4.24	3.99	--
总资产周转次数(次)	0.67	0.64	--
现金收入比(%)	105.78	99.55	109.74
盈利能力			
营业利润率 (%)	30.94	28.56	15.27
总资本收益率(%)	16.96	13.61	--
净资产收益率(%)	22.22	19.87	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	16.38
全部债务资本化比率(%)	35.28	42.71	49.12
资产负债率(%)	39.01	44.68	50.71
偿债能力			
流动比率(%)	171.76	135.12	154.39
速动比率(%)	143.36	105.70	115.26
经营现金流动负债比(%)	25.98	27.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.87	6.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.74	2.81	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.08	-0.10	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.13	-1.95	--

注：1. 公司 2011 年 3 季度财务数据未经审计。

2. 由于公司 2009 年审计报告采用旧会计准则编制，本报告引用的 2009 年财务数据系 2010 年审计报告期初追溯调整数。

附件 5 有关计算指标的计算公式

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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级