

跟踪评级公告

联合[2011] 1019 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持西安市文化和科技中小企业2010年度第一期集合票据信用等级为AAA。

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>

西安市文化和科技中小企业2010年度第一期集合票据

跟踪评级报告

本期集合票据信用

跟踪评级结果	AAA
上次评级结果	AAA

本期集合票据要素

集合票据简称	10 西安 SMECN1
发行额度	2.21 亿元
发行时间	2010 年 10 月 21 日
期限	3 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
西安隆基硅材料股份有限公司	A/稳定	A/稳定
西安通源石油科技股份有限公司	BBB ⁺ /稳定	A ⁻ /稳定
西安曲江文化旅游(集团)有限公司	A ⁻ /稳定	A ⁻ /稳定
陕西合容电气电容器有限公司	BBB/稳定	BBB/负面
西安爱德华测量设备有限公司	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
中债信用增进投资股份有限公司	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2011 年 12 月 30 日

分析师

王丽娟 周旭 孙媛 仲大伟

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,西安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,本期集合票据大部分发债企业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。个别企业因为股权变更对其未来展望进行了调整。

本期集合票据由中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债公司”)提供全额无条件的不可撤消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”)评定中债公司主体长期信用等级为 AAA,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极低,联合资信维持西安市文化和科技中小企业 2010 年度第一期集合票据信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内,西安市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,本期集合票据大部分发债企业表现出了较好的抗风险能力,资产和收入规模持续增长,偿债能力保持相对稳定。
3. 中债公司的担保对本期集合票据信用级别提升作用大。

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。

3. 跟踪期内，部分发行人由于 IPO 及减资事宜，其信用级别及评级展望有所调整。

一、本期集合票据基本情况

西安市文化和科技中小企业 2010 年度第一期集合票据（以下简称“本期集合票据”）于 2010 年 10 月 21 日发行，发行总额为人民币 2.21 亿元，期限 3 年，采用固定利率支付方式付息。本期集合票据由西安隆基硅材料股份有限公司等 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	西安隆基硅材料股份有限公司	5000
2	西安通源石油科技股份有限公司	3600
3	西安曲江文化旅游（集团）有限公司	8000
4	陕西合容电气电容器有限公司	3000
5	西安爱德华测量设备有限公司	2500
合计		22100

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。

本期集合票据由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债公司”）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. 西安市经济发展概况

2010 年西安市经济运行情况

2010 年西安市实现生产总值（GDP）3241.49 亿元，比上年增长 14.5%。分产业看，第一产业增加值 140.06 亿元，增长 6.9%；第二产业增加值 1409.53 亿元，增长 18.0%；第三产业增加值 1691.90 亿元，增长 12.5%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 4.3%，第二产业增加值比重为 43.5%，第三产业增加值比重为 52.2%。

全年财政总收入 510.69 亿元，比上年增长 27.6%。地方财政一般预算收入 241.86 亿元，增长 33.3%，其中，营业税、增值税、企业所得税和个人所得税分别增长 39.8%、10.3%、35.9%和 28.8%。全年地方财政一般预算支出 371.62 亿元，比上年增长 34.2%。

全年全部工业增加值 1006.38 亿元，比上年增长 18.1%。规模以上工业增加值增长 19.7%。其中，轻工业增加值增长 13.2%，重工业增加值增长 21.9%。

全市规模以上工业企业经济效益综合指数为 234.2，比上年提高 26.1 个百分点。规模以上工业企业主营业务收入 3006.18 亿元，增长 27.6%。全市规模以上工业企业实现利税总额 319.73 亿元，同比增长 21.5%，其中，利润总额 213.37 亿元，同比增长 27.8%。

全年全社会固定资产投资 3250.56 亿元，比上年增长 30.0%，扣除价格因素，实际增长 25.2%。其中，城镇投资 3101.06 亿元，增长 31.0%；非公有制单位投资 1588.31 亿元，增长 24.3%。

全年社会消费品零售总额 1611.04 亿元，比上年增长 18.9%，扣除价格因素，实际增长 15.8%。按经营单位所在地统计，城镇消费品零售额 1544.16 亿元，增长 19.2%；乡村消费品零售额 66.88 亿元，增长 11.9%。按消费形态统计，商品零售额 1436.91 亿元，增长 19.5%；餐饮收入额 174.13 亿元，增长 14.2%。

全年进出口总额 103.82 亿美元，比上年增

长 43.2%。其中，出口 53.17 亿美元，增长 59.5%；进口 50.65 亿美元，增长 29.2%。

2011 年上半年西安市经济运行情况

2011 年上半年西安市生产总值（GDP）1611.53 亿元，按可比价格计算，同比增长 13.5%，高于全国 3.9 个百分点。分产业看，第一产业增加值 66.24 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 712.71 亿元，增长 15.4%；第三产业增加值 832.58 亿元，增长 12.7%。

规模以上工业增加值 455.10 亿元，增长 16.1%，较一季度回落 0.4 个百分点，较上年同期回落 8.5 个百分点。分轻重工业看，上半年，规模以上轻工业实现增加值 93.36 亿元，增长 15.8%；重工业增加值 361.74 亿元，增长 16.2%。

1-5 月，全市规模以上工业企业实现利润总额 75.30 亿元，同比下降 0.4%，下降幅度较一季度收窄 16.4 个百分点；实现主营业务收入 1256.76 亿元，同比增长 21.0%，较一季度回落 3.7 个百分点。

上半年，固定资产投资（不含农户）1403.37 亿元，同比增长 29.3%，增幅较一季度提高 0.1 个百分点，较上年同期回落 0.3 个百分点。

上半年，全市实现社会消费品零售额 908.24 亿元，同比增长 19.5%，较一季度提高 0.5 个百分点，较上年同期提高 0.7 个百分点，扣除价格因素，实际增长 15.0%，较一季度提高 0.4 个百分点，较上年同期回落 1.2 个百分点。其中，限额以上企业（单位）消费品零售额 655.42 亿元，同比增长 28.9%。

上半年，全市进出口总额 58.93 亿美元，同比增长 24.4%，其中，出口总额 28.05 亿美元，增长 19.2%；进口总额 30.88 亿美元，增长 29.5%。

上半年，全市实现财政总收入 353.09 亿元，同比增长 33.6%。其中，地方财政一般预算收入 169.16 亿元，增长 38.9%，增速创“十一五”以来同期最好水平。

西安市政策环境

为进一步促进西安市中小企业加快发展，

2011年7月，西安市人民政府出台《关于促进中小企业发展的实施意见》，该文件在设立中小企业发展专项资金、落实税收优惠政策、加强中小企业融资服务、推动中小企业技术进步等十几个方面均提出了要求。根据《实施意见》，西安市将整合安排5000万元专项资金加大扶持、减免税收等一系列措施扶持中小企业发展，助力中小企业发展。

西安市将加快区县工业园区基础设施建设和标准化厂房建设，用好区县工业园区7000万元的专项扶持资金。支持具备条件的工业园区列入国家特色产业示范基地，支持具备条件的产业集群列入全国100个产业集群示范工程。全市每年筛选100户重点企业，实行政策倾斜，在土地上优先保证，资金上重点扶持，使其迅速实现规模扩张。鼓励中小企业主动与大企业、大集团配套，提高本地配套率，对提高本地产业配套率成绩显著的企业给予重点支持或奖励。

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
西安隆基硅材料股份有限公司	A/稳定	A/稳定
西安通源石油科技股份有限公司	BBB ⁺ /稳定	A ⁻ /稳定
西安曲江文化旅游(集团)有限公司	A ⁻ /稳定	A ⁻ /稳定
陕西合容电气电容器有限公司	BBB/稳定	BBB/负面
西安爱德华测量设备有限公司	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》。整体看，作为西安市中小企业的优秀代表，本期集合票据大部分发债企业表现出了较好的抗风险能力，资产和收入规模持续增长。

在本期跟踪中，3家主体长期信用等级和评级展望未发生调整。另外西安通源石油科技股份有限公司主体长期信用等级进行上调，由BBB⁺上调至A⁻，跟踪期内，西安通源石油科

技股份有限公司于2011年1月13日在A股上市，资本结构明显改善，债务负担显著降低，营业收入及利润规模稳定增长。陕西合容电气电容器有限公司（以下简称“合容电气”）评级展望由稳定调为负面，主要由于2011年12月，为解决由于历史原因形成的陕西省高新技术产业投资有限公司3500万元股权投资，合容电气经债权人大会批准以减资的方式退出。减资完成后，合容电气资产总额及所有者权益均有所下降，对其资本结构及短期流动性亦将造成一定不利影响，但整体偿债能力尚处于与现有级别相适应的合理范围内。

四、担保能力分析

1. 担保条款

中债公司为本期集合票据5家发行人发行面额总计为人民币2.21亿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

中债公司成立于2009年9月21日，是国内首家专业债券信用增进机构，接受中国人民银行监管，由中国银行间市场交易商协会联合6家银行间市场成员单位共同发起设立，注册资本60亿元。其中，中国石油天然气集团公司、国网资产管理有限公司、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首钢总公司、北京万行中兴实业投资有限公司各持16.5%股份，中国银行间市场交易商协会持1%股份，中债公司的股东背景和资本实力强大。

中债公司经营范围包括：企业信用增进服务；信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广；信用产品的创设和交易；资产投资；资产受托管理；投资策划、投资咨询；经济信息咨询；人员技术培训；会议服务。

中债公司内设业务营运部、投资部、风险管理部、综合部、计划财务部、法律合规部六个部门。目前中债公司共有员工 85 人，平均年龄 28.5 岁。其中拥有硕士及以上学历的员工比重约 86%。

截至 2011 年 3 月末，中债公司资产总额 71.96 亿元，负债总额 8.28 亿元，所有者权益 63.69 亿元。2011 年 1-3 月，中债公司实现营业收入 0.62 亿元，投资收益 0.44 亿元，净利润 0.56 亿元。

中债公司市场定位是成为专业的债券市场信用增进及风险管理服务提供商；债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者；债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者。经过一年多的发展，中债公司各项制度体系逐步完善，增信业务发展迅速，创新业务取得一定进展，风险管理体系初步搭建。基于中债公司强大的股东背景和资本实力、高管层较高的专业素质、良好的业务发展前景等因素，联合资信评估有限公司评定中债公司主体信用等级为AAA。

本期集合票据发行额度占 2011 年 3 月底中债公司资产总额的 3.07%、所有者权益的 3.47%，所占比例较低；立即偿付本期集合票据对中债公司影响很小。

综合考虑，联合资信维持“10 西安 SMECN1”AAA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] 787 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持陕西合容电气电容器有限公司主体长期信用等级为BBB，评级展望由稳定调整为负面。

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>

陕西合容电气电容器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: 负面
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 6 月
现金类资产(万元)	1351.75	2399.03	560.79
资产总额(万元)	21674.82	28773.26	28437.03
所有者权益(万元)	13684.40	15877.49	16883.95
短期债务(万元)	2104.00	627.39	1600.00
全部债务(万元)	2104.00	3627.39	4686.00
主营业务收入(万元)	13507.60	19659.45	8740.12
利润总额(万元)	2738.73	2910.74	1011.95
EBITDA(万元)	3362.00	3819.13	--
经营性净现金流(万元)	1316.46	721.25	-908.57
主营业务利润率(%)	31.73	32.55	27.93
净资产收益率(%)	17.67	15.27	--
资产负债率(%)	36.86	44.82	40.63
全部债务资本化比率(%)	13.33	18.60	21.72
流动比率(%)	214.24	250.96	282.93
全部债务/EBITDA(倍)	0.63	0.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	44.49	13.62	--
经营现金流流动负债比(%)	18.12	8.07	--

注: 2011 年上半年报表数据未经审计。

分析师

孙 媛

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, 陕西合容电气电容器有限公司(以下简称“公司”或“合容电气”)整体生产状况平稳, 主要产品产销稳定; 债务水平适中, 整体盈利能力较强。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到电力输配电设备行业竞争激烈、公司应收账款规模较大且其中控股股东关联交易欠款占比较高以及公司减资等因素给公司信用水平带来一定不利影响。

2011 年 12 月, 为解决由于历史原因形成的陕西省高新技术产业投资有限公司(以下简称“陕高投”)3500.00 万元股权投资, 公司经债权人大会批准将以公司减资的方式退出。减资完成后, 公司资产总额及所有者权益均有所下降, 对公司资本结构及短期流动性亦将造成一定不利影响, 但整体偿债能力尚处于与现有级别相适应的合理范围内。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 BBB, 评级展望由稳定调整为负面。

优势

1. 中国电网建设投资规模持续扩大, 电力输配电设备制造行业发展前景较好。
2. 跟踪期内, 公司收入和利润水平稳定增长, 整体盈利能力较强。

关注

1. 电力输配电设备制造行业产品原材料成本占比较高, 且波动性较大, 对公司盈利能力有一定影响。
2. 公司应收账款规模较大且其中控股股东关联交易欠款占比较高, 存在股东占用资金风险。
3. 2011 年上半年, 受成本快速增长影响, 公司主营业务利润率及利润总额有所下滑,

同时受原材料涨价及存货增长影响，公司经营净现金流为负值。

4. 公司拟减资 3500 万元，对未来资产规模、资本结构及短期流动性等带来不利影响。

一、企业基本情况

陕西合容电气电容器有限公司（以下简称“公司”）原名陕西合容电力电容器有限公司，由陕西合容电气集团有限公司（以下简称“合容集团”）、陕西省高新技术产业投资有限公司（以下简称“陕高投”）和自然人王小平于 2005 年 10 月共同出资组建，营业执照注册号 610132100009219，设立时注册资本 3500.00 万元。2006 年 12 月，合容集团及陕高投分别增资 3950.00 万元、3500.00 万元¹，公司注册资本增至 10950.00 万元。2008 年 9 月，原股东王小平将其持有的全部股份转让给合容集团，同时公司名称变更为现名。公司股权结构调整为：合容集团持有公司 57.08% 股份，为公司第一大股东；陕高投持股 42.92%。

2011 年 8 月经股东会决议、陕西省国资委批准，合容集团通过招拍挂方式收购陕高投持有的公司 1200 万元股权，公司注册资本仍为 10950.00 万元。变更后，合容集团及陕高投分别出资 7450.00 万元、3500.00 万元，分别持有公司 68.04% 和 31.96% 股份。公司最终实际控制人为合容集团控股股东贾申龙先生。

公司经营范围：各类电容器及其成套装置、

输变电电器配套装置系统产品的研制、生产及销售；各类电容器及其他电气产品的销售；承接电容器系统工程。

截至 2011 年 6 月底，公司设综合管理部、财务部、生产设备部、采购部、市场管理部、用户服务部、研发部、技术工艺部、品质保障部总工办等职能部门；公司无下属子公司。

截至 2010 年底，公司资产总额 28773.26 万元，所有者权益 15877.49 万元；2010 年，公司实现主营业务收入 19659.45 万元，利润总额 2910.74 万元。

截至 2011 年 6 月底，公司资产总额 28437.03 万元，所有者权益 16883.95 万元；2011 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 8740.12 万元，利润总额 1011.95 万元。

公司注册地址：西安经济技术开发区泾渭工业园；法定代表人：贾申龙。

二、经营分析

1. 重大事项

为进一步提升公司行业地位、拓宽融资渠道，合容集团从 2010 年底开始着手对公司及集团下属的其他兄弟公司的业务和资产进行整合，拟以集团旗下电容器、电抗器及相关设备的生产、销售业务和经营性资产在中国证券市场上市。具体方案为：公司收购合容集团下属电抗器生产企业，以公司作为发行人申请上市。为实现这一上市目标，梳理公司股权结构，解决由于历史原因形成的陕高投于 2006 年增资 3500.00 万元形成的股权形式的债权投资，经各方协商，并经陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称：国资委）陕国资产发【2011】320 文件批准，陕高投将以公司减资的方式退出所持公司 3500.00 万元股权。陕高投通过公司减资方式退出公司后，公司将以出售合容集团部分股权方式引进新的战略投资人，进行股份制改制。股改计划拟定公司上市前股本总额为 7500 万股，发行后为 1 亿股。减

1 陕高投此次增资 3500.00 万元系依据陕西省人民政府陕政办发【2005】90 号文件及陕西省开发性金融合作领导小组办公室陕开金办【2006】2 号文件精神，以陕高投作为贷款平台于 2006 年 12 月以增资入股方式向公司提供国家开发银行（以下简称“国开行”）政策性贷款 3500.00 万元所形成。其形式虽为股权，但依据国开行与陕高投签订的《国家开发银行人民币资金借款合同》，公司、合容集团与陕高投签订的《陕西合容电力电容器有限公司利用国家开发银行政策性贷款增资协议书》（以下简称“增资协议”）等相关合同及事后的还本付息履行情况来看，陕高投对公司的此次增资本质上是国开行特殊地方贷款平台放贷模式下的贷款。2006 年至 2011 年 9 月依据增资协议，公司累计支付国开行贷款利息及陕高投管理费共计人民币 1268.43 万元，同时于 2009 年和 2010 年分别偿还国开行贷款本金共计 350 万元。

资后的公司总股本将减少为 7450.00 万元，由合容集团 100%控股。公司已于 2011 年 9 月提前一次性偿还陕高投所欠国开行剩余贷款本金 3150 万元，资金来源由合容集团偿付，公司抵消合容集团所欠应收账款科目，并相应提高陕高投所欠公司应收账款科目，但工商变更将于债券持有人大会批准此次减资申请后方可进行。工商变更完成后，公司将同时冲减实收资本及应收账款（陕高投）两项科目。以公司 2011 年 6 月底财务数据为基础，经模拟测算减资后，公司财务数据将变更为如下表所示。2011 年 12 月 28 日，经债券持有人大会审议通过，同意《西安市文化和科技中小企业 2010 年度第一期集合票据持有人关于陕西合容电气电容器有限公司减少 3500 万元注册资本无异议的议案》。公司将于 2012 年初完成减资工商变更。

表 1 公司财务指标变更测算情况

项 目	减资前	减资后	变化率
资产总额（万元）	28437.03	24937.03	-12.31%
所有者权益（万元）	16883.95	13383.95	-20.73%
总负债（万元）	11553.09	11553.09	0.00%
全部债务（万元）	4686.00	4686.00	0.00%
资产负债率（%）	40.63	46.33	14.03%
全部债务资本化比率（%）	21.72	25.93	19.38%
流动比率（%）	282.93	238.63	-15.66%
速动比率（%）	216.05	171.76	-20.50%

资料来源：公司提供，预测依据为工商变更完成后

公司减资后资产总额及所有者权益将分别下降为 13383.95 万元、24937.03 万元，较变更前分别减少 12.31%和 20.73%；债务规模没有变化，但受资产规模减少影响，资产负债率及全部债务资本化比率等债务指标有所升高，但仍处于合理范围内；由于公司以合容集团所欠应收账款清偿陕高投出资，导致公司流动资产减少致使公司流动比率、速动比率指标相应下降，经营性净现金流及其对债务的偿还能力将暂时性弱化。

综合来看，本次减资对公司负债水平、资本结构及短期流动性将造成不利影响，但整体偿债能力尚处于与现有级别相适应的合理范围内。

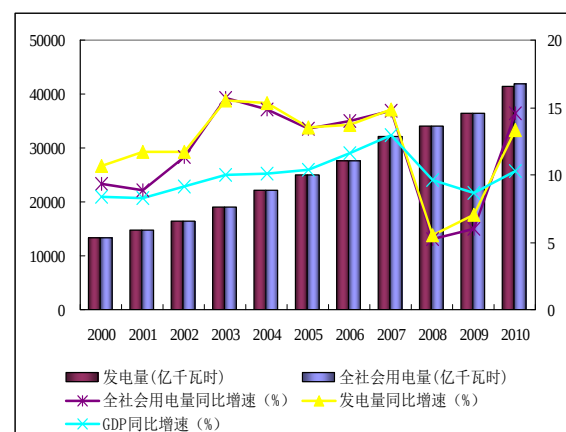
2. 行业分析

公司主要产品为高压并联电容器及其成套装置。电力电容器在交流电力系统和工业企业中广泛用于无功补偿、谐波滤波和串联补偿，在直流输电换流站中大量用于滤波和补偿，其所在行业的发展与电力工业的发展密切相关。

全国电力需求呈回升态势

2010年以来，全国电力用电需求持续回升态势，根据中电联数据，2010年全年，国内累计全社会用电量41923亿千瓦时，同比增长14.56%，其中，第二产业用电量增幅最大，全年达31318亿千瓦时，同比增长15.41%，增幅提高10.72个百分点。第一产业用电量984亿千瓦时，同比增长4.68%，增幅降低2.22个百分点；第三产业4497亿千瓦时，同比增长14.02%，增幅提高1.28个百分点；城乡居民生活5125亿千瓦时，同比增长12.02%，与上年基本持平。

图1 国内发电量、全社会用电量及增幅与GDP增幅情况



资料来源：wind 资讯、中电联

全国电网建设持续较大规模

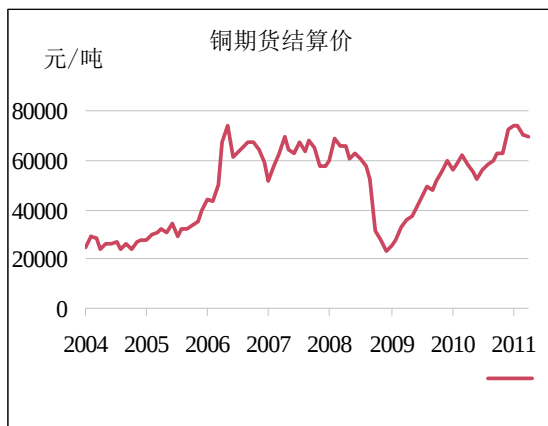
2010 年，全国电力工程建设完成投资 7051 亿元，比上年降低 8.45%，其中，电源工程建设完成投资 3641 亿元，比上年降低 4.26%；电网投资完成 3410 亿元，比上年降低 12.53%。

2010年,全国基建新增220千伏及以上交、直流输电线路分别为37140千米和6084千米,新增220千伏及以上变电设备容量2.58亿千伏安。截至2010年底,全国电网220千伏及以上输电线路回路长度、公用变设备容量分别为44.27万千米、19.74亿千伏安,其中,500千伏等级线路回路长度、公用变设备容量分别为13.20万千米、6.98亿千伏安;750千伏等级线路回路长度、公用变设备容量分别为7493千米、3660万千伏安。

电容器行业成本控制压力仍较大

电力输配电设备制造行业产品成本构成中钢材、铜、铝等原材料占总成本的60%至70%。近年来,钢材、铜、铝等上游原材料均出现大幅波动且2009年以来持续上涨态势,导致生产企业产品成本激增,毛利率下滑,对行业内企业的成本控制能力提出较大挑战。

图2 2004年~2011年5月上海期货交易所铜期货结算价走势图



资料来源: Wind 资讯

总体看,中国输配电设备制造业将有着巨大的市场需求,面临着良好的发展机遇,但同时由于行业处于上游大宗商品类行业及下游寡头垄断行业的挤压之中,且行业内企业签订的大多为闭口合同,合同签订到交货期间原材料价格的波动会对企业毛利率带来一定的影响。

3. 经营分析

跟踪期内,公司主导产品仍为高压并联电容器及其成套装置。公司产品涵盖跨度大,对

额定电压6kV到110kV工频电力系统均能进行无功补偿;公司技术力量雄厚,掌握了各类高压并联电容器及高压大容量并联电容器技术,承担完成了多项国家火炬计划项目。

从生产规模 and 市场份额来看,公司在国内电力电容器生产企业中名列第四,仅次于第一梯队的西安西电电力电容器有限责任公司、日新电机(无锡)电力电容器有限公司和桂林电力电容器有限责任公司。

从收入规模看,2010年受益于公司产品销量大幅提升及产品价格逐年提高,公司实现收入19659.45万元,较上年增长45.54%。2011年1~6月,公司实现主营业务收入8740.12万元,较2010年同期提高34.12%。总体看,2010年以来,公司主营业务收入增长较快。

表2 2009~2011年6月公司收入及毛利率情况

项 目	2009 年	2010 年	2011 年 6 月
销售收入(万元)	13507.60	19659.45	8740.12
主营业务成本(万元)	9153.17	13158.43	6253.26
毛利率(%)	32.24	33.07	28.45
产品价格(元/Var)	21.00	23.62	24.22

资料来源: 公司提供

从毛利率水平看,2010年公司毛利率为33.07%,与2009年基本持平;但进入2011年,受整体通胀影响,公司主要原材料大幅涨价,公司毛利率相应有所下降,为28.45%。整体看,公司主营业务盈利能力较好,但受原材料价格波动影响较大。

产品生产

从产能情况看,目前公司年设计生产能力已达到1190万kVar,处于国内领先水平。公司主要生产各种型号的电容器及成套装置,包括高原型高压并联电容器、全密封大容量并联电容器、高压滤波电容器、35~110kV集合式并联电容器及其成套装置、高低压无功自动补偿装置等。其中主要产品为6kV~110kV高压并联电容器及其成套装置、35~110kV集合式并联电容器及其成套装置。

公司生产设备先进，配置了领先世界水平的全自动卷制机、全自动真空浸渍设备、先进的电容器芯子生产流水线以及自动喷漆线，并拥有中国最大容量的电容器交流耐压试验设备。

从生产情况看，近两年在市场需求不断扩大的影响下，公司主导产品产量稳定增长，2010年实现产量850万kVar，较2009年提高37.10%；2011年上半年，公司实现产量396万kVar，与上年同期基本持平。整体看，跟踪期内公司生产状况保持平稳增长。

原料采购

公司生产所需的主要三大原材料分别为聚丙烯薄膜、铝箔和苄基甲苯，采购成本合计约占总成本的60%~70%。其他原材料为铜排、套管、不锈钢板和支柱瓷瓶等。公司采购付款方式较为灵活，根据采购物资的价值及其价格、采购周期和供应商类型等不同的因素，采用不同的采购策略。主要采取交货后付款的结算方式，账期一般为2个月。受国内整体通胀形势影响，2011年上半年，公司主要原料价格较往年有所上升，对公司造成一定成本控制压力。

表3 公司主要原料采购情况

主要原材料		采购量		采购价格（元）	
名称	占成本比重（%）	2010年	2011年1-6月	2010年	2011年1-6月
聚丙烯膜（吨）	20	300	190	43000	48000
铝箔（吨）	29	170	90	39000	41000
苄基甲苯（吨）	21	450	230	18000	23000
支柱绝缘子（支）	4	24200	12100	114	113.8
不锈钢板（kg）	7	134482	17500	11.6	11.9

资料来源：公司提供

产品销售

公司产品的最终用户主要为国家及地方各电网（电力）公司。2010年，公司销售的前五名客户合计占公司销售总额51.71%（如下表所列），客户集中度较高，但符合电力设备生产企

业特点。

表4 2010年公司销售前五名客户情况

客户名称	主要销售产品	销售额（万元）	占比（%）
广东电网公司	电容器	3173.08	14.85
安徽省电力公司	电容器	2227.99	10.43
江苏省电力公司	电容器	2156.98	10.10
华北电网公司	电容器	1992.82	9.33
四川省电力公司	电容器	1495.02	7.00
合计		11045.89	51.71

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司销售状况良好，平均销售价格随原材料成本上升有所小幅提高，但由于公司所签合同大部分为闭口合同，下游成本传导具有一定的时滞性，公司面临一定的成本上升压力。

从销售模式来看，2010年1月以来，为满足公司发展需要及未来上市监管要求，公司调整原有销售模式，将原投标主体“合容集团”变更为“合容电气”，由公司全权负责产品研发、设计、生产、对外招投标、销售、安装及售后服务。公司销售团队由原合容集团销售人员整体划拨而来，实行营销总经理领导下的“区域经理负责制”团队营销管理模式，并将全国的市场划分为五大区域，将营销目标任务分解下达给各区域，从而形成“营销总经理—市场部经理—区域经理—业务员”的销售管理结构。公司销售渠道为直销，无分销渠道及代理商，对下游渠道的控制较强。受益于公司销售模式的调整，公司与母公司合容集团的关联交易占比相应有所下降，从2009年的89.92%下降到2010年的67.50%，现存关联交易主要为公司之前年度已经签署的历史交易合同，由于订单签回后需要平均6~9个月才能结算确认收入，导致公司2010年销售收入中关联交易占比仍然较高。随着历史交易合同的逐步履约完成，公司关联交易占比过大问题将得到较好的解决，降低大股东占用资金风险。

货款结算方面，由于公司与各电网（电力）公司按照3: 6: 1的比例进行货款结算，而电力工程项目一般建设周期较长，导致公司应收账款周转时间较长且占比较大，公司面临较大的流动资金压力。

从销量地区分布看，公司产品销售主要集中在华南、华东、华北等经济发达地区，其余区域分布较为均匀。此外，公司近年积极拓展海外市场，销售区域主要为巴基斯坦、孟加拉等亚洲周边国家，2010年度海外销售额为648.78万元，占公司销售总额的3.30%。

表5 2010~2011年1-6月销量地区分布(单位: %)

地 区	2010 年	2011 年 1-6 月
华南地区	25.43	9.86
华东地区	24.12	6.88
华北地区	19.45	35.67
西北地区	7.97	15.9
华中地区	12.82	17.81
东北地区	6.91	8.77
海外	3.30	5.12
合计	100	100

资料来源：公司提供

三、财务分析

公司 2010 年度财务报表经西安市希格玛会计师事务所有限公司（以下简称“希格玛公司”）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2011 年 1~6 月报表未经审计。

1. 盈利能力

公司近年来产品对外销售规模稳定增长，2010年，公司实现主营业务收入19659.45万元，较2009年增长45.54%；同期公司利润总额为2910.74万元，较2009年增长6.28%。

公司期间费用占比较高，2010年在管理费用及销售费用的带动下，公司期间费用大幅提升至3245.19万元，较2009年提高101.33%，主要是由于公司为提高产品的技术领先性和市场占有率，加大了技术研发力度和市场开拓投

入所致。

从盈利指标来看，随着公司产品价格小幅提升及原材料成本波动，公司2010年主营业务利润率为32.55%，较2009年小幅提高；但受公司期间费用增长较快及公司资产规模逐年增长影响，公司净资产收益率和总资本收益率分别为15.27%和12.81%，较上年分别下降2.40个百分点和2.78个百分点，公司整体盈利能力有所下降。

2011年上半年，公司实现主营业务收入8740.12万元，较2010年同期增长34.12%；主营业务利润率27.93%；实现利润总额1011.95万元。

总体看，受益于国内电力建设投资的增长，公司收入规模及盈利水平总体保持波动增长态势，盈利能力较强，但由于公司费用控制能力较弱且进入2011年以来原材料成本及人工成本有所攀升，公司盈利能力有所波动下降。

2. 现金流及保障

从经营活动方面看，2010年公司实现销售商品、提供劳务收到的现金18324.95万元，较上年提高47.34%；公司对外销售产品结算主要为先货后款方式，公司现金收入比为93.21%，较2009年提高1.14个百分点，收入质量一般；经营活动产生的现金流量净额为721.25万元，较2009年下降45.21%，主要是由于公司2010年度期间费用大幅增长导致公司经营活动产生的净流出大幅增加。

从投资活动方面看，2010年公司投资活动现金流出主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金，公司没有投资活动现金流入。公司2010年相应投资活动现金流量净额为-1162.37万元，较上年净流出规模大幅增长；筹资活动前现金流量净额为-441.13万元，经营活动产生的现金流量净额未能有效覆盖投资活动产生的现金净流出，公司对外部筹资具有一定的依赖性。

从筹资活动方面看，公司2010年筹资活动

现金流入 3000.00 万元，较上年增加 35.87%，全部为发行中小企业集合票据融资；而公司筹资活动现金流出相应有所收窄为 1611.59 万元，公司相应筹资活动产生的现金流量净额为 1388.41 万元。

2011年1~6月，公司经营性活动净现金流量为-908.57万元，同比下降272.02%，主要是由于2011年以来原材料上涨压力较大，公司适度增加了原材料储备，加大进货批量以降低后期原材料价格进一步上涨的压力；2011年1~6月投资活动现金流量净额为-38.28万元；筹资活动产生的现金流量净额为-862.59万元。

综合看，公司收入实现质量及经营活动获现能力一般，投资规模有所扩大，有一定的对外筹资压力。

3. 资本及债务结构

(1) 资产

近年，公司资产规模随业务发展稳步增长，截至 2010 年底，公司资产总额 28773.26 万元，较上年增长 32.75%，其中流动资产合计占 77.92%，固定资产合计占 18.28%，无形资产及其他资产合计占 3.80%。总的来看，公司资产构成以流动资产为主。

截至 2010 年底，公司流动资产以货币资金（占 10.25%），应收账款（占 68.59%）和存货（占 15.26%）为主，符合电力设备生产企业的特征。2010 年底，在公司货币资金及应收账款大幅增加的推动下，公司流动资产升至 22420.03 万元，较 2009 年提高 44.02%；公司货币资金大幅增加至 2299.03 万元，较上年增长 70.08%，主要系公司发行债券融资带来的货币资金的激增，其中 627.41 万元为银行承兑汇票保证金。2010 年，随着公司营业规模扩大，公司应收账款大幅增长为 15378.44 万元，较上年提高 75.59%。从账龄来看，公司应收账款多为一年以内欠款（占 97.99%）；从欠款客户来看，主要为关联公司（控股股东合容集团）欠款，占比达 65.23%，较 2009 年下降 20.79 个百

分点，但关联交易占比仍然较高，主要是由于公司销售模式为合容集团根据公司生产计划和实际回款情况，与公司进行结算，以确保公司生产的正常运行，以上结算方式存在一定大股东占用资金风险。考虑到产品终端用户多为国家及地方各电网（电力）公司，其资金实力雄厚，信誉良好，公司坏账风险较低。未来受行业因素影响，应收账款总体规模仍将较大，对公司的资金经营周转造成一定影响。

表6 2010年底公司应收账款前五名欠款单位

项 目	占比（%）
陕西合容电气集团有限公司	65.23
新疆新能物资集团有限责任公司	2.72
陕西省电力公司西安市供电公司	1.58
荣信电力电子股份有限公司	1.49
云南电网公司昭通供电局	1.46
合计	72.48

资料来源：公司提供

截至 2010 年底，公司存货总计 3422.03 万元，主要为库存商品（占 63.84%）、原材料（占 26.76%）等，公司存货未计提跌价准备。

2010 年底公司固定资产原值 6735.43 万元，其中机器设备和房屋建筑物分别占 39.93% 和 40.91%，累计折旧 1475.66 万元，固定资产成新率 78.09%。公司无形资产主要为土地使用权（占 82.44%）及专有技术（占 17.56%），截至 2010 年底，公司无形资产总计 1093.46 万元。

截至2011年6月底，公司资产总额28437.03万元，较2010年底小幅下降1.17%，其中流动资产合计占78.62%，固定资产合计占17.61%，无形资产及其他资产合计占3.77%。公司资产构成以流动资产为主，与2010年底相比资产结构变动不大，其中货币资金大幅下降1809.45万元，下降幅度达78.70%；而由于原材料价格上升及公司加大有色金属及钢材等原材料储备等因素导致公司存货规模有所上升，较2010年底增长54.42%。固定资产合计5008.19万元，较2010年底小幅下降4.78%。无形资产及其他资产合计

1071.71万元，较2010年底小幅下降1.99%，总体看，公司资产规模及构成均较2010年底变化不大。

总体看，公司资产规模平稳增长，流动资产逐年增加，但公司应收账款规模较大且其中控股股东关联交易欠款占比较高，影响公司运营资金调配及流动性，且存在一定的大股东占用资金风险；公司非流动资产规模及构成较为稳定。

（2）所有者权益

截至2010年底，公司所有者权益15877.49万元，较2009年增长16.03%，主要系当期利润累积形成的盈余公积及未分配利润增加所致。所有者权益构成以实收资本（占68.97%）及未分配利润（占26.91%）为主。

2011年6月底，公司所有者权益16883.95万元，其构成变化与2010年底基本一致。整体看，公司所有者权益稳定性较好。

（3）负债

截至2010年底，公司负债总额12895.77万元，较上年底增长61.39%，主要系公司2010年发行债券融资导致非流动负债较上年增长447.24%所致。公司负债结构2010年以来由于发行债券有所改善，但仍以流动负债为主（占69.28%）。公司全部债务增至3627.39万元，其中3000.00万元为发行债券的本金总额，其余为应付票据，较2009年底全部债务总额增长72.40%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别相应升至44.82%和18.60%。在新增短期借款1600.00万元的影响下，2011年6月底公司全部债务升至4686.00万元，公司全部债务资本化比率升至21.72%。

整体看，近年来公司债务负担有所加重，但仍处于合理范围内，债务结构基本合理。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，公司流动比率和速动比率均保持较高水平，2010年受益于公司流动资产增长影响，公司流动比率和速动比率均较

上年有所提升，分别为250.96%和212.65%；2011年6月底，公司流动比率和速动比率分别为282.93%和216.05%。2010年公司经营现金流动负债比为8.07%，处于较低水平。考虑到公司短期付息债务在流动负债中占比较低（占7.02%），公司短期偿债能力基本正常。

从长期偿债能力看，2010年公司EBITDA为3614.26万元，较上年增加8.51%，但由于公司债务规模及利息支出增长较快，EBITDA利息保障倍数降至13.62倍；全部债务/EBITDA升为1.00倍。总体看，公司长期偿债能力有所下降，但仍处于较好水平。

2010年，公司参与发行了“西安市文化和科技中小企业2010年度第一期集合票据”（以下简称“本期债券”），发行额度为3000.00万元，期限为3年。截至2011年6月底，公司现金类资产560.79万元，是本期债券额度的0.19倍，公司现金类资产对本期债券的保障能力较弱。

2010年，公司经营活动产生的现金流入量和净现金流量分别为18324.95万元和721.25万元，为本期债券额度的6.11倍和0.24倍；2010年公司实现EBITDA为3819.13万元，为本期债券额度的1.27倍，总体看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期债券额度的覆盖程度较好。

截至2011年6月底，公司在各商业银行获得的授信总额为2600.00万元，未使用额度为200.00万元，公司间接融资渠道仍需拓宽。

在或有负债方面，截至2011年6月底，公司无对外担保、无诉讼事项。

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级BBB，评级展望由“稳定”调整为“负面”。

附件 1-1 2009~2011 年 6 月资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 6 月
流动资产				
货币资金	1351.75	2299.03	70.08	489.58
短期投资	0.00	0.00		0.00
应收票据	0.00	100.00		71.20
应收股利	0.00	0.00		0.00
应收利息	0.00	0.00		0.00
应收账款	8757.92	15378.44	75.59	15099.33
其他应收款	824.07	1021.00	23.90	1339.30
预付账款	1101.14	199.53	-81.88	73.31
存货	3532.80	3422.03	-3.14	5284.40
待摊费用	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	0.00	0.00		0.00
流动资产合计	15567.68	22420.03	44.02	22357.13
长期投资	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	0.00	0.00		0.00
长期债权投资	0.00	0.00		0.00
长期投资合计	0.00	0.00		0.00
减：长期投资减值准备	0.00	0.00		0.00
加：合并价差	0.00	0.00		0.00
长期投资净额	0.00	0.00		0.00
固定资产	0.00	0.00		0.00
固定资产原值	5866.04	6735.43	14.82	6773.71
减：累计折旧	910.35	1475.66	62.10	1765.52
固定资产净值	4955.69	5259.77	6.14	5008.19
固定资产净值减值准备	0.00	0.00		0.00
固定资产净额	4955.69	5259.77	6.14	5008.19
工程物资	0.00	0.00		0.00
在建工程	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	0.00		0.00
待处理固定资产净损失	0.00	0.00		0.00
固定资产合计	4955.69	5259.77	6.14	5008.19
无形资产及其他资产	0.00	0.00		0.00
无形资产	1151.46	1093.46	-5.04	1071.71
长期待摊费用	0.00	0.00		0.00
其他长期资产	0.00	0.00		0.00
无形资产及其他资产合	1151.46	1093.46	-5.04	1071.71
递延税项	0.00	0.00		0.00
递延税项借项	0.00	0.00		0.00
资产总计	21674.82	28773.26	32.75	28437.03

附件 1-2 2009~2011 年 6 月资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和股东权益	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 6 月
流动负债				
短期借款	1100.00	0.00		1600.00
应付票据	1004.00	627.39		0.00
应付账款	3823.49	6500.33	70.01	5673.94
预收账款	429.37	469.49		0.00
应付工资	46.70	63.80	36.61	153.28
应付福利费	0.00	0.00		0.00
应付利润（股利）	0.00	0.00		56.31
应交税金	445.96	688.51	54.39	134.24
其他未交款	4.16	7.52	80.78	0.00
其他应付款	412.74	551.29	33.57	284.32
预提费用	0.00	25.44		0.00
预计负债	0.00	0.00		0.00
一年内到期的长期负债	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	0.00	0.00		0.00
流动负债合计	7266.42	8933.77	22.95	7902.09
长期负债	0.00	0.00		0.00
长期借款	0.00	0.00		0.00
应付债券	0.00	3000.00		3086.00
长期应付款	0.00	0.00		0.00
专项应付款	724.00	962.00	32.87	565.00
其他长期负债	0.00	0.00		0.00
长期负债合计	724.00	3962.00	447.24	3651.00
递延税项	0.00	0.00		0.00
递延税项贷款	0.00	0.00		0.00
负债合计	7990.42	12895.77	61.39	11553.09
少数股东权益	0.00	0.00		0.00
所有者权益	0.00	0.00		0.00
实收资本	10950.00	10950.00	0.00	10950.00
资本公积	69.27	69.27	0.00	69.27
盈余公积	343.89	586.29	70.49	586.29
未分配利润	2321.24	4271.93	84.04	5278.39
未确认的投资损失（以“-”	0.00	0.00		0.00
外币报表折算差额	0.00	0.00		0.00
所有者权益合计	13684.40	15877.49	16.03	16883.95
负债及所有者权益合计	21674.82	28773.26	32.75	28437.03

附件 3 利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009	2010	变动率 (%)	2011 年 1~6 月
一、主营业务收入	13507.60	19659.45	45.54	8740.12
减: 主营业务成本	9153.17	13158.43	43.76	6253.26
主营业务税金及附加	67.92	102.49	50.89	45.97
二、主营业务利润	4286.51	6398.54	49.27	2440.89
加: 其他业务利润	-4.07	-248.26		5.89
减: 营业费用	810.38	1662.38	105.13	751.39
管理费用	720.83	1302.09	80.64	602.21
财务费用	80.63	280.73		261.44
三、营业利润	2670.59	2905.08	8.78	831.74
加: 投资收益	0.00	0.00		0.00
补贴收入	52.00	0.00		0.00
营业外收入	20.20	5.94		180.34
减: 营业外支出	4.07	0.27		0.13
四、利润总额	2738.73	2910.74	6.28	1011.95
减: 所得税	321.17	486.79		5.49
减: 少数股东损益	0.00	0.00		0.00
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00		0.00
五、净利润	2417.56	2423.95	0.26	1006.46

附件 4-1 现金流量表
 （单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 1~6 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	12436.81	18324.95	47.34	8917.24
收到的税费返还				0.00
收到的其他与经营活动有关的现金	164.06			201.25
现金流入小计	12600.87	18324.95	45.43	9118.49
购买商品、接受劳务支付的现金	9094.45	13909.38	52.94	7822.19
支付给职工以及为职工支付的现金	458.64	676.95	47.60	311.89
支付的各项税费	828.26	1374.10	65.90	862.39
支付的其他与经营活动有关的现金	903.06	1643.27	81.97	1030.60
现金流出小计	11284.41	17603.70	56.00	10027.07
经营活动产生的现金流量净额	1316.46	721.25	-45.21	-908.57
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				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的				
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计				
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的	570.86	1162.37	103.62	38.28
投资所支付的现金				
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	570.86	1162.37	103.62	38.28
投资活动产生的现金流量净额	-570.86	-1162.37		-38.28
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金		3000.00		
借款所收到的现金	1900.00			2121.41
收到的其他与筹资活动有关的现金	308.00			427.44
现金流入小计	2208.00	3000.00	35.87	2548.85
偿还债务所支付的现金	1800.00	1100.00		3150.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	347.34	230.86	-33.53	261.44
支付的其他与筹资活动有关的现金	175.00	280.73		
现金流出小计	2322.34	1611.59	-30.60	3411.44
筹资活动产生的现金流量净额	-114.34	1388.41		-862.59
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	631.26	947.28		-1809.45

附件 4-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~6 月
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
其他				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	2417.56	2423.95	0.26	1006.46
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	77.94	145.37	86.50	0.00
固定资产折旧	489.70	569.95	16.39	289.86
无形资产摊销	58.00	58.00	0.00	21.75
长期待摊费用摊销				
待摊费用减少(减:增加)				
预提费用增加(减:减少)	-14.95	25.44		-25.44
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (减:收益)	0.00	-4.64		0.13
固定资产报废损失				
财务费用	75.57	280.44		261.44
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-1310.69	162.01		-1862.37
经营性应收项目的减少(减:增加)	-3221.95	-6517.72		-2810.04
经营性应付项目的增加(减:减少)	2745.28	3578.46	30.35	2162.80
其他				46.84
经营性活动产生的现金流量净额	1316.46	721.25		-908.57
三、现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	1351.75	2299.03	70.08	489.58
减: 现金的期初余额	720.49	1351.75	87.62	2299.03
现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00		0.00
现金及现金等价物净增加额	631.26	947.28		-1809.45

附件 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	2.53	1.62	--
存货周转次数(次)	3.68	3.78	--
总资产周转次数(次)	0.78	0.78	--
现金收入比(%)	92.07	93.21	--
盈利能力			
营业利润率(%)	31.73	32.55	27.93
总资本收益率(%)	15.79	13.87	--
净资产收益率(%)	17.67	15.27	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	0.00	15.89	15.45
全部债务资本化比率(%)	13.33	18.60	21.72
资产负债率(%)	36.86	44.82	40.63
偿债能力			
流动比率(%)	214.24	250.96	282.93
速动比率(%)	165.62	212.65	216.05
经营现金流动负债比(%)	18.12	8.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	44.49	13.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.63	0.95	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.35	-0.12	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	9.87	-1.57	--

附件 6 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 / 营业收入 × 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 7 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] 1020 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持西安曲江文化旅游（集团）有限公司主体长期信用等级为A⁻，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
评级业务专用章



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>

西安曲江文化旅游（集团）有限公司

跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：A⁻ 评级展望：稳定
上次评级结果：A⁻ 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6月
现金类资产(亿元)	6.84	9.20	8.19
资产总额(亿元)	17.13	32.80	42.91
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	2.55	6.38	6.57
短期债务(亿元)	1.07	2.50	1.80
全部债务(亿元)	2.67	8.24	11.31
营业收入(亿元)	3.47	5.98	4.00
利润总额(亿元)	0.25	0.16	0.28
EBITDA(亿元)	0.69	0.66	--
经营性净现金流(亿元)	5.37	4.02	-1.26
营业利润率(%)	31.62	29.70	30.22
净资产收益率(%)	7.99	1.58	--
资产负债率(%)	85.14	80.55	84.69
全部债务资本化比率(%)	51.20	56.38	49.13
流动比率(%)	92.33	108.96	108.30
全部债务/EBITDA(倍)	3.88	12.40	--
EBITDA利息倍数(倍)	3.75	2.04	--
经营现金流动负债比(%)	41.40	19.49	--

注：2011年上半年财务数据未经审计

分析师

仲大伟

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

西安曲江文化旅游（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为曲江新区旅游和文化产业的龙头企业之一，在产业前景、地理位置、外部环境、业务布局等方面具备明显优势。跟踪期内，随着曲江六大遗址公园、大明宫国家遗址公园和西安城墙遗址公园等景点的运营管理及紫薇·永和坊的开发建设，公司经营规模逐步扩大，公司资产和收入也随之增加。同时联合资信也关注到公司盈利能力弱，债务负担持续加重以及公司投资规模大，对外筹资压力上升等因素对公司经营和财务方面可能带来的负面影响。

未来，公司发展重点仍集中在旅游和文化产业方面，按照“文化+商业”的理念拓展商业经营，产业链条将进一步完善，产业聚集效应将逐步显现。

综合考虑，联合资信维持公司主体A⁻的长期信用等级，评级展望维持稳定。

优势

1. 公司开发经营的旅游景区及项目主要集中在西安市曲江新区，曲江新区地理位置优越，旅游资源丰富，外部环境良好。
2. 跟踪期内，新景点项目投入运营，公司资产规模和收入规模大幅增长。
3. 跟踪期内，公司经营获取现金能力增强。

关注

1. 公司盈利能力弱，随着公司投资规模的扩大，公司对外筹资压力上升。
2. 跟踪期内，公司债务规模增长较快，债务负担持续加重。
3. 公司拟使用自有资产认购长安信息产业（集团）股份有限公司定向发行之股票并

实现借壳上市。联合资信对资产重组事项
后续进展将保持密切关注。

一、主体概况

西安曲江文化旅游（集团）有限公司（以下简称“文旅集团”或“公司”）前身为西安大唐芙蓉园旅游发展有限公司，成立于2004年7月14日，注册资本为5000万元，股权结构为：西安曲江圣唐建设有限公司投资2000万元，持股40%；西安曲江文化产业投资（集团）有限公司（以下简称“曲江文化投资集团”）投资2000万元，持股40%；西安曲江新区园林建设有限公司投资1000万元，持股20%。

2006年12月14日，西安曲江新区园林建设有限公司将所持公司股权（持股比例20%）出售给曲江文化投资集团。西安曲江圣唐建设有限公司追加投资2000万元。2008年4月25日，西安曲江圣唐建设有限公司更名为西安曲江建设集团有限公司，原投资额不变。

2007年11月22日西安曲江文化旅游（集团）有限公司正式组建，注册资本变更为1.75亿元，股权结构为：曲江文化投资集团出资13500万元，持股比例77.14%，西安曲江建设集团有限公司出资4000万元，持股比例22.86%。2009年11月10日，西安曲江文化产业投资（集团）有限公司收购了西安曲江建设集团有限公司对公司持有的全部股份，并办理工商登记注册手续，公司成为西安曲江文化产业投资（集团）有限公司全资子公司。

2010年1月11日西安曲江文化产业投资（集团）有限公司以唐集市资产17900万元增资，2010年11月，西安曲江文化产业投资（集团）有限公司以货币资金增资13000万元。截至目前，公司注册资本变更为48400万元。

公司主要经营范围包括景区的经营和管理；旅游项目的建设开发和经营、房地产开发；剧院演出、餐饮、茶社及酒店的开发和经营；舞台、灯光音响设备租赁；对外文化演出的开发和经营；停车场的经营；旅游纪念品的开发和销售。

公司本部设有总经办、人力资源部、党总

支及督察督办办公室、企业管理部、旅行社管理部、品牌管理及卡务中心、财务管理部、旅游地产项目部、经营策划部、投资管理部、文化旅游研究院11个职能部门。截至2011年6月份，曲江文旅拥有6家全资子公司。

截至2010年底，公司资产总额328036.28万元，所有者权益63790.72万元；2010年实现营业收入59844.74万元，利润总额1604.91万元。

截至2011年6月底，公司资产总额429054.70万元，所有者权益65667.43万元；2011年1~6月实现营业收入40034.98万元，利润总额2821.07万元。

公司注册地址：西安芙蓉西路99号，法定代表人：贾涛。

二、经营管理分析

1. 经营分析

中国旅游业自1978年作为一个经济产业起步以来，经过近30年的发展，产业形象日益鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。

“十一五”期间，中国旅游业保持了平稳较快发展的良好势头，国内旅游人数平均增长12%，入境过夜旅游人数年均增长3.5%，出境旅游人数年均增长19%，全国旅游业总收入年均增长15%。中国跃居全球第四大入境旅游接待国和亚洲第一大出境旅游客源国，居民人均出游率达1.5次，旅游直接就业达1350万人，旅游消费对社会消费的贡献超过10%，旅游业对中国经济社会发展的积极作用更加明显。2010年中国旅游经济呈现又好又快的增长态势：三大市场全面增长，国内市场主体地位进一步突出；旅游投资规模扩大。2010年全年旅游业总收入1.57万亿元，同比增长21.7%。

中国旅游业作为第三产业的主要支柱产业，国家给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。2011年3月公布的《中国国民经济和社会发展十二五规划纲要》中提出，要全

面发展国内旅游，积极发展入境旅游，有序发展出境旅游；坚持旅游资源保护和开发并重，加强旅游基础设施建设，推进重点旅游区、旅游线路建设；推动旅游业特色化发展和旅游产品多样化发展，全面推动生态旅游，深度开发文化旅游，大力发展红色旅游；完善旅游服务体系，加强行业自律和诚信建设，提高旅游服务质量。

总体看，中央和地方政府近一段时间推行的旅游刺激方案存在积极意义，能够平缓因外部不利经济环境而带来的负面影响，最大限度保持中国旅游产业的相对平稳发展。

公司作为曲江新区旅游和文化产业的龙头企业之一，曲江文旅已建立起涵盖旅游产业研究、旅游项目策划、景区投资运营管理、旅游餐饮酒店、旅游商品开发、旅行社、旅游地产、旅游管理输出等全链条的文化旅游产业集群，成为中国西部最具创新性、发展速度最快的文化旅游品牌。

2010年公司实现主营业务收入59840.86万元，比2009年大幅增长72.70%，其中主要为景区运营管理收入29681.87万元，占49.60%；酒店餐饮实现收入15767.77万元，占26.35%；旅游服务（旅行社）实现收入9808.27万元，占16.39%。

（1）大唐芙蓉园及周边商业配套经营

表1 2009~2011年6月大唐芙蓉园收入构成情况

收入项目（万元）	2009年	2010年	11年1~6月
1.收费景区门票收入	5866.99	7646.18	3833.00
门票收入	5133.99	6917.5	3508.00
剧院票收入	617.77	644.42	294.00
看台票收入	115.23	84.26	31.00
2.区内商业与商品经营收入	1613.92	2003.02	892.00
商品销售收入	146	69.94	27.00
租赁收入	679.95	992.35	449.00
其他	787.97	940.73	416.00
3.酒店经营收入	4896.94	5342.38	2993.00
餐饮收入	4152.46	4426.24	2527.00
客房收入	744.48	916.14	466.00
合计	12377.85	14991.58	7718.00

资料来源：公司提供

大唐芙蓉园自2005年4月11日正式对外开放至今（截至2011年6月末），累计入园游客已逾896.78万人次（2010年入园人数126.6万）。目前，大唐芙蓉园景区已成为首个区域性、多景点整体打包晋级的国家5A级景区。2010年大唐芙蓉园实现收入14991.58万元，较2009年增长21.12%，其中收费景区门票收入为7646.18万元，较2009年增长30.33%；区内商业和商品经营收入为2003.02万元，较2009年增长24.11%；酒店经营收入为5342.38万元，较2009年增长9.10%。进入2011年，园区收入持续增长。2011年1~6月，大唐芙蓉园实现收入7718.00万元，占2010年全年收入的51.48%，三大板块实现收入分别为3833万元、892万元、2993万元。

（2）曲江海洋公园主题景区

2010年，曲江海洋公园经营开始好转，营业收入有所增加，2010年实现收入4248.47万元，较2009年增长50.30%，主要来自门票收入的增加。其中收费景区门票收入为4079.14万元，较2009年增长50.48%；区内商业和商品经营收入为169.33万元，较2009年增长46.14%。2011年1~6月，曲江海洋公园实现收入2213.00万元，占2010年全年收入的52.09%，其中门票收入和商业商品经营收入分别为1927.00万元、286.00万元，收入持续增长。

表2 2009~2011年6月曲江海洋公园收入构成情况

收入项目（万元）	2009年	2010年	11年1~6月
1.收费景区门票收入	2710.70	4079.14	1927.00
2.区内商业与商品经营收入	115.87	169.33	286.00
商品销售收入	--		
租赁收入	78.76	96.41	48.00
其他	37.11	72.92	238.00
合计	2826.57	4248.47	2213.00

资料来源：公司提供

（3）曲江寒窑遗址公园、秦二世陵遗址公园、曲江池、唐城墙遗址公园景区及周边商业

配套

曲江寒窑遗址公园已于2010年5月1日开园。曲江寒窑遗址公园景区收入以景区门票收入、餐饮及商业租赁收入为主。曲江寒窑遗址公园中含有金缘阁宾馆，所以2010年收入中产生了餐饮客房收入。秦二世陵遗址公园位于曲江池遗址公园南岸，于2010年9月28日正式对外开园。公园占地面积约70亩，是西安曲江新区六大遗址公园之一，园区分为展示馆区和遗址区两大区域，展示馆区主要包括新建建筑游客服务中心、秦殇展览馆、曲江新区出土文物精品展馆，遗址区则包括原有遗存建筑山门、大殿、秦二世皇帝胡亥陵墓等。2010年曲江池、唐城墙、曲江寒窑遗址公园和秦二世陵遗址公园合并统一数据，实现收入总额为8918万元，主要是公共服务收入和餐饮客房收入。2011年上半年实现收入为6793万元，是2010年全年的76.17%。

表3 2009~2011年6月曲江池-唐城墙公园收入构成
(单位: 万元)

收入项目	2009年	2010年	11年1~6月
1.公共服务收入	5262	5927	3117
2.租赁收入	368	840	1323
3.商品销售收入	263	115	1
4.门票收入	--	389	454
5.餐饮客房收入	--	1355	1784
4.其他	157	292	114
合计	6050	8918	6793

资料来源: 公司提供。

注: 表中2010年和2011年6月数据包括曲江寒窑遗址公园和秦二世陵遗址公园的数据

(4) 西安曲江大雁塔景区管理服务有限公司

西安曲江大雁塔景区管理服务有限公司受曲江新区管委会委托对大雁塔文化休闲景区、唐慈恩寺遗址公园、贞观文化广场进行管理服务及园林绿化养护业务。其中大雁塔文化休闲景区作为曲江新区的北大门，带动和汇聚了参观游览人流和商业氛围。2010年曲江大雁塔实现收入8712.63万元，较2009年增长20.16%，

其中公共服务收入为3423.81万元，较2009年减少12.27%；园林绿化收入为3344.28万元，较2009年增长85.27%；物业管理收入为921.66万元，较2009年增长85.14%；租赁收入为1019.46万元，较2009年增长168.10%。进入2011年，园区收入持续增长。2011年1~6月，曲江大雁塔实现收入4976.00万元，占2010年全年收入的57.11%。

表4 2009~2011年6月大雁塔景区收入构成情况

收入项目	2009年	2010年	11年1~6月
1.公共服务收入	3902.47	3423.81	2307.00
2.园林绿化收入	1805.12	3344.28	1642.00
3.物业管理收入	497.83	921.66	372.00
4.租赁收入	380.26	1019.46	655.00
5.商品销售收入	27.97	0.08	--
6.其他	637.47	3.34	--
合计	7251.11	8712.63	4976.00

资料来源: 公司提供

(5) 其他业务及下属公司情况

唐华宾馆

在进一步整合曲江新区旅游资源的大背景下，曲江文化投资集团于2009年11月收购唐华宾馆经营性资产，并于2010年5月经曲江新区管委会批准，原曲江文化投资集团所有的唐华宾馆房产、土地及机器设备等划拨给曲江文旅。

2010年唐华宾馆入住率达到65%，比2009年（入住率58%）高七个百分点，2010年唐华宾馆实现销售收入5548.52万元。2011年1~6月，唐华宾馆入住率为61.77%，实现收入4086万元，占2010年全年收入的73.64%。

西安唐艺坊文化传播有限公司

截至2010年底，西安唐艺坊文化传播有限公司资产总额802.07万元，所有者权益757.38万元，2010年实现营业收入1256.22万元，利润总额9.44万元，公司资产、所有者权益和利润总额较2009年都有不同程度的减少，主要是因为2010年唐艺坊在法门寺景区垄断销售旅游纪念品，2010年7月以后，因公司的经营方向发生变化，将该部分业务全转给了法门寺景

区公司，引起资产（主要为存货）及利润总额减少。截至 2011 年 6 月底，西安唐艺坊文化传播有限公司资产总额 887 万元，所有者权益 769 万元。2011 年 1~6 月，西安唐艺坊文化传播有限公司实现营业收入 126.83 万元，利润总额 -159.41 万元，收入和利润均有所下滑。

2. 在建项目

永和坊工程总投资 26.61 亿元，总建筑面积 63 万 m²，截止到 2011 年 6 月底，该项目资金到位 9.47 亿元，销售面积达到 3.72 万 m²，实现销售收入 3.30 亿元，主要为已具备销售条件并备案的高层和小高层，楼号为 12#、17#、18#、19#、20#、21#和 23#，销售合同金额为 3.3 亿元，实际资金回笼 1.37 亿元。

曲江海洋公园二期扩建工程于 2010 年 5 月已通过曲江新区管委会立项审批，总投资 4.86 亿元，建设周期一年，截止到 2011 年 6 月，极地馆消防审查已完成；I 区看台钢筋模板施工已完成 80%；II 区 1、2 段 0.3 米以下结构层钢筋模板施工完成 80%；III 区 6.45 米结构层施工已完成 70%；地下车库土方开挖及基础平整已完成 95%。

财神文化景区项目分为庙区项目和商业街项目，两项分别预计投资 6.2 亿元和 1.8 亿元。庙区项目 2010 年开始动工建设，截止到 2011 年 6 月，正财神殿、大游客中心装修面层油漆施工完成，进行细部处理；问道阁檐口彩绘修补及外立面油漆修补完成 50%；水系驳岸叠石及木平台完成 95%；园区艺术品及神像安装完成 95%；园区乔木补栽完成，灌木栽植完成 80%，草坪铺设完成 40%。商业街项目 2011 年开始建设，目前，整个商业街室外砼垫层浇筑全部完成，铺装完成 60%。

总体来看，公司在建项目投资支出主要是紫薇·永和坊项目，该项目地理位置优越，盈利前景较好。同时，项目投资规模大，公司债务负担将进一步加重。

3. 管理分析

公司总经理办公室新增加副总经理 4 名，分别为杨进、庄莹、杨涛、臧博。

三、重大事项

公司拟重组长安信息产业（集团）股份有限公司（以下简称“长安信息”），使用自有资产认购长安信息定向发行之股票并实现借壳上市。公司拟购买长安信息发行的不超过 9600 万股 A 股股票，由公司以其合法持有的估值约为 9.5 亿元文化旅游类经营资产进行认购，认购后持有长安信息 52.36% 股权，成为长安信息第一大股东，长安信息主要业务将变更为文化旅游。本次资产重组申请材料于 2011 年 6 月 1 日予以受理，2011 年 9 月 30 日通过中国证券监督管理委员会审核通过。目前此次资产重组正在进行中。

长安信息成立于 1992 年，是一家集信息产品的研制、生产、应用开发和技术服务为一体的技、工、贸相结合的综合型企业。截止到 2010 年，长安信息产业（集团）有限公司资产总额为 3698.42 万元，所有者权益为 -5655.60 万元，2010 年实现营业收入 2892.79 万元，净利润 -968.34 万元。由于长安信息处于亏损状态，此次资产重组将对公司资产、负债和利润产生一定影响，联合资信对资产重组事项后续进展将保持密切关注。

四、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2010 年财务报表经希格玛会计师事务所有限公司审计，并出具了无标准保留意见的审计结论。2011 年半年报未经审计。

截至 2010 年底，公司资产总额 328036.28 万元，所有者权益 63790.72 万元；2010 年实现营业收入 59844.74 万元，利润总额 1604.91 万元。

截至 2011 年 6 月底，公司资产总额

429054.70万元,所有者权益65667.43万元;2011年1~6月实现营业收入40034.98万元,利润总额2821.07万元。

2. 盈利能力

随着旅游业的快速发展,旅游服务、酒店服务等业务的稳定增长,公司主营业务收入持续稳定增加,2010年,公司实现营业收入为59844.74万元,较2009年增长72.71%,主要原因是曲江池-唐城墙公园于2010年下半年对外开放以及各旅游景点门票收入的增加。营业成本为39648.74万元,较2009年增长79.59%,增速略高于营业收入增速,所以公司营业利润率由2009年的31.62%下降为29.70%。2010年,公司三项期间费用合计17370.81万元,较2009年增长72.38%,占营业收入的29.03%。其中管理费用增幅较大,主要是公司2010年新增景点和项目的折旧费用增加所致。2010年,公司实现利润总额1604.91万元和净利润1005.25万元,同比下降了36.84%和50.55%,主要是由于营业外支出的增加,营业外支出的增加主要体现在固定资产处置损失的增加,如海洋世界拆除房屋建筑物、景观设施及报废机器设备。2010年由于西安曲江文化产业投资(集团)有限公司对公司的增资,公司所有者权益大幅增长,公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.89%和1.58%,较上年均有明显下降。

2011年1~6月,公司实现营业收入40034.98万元,是2010年全年水平的66.90%;公司营业利润率为30.22%,较2010年有所上升;2011年1~6月,公司实现利润总额2821.07万元,净利润1876.71万元,分别是2010年全年175.78%和186.69%,盈利能力增强。

总体看,公司经营规模逐年扩大,经营业绩良好。未来随着公司旅游和文化产业战略规划的逐步实施,公司产业链条将进一步完善,主营业务盈利状况保持在较好水平。

3. 现金流及保障

经营活动方面,2010年,公司经营活动现金流入量较上年增长35.01%,主要体现为销售商品、提供劳务收到的现金。2010年,公司销售商品、提供劳务收到的现金139558.50万元,较上年增长285.77%,主要是旅游景区及周边配餐餐饮、酒店等经营收入和永和坊的销售收入。2010年,公司经营活动现金流出量较上年增长86.29%,主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金构成。2010年,公司现金收入比为233.30%,经营获取现金能力增强。

投资活动方面,2010年,公司整体投资规模增大,投资活动现金流以购建固定资产、无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金为主。2010年公司投资活动产生的现金流出量为51970.11万元,较上年增长63.53%,公司投资活动产生的现金流量净额为-51727.42万元。

筹资活动方面,2010年公司筹资活动产生的现金流量净额35187.48万元,较上年下降21.18%,主要是由于2010年偿还债务支付的现金增加。

2011年1~6月,公司销售商品、提供劳务收到的现金79924.27万元,经营活动产生的现金流量净额-12584.16万元;投资活动产生的现金流量净额-47334.42万元;筹资活动产生的现金流量净额49825.33万元。

总体看,跟踪期内公司主营业务获取现金能力增强,公司投资支出较多,对外部融资依赖程度大。

4. 资本及债务结构

2010年公司大量工程的开工建设使资产总额较上年增长了91.47%,资产总额为328036.28万元,其中流动资产占比68.44%,非流动资产占比31.56%,构成较2009年变化不大。流动资产中,货币资金为91998.91万元,较2009年增长34.54%;预付款项为28569.48万元,较2009年增长1488.56%,主要为芙蓉园景区的预

付购货款和购买曲江新区二期土地 13000 万预付款；其他应收款为 8281.58 万元，较上年增长 187.33%，主要为预付收购楼观福地公司股权及债权款 6100 万元及海洋公园二期工程款 660 万元等；存货为 70852.92 万元，较上年增长 65.45%，主要是永和坊开发成本。除此之外，流动资产中新增其他流动资产 20000 万元，主要是与关联企业的往来款。非流动资产中，固定资产、在建工程、无形资产增长较快，分别比上年增加 66.49%、2566.41%、112.36%。固定资产的增长主要是由于部分在建工程的完工结转所致。在建项目主要为海洋公园二期极地馆项目、唐华乐府改造项目、楼观财神文化区景区项目和寒窑遗址公园项目。无形资产的增加主要体现在软件、土地使用权和商标权的增加。土地使用权增加了海洋馆土地使用权、唐集市土地使用权和唐华宾馆土地使用权；商标权的增加是“大唐芙蓉园 DATANGLLOTUSGARDEN 及图”商标获得中国驰名商标办理的代理费。

截至 2011 年 6 月底，公司资产总额为 429054.70 万元，较 2010 年底有所增长，其中流动资产占比 67.59%，非流动资产占比 32.41%，资产结构基本稳定。截至 2011 年 6 月底，公司其他应收款增幅较大，主要是关联企业的往来款；长期股权投资新增 8510.00 万元，其中 8000.00 万元投资新建西安曲江投资发展有限公司，公司持股 40%；510.00 万元投资陕西楼观福地旅游发展有限公司，持股 51%；在建工程的增加主要是财神文化区景区项目建设所致。

总体看，公司资产构成以流动资产为主，受货币资金、预付款项和在建工程变动影响，公司资产总额大幅增加。

截至 2010 年底，公司负债合计 264245.56 万元，较 2009 年增长 81.15%，其中流动负债占 77.98%，非流动负债占 22.02%。流动负债中，增长较快的是应付账款和预收账款。应付账款较 2009 年增长了 144.01%，主要是新增应付工程款；预收账款较上年增长了 17293.57%，增幅较

大，主要是新增预收永和坊售楼款及旅游团款；一年内到期的非流动负债 2010 年新增 21040.00 万元，主要是公司新增抵押借款。公司非流动负债 58182.60 万元，较上年大幅增长了 258.93%，主要是由于长期借款和应付债券（集合票据）的增长所致。

进入 2011 年，公司负债持续增加。截至 2011 年 6 月底，公司负债合计 363387.27 元，较 2010 年底增长 37.55%，主要体现在短期借款、预收款项、其他应付款和长期借款增长所致。负债构成中流动负债占 73.66%，非流动负债占 26.34%。截至 2011 年 6 月底，公司短期借款较上年增加了 9000.00 万元，主要是浦发银行西安分行 1 亿元一年期流贷；预收款项主要是永和坊项目的预售款；其他应付款应付永和坊项目合作开发公司的商业款；长期借款余额 87320.00 万元，较上年底增加 37480.00 万元，主要是新增永和坊房地产开发贷款。

截至 2010 年底，公司全部债务为 8.24 亿元，其中短期债务 2.50 亿元，长期债务占 5.74 亿元；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 80.55%、56.38% 和 47.37%，债务负担加重。

截至 2011 年 6 月底，公司全部债务为 11.31 亿元，其中短期债务 1.80 亿元，长期债务 9.51 亿元；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 84.69%、63.27% 和 59.14%，较 2010 年底有所上升，债务负担持续加重。

截至 2010 年底公司所有者权益为 63790.72 万元，较 2009 年增长 150.63%，主要为实收资本和资本公积增加导致。实收资本 48400 万元，较上年增长了 176.57%；资本公积增幅较大，2010 年为 5796.97 万元，较上年增长 6239.64%，主要是西安曲江文化产业投资（集团）有限公司以唐集市不动产和货币资金向公司增资，增加注册资本 30900 万元，增加资本公积 35861.08 万元，除此之外，西安曲江文化产业投资（集团）有限公司划拨唐代艺术博物馆、唐华宾馆及唐

歌舞厅资产至公司，增加资本公积金5697.66万元。

截至2011年6月，所有者权益为65667.43万元，较2010年底略有增长，主要是未分配利润增长所致。

总体看，跟踪期内，股东增资导致公司权益大幅增长，公司债务负担有所加重。

5. 偿债能力

截至2010年底，公司流动比率和速动比率分别为108.96%和74.57%，均较2009年底有所上升；2011年6月底，流动比率和速动比率略有下降，两个指标分别为108.30%和70.22%。2010年公司经营现金流动负债比指标下降至19.49%，公司经营活动获现能力下降，但综合考虑公司经营活动产生的现金流入规模较大且较稳定，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2010年，公司EBITDA为6648.03万元，较上年略有减少。2010年，EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA保护倍数分别为2.04倍和12.40倍。公司长期偿债能力弱化。

截至2011年6月底，公司无对外担保。

截至2011年6月底，公司共获得西安银行、中国工商银行、上海浦东发展银行、招商银行等银行累计授信总额17.78亿元，其中尚未使用额度为7.24亿元，公司间接融资渠道畅通。

6. 本期集合票据偿还能力分析

截至2011年6月底，公司现金类资产81905.67万元，是本期集合票据发债额度的10.24倍，对本期债券的保护能力较强。

2010年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对本期集合票据发行额度的0.83倍、19.70倍和5.02倍。公司经营活动现金流对本期集合票据覆盖程度较高。

综合考虑，联合资信维持西安曲江文化旅游（集团）有限公司A⁺主体长期信用等级，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 6 月
流动资产：				
货币资金	68378.61	91998.91	34.54	81905.67
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	3825.06	4014.37	4.95	4727.08
预付款项	1798.45	28569.48	1488.56	35401.99
应收利息				
应收股利				
其他应收款	2882.23	8281.58	187.33	45172.24
存货	42823.33	70852.92	65.45	101967.55
一年内到期的非流动资产	0.00	802.60		802.60
其他流动资产	0.00	20000.00		20000.00
流动资产合计	119707.69	224519.87	87.56	289977.12
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				8510.00
投资性房地产				
固定资产	40992.49	68248.65	66.49	67143.96
固定资产清理				0.08
在建工程	445.71	11884.47	2566.41	40409.29
工程物资				
生产性生物资产	237.57	465.65	96.00	441.56
油气资产				
无形资产	9238.94	19619.89	112.36	19472.37
开发支出				
商誉		59.25	59.25	59.25
合并价差				
长期待摊费用	454.39	2839.59	524.92	2692.16
递延所得税资产	244.08	398.91	63.43	348.91
其他非流动资产				
非流动资产合计	51613.17	103516.41	100.56	139077.58
资产总计	171320.86	328036.28	91.47	429054.70

附件 1-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 6 月
流动负债：				
短期借款	10700.00	4000.00	-62.62	13000.00
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	7264.16	17724.92	144.01	20219.72
预收款项	533.28	92756.44	17293.57	136769.43
应付职工薪酬	923.88	1680.83	81.93	946.72
应交税费	503.20	-1333.57	-365.02	-7705.84
应付利息	45.65	131.64	188.38	66.82
应付股利	0.00	119.93		119.93
其他应付款	109568.43	69942.77	-36.17	99291.67
一年内到期的非流动负债	0.00	21040.00		5040.00
其他流动负债				
流动负债合计	129658.53	206062.96	58.93	267748.45
非流动负债：				
长期借款	16000.00	49840.00	211.50	87320.00
应付债券		7568.95		7745.16
长期应付款				
专项应付款	210.00	210.00	0.00	210.00
预计负债				
递延所得税负债	0.00	3.65		3.65
其他非流动负债	0.00	560.00		360.00
非流动负债合计	16210.00	58182.60	258.93	95638.82
负债合计	145868.53	264245.56	81.15	363387.27
所有者权益：				
实收资本(或股本)	17500.00	48400.00	176.57	48400.00
资本公积	91.44	5796.97	6239.64	5796.97
专项储备				
盈余公积	531.39	574.27	8.07	574.27
未分配利润	7329.50	8259.66	12.69	10133.40
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	25452.33	63030.90	147.64	64904.64
少数股东权益	0.00	759.82		762.78
所有者权益合计	25452.33	63790.72	150.63	65667.43
负债和所有者权益总计	171320.86	328036.28	91.47	429054.70

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 1~6 月
一、营业收入	34650.36	59844.74	72.71	40034.98
减：营业成本	22077.15	39648.74	79.59	26185.95
营业税金及附加	1617.17	2422.74	49.81	
销售费用	3033.41	5711.43	88.28	1751.23
管理费用	5167.45	9025.25	74.66	3574.03
财务费用	1876.25	2634.13	40.39	6085.09
资产减值损失	-125.13	-30.17	-75.89	793.82
加：公允价值变动收益				
投资收益	0.00	601.87		
其中：对合营企业投资收益				
汇兑收益				0.35
二、营业利润	1004.04	1034.50	3.03	1644.87
加：营业外收入	2321.91	2711.20	16.77	1180.26
减：营业外支出	784.99	2140.78	172.71	4.06
其中：非流动资产处置损失				
三、利润总额	2540.96	1604.91	-36.84	2821.07
减：所得税费用	507.90	599.66	18.07	944.37
四、净利润	2033.05	1005.25	-48.94	1876.71
其中：归属于母公司的净利润	2033.05	973.03	-52.14	1873.75
少数股东损益	0.00	32.22		2.96

附件 3-1 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 1~6 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	36176.28	139558.50	285.77	79924.27
收到的税费返还	0.00	666.21		49.59
收到其他与经营活动有关的现金	80532.00	17342.82	-78.46	48778.12
经营活动现金流入小计	116708.28	157567.53	35.01	128751.98
购买商品、接受劳务支付的现金	44089.55	81807.94	85.55	43612.61
支付给职工以及为职工支付的现金	6580.73	9880.45	50.14	7756.07
支付的各项税费	2935.25	7239.87	146.65	10818.30
支付其他与经营活动有关的现金	9419.98	18479.04	96.17	79149.17
经营活动现金流出小计	63025.52	117407.30	86.29	141336.15
经营活动产生的现金流量净额	53682.76	40160.24	-25.19	-12584.16
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	0.00	242.69		
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	111.68	0.00	-100.00	9.53
处置子公司及其他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	111.68	242.69	117.31	9.53
购建固定资产、无形资产等支付的现金	31780.37	30988.96	-2.49	39343.95
投资支付的现金				8000.00
取得子公司等支付的现金净额	0.00	981.14		
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	20000.00		
投资活动现金流出小计	31780.37	51970.11	63.53	47343.95
投资活动产生的现金流量净额	-31668.69	-51727.42	63.34	-47334.42
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	0.00	13098.00		
取得借款收到的现金	28700.00	83428.00	190.69	52000.00
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	41337.18	0.00	-100.00	23600.00
筹资活动现金流入小计	70037.18	96526.00	37.82	75600.00
偿还债务支付的现金	1500.00	25820.00	1621.33	22520.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	926.41	4943.07	433.57	3023.42
支付其他与筹资活动有关的现金	22970.60	30575.45	33.11	231.25
筹资活动现金流出小计	25397.01	61338.52	141.52	25774.67
筹资活动产生的现金流量净额	44640.17	35187.48	-21.18	49825.33
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	66654.24	23620.30	-64.56	-10093.24
加: 期初现金及现金等价物余额	1724.37	68378.61	3865.43	91998.91
六、期末现金及现金等价物余额	68378.61	91998.91	34.54	81905.67

附件 3-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	2033.05	1005.25	-50.55
加: 资产减值准备	-125.13	-30.17	-75.89
固定资产折旧及其他	2192.12	3511.04	60.17
无形资产摊销	250.60	794.61	217.08
长期待摊费用摊销	62.34	737.47	1082.98
处置固定资产、无形资产等损失	654.55	2120.37	223.94
固定资产报废损失			
公允价值变动损失			
财务费用	1876.25	4943.07	163.45
投资损失			
递延所得税资产减少	20.89	-154.83	-841.16
递延所得税负债增加	0.00	3.65	
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	-41451.94	-27970.15	-32.52
经营性应收项目的减少	10166.28	-6778.51	-166.68
经营性应付项目的增加	78003.77	61978.43	-20.54
其他			
经营活动产生的现金流量净额	53682.76	40160.24	-25.19
2、无现金收支的重大投资筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3、现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	0.00	91998.91	
减: 现金的期初余额	0.00	68378.61	
加: 现金等价物的期末余额	68378.61	0.00	683.66
减: 现金等价物的期初余额	1724.37	0.00	84.26
现金及现金等价物净增加额	66654.24	23620.30	949.17

附件 4 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	5.31	15.27	--
存货周转次数(次)	0.99	0.70	--
总资产周转次数(次)	0.32	0.24	--
现金收入比(%)	104.40	233.20	199.64
盈利能力			
营业利润率 (%)	31.62	29.70	30.22
总资本收益率(%)	7.42	2.89	--
净资产收益率(%)	7.99	1.58	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	38.60	47.37	59.14
全部债务资本化比率(%)	51.20	56.38	49.13
资产负债率(%)	85.14	80.55	84.69
偿债能力			
流动比率(%)	92.33	108.96	108.30
速动比率(%)	59.30	74.57	70.22
经营现金流动负债比(%)	41.40	19.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.88	12.40	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.82	-0.14	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	11.99	-3.60	--
本期集合票据偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.86	0.83	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	14.59	19.70	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	6.71	5.02	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	2.75	-1.45	--

注：2011年半年度数据未经审计。

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 (非流动) 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

跟踪评级公告

联合[2011] 1021 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持西安爱德华测量设备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>

西安爱德华测量设备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)	629.23	2912.34	2058.17
资产总额(万元)	10613.06	15923.81	17248.46
所有者权益(万元)	6302.11	7270.46	8440.75
短期债务(万元)	300.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	300.00	2368.85	2317.58
营业收入(万元)	5119.14	11265.80	9152.77
利润总额(万元)	889.03	1146.00	1378.31
EBITDA(万元)	1207.73	1543.42	--
经营性净现金流(万元)	463.81	1825.32	-1031.66
营业利润率(%)	38.47	36.70	41.25
净资产收益率(%)	13.95	13.63	--
资产负债率(%)	40.62	54.34	51.06
全部债务资本化比率(%)	4.54	24.57	21.54
流动比率(%)	166.58	194.78	213.43
全部债务/EBITDA(倍)	0.25	1.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	20.41	80.65	--
经营现金流流动负债比(%)	11.39	30.96	--

注: 2011 年三季度财务报表数据未经审计。

分析师

孙 媛

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, 西安爱德华测量设备有限公司(以下简称“公司”或“西安爱德华”)作为拥有自主知识产权的三坐标测量机厂商, 在跟踪期内整体生产状况良好, 主要产品产销量稳定增长, 价格稳中有升; 公司成功收购德国MORA公司使得公司产品谱系得以拓宽, 技术研发实力和整体竞争力进一步增强。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也注意到公司期间费用占比较高、经营性现金净流量有所波动, 以及公司关联交易占比较大等因素给公司信用水平带来一定不利影响。

综合考虑, 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. 公司成功收购德国 MORA 公司使得公司产品谱系得以拓宽, 技术研发实力和整体竞争力进一步增强。
2. 公司三坐标测量仪产品谱系较宽, 且拥有自主知识产权, 研发能力较强。
3. 公司有息债务比率较低, EBITDA 对全部债务及利息的保障能力较强。

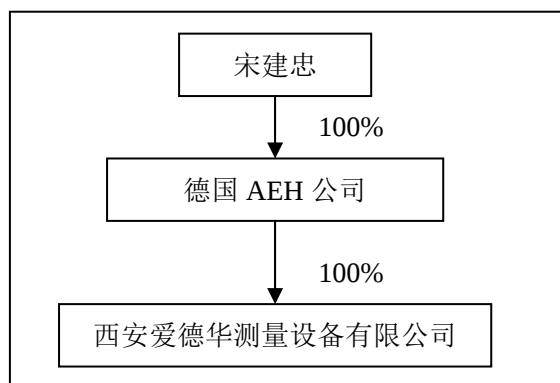
关注

1. 公司期间费用占比较高, 期间费用控制能力有待加强。
2. 公司经营性现金净流量有所波动。
3. 公司原材料采购中关联交易占比较高。

一、企业基本情况

西安爱德华测量设备有限公司（以下简称“西安爱德华”或者“公司”）于1997年7月10日经西安市高新技术产业开发区管委会以“市管外字[1997]041号”和“市管外字[1997]049号”文批准设立，公司是德国AEH公司在华投资的外商独资企业。公司初始注册资本为200万元，2006年7月18日公司注册资本变更为2000万元。2008年9月1日经高新发[2008]343号批复，公司注册资本变更为5000万元，新增注册资本的出资方式为：以G系列齿轮检测中心的生产技术作价1400万人民币，以2007年12月31日前未分配利润转增注册资本1600万人民币。公司股东为德国AEH公司，持股比例100%。公司实际控制人为宋建忠先生。

图1 公司股权关系



资料来源：公司提供

公司经营范围：生产和销售多维坐标测量机及其他机电一体化产品，进行机电一体化技术开发、生产、技术服务。截至2011年9月底，公司控股子公司1家：公司本部设技术开发部、质量保证部、采购部、生产部、销售部、财务部、人力资源部等职能部门；在职员工249人。

截至2010年底，公司资产总额15923.81万元，所有者权益7270.46万元；2010年公司实现营业收入11265.80万元，利润总额1146.00万元。

截至2011年9月底，公司资产总额

17248.46万元，所有者权益8440.75万元；2010年1-9月公司实现营业收入9152.77万元，利润总额1378.31万元。

公司注册地址：西安市高新区锦业路69号C区22号；法定代表人：宋建忠。

二、经营分析

1. 重大事项

公司于2010年6月取得陕发改外资【2010】637号文《关于西安爱德华测量设备有限公司收购德国MORA公司资产项目核准的批复》，2010年7月21日取得收购MORA公司的《企业境外投资证书》并于2010年将其纳入公司合并报表范围。截至2011年8月已付清收购德国MORA公司的全部款项，共计150万欧元。截至2011年9月底，公司持有MORA共计100%的股权。

MORA在欧洲高端三坐标测量设备市场具有一定的竞争实力，其主要产品为桥式与大型龙门式三坐标测量机、水平臂测量仪、龙门式铣削机等，拥有奔驰公司、宝马公司等国际知名企业客户。在国内市场也具有较高的市场认可度，主要客户包括上汽大众、北汽福田、北京现代、长春一汽、三一重工及通用电气研发中心等。此次收购完成后，公司产品谱系得以拓宽，产品线更加丰富，能够满足不同层次客户的需求，特别是在汽车制造业、高端装备制造业、风电等领域的竞争实力得到进一步提升；同时，公司的技术研发能力也得以增强，依托MORA的品牌和技术优势，公司将建立中国测量技术研发基地，将研发重点专注在专有技术密集性高、高端小批量型产品和世界级测量仪器的前沿技术产品等领域。

总体看，公司收购MORA并将其纳入公司合并报表后，公司资产规模和所有者权益有所增长，收入水平大幅提高，公司技术研发实力和国内外市场的整体竞争力进一步提升。

2. 行业分析

公司产品主要是三坐标测量机，其销售收入占公司营业收入比重在 95%左右。三坐标测量机属于仪器仪表行业，仪器仪表广泛应用于装备、改造传统产业的工艺流程的测量和控制，是现代化大型重点成套装备的重要组成部分，是信息化带动工业化的重要纽带；作为汽车工业、塑胶、模具、数控机床等机械加工工业质量控制、产品设计、逆向工程的必备产品，下游行业对质量控制、产品改进方面的需求以及下游行业的景气程度对三坐标测量机的市场需求产生重要的影响。

根据工信部 2011 年 11 月最新发布的《机械基础件、基础制造工艺和基础材料产业“十二五”发展规划》（以下简称“规划”）指出中国“三基”产品的性能和质量与主机用户的需求之间还存在一定的差距，轴承、齿轮、液压件、密封件等机械基础件的内在质量不稳定，精度保持性和可靠性低，寿命仅为国外同类产品的 1/3~2/3，产品生产过程的精度一致性与国外同类产品水平相比差距明显。规划进一步指出将通过“十二五”期间 5 年的努力，使中国“三基”产业创新能力明显增强，重点发展 11 类机械基础件、6 类基础制造工艺和 2 类基础材料，重大装备所需机械基础件配套能力提高到 75%以上，形成若干年销售收入超 100 亿人民币的具国际竞争力的大型企业集团，培育 100 家“专、精、特”企业，优化 30 个特色产业集聚区；除模具和粉末冶金制品外，各行业“十二五”期间销售额年均增长率均为 10%以上。在 2020 年，形成与主机协同发展的产业格局，能够满足重大装备和高端装备对机械基础件、基础制造工艺和基础材料的需求，从而使产业发展严重滞后的局面得到改观。根据规划，在七大战略新兴产业中，新一代信息技术、生物、节能环保、高端装备制造产业将成为支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业将成为先导产业。七大产业链将推动中国在未来十年进入一个新的产业周期。规划的实施，将进

一步提升我国机械基础件、基础制造工艺和基础材料产业整体发展水平和国际竞争力。

未来随着汽车工业、模具制造、数控机床、航空航天、国防军工等下游高端装备制造行业的发展，产品和零部件品质有大幅提升的需求。三坐标测量机作为生产制造系统的重要组成部分，其在产品质量控制、设计研发中的作用将进一步凸显。总体看，行业面临着良好的发展前景和机遇。

3. 经营分析

跟踪期内，公司主导产品仍为三坐标测量机。公司产品谱系较宽，覆盖 5 大类别、12 大系列、180 多个型号的几何测量产品，公司市场占有率在华东地区达到 55%以上。公司是拥有全套自主知识产权的高新技术企业，公司品牌“爱德华”获得“西安市著名商标”和“陕西省著名商标”称号。公司通过了 ISO9000 质量体系认证和欧洲 CE 安全认证。公司具有自主知识产权的“AC-DMIS”测量软件经过了德国物理研究院 PTB 认证。

从收入规模看，2010 年受益于公司产品产销量大幅提升及收购德国 MORA 公司所合并的新增收入，公司实现收入 11265.80 万元，其中 MORA 公司收入为 4046.89 万元，占总收入的 35.92%，收入总额较上年增长 120.07%。2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 9152.77 万元，占 2010 年全年收入的 81.24%。总体看，2010 年以来，公司主营业务收入增长较快。

表 1 2009~2011 年 1-9 月公司收入及毛利率情况

项 目	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
销售收入（万元）	5119.14	11265.80	9152.77
营业成本（万元）	3149.64	7112.38	5276.43
毛利率（%）	38.47	36.87	42.35

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2010 年公司毛利率为 36.87%，较 2009 年下降 1.61 个百分点；2011 年前三季度，收益于毛利较高的自动机产品销量占

比增加等因素，公司毛利率上涨为42.35%。总体看，公司主营业务盈利能力较好。

产品生产

从产能情况及产品类别看，公司具备年产850台三坐标测量机的生产能力，主要集中在中型机和小型机等中低端产品。虽然2008年以来公司推出附加值更高的大型机ATLAS系列，但总体看，目前公司产品定位仍是中低端市场。

作为拥有全套自主知识产权的坐标测量机行业高新技术企业，公司拥有50多人的技术研

发团队，涵盖机械、电气、光学、软件等领域。公司拥有的“AC-DMIS”软件通过德国物理研究院PTB认证。截至2011年9月公司拥有专利四项。

从生产情况看，近两年在市场需求不断扩大的影响下，公司主导产品产量稳定增长，2010年以来公司主要产品产销量及平均销售价格均较上年有所提高。整体看，跟踪期内公司生产状况保持平稳增长。

表2 2009~2011年9月公司各产品收入及毛利率情况

分行业/分产品	营业收入（万元）			营业成本（万元）			毛利率		
	2009	2010	2011Q3	2009	2010	2011Q3	2009	2010	2011Q3
三坐标测量机									
MQ 系列	2636.12	5202.28	3603	1605.16	3052.54	2005	39.10%	41.32%	44.35%
三坐标测量机									
ML 系列	484.49	1458.52	841	291.54	994.92	498	39.83%	31.79%	40.78%
三坐标测量机									
UG 系列	59.48	104.34	--	48.47	84.55	--	18.51%	18.97%	--
三坐标测量机									
DAISY 系列	1378.42	3107.39	3368	825.38	2087.58	1986	40.12%	32.82%	41.03%
三坐标测量机									
MCMS 系列	88.59	11.11	23	61.32	8.87	18	30.78%	20.16%	21.74%
三坐标测量机									
ATLAS 系列	88.03	608.55	340	43.20	421.32	143	50.93%	30.77%	57.94%
三坐标测量机									
MGH 系列	132.05	62.39	61	85.65	51.85	38	35.14%	16.89%	37.7%
齿轮测量中心	--	191.45	--	--	87.84	--	--	54.12%	--
两坐标测量机	55.15	146.72	204	36.75	114.72	132	33.36%	21.81%	35.29%
改造项目	110.19	141.67	361	66.97	89.55	213	39.22%	36.79%	41%
销售配件	86.62	231.38	352	35.20	118.64	243	59.36%	48.73%	30.97%
合计	5119.14	11265.80	9153	3149.64	7112.38	5276	38.47%	36.87%	42.35%

资料来源：公司提供

表3 2010~2011年9月公司各产品价格及产销量情况

分行业/分产品	平均价格（元）		产量（个）		销量（个）		销售额（万元）	
	2010	2011Q3	2010	2011Q3	2010	2011Q3	2010	2011Q3
三坐标测量机 MQ 系列	26	26	200	165	204	162	5202.28	3603
三坐标测量机 ML 系列	42	43	42	30	40	30	1458.52	841
三坐标测量机 UG 系列	61	--	2	--	2	--	104.34	--

三坐标测量机 DAISY 系列	29	29	110	120	105	115	3107.39	3368
三坐标测量机 MCMS 系列	11	11.5	1	1	1	2	11.11	23
三坐标测量机 ATLAS 系列	160	170	5	2	5	2	608.55	340
三坐标测量机 MGH 系列	55	61	2	--	1	1	62.39	61
齿轮测量中心	191.45	--	1	2	1	--	191.45	--
两坐标测量机	5	5	25	48	24	41	146.72	204
改造项目	--	--	--	--	--	--	141.67	75
销售配件	--	--	--	--	--	--	231.38	352
合计	--	--	388	368	383	353	11265.80	9153

资料来源：公司提供

原料采购

公司生产所需的主要原材料有测头、探针、钢构件、花岗石、电脑及软件等。其中，测头、探头等属于高精度部件，主要由其母公司德国 AEH 公司提供，约占原材料采购金额 35%-45%；其他原材料一部分由公司提供设计图纸，委托国内厂家加工，另一部分直接外购，其中钢构件占原材料采购成本 10%，花岗石占原材料采购成本 20%，电脑及软件占原材料采购成本 25%。上游主要的供应商有公司股东德国 AEH、济南华腾精密机械有限公司等，其中关联交易占比较高，但考虑到除受外汇市场欧元汇率波动的影响外，整体采购价格较为稳定，公司整体上游采购渠道及价格较为平稳。

货后付款的结算方式，公司在材料验收合格且收到相关票据后一个月付清货款，账期一般为 1 个月。

表5 公司主要原料采购情况

主要原材料		采购量		采购价格（万元）	
名称	占成本比重（%）	2010年	2011年 1-9月	2010年	2011年 1-9月
测量软件	20	225	168	3.5	3.5
测头	26	378	326	4.5	4.5
花岗石	18	309	416	3.2	3.2
控制系统	13	160	100	2.2	2.8
电脑	2	264	261	0.35	0.35
电机	1.5	694	785	0.25	0.25

资料来源：公司提供

表 4 公司近年前 5 名原材料主要供应商数据

原材料 A			原材料 B		
供应商名称	金额（万）	占比（%）	供应商名称	金额（万元）	占比（%）
德国 AEH	1554.03	38.33	陕西金石	120.95	2.98
济南华腾	681.27	16.8	西安飞迅	110.33	2.72
广州美高	188.80	4.70	PANTEC	98.30	2.42
泊头精达	156.29	3.90	济南方圆洪利	91.63	2.26
济南卓诚机电	127.07	3.10	SMC	72.51	1.79

资料来源：公司提供

公司采购付款方式较为灵活，主要采取交

产品销售

公司产品销售以直销为主，占比约为营业收入 65%，直销方式主要包括招投标方式和参加展会销售等，同时公司近年积极开拓市场，发展地域经销商进行分销，占比约为 35%。近几年公司在市场拓展方面，根据市场状况，不断改变观念，实现生产型企业向服务型企业的转变。在产品拓展方面，公司实行直销和经销商代理相结合的模式。在价格政策上实行直销和代理区别对待和较为灵活的价格政策。同时，公司投入大量资金参加全国各种形式的展会，进行产品宣传，增强公司品牌影响力。在出口方面，公司把德国作为国际销售的窗口，拓展

海外市场。2010 年公司实现合同签订额 11763 万元，2011 年 1-9 月份合同签订额 8747 万元。

表6 2010年公司销售前五名客户情况

客户名称	主要销售产品	销售额(万元)	占比
东方电气集团东方	三坐标测量机	522	4.63%
南车资阳机车有限	三坐标测量机	322	2.86%
博专科及发展(北	三坐标测量机	213	1.89%
昆山德美测量科技 有限公司	三坐标测量机	171	1.52%
西安航空动力股份	三坐标测量机	171	1.52%
合计		1399	12.42%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司销售状况良好，货款结算方面，公司销售的结算方式依据销售方式的区别有所差异，但大部分基本采取预收货款的方式，即在签订购销合同后收取客户 30%的预付款项，设备发出前收取客户付 60%的发货款，10%的质保金在设备验收完成一年后付清。公司生产周期平均为三个月左右，应收账款周转压力不大。

从销量地区分布看，公司产品销售主要集中在华南、华东、华北等经济发达地区，其余区域分布较为均匀。此外，公司近年积极拓展海外市场，销售区域主要为德国、马来西亚、台湾等国家。

表7 2010~2011年9月销量地区分布(单位：%)

区域		销售量/销售额占比(%)	
		2010 年	2011 年 9 月
国内销售	华南地区	32	31
	华东地区	37	38
	华北地区	16	17
	西北地区	15	14
对外出口	德国	42	38
	马来西亚	28	33
	台湾	25	23
	其他	5	6

资料来源：公司提供

三、财务分析

公司 2010 年度财务报表经中喜会计师事务所有限责任公司(以下简称“中喜公司”)审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2011 年 1~9 月报表未经审计。

1. 盈利能力

公司下游产业受宏观经济周期影响较大。近年来，受益于国内经济企稳、汽车行业景气度提升，社会整体基础设施投入加大及国际市场复苏等利好因素影响，公司收入水平持续增长，2010 年全年公司实现营业收入 11265.80 万元，较 2009 年大幅增长 120.07%，持续了公司自 2008 年以来的上升趋势；但同时由于公司期间费用占比较高且增长较快，造成同期公司利润总额增幅明显小于收入增幅，为 1146.00 万元，较 2009 年提高 28.90%。

2010 年，公司在管理费用及销售费用的带动下，期间费用大幅提升至 3044.39 万元，较 2009 年增长 148.94%，其中销售费用增幅较高达 192.50%，主要是由于公司为提高产品的技术领先性和市场占有率，加大了技术研发力度和市场开拓投入所致。

从主要盈利指标来看，随着公司产品价格小幅提升及原材料成本波动，公司营业利润率小幅波动，2010 年为 36.70%，较 2009 年小幅下降 1.77 个百分点；且受公司期间费用增长较快及公司资产规模逐年增长影响，公司净资产收益率和总资本收益率分别为 13.63%和 10.48%，较上年分别下降 0.32 个百分点和 2.28 个百分点，公司整体盈利能力小幅下降。

2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 9152.77 万元，年化后较上年增长 8.33%；营业利润率升至 41.25%；实现利润总额 1378.31 万元。

总体看，公司主营业务突出，整体盈利能力较强。随着公司加大市场开拓力度及产品线建设，收入规模及盈利水平保持快速增长，但

由于公司费用控制能力较弱，公司整体盈利能力波动中有所下降。

2. 现金流及保障

从经营活动方面看，2010 年公司实现销售商品、提供劳务收到的现金 10949.43 万元，较上年提高 120.87%；公司现金收入比为 97.19%，较 2009 年提高 0.35 个百分点，收入质量一般；因现金流入增长速度高于现金流出增长速度，2010 年公司经营活动产生的现金流量净额为 1825.32 万元，较 2009 年大幅增长 293.55%。

从投资活动方面看，2010 年公司投资活动现金流出主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金及投资支付的现金流出，相应投资活动现金流量净额为-1740.95 万元，较上年净流出规模大幅增长；筹资活动前现金流量净额为 84.37 万元，经营活动产生的现金流量净额能覆盖投资活动产生的现金净流出。

从筹资活动方面看，2010 年公司通过发行中小企业集合票据筹集资金 2500.00 万元，除去发行成本等费用外，公司 2010 年筹资活动现金流入 2477.50 万元，较上年增长 106.46%；而公司筹资活动现金流出相应有所收窄为 300.00 万元，公司相应筹资活动产生的现金流量净额为 2177.50 万元。

2011年1~9月，公司经营性活动净现金流量为-1031.66万元，主要是由于公司为应对即将到来的四季度销售高峰加大采购力度及成品储备导致公司经营活动现金支付增加所致；2011年1~9月投资活动现金流量净额分别为-37.10万元。

综合看，公司收入实现质量及经营活动获现能力一般且有所波动，对外投资规模波动较大，有一定的对外筹资压力。

3. 资本及债务结构

(1) 资产

跟踪期内，公司资产规模随业务发展稳步

增长，截至 2010 年底，公司资产总额 15923.81 万元，较上年增长 50.04%，其中流动资产占 72.11%，非流动资产占 27.89%。公司资产构成以流动资产为主。

截至 2010 年底，公司流动资产以货币资金（占 24.83%），应收账款（占 22.06%）和存货（占 43.48%）为主。2010 年底，在公司货币资金及应收账款、存货大幅增加的推动下，公司流动资产升至 11482.45 万元，较 2009 年增长 69.23%。截至 2010 年底，公司货币资金大幅增加至 2851.09 万元，较上年增长 383.87%，主要是公司销售货款的回笼，及发行集合票据收到的资金。2010 年，随着公司销售规模扩大，公司应收账款大幅增长为 2532.75 万元，较上年提高 81.03%。从账龄来看，公司应收账款多为一年以内欠款（占 95.43%）；从欠款客户来看，主要为下游客户所欠货款，其中前五名客户欠款总计占比为 23.91%，集中度较低且欠款客户历史信用较好，坏账风险较低。

表8 2010年底公司应收账款前五名欠款单位

项 目	占比（%）
南车资阳机车有限公司	7.04
西安西航集团莱特航空制造技术公司	5.70
西安航空发动机（集团公司/西安航空动力股份公司）	4.72
东方电气集团东方汽轮机（东方汽轮机厂）	3.51
MORA-AEH	2.94
合计	23.91

资料来源：公司提供

截至 2010 年底，公司存货总计 4992.15 万元，主要为生产成本（占 63.00%）、原材料（占 28.32%）等，公司存货未计提跌价准备。

截至 2010 年底，公司非流动资产 4441.36 万元，主要由固定资产（占 56.20%）和无形资产（占 43.30%）构成。2010 年底，受益于公司在建工程项目竣工投产转固及合并范围增加，公司固定资产原值增至 2991.40 万元，较上年大幅增长 132.25%，其中机器设备和房屋建筑

物分别占 17.82%和 68.43%，累计折旧 495.15 万元，固定资产成新率 83.45%。公司无形资产主要为土地使用权（占 18.67%）及专有技术（占 81.33%），截至 2010 年底，公司无形资产总计 1923.28 万元。

截至2011年9月底，公司资产总额17248.46 万元，较2010年底增长8.32%，其中流动资产占 75.90%，非流动资产占24.10%。公司资产构成以流动资产为主，与2010年底相比资产结构变动不大，其中受累于2011上半年以来公司为 2011年全年的销售进行的大量投制，公司存货规模有所上升，较2010年底增长24.10%。非流动资产总计4157.13万元，规模及构成均较2010 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模持续增长，其构成以流动资产为主，但公司应收账款及存货占比较高，影响公司运营资金调配及流动性；公司非流动资产规模及构成较为稳定。

（2）所有者权益

截至 2010 年底，公司所有者权益 7270.46 万元，较 2009 年增长 15.37%，主要是当期利润累积形成的盈余公积及未分配利润增长所致。所有者权益构成以实收资本（占 68.77%）及未分配利润（占 26.15%）为主。

截至 2011 年 9 月底，受益于利润累积形成的未分配利润增长，公司所有者权益增至 8440.75 万元，较年初增长 16.10%，其构成变化与 2010 年底基本一致。整体看，公司所有者权益稳定性较好。

（3）负债

截至 2010 年底，公司负债总额 8653.35 万元，较上年底增长 100.73%，主要系公司 2010 年发行集合票据融资导致非流动负债较上年大幅增长所致。公司负债结构 2010 年以来由于发行债券有所改善，但仍以流动负债为主（占 68.13%）。公司全部债务增至 2368.35 万元，全部为发行债券融资所致，较 2009 年底全部债务总额增长 689.62%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别相应升至 54.34%和 24.57%。

2011 年 9 月底公司全部债务为 2317.58 万元，公司资产负债率和全部债务资本化比率降为 51.06%和 21.54 %。

整体看，近年来公司债务负担有所升高，但仍处于合理范围内，债务结构基本合理。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2010年受益于公司流动资产增长影响，公司流动比率和速动比率均较上年有所提升，分别为194.78%和110.09%，2011年9月底，公司流动比率和速动比率分别升为213.43%和112.43%；2010年公司经营现金流动负债比为30.96%，与2009年的11.39%相比大幅提高了19.57个百分点，主要是公司2010年经营活动产生的现金流量净额大幅提高，对流动负债的保障能力有所提升，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2010年公司EBITDA为1543.42万元，较上年增加27.80%，公司整体付息债务规模较小，2010年新增长期债务2368.85万元，EBITDA利息保障倍数升至80.65倍；全部债务/EBITDA由2009年的0.25倍升为1.53倍。总体看，随着公司债务规模在2010年有所增长，公司长期偿债能力指标有所弱化，但仍处于较好水平。

公司于2010年参与发行了“西安市文化和科技中小企业2010年度第一期集合票据”（以下简称“本期债券”），发行额度为2500.00万元，期限为3年。截至2011年9月底，公司现金类资产2058.17万元，是本期债券额度的0.82倍，公司现金类资产对本期债券具备一定的保障能力。

2010年，公司经营活动产生的现金流入量和净现金流量分别为11322.24万元和1825.32万元，为本期债券额度的4.53倍和0.73倍；2010年公司实现EBITDA为1543.42万元，为本期债券额度的0.62倍，总体看，公司经营活动现金流对本期债券额度的覆盖程度较好。

在或有负债方面，截至 2011 年 9 月底，

公司无对外担保、无诉讼事项。

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级 **BBB⁻**，评级展望为稳定。

附件 1-1 2009~2011 年 9 月资产负债表（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	589.23	2851.09	383.87	1782.34
交易性金融资产	0.00	0.00		0.00
应收票据	40.00	61.25	53.13	275.83
应收账款	1399.07	2532.75	81.03	2813.99
预付款项	222.94	307.24	37.82	720.81
应收利息	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00		0.00
其他应收款	518.38	728.76	40.58	1303.05
存货	4015.41	4992.15	24.33	6195.31
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	0.02	9.20	54022.94	0.00
流动资产合计	6785.04	11482.45	69.23	13091.33
非流动资产：				
可供出售金融资产	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	0.00	0.00		0.00
长期应收款	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	0.00	0.00		0.00
投资性房地产	0.00	0.00		0.00
固定资产	949.82	2496.24	162.81	2395.93
在建工程	752.31	0.00	-100.00	0.00
工程物资	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	0.00		0.00
生产性生物资产	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00		0.00
无形资产	2109.38	1923.28	-8.82	1739.36
开发支出	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	0.00		0.00
合并价差	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	4.14	0.00	-100.00	0.00
递延所得税资产	12.38	21.84	76.38	21.84
其他非流动资产	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	3828.02	4441.36	16.02	4157.13
资产总计	10613.06	15923.81	50.04	17248.46

附件 1-2 2009~2011 年 9 月资产负债表（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	300.00	0.00	-100.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00		0.00
应付票据	0.00	0.00		0.00
应付账款	589.90	1780.65	201.86	1780.66
预收账款	2459.30	3255.51	32.38	3170.36
应付职工薪酬	0.00	0.00		0.00
应交税费	-14.29	127.43	-991.95	-38.53
应付利息	0.00	0.00		0.00
应付股利	0.00	0.00		0.00
其他应付款	738.31	634.12	-14.11	1221.34
预计负债	0.00	0.00		0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	0.00	97.49		0.00
流动负债合计	4073.23	5895.20	44.73	6133.82
非流动负债：				
长期借款	0.00	0.00		0.00
应付债券	0.00	2368.85		2317.58
长期应付款	0.00	0.00		0.00
专项应付款	237.73	389.30	63.76	356.30
预计负债	0.00	0.00		0.00
递延收益	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	0.00	0.00		0.00
其他非流动负债	0.00	0.00		0.00
非流动负债合计	237.73	2758.15	1060.20	2673.88
负债合计	4310.96	8653.35	100.73	8807.71
所有者权益：				
实收资本（或股本）	5000.00	5000.00	0.00	5000.00
资本公积	0.00	0.00		0.00
减：库存股	0.00	0.00		0.00
盈余公积	355.25	386.65	8.84	386.65
未分配利润	946.85	1901.43	100.82	3076.25
外币报表折算差额	0.00	-17.62		-22.15
归属于母公司所有者权益合计	6302.11	7270.46	15.37	8440.75
少数股东权益	0.00	0.00		
所有者权益合计	6302.11	7270.46	15.37	8440.75
负债和所有者权益总计	10613.06	15923.81	50.04	17248.46

附件 2 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	5119.14	11265.80	<i>120.07</i>	9152.77
减：营业成本	3149.64	7112.38	<i>125.82</i>	5276.43
营业税金及附加	0.00	18.64		100.75
销售费用	623.80	1824.61	<i>192.50</i>	1145.99
管理费用	719.76	1223.74	<i>70.02</i>	1149.60
财务费用	-120.61	-3.97	<i>-96.71</i>	141.00
资产减值损失	17.56	63.04	<i>259.01</i>	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00		0.00
投资收益	0.00	0.00		0.00
其中：对合营企业投资收益	0.00	0.00		0.00
汇兑收益	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	729.00	1027.35	<i>40.93</i>	1338.99
加：营业外收入	161.54	119.58	<i>-25.97</i>	39.31
减：营业外支出	1.51	0.93	<i>-38.10</i>	0.00
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.00		0.00
三、利润总额	889.03	1146.00	<i>28.90</i>	1378.31
减：所得税费用	10.18	155.10	<i>1422.84</i>	208.01
四、净利润	878.84	990.90	<i>12.75</i>	1170.29
其中：归属于母公司的净利润	878.84	973.28	<i>10.75</i>	1170.29
少数股东损益	0.00	17.62		0.00

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	4957.50	10949.43	120.87	8773.90
收到的税费返还	112.10	147.59	31.66	94.35
收到其他与经营活动有关的现金	617.97	225.22	-63.56	194.05
经营活动现金流入小计	5687.57	11322.24	99.07	9062.30
购买商品、接受劳务支付的现金	2600.94	5899.69	126.83	6000.14
支付给职工以及为职工支付的现金	491.32	648.24	31.94	1549.46
支付的各项税费	635.49	1009.31	58.83	842.47
支付其他与经营活动有关的现金	1496.02	1939.68	29.66	1701.88
经营活动现金流出小计	5223.76	9496.92	81.80	10093.96
经营活动产生的现金流量净额	463.81	1825.32	293.55	-1031.66
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	0.00	0.00		0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00		0.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	3.30	0.00	-100.00	0.00
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00		0.00
投资活动现金流入小计	3.30	0.00	-100.00	0.00
购建固定资产、无形资产等支付的现金	119.10	759.77	537.95	37.10
投资支付的现金	0.00	981.18		0.00
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.50	0.00	-100.00	0.00
投资活动现金流出小计	119.60	1740.95	1355.70	37.10
投资活动产生的现金流量净额	-116.30	-1740.95	1397.01	-37.10
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	0.00	0.00		0.00
取得借款收到的现金	1200.00	0.00	-100.00	0.00
发行债券收到的现金	0.00	2477.50		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00		0.00
筹资活动现金流入小计	1200.00	2477.50	106.46	0.00
偿还债务支付的现金	1850.00	300.00	-83.78	0.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	36.82	0.00	-100.00	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00		0.00
筹资活动现金流出小计	1886.82	300.00	-84.10	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	-686.82	2177.50	-417.04	0.00
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00		0.00
五、现金及现金等价物净增加额	-339.30	2261.87	-766.62	-1068.75
加: 期初现金及现金等价物余额	928.53	589.23	-36.54	2851.09
六、期末现金及现金等价物余额	589.23	2851.09	383.87	1782.34

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	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	878.84	990.90	12.75
加: 资产减值准备	0.00	191.18	
固定资产折旧及其他	52.60	156.97	198.44
无形资产摊销	202.40	217.18	7.30
长期待摊费用摊销	4.51	4.14	-8.33
处置固定资产、无形资产等损失	3.30	0.93	-71.73
固定资产报废损失	0.00	0.00	
公允价值变动损失	0.00	0.00	
财务费用	-119.76	-3.97	-96.69
投资损失	0.00	0.00	
递延所得税资产减少	0.00	-9.46	
递延所得税负债增加	0.00	0.00	
待摊费用减少	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	
存货的减少	-321.65	-976.75	203.67
经营性应收项目的减少	-822.21	-1239.24	50.72
经营性应付项目的增加	98.62	1973.55	1901.20
其他	487.15	519.88	6.72
经营活动产生的现金流量净额	463.81	1825.32	430.54
2、无现金收支的重大投资筹资活动:			
债务转为资本	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	
3、现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	589.23	2851.09	383.87
减: 现金的期初余额	928.53	589.23	-36.54
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	-339.30	2261.87	-766.62

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)	3.56	5.59	--
存货周转次数(次)	0.78	1.58	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.85	--
现金收入比(%)	96.84	97.19	95.86
盈利能力			
营业利润率(%)	38.47	36.70	41.25
总资本收益率(%)	12.75	10.48	--
净资产收益率(%)	13.95	13.63	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	0.00	24.57	21.54
全部债务资本化比率(%)	4.54	24.57	21.54
资产负债率(%)	40.62	54.34	51.06
偿债能力			
流动比率(%)	166.58	194.78	213.43
速动比率(%)	68.00	110.09	112.43
经营现金流流动负债比(%)	11.39	30.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	20.41	80.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.25	1.53	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	1.16	0.04	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	5.87	4.41	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.28	4.53	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.19	0.73	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	0.14	0.03	--
现金偿债倍数(倍)	0.25	1.16	0.82

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 / 营业收入 × 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

跟踪评级公告

联合[2011] 1022 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定将西安通源石油科技股份有限公司主体长期信用等级由BBB⁺调整为A⁻,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>

西安通源石油科技股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A⁻ 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	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~9 月
现金类资产(万元)	5596.52	12506.07	10413.68	72599.30
资产总额(万元)	22056.13	37021.68	51457.24	130790.90
所有者权益(万元)	11860.20	24242.10	29736.20	110712.22
短期债务(万元)	3563.78	4348.48	5113.48	1281.45
全部债务(万元)	3563.78	4348.48	8683.15	4859.00
营业收入(万元)	20890.92	26509.02	30155.57	22332.15
利润总额(万元)	4304.36	5780.73	7273.81	5191.21
EBITDA(万元)	4849.66	6562.82	8423.15	-
经营性净现金流(万元)	2909.14	1223.31	1380.17	-9597.45
营业利润率(%)	45.94	47.65	51.22	52.18
净资产收益率(%)	30.82	20.18	20.87	--
资产负债率(%)	46.27	34.52	42.21	15.35
全部债务资本化比率(%)	23.11	15.21	22.60	4.20
流动比率(%)	160.95	229.31	219.17	715.07
全部债务/EBITDA(倍)	0.73	0.66	1.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	27.67	32.70	34.28	--
经营现金流流动负债比	31.10	9.72	7.69	--

注: 2011 年 3 季度财务数据未经审计。

分析师

周 旭

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, 西安通源石油科技股份有限公司(以下简称“公司”)积极调整产品结构, 发展高附加值的技术服务业务, 公司营业收入及利润规模稳定增长。同时, 公司于2011年1月13日在A股上市, 资本结构大幅改善, 债务负担显著降低。公司重点投资优势产品的产业化升级项目, 预计未来随着新建项目的投产, 公司业务收入将持续增长, 对公司经营及财务状况形成良好支撑。

综合考虑, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)提高公司主体长期信用等级至A⁻, 评级展望为稳定。

优势

1. 石油勘探开发投资的不断加大以及国家石油战略的实施, 为公司提供了广阔的发展空间。
2. 公司拥有较强的研发实力, 其复合射孔业务份额多年稳居国内复合射孔细分行业第一, 竞争优势明显。
3. 跟踪期内, 公司营业收入及利润规模均保持稳定增长。
4. 公司上市募集资金 8.00 亿元, 资本结构明显改善, 债务负担大幅降低。

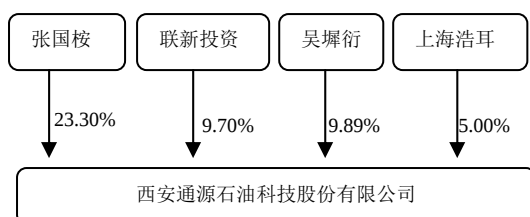
关注

1. 公司客户集中度较高, 应收账款规模较大, 影响资金利用效率。
2. 公司销售季节性较为明显, 2011 年前三季度经营性净现金流为负。

一、企业基本情况

西安通源石油科技股份有限公司（以下简称“公司”）前身西安市通源科技产业有限责任公司成立于1995年6月15日，1998年9月更名为西安通源石油科技产业有限责任公司。2001年7月，经陕西省人民政府以《陕西省人民政府关于设立西安通源石油科技股份有限公司的批复》（陕政函〔2001〕171号）批准，由原股东作为发起人，以2001年6月30日经审计净资产3362.71万元为基准，按1:1比例折股整体变更设立股份有限公司。经多次增资和股权变更后，截至2010年底，公司注册资本增加至4900万元，其中持有公司5%以上股份的主要股东为张国桢（持股31.3885%）、上海联新投资中心（持股15.4131%，有限合伙）、吴墀衍（持股13.3205%）、上海浩耳实业发展有限公司（持股6.7347%）、张晓龙（持股5.2180%）和无锡TCL创动投资有限公司（持股5.1020%）。2011年1月13日，公司在深交所创业板上市（证券代码300164，简称通源石油，公开发行1700万股，募集资金8.00亿元），其中持有公司5%以上股份的主要股东为张国桢（持股23.30%）、上海联新投资中心（持股9.70%，有限合伙）、吴墀衍（持股9.89%）、上海浩耳实业发展有限公司（持股5.00%），公司实际控制人为张国桢（参见图1）。2011年5月，公司通过权益分派方案，以公开发行后总股本6600万股为基数，每10股派发现金红利5.00元，以资本公积金向全体股东每10股转增2股，转增后股本为7320万股。

图1 公司股权结构



资料来源：审计报告

公司主要从事石油勘探开发设备及器材、天然气勘探开发设备及器材的开发、研制、生产、销售及技术开发、技术服务、技术咨询、技术转让；石油、天然气勘探开发领域中钻井、测井、录井的钻、完井作业服务；计算机软硬件的研制、服务与销售及技术服务；对高新技术项目的投资；货物和技术的进出口经营（国家限制和禁止的货物和技术除外）；射孔弹、复合药、油井专用导爆索、油井专用雷管的使用；民用爆炸物品销售（工业炸药、工业雷管、工业索类火工品、油气井用器材、民用推进器）；石油射孔弹、导爆索、复合推进剂、磁电雷管的储存（限分支机构经营）；使用、销售II类、IV类、V类放射源、乙级非密封放射物质工作场所；危险货物运输（1类1项，1类2项，1类4项）；普通货物运输。

截至2011年9月底，公司设运营管理中心、发展管理中心、财务管理中心、北京事业部、国内事业部、作业事业部以及研发中心共7个职能部门；拥有北京大德广源石油技术服务有限公司1家全资子公司（详见附件1）。

截至2010年底，公司资产总额51457.24万元，所有者权益29736.20万元；2010年公司实现营业收入30155.57万元，利润总额7273.81万元。

截至2011年9月底，公司资产总额130790.90万元，所有者权益110712.22万元；2011年1~9月公司实现营业收入22332.15万元，利润总额5191.21万元。

公司注册地址：西安市高新区科技二路70号软件园唐乐阁D301室；法定代表人：张国桢。

二、经营管理分析

公司属于石油增产服务行业，与石油天然气行业的发展及石油天然气开发投资支出规模密切相关。

中国是世界第五大石油生产国。中国原油产量近年来持续增长，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%。

目前中国是全球第二大石油消耗国和第三大原油进口国，国内原油产量已难以满足国内需求的增长。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%。2010年中国原油对外依存度已超过50%，据专家预计，到2020年中国石油对外依存度将高达60%。

中国石油可采储量和产量保持同步增长，预计未来15~20年，中国平均新增石油可采储量仍可保持在1.4~1.8亿吨，石油产量在2011年~2020年进入高峰期，预计产量为1.8~2.0亿吨。

中国进入难动用油藏开发阶段。随着中国油气产量和消费量的快速提升，大量低成本易开采油气资源占全部油气资源比例下滑较快，据统计近5年探明储量中难动用油藏储量占比增至50~60%，提高油田产量的勘探开发技术日益受到油气公司重视。复合射孔技术在难动用油藏开发阶段成为射孔的主流技术，具有广阔的市场空间。

公司依托自主研发的油气增产新兴技术，主要提供复合射孔器销售、复合射孔作业服务、复合射孔专项技术服务、爆燃压裂作业服务及

油田其他服务。根据中国爆破器材行业协会统计，公司在国内复合射孔器工艺市场的占有率排名第一，约占国内复合射孔经济规模的28.04%。爆燃压裂业务为公司自主研发的新兴增产措施技术，目前市场还未形成竞争。

2010年，公司主营业务收入合计30097.16万元，较2009年增长15.89%。从收入结构来看，在公司优化产品结构战略指导下，复合射孔器材销售业务占营业收入的66.65%，较上年有所下滑；射孔-测井一体化作业业务占营业收入的14.80%，较上年提升5.28个百分点，爆燃压裂增产服务业务占营业收入的2.07%，其他技术服务占营业收入的6.23%，危险品运输及代理销售占营业收入的10.05%。由于公司销售存在明显的季节性，上半年销售收入偏低，2011年1~9月，公司实现营业收入22332.15万元，为2010年全年的74.06%。

利润方面，由于公司优化产品结构与开展技术升级，加强了高附加值新产品、新技术的推广应用，因此盈利能力有所提升。2010年公司综合毛利率52.68%，较上年提升3.90个百分点。2011年1~9月，公司整体毛利润率为53.90%，较上年同期增长3.69个百分点。

表1 2008~2011年9月公司营业收入构成情况

项目	营业收入（万元）				毛利率（%）			
	2008年	2009年	2010年	2011年 1~9月	2008年	2009年	2010年	2011年 1~9月
主营业务	20267.91	25970.28	30097.16	22327.49	48.09	49.70	52.58	53.89
其中：复合射孔器材销售	16327.41	19476.18	20099.70	14170.05	44.05	43.67	43.92	44.18
射孔-测井一体化作业服务	2228.61	2524.59	4461.95	4842.63	62.75	65.03	74.32	70.91
爆燃压裂增产服务	708.85	1693.78	1878.98	166.72	100.00	81.51	79.31	100.00
其他技术服务	--	487.64	625.20	974.40	-	100.00	100.00	83.14
危险品运输及代理销售	1003.04	1788.09	3031.34	2173.69	44.44	49.96	51.70	62.59
其他业务	623.01	538.74	58.41	4.66	16.69	4.40	100.00	100.00
合计	20890.92	26509.02	30155.57	22332.15	47.15	48.78	52.68	53.90

资料来源：公司提供

公司2010年复合射孔器材销售业务收入 20099.70万元，同比增长3.20%；毛利润8827.54

万元,同比增长3.80%。公司2010年技术服务(射孔-测井一体化作业服务、爆燃压裂增产服务、其他技术服务)综合收入6966.13万元,同比增长48.03%;毛利润5431.79万元,同比增长54.75%。

从收入构成上看,2010年公司出口销售收入占6.95%,内贸收入占93.05%;出口销售占比与上年小幅下滑1.37个百分点。公司内贸销售收入占比提升主要是由于大庆油田、长庆油田和青海油田销售收入增加所致。公司销售集中度较高,2010年前两名客户占营业收入的79.47%,公司对大庆油田与长庆油田的依赖度较高。

表2 公司前五名客户销售占比情况

主要客户	2009年	2010年	11.1~9
大庆油田	46.59%	50.27%	50.95%
长庆油田	21.10%	29.20%	21.40%
中原油田	11.11%	1.02%	0.76%
新疆油田	2.40%	1.64%	1.48%
青海油田	1.24%	2.46%	11.22%
合计	82.44%	84.59%	85.81%

资料来源:公司审计报告

2011年1~9月,公司复合射孔器材销售业务收入14170.05万元,为2010年全年的70.50%;技术服务(射孔-测井一体化作业服务、爆燃压裂增产服务、其他技术服务)综合收入5983.75万元,为2010年全年的85.90%。其中出口及内贸分别占3.52%和96.48%,销售结构较上年略有变化。

总体看,跟踪期内公司积极调整产品结构,大力发展科技含量较高的技术服务业务,有效地提升了公司的盈利水平,加之主要客户大庆油田、长庆油田发展良好,整体经营得到保障。但公司主要客户销售收入集中度较高,营业收入对重点客户的依赖性较大。

公司目前主要投资项目为油气井复合射孔技术产业化升级建设项目(投资总额18000万元)、油气井爆燃压裂增产技术产业化建设项目

(投资总额4800万元)、研发中心建设项目(投资总额4000万元)及营销管理体系建设项目(投资总额3000万元),预计总投资29800万元,资金主要来源于A股公开募集的资金。公司油气井复合射孔技术产业化升级建设项目和油气井爆燃压裂增产技术产业化建设项目完工后,将快速提升公司作业服务能力,提高两项核心技术整体竞争实力。

表3 公司主要项目投资情况

项目	总投资额(万元)	已投资金额(万元)	投资周期
油气井复合射孔技术产业化升级建设项目	18000	4039.38	2011~2012
油气井爆燃压裂增产技术产业化建设项目	4800	1050.39	2011~2012
研发中心建设项目	4000	385.08	2011~2012
营销管理体系建设项目	3000	198.79	2011~2012
合计	29800	5673.64	

资料来源:公司审计报告

总体看,公司未来投资较大,但公司通过A股公开募集充足资金,能够满足未来投资需求,因此未来公司偿债压力较小。

三、财务分析

公司2010年财务报表经信永中和会计师事务所有限公司审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2011年1~9月财务数据未经审计。

公司2010年合并报表范围较2009年减少蓬莱市茂源石油工具有限公司;2010年11月12日公司转让茂源石油全部股权,茂源股份不再纳入合并报表范围。

蓬莱市茂源石油工具有限公司(以下简称“茂源石油”)原为公司全资子公司,成立于2008年3月31日,注册资本555万元,其目的为利用当地制造射孔枪枪身的传统和资源条件,建设射孔枪及相关石油工具制造领域基地,进

入射孔枪枪身的制造领域。2009年，公司调整发展思路，决定战略上优化现有业务模式，进一步提高复合射孔作业服务能力，暂不进入射孔枪枪身制造领域，因此枪身制造项目未实际建设，处于停滞状态。截至2010年9月30日，茂源石油总资产498.14万元，实现净利润-18.14万元。为盘活存量资产，公司决定将茂源石油整体转让，按协议价格547万元转让公司所持有的茂源石油全部股权，2010年11月12日完成工商变更程序。本次股权转让完成后，有利于公司集中资金提升技术服务业务规模和抗风险能力。

截至2010年底，公司资产总额51457.24万元，所有者权益29736.20万元；2010年公司实现营业收入30155.57万元，利润总额7273.81万元。

截至2011年9月底，公司资产总额130790.90万元，所有者权益110712.22万元；2011年1~9月公司实现营业收入22332.15万元，利润总额5191.21万元。

1. 盈利能力

2010年公司实现营业收入30155.57万元，较2009年增长13.76%。2010年公司营业成本增长5.05%，低于营业收入同步增长，同期公司营业利润率有所上升，为51.22%。2010年，公司营业利润合计6760.95万元，较2009年增长23.18%，主要是公司调整了产品销售结构，毛利较高的产品占比有所上升所致。从盈利指标看，2010年总资产收益率和净资产收益率较上年变化不大，分别为16.79%和20.87%。

2011年1~9月，公司实现营业收入22332.15万元，净利润4384.77万元，营业利润率52.18%，盈利能力与上年略有提升。

跟踪期内公司营业收入持续增长，且公司调整了产品销售结构，公司盈利水平有所提升。公司技术服务业务作为公司优势业务，销售收入增长迅速，其较高的毛利水平对公司的整体盈利能力起到较强的支撑，公司整体盈利水平

良好。

2. 现金流及保障

2010年，公司销售商品和提供劳务收到的现金为22530.90万元，同比下滑1.58%，低于收入增幅，主要系公司应收账款增加所致。2010年经营活动产生的现金流入量为23303.89万元，同比下滑2.27%。2010年公司现金收入比下降至74.72%，主要由于主要客户大庆油田物资采购支付改革，导致回款时间推迟所致，公司整体的收入实现质量较差。2010年和2011年1~9月，公司经营活动产生的现金流净额分别为1380.17万元和-9597.45万元。2011年前三季度经营活动产生的现金流为负，主要由于公司销售收入及回款存在明显的季节性，收入从第三季度开始迅速增长，而回款主要集中在第四季度。

2010年公司投资活动现金流入及流出分别为558.82万元和5464.85万元，同比增幅均在300%以上，分别由于处置子公司收到的现金和购建固定资产、无形资产等支付的现金变化所致。2010年底公司作价547万元，出售茂源石油全部股权，导致处置子公司收到的现金增长较快。2010年公司为提升作业服务能力采购测井车、测井仪器设备、钻井及修井设备，导致购建固定资产支付的现金增长较快。

2011年1~9月公司投资活动现金流出4968.69万元，投资活动现金流量净额为-4968.69万元，表现为净流出。

筹资活动方面，2010年公司筹资活动现金流入及流出分别为6067.60万元和4434.13万元，同比分别下降50.77%和20.99%。2010年公司筹资活动现金流入下降较快，主要由于2009年公司收到新增的股本投资8100万元导致2009年增长较快，2010年恢复正常水平。2011年1~9月，公司筹资活动流量净额为75504.19万元，表现为净流入，主要由于A股上市补充了公司流动资金。

总体看，公司经营活动获现能力一般，近

年投资规模呈上升趋势，但公司通过A股上市等方式募集了充足的资金，资金较为充裕。

3. 资本及债务结构

截至2010年底，公司资产总额合计51457.24万元，较上年增长38.99%，其中流动资产合计占76.42%，非流动资产合计占23.58%。公司资产以流动资产为主。

截至2010年底，公司流动资产合计39322.00万元，较上年增长36.32%，增长主要来自应收账款、预付账款和存货的增加。截至2010年底，公司应收账款19506.62万元，较2009年增加104.52%，主要是大庆油田进行物资采购支付流程改革，公司对大庆油田物资集团的当期收入正履行油田内部付款审批手续，导致回款时间推迟所致。截至2010年底，公司预付账款1800.56万元，较2009年增加201.15%，主要为公司加大海外拓展，增加投标保证金所致。截至2010年底，公司存货7329.14万元，全部为生产复合射孔器所需原材料。存货较2009年增加23.86%，主要由于随着销售及收入规模增长，公司为确保复合射孔器销售和作业服务需要的合理备货所致。

非流动资产方面，2010年公司非流动资产合计12135.24万元，较上年增长48.42%。主要是固定资产及在建工程变动所致。截至2010年底，公司固定资产9196.70万元，较上年增长82.98%，主要为公司为提升作业服务能力采购测井车、测井仪器设备、钻井及修井设备所致。截至2010年底，公司在建工程566.16万元，较上年增长698.49%，主要为公司研发中心建设项目及购买钻机设备。公司非流动资产结构较上年变动不大。

截至2011年9月底，公司资产总额130790.90万元，其中流动资产合计占90.22%，非流动资产合计占9.78%。流动资产中货币资金较2010年增长较快，主要是A股上市成功后募集到大量现金所致。同期，公司应收票据增长较快，主要由于公司部分应收账款以银行承兑

汇票方式收回所致；公司应收账款净额30069.26万元，较上年增长54.15%，主要系由于公司业务存在明显季节性，收入从三季度开始迅速增长，因此三季度应收账款也较高，四季度应收账款将快速回落。截至2011年9月底，公司预付账款6971.86万元，较上年增长287.21%，主要为公司采购原材料及钻井设备预付款；公司其他应收款722.24万元，主要为开展业务预支的备用金。公司非流动资产仍以固定资产、在建工程及无形资产为主。截至2011年9月，公司在建工程1149.39万元，较2010年增长较快，主要系公司研发中心建设项目投入增长所致。

截至2010年底，公司负债总额合计21721.04万元，较上年增长69.97%，其中流动负债占82.60%，非流动负债占17.40%。增长主要来自应付账款、应付票据和应付债券的增加。截至2010年底，公司应付票据3900.00万元，较上年增长66.06%，主要系采购规模扩大及公司增加应付票据的支付占比所致。截至2010年底，公司应付账款11166.68万元，较上年增长76.53%，主要系公司设备采购规模增加所致。2010年，公司发行中小企业集合票据导致应付债券增加。

截至2011年9月底，公司负债总额合计20078.68万元，其中流动负债16501.13万元（占82.18%），非流动负债3577.55万元（占17.82%）。公司应付利息增长较快，主要系公司集团3600集合票据本期利息所致。2010年公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为42.21%和22.60%；截至2011年9月底，由于公司A股上市，资产负债率和全部债务资本化比率较2010年底大幅下降，分别为15.35%和4.20%；公司整体债务负担较轻。

截至2010年底，公司所有者权益合计29736.20万元，较2009年增加22.66%，增长主要来自公司自身经营带来的未分配利润的增加。公司实收资本占16.48%，资本公积占25.45%，盈余公积占7.13%，未分配利润占

50.94%。

截至2011年9月底，公司所有者权益合计110712.22万元，其中实收资本占7.15%，资本公积占76.34%，盈余公积占1.91%，未分配利润占14.60%。由于公司A股上市，并于2011年5月通过并实施了分红与配股方案，提高了公司所有者权益结构的稳定性

跟踪期内，由于公司在A股成功上市，公司资产构成有所变化，但总体符合企业经营特点。公司资产质量较好，债务负担较轻。

4. 偿债能力

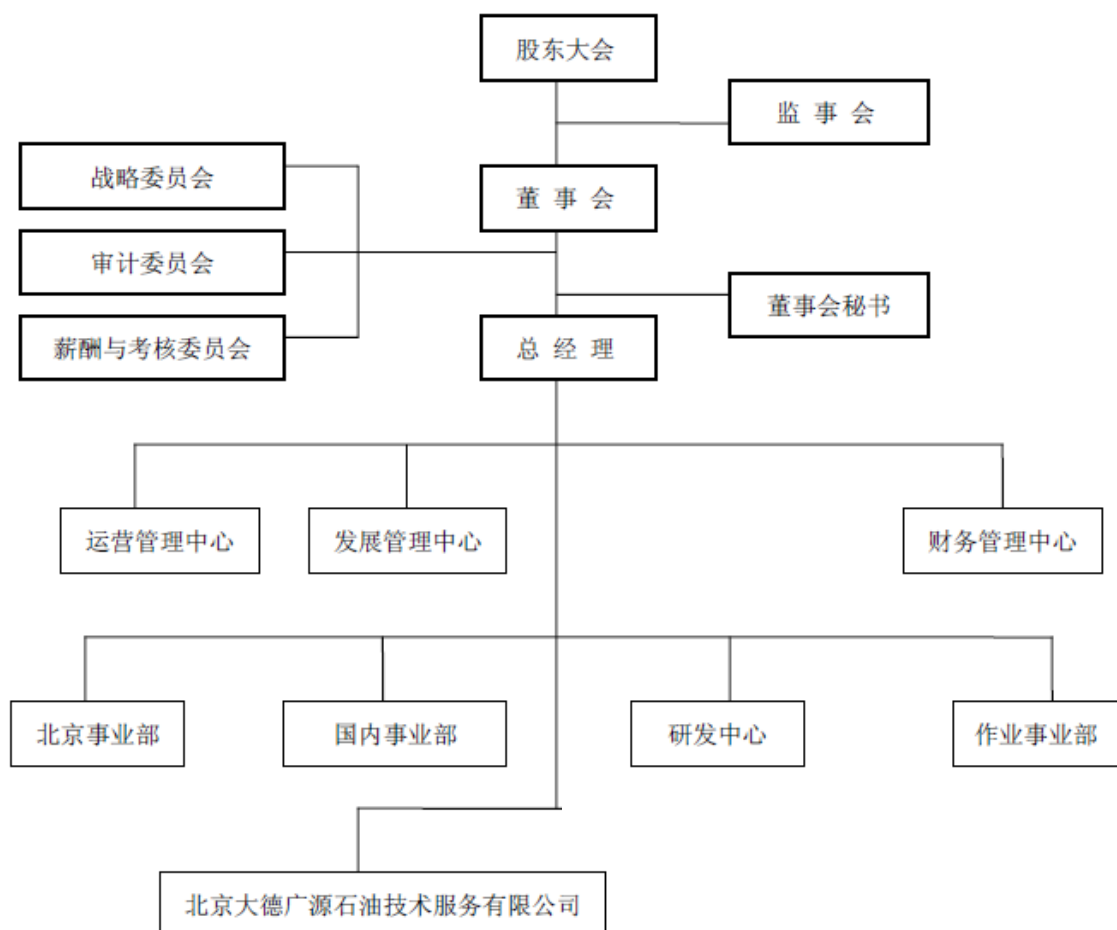
从短期偿债指标看，截至2010年底公司流动比率和速动比率分别为219.17%和178.32%，截至2011年9月底，受公司A股成功上市的影响，公司流动比率和速动比率均有大幅提升，分别为715.07%和673.45%。2010年，公司经营现金流动负债比为7.69%，经营活动现金流对流动负债的保护能力较差。总体看，目前公司短期债务规模不大，短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2010年公司EBITDA为8423.15万元，较上年增长28.35%。2010年，公司EBITDA利息保护倍数和全部债务/EBITDA分别为34.28倍和1.03倍。公司全部债务/EBITDA指标较2009年有所下降，处于良好水平。整体看，公司长期偿债能力良好。

截至2011年9月底，是本期集合票据发行额度3600万元的20.17倍，2010年公司经营活动产生的现金流入和EBITDA分别为23303.89万元和8423.15万元，分别为本期集合票据发行额度3600万元的6.47倍和2.34倍，公司经营活动产生的现金流净额对本期集合票据保障程度一般。

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由BBB⁺调整为A⁻，评级展望为稳定。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 公司合并资产负债表

(单位: 人民币万元)

资产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产:					
货币资金	5456.52	12306.07	10413.68	38.15	71351.73
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	-	0.00
应收票据	140.00	200.00	0.00	-100.00	1247.57
应收账款	3969.49	9537.95	19506.62	121.68	30069.26
预付款项	607.78	597.90	1800.56	72.12	6971.86
应收利息	0.00	0.00	0.00	-	764.02
应收股利	0.00	0.00	0.00	-	0.00
其他应收款	234.79	286.34	272.00	7.63	722.24
存货	4649.39	5917.40	7329.14	25.55	6868.46
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	-	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	-	0.00
流动资产合计	15057.98	28845.66	39322.00	61.60	117995.15
非流动资产:					
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	-	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	-	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	-	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	-	0.00
固定资产	3875.29	5026.18	9196.70	54.05	9459.87
在建工程	183.69	70.90	566.16	75.56	1149.39
工程物资	0.00	0.00	0.00	-	0.00
无形资产	2924.44	2959.15	2261.00	-12.07	2091.59
开发支出	0.00	0.00	0.00	-	0.00
商誉	0.00	0.00	0.00	-	0.00
长期待摊费用	0.00	95.49	74.82	-	59.33
递延所得税资产	14.74	24.31	36.55	57.47	35.58
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	-	0.00
非流动资产合计	6998.15	8176.02	12135.24	31.68	12795.75
资产总计	22056.13	37021.68	51457.24	52.74	130790.90

附件 2-2 公司合并资产负债表

(单位: 人民币万元)

负债和所有者权益(或股东权益)	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债:					
短期借款	1800.00	2000.00	1213.48	-17.89	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	-	0.00
应付票据	1763.78	2348.48	3900.00	48.70	1281.45
应付账款	4491.59	6325.66	11166.68	57.67	12816.88
预收款项	74.00	0.00	0.00	-100.00	18.75
应付职工薪酬	96.44	153.04	184.42	38.28	199.73
应交税费	1067.27	1593.11	1411.11	14.99	2030.28
应付利息	0.00	0.00	30.96	-	148.35
应付股利	0.00	0.00	0.00	-	0.00
其他应付款	62.37	159.30	34.42	-25.71	5.70
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	-	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	-	0.00
流动负债合计	9355.45	12579.58	17941.07	38.48	16501.13
非流动负债:					
长期借款	0.00	0.00	0.00	-	0.00
应付债券	0.00	0.00	3569.68	-	3577.55
长期应付款	0.00	0.00	0.00	-	0.00
专项应付款	850.00	200.00	210.30	-50.26	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	-	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	-	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	-	0.00
非流动负债合计	850.00	200.00	3779.98	110.88	3577.55
负债合计	10205.45	12779.58	21721.04	45.89	20078.68
所有者权益(或股东权益):					
实收资本(或股本)	4000.00	4900.00	4900.00	10.68	7920.00
资本公积	367.88	7567.88	7567.88	353.56	84515.63
减: 库存股	0.00	0.00	0.00	-	
盈余公积	1046.79	1530.00	2119.77	42.30	2112.12
未分配利润	6436.01	10244.23	15148.54	53.42	16164.47
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	-	0.00
归属于母公司所有者权益合计	11850.68	24242.10	29736.20	58.41	110712.22
少数股东权益	9.51	0.00	0.00	-100.00	0.00
所有者权益(或股东权益) 合计	11860.20	24242.10	29736.20	58.34	110712.22
负债和所有者权益总计	22065.65	37021.68	51457.24	52.71	130790.90

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-9 月
一、营业收入	20890.92	26509.02	30155.57	20.14	22332.15
减: 营业成本	11041.04	13577.41	14324.70	13.90	10295.62
营业税金及附加	253.55	299.18	384.20	23.10	383.75
销售费用	3070.34	4439.74	5515.32	34.03	5520.26
管理费用	2168.13	2374.57	2883.89	15.33	2440.01
财务费用	252.05	265.78	196.32	-11.75	-1274.61
资产减值损失	15.45	63.79	138.22	199.10	109.47
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)	0.00	0.00	0.00	-	0.00
投资收益 (损失以“—”号填列)	0.00	0.00	48.02	-	0.00
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	4090.36	5488.55	6760.95	28.57	4857.65
加: 营业外收入	218.10	299.09	513.19	53.40	333.56
减: 营业外支出	4.10	6.91	0.33	-71.52	0.00
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	-	0.00
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	4304.36	5780.73	7273.81	30.00	5191.21
减: 所得税费用	648.61	889.31	1067.21	28.27	806.44
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	3655.75	4891.42	6206.59	30.30	4384.77

附表 4 合并现金流量表

（单位：人民币万元）

项 目	2008 年	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	20075.92	22892.72	22530.90	5.94	12694.61
收到的税费返还	51.83	36.68	100.01	38.91	8.63
收到其他与经营活动有关的现金	336.48	916.00	672.98	41.42	1077.18
经营活动现金流入小计	20464.22	23845.40	23303.89	6.71	13780.41
购买商品、接受劳务支付的现金	9826.48	14275.64	10857.58	5.12	12606.16
支付给职工以及为职工支付的现金	1061.71	1371.37	1927.59	34.74	1824.69
支付的各项税费	2847.61	2102.68	2706.51	-2.51	2354.02
支付其他与经营活动有关的现金	3819.29	4872.40	6432.05	29.77	6592.99
经营活动现金流出小计	17555.09	22622.09	21923.72	11.75	23377.86
经营活动产生的现金流量净额	2909.14	1223.31	1380.17	-31.12	-9597.45
二、投资活动产生的现金流量：	0.00	0.00	0.00	-	0.00
收回投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	-	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00	-	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	0.65	4.26	18.68	436.15	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	540.14	-	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	-	0.00
投资活动现金流入小计	0.65	4.26	558.82	2832.11	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4605.99	1336.16	5464.85	8.93	4968.69
投资支付的现金	0.00	10.00	0.00	-	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	-	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	7.80	0.00	-	0.00
投资活动现金流出小计	4605.99	1353.96	5464.85	8.93	4968.69
投资活动产生的现金流量净额	-4605.34	-1349.70	-4906.02	3.21	-4968.69
三、筹资活动产生的现金流量：	0.00	0.00	0.00	-	0.00
吸收投资收到的现金	0.00	8100.00	0.00	-	80389.10
取得借款收到的现金	3950.00	4480.00	6067.60	23.94	0.00
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	3950.00	12580.00	6067.60	23.94	80389.10
偿还债务支付的现金	3950.00	4930.00	3286.52	-8.78	1413.48
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	693.17	670.41	856.31	11.15	3061.28
支付其他与筹资活动有关的现金	20.04	11.45	291.30	281.29	410.15
筹资活动现金流出小计	4663.21	5611.86	4434.13	-2.49	4884.91
筹资活动产生的现金流量净额	-713.21	6968.14	1633.47	-	75504.19

附表 5 现金流量表补充表

(单位: 人民币万元)

补充资料	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	3655.75	4891.42	6206.59	30.30
资产减值准备	15.45	63.79	138.22	199.10
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	191.22	337.98	624.07	80.65
无形资产摊销	177.47	236.05	258.87	20.77
长期待摊费用摊销	1.32	7.33	20.66	295.24
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)	4.05	6.91	0.00	-100.00
固定资产报废损失(收益以“—”号填列)	0.05	0.00	0.00	-100.00
公允价值变动损失(收益以“—”号填列)	0.00	0.00	0.00	-
财务费用(收益以“—”号填列)	266.76	249.39	199.43	-13.54
投资损失(收益以“—”号填列)	0.00	0.00	-48.02	-
递延所得税资产减少(增加以“—”号填列)	-3.61	-9.57	-12.24	84.00
递延所得税负债增加(减: 减少)	0.00	0.00	0.00	-
存货的减少(增加以“—”号填列)	-1494.22	-1268.01	-1411.74	-2.80
经营性应收项目的减少(增加以“—”号填列)	-2680.88	-5459.16	-10712.73	99.90
经营性应付项目的增加(减少以“—”号填列)	2775.78	2167.18	6117.05	48.45
其他	0.00	0.00	0.00	-
经营活动产生的现金流量净额	2909.14	1223.31	1380.17	-31.12

附件 6 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	5.08	3.83	2.06	--
存货周转次数(次)	2.37	2.57	2.16	--
总资产周转次数(次)	0.95	0.90	0.68	--
现金收入比(%)	96.10	86.36	74.72	56.84
盈利能力				
营业利润率(%)	45.94	47.65	51.22	52.18
总资本收益率(%)	24.84	17.81	16.79	--
净资产收益率(%)	30.82	20.18	20.87	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	46.27	34.52	42.21	3.13
全部债务资本化比率(%)	23.11	15.21	22.60	4.20
资产负债率(%)	0.00	0.00	10.72	15.35
偿债能力				
流动比率(%)	160.95	229.31	219.17	715.07
速动比率(%)	111.26	182.27	178.32	673.45
经营现金流动负债比(%)	31.10	9.72	7.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	27.67	32.70	34.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.73	0.66	1.03	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.48	-0.03	-0.41	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-9.68	-0.63	-14.35	--
本期集合票据偿债能力				
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	5.68	6.62	6.47	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.81	0.34	0.38	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-1.28	-0.37	-1.36	--
现金偿债倍数(倍)	1.55	3.47	2.89	20.17

附件 7 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	
总资产收益率	(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

跟踪评级公告

联合[2011] 1023 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持西安隆基硅材料股份有限公司主体长期信用等级A，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>

西安隆基硅材料股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：A 评级展望：稳定
上次评级结果：A 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 6 月
现金类资产(万元)	1.62	6.14	5.60
资产总额(万元)	13.26	21.48	28.88
所有者权益(万元)	6.21	12.04	14.34
短期债务(万元)	1.97	1.06	3.97
全部债务(万元)	4.13	4.79	8.57
营业收入(万元)	7.65	16.52	9.95
利润总额(万元)	1.03	5.15	2.63
EBITDA(万元)	1.59	6.00	--
经营性净现金流(亿元)	0.89	7.75	0.36
营业利润率(%)	23.41	34.51	36.10
净资产收益率(%)	16.98	37.10	--
资产负债率(%)	53.20	43.96	50.36
全部债务资本化比率(%)	39.93	28.45	37.40
流动比率(%)	135.18	176.96	131.76
全部债务/EBITDA(倍)	2.60	0.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.07	21.71	--
经营现金流动负债比(%)	18.15	135.69	--

注：2011 年上半年数据未经审计。

分析师

周 旭

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，西安隆基硅材料股份有限公司（以下简称“公司”）营业收入及利润规模稳定增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到由于欧美光伏产品需求下滑、原材料价格波动较大等因素给公司经营带来了不利影响。

随着公司单晶硅棒、单晶硅片产能逐步扩大，公司规模优势有望进一步巩固。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司产能陆续释放，营业收入及利润规模持续增长。
2. 公司经营活动现金净流量及EBITDA对“10 西安中小集合票据”公司发行额度保障程度良好。

关注

1. 欧美光伏产品需求大幅萎缩，中国光伏产品产能过剩，光伏行业竞争加剧。
2. 单晶硅价格受下游需求及政策影响波动较大。
3. 公司债务规模持续上升。

一、企业基本情况

西安隆基硅材料股份有限公司（以下简称“公司”）原名西安新盟电子科技有限公司，2007年更为现名；公司历经多次增资，最近一次为2010年9月，上海复星化工医药创业投资有限公司和张长江等39名自然人增资15617万元，其中注册资本1358万元，资本公积14259万元。截至2010年底，公司注册资本22418万元，其中李振国持有公司23.49%股份，李喜燕持有公司8.81%股份，二人为夫妻关系，合计持有公司32.30%股份，为公司实际控制人。二人合计持有的股份最近三年一直处于相对控股地位，对公司的共同控制权未发生变化。

表1 公司前五名股东持股比例

股东	持股数量（万股）	持股比例
李春安	5398.14	24.08%
李振国	5265.08	23.49%
邵东亚	2088.52	9.32%
李喜燕	1975.47	8.81%
上海复星	1200.00	5.35%

资料来源：公司提供

公司经营范围：半导体材料、太阳能电池、电子元器件、半导体设备的开发、制造、销售；商品进出口业务。

截至2010年底，公司设有质量管理部、技术管理部、财务管理处、人力资源处等职能部门，下设7个子公司（宁夏隆基硅材料有限公司、西安矽美单晶硅有限公司、西安隆基硅技术有限公司、西安通鑫半导体辅料有限公司、银川隆基硅材料有限公司、无锡隆基硅材料有限公司、隆基（香港）贸易有限公司），拥有员工2450人。

截至2010年底，公司资产总额21.48亿元，所有者权益（含少数股东权益）12.04亿元；2010年公司实现营业收入16.52亿元，利润总额5.15亿元。

截至2011年6月底，公司资产总额28.88

亿元，所有者权益（含少数股东权益）14.34亿元；2011年1~6月，公司实现营业收入9.95亿元，利润总额2.63亿元。

公司注册地址：西安市长安区航天中路388号；法定代表人：李振国。

二、经营管理分析

公司主要从事生产和销售晶体硅片，所属行业为太阳能光伏行业上游的晶体硅原料产业，下游为晶体硅太阳能电池行业。太阳能光伏应用市场以欧美国家为主，太阳能发电的比例在欧美国家和日本逐渐提高。近年来全球太阳能光伏产业呈阶梯式增长，截至2010年底，全球太阳能光伏累计装机容量接近40GW。2010年全球光伏新增装机15.8GW，比2009年增长近70%。其中欧盟全年新增装机达12.3GW。而德国2010年装机达6.7GW，在全球市场份额中占到42.5%。然而，进入2011年以来，由于欧洲主权债务危机愈演愈烈，加上德国、意大利、西班牙纷纷削减对太阳能的补贴，使得欧洲的光伏需求大幅萎缩，权威机构solarbuzz的最新统计显示，欧洲市场2011年的需求比上年同期减少了20%。另一方面，太阳能光伏主要应用市场美国将针对中国光伏企业发起双反调查。以上诸多因素给中国光伏产业的出口业务带来较大的负面影响。

自2004年以来，中国在晶体硅太阳能电池生产能力方面呈现出快速增长，2007年国内晶体硅太阳能电池片产量达1088MW，晶体硅太阳能电池组件产量达1380MW，超过日本和欧洲，成为世界第一大晶体硅太阳能电池生产国。2010年，中国产量占到了世界产量的50%。

受金融危机影响，2008年国内太阳能单晶硅产量4786吨，比2007年相比略有下降；2009年国内单晶硅产量有较大幅度反弹，全年产量8272吨，同比增长73%。2010年，受国外新能源政策补贴变动的影响，国内太阳能硅材料市场需求持续增长，单晶硅棒、硅片价格均有一

定幅度的上涨。受此影响，国内单晶硅企业纷纷扩产，产能产量迅速扩大，2010年国内单晶硅产能达到20000吨，2011年单晶硅产能还将继续释放。

从价格看，2008年以后上游多晶硅料价格大幅下降，从最高的475美元/千克跌至2010年最低的40~50美元/千克左右，2011年1~4月，多晶硅料价格较为稳定，大多处于67~80美元/千克，2011年5月开始，价格跌至43~50美元/千克，2011年6月份，降至38~43美元/千克。

2010年，公司营业收入合计16.52亿元，较2009年增长115.99%。从收入结构来看，2010年销售结构与上年变化不大。其中单晶硅片一直是公司的主流产品，2010年销售收入占70.11%，较上年减少3.42个百分点；受托加工

占21.62%，较上年提升2.75个百分点；单晶硅棒占3.92%，多晶硅料占1.19%，其他业务占比3.16%。2011年1~6月，公司实现营业收入9.95亿元，受托加工占29.47%，增长较快；单晶硅片收入占比下降至61.93%。

利润方面，由于成本下降较快，因此盈利能力有所提升。2010年公司综合毛利率34.69%，较上年提升11.16个百分点，主要由于2010年下游需求旺盛，价格上涨所致。其中受托加工毛利率增长较快，一方面是由于下游需求旺盛，加工价格上升；另一方面公司产能增加，规模效益体现导致成本下降所致。2011年1~6月，公司整体毛利率为36.40%，较上年同期增长1.71个百分点。

表2 2008~2011年上半年公司主要业务板块经营情况

项目	营业收入（万元）				毛利率			
	2008年	2009年	2010年	2011年1~6月	2008年	2009年	2010年	2011年1~6月
多晶硅料	718.08	1086.74	1967.71	1021.17	7.25%	8.59%	7.21%	17.87%
单晶硅棒	15411.91	3632.64	6480.29	4534.34	12.84%	10.77%	33.15%	40.35%
单晶硅片	44886.95	56245.59	115834.97	61644.95	22.02%	25.18%	34.34%	32.15%
受托加工	660.45	14434.15	35721.64	29335.31	6.83%	19.89%	38.09%	45.17%
其他	0.00	1097.45	5221.19	2996.22	-	43.54%	31.45%	38.40%
合计	61677.40	76496.57	165225.80	99531.99	19.40%	23.53%	34.69%	36.40%

资料来源：公司提供

2010年公司单晶硅片前期产能（2000吨单晶硅片项目）陆续释放，生产大幅度增长，产量由2009年的3273.67万片提升到2010年的7112.30万片，较上年提升117.26%。公司2010年单晶硅片销售收入11.58亿元，同比增长105.94%；毛利润3.98亿元，同比增长180.82%。公司毛利提升的主要原因为：①公司主要原料平均采购价格总体呈下降趋势（公司多晶硅料成本由2009年416.60元/公斤下降至2010年326.57元/公斤）；②公司改进生产工艺，大量使用回收砂、回收浆，并提升了成晶率和切片率，降低了成本；③销售价格较上年有所上升，由

2009年的15.63元/片提升至2010年的16.29元/片。2011年1~6月，公司单晶硅销售收入6.16亿元，为2010年全年的53.22%；毛利润1.98亿元，为2010年全年的49.75%。

公司受托加工业务主要是将委托方提供的多晶硅料进行拉晶制成硅棒，然后切割成单晶硅片交付委托方，由于委托加工业务包括拉晶成棒和切片两大块工序，因此利润率较高。2010年受托加工收入3.57亿元，同比增长147.46%，主要为单晶硅片产能增加及委托加工费用增加（加工费由2009年7.61元/片提升至2010年8.80元/片）所致；毛利润1.36亿元，同比增长

373.87%。受托加工业务增长较快的原因主要系公司接受无锡尚德委托加工单晶硅片1.91亿元，较上年增长173.35%。毛利增长较快是由于加工费较高的8英寸单晶硅片加工数量迅速提升（占受托加工业务总量的25.10%）所致。2011年1~6月，公司受托加工收入2.93亿元，为2010年全年的82.12%；毛利润1.33亿元，为2010年全年的97.38%，主要系规模效益降低了成本。

从客户集中看，公司前五名客户分别为无锡尚德（占27.37%）、东方电气集团迈吉太阳能科技有限公司（占7.52%）、宁波升日太阳能有限公司（5.84%）、公元太阳能股份有限公司（5.47%）和MEMC（占4.80%），占公司主营业务收入的51.01%。其中，无锡尚德在主营业务中占比由2009年67.61%降至27.37%。公司客户集中度有所改善。

总体看，跟踪期内公司通过扩大产能、改进工艺，销售收入及利润稳定增长，整体经营得到保障。

公司主要投资项目为宁夏隆基年产1800吨单晶硅棒项目和银川隆基年产2000吨单晶硅棒建设项目。2010年底宁夏隆基年产1800吨单晶硅棒项目投入9281万元；西安航天基地单晶硅片项目投入2095万元；银川隆基年产2000吨单晶硅棒建设项目投入21723万元。

总体看，公司未来投资较大，但公司通过多种渠道募集资金，基本能够满足未来投资需求，因此未来公司偿债压力较小。

三、重大事项

公司拟公开发行7500万股人民币普通股，将募集的资金投资于银川隆基年产500MW单晶硅棒/片建设项目，预计投资13.70亿元。2011年7月25日，公司已经通过证监会发审委审核。

四、财务分析

公司2010年财务报表经中瑞岳华会计师事

务师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2011年1~6月财务数据未经审计。

2010年9月28日，银川隆基的股东银川高新技术产业开发区总公司和公司签署《产权交易合同》（挂牌号为：NX2010G08002，合同编号为：NAEE-10-09001），银川高新技术产业开发区总公司将其所持银川隆基49%股权（9800万元）以9805.19万元的价格转让给公司，银川隆基成为公司的全资子公司。

2010年9月27日公司新设成立无锡隆基硅材料有限公司，第一期出资2000.00万元，本期将其纳入合并范围；2010年11月12日公司新设立隆基（香港）贸易有限公司，本期将其纳入合并范围。

截至2010年底，公司资产总额21.48亿元，所有者权益（含少数股东权益）12.04亿元；2010年公司实现营业收入16.52亿元，利润总额5.15亿元。

截至2011年6月底，公司资产总额28.88亿元，所有者权益（含少数股东权益）14.34亿元；2011年1~6月，公司实现营业收入9.95亿元，利润总额2.63亿元。

1. 盈利能力

2010年公司实现营业收入16.52亿元，较2009年增长115.99%。2010年公司营业成本增长84.47%，低于营业收入同步增长，同期公司营业利润率有所上升，为34.51%。2010年，公司营业利润合计4.87亿元，较2009年增长393.18%，主要是公司产能释放，加之工艺改进成本降低所致。2010年公司投资收益3173.59万元，主要为权益法核算的长期股权投资收益（西安华晶电子技术有限公司和宁夏晶隆石英有限公司）1442.26万元，处置长期股权产生的投资收益（转让西安华晶电子技术有限公司25%的股权）1731.32万元。2010年公司营业收入主要为政府补贴2830.40万元。从盈利指标看，受销量及利润迅速增长影响，2010年总资产收益率

和净资产收益率分别为28.19%和37.10%，较上年分别增长13.82个百分点和20.13个百分点。

2011年1~6月，公司实现营业收入9.95亿元，净利润2.26亿元，营业利润率36.10%，盈利能力较上年有所上升。资产减值损失主要为存货跌价准备。

跟踪期内公司产能释放导致营业收入增长较快，加之公司改进工艺降低成本，盈利水平提升较快。总体而言，公司整体盈利水平良好。

2. 现金流及保障

2010年，公司销售商品和提供劳务收到的现金为17.37亿元，同比增长239.03%，高于收入增幅，主要系公司加大预收款比例所致。2010年经营活动产生的现金流入量为17.77亿元，同比增长233.69%。2010年公司现金收入比提升至105.11%，2011年1~6月为91.34%，公司整体的收入实现质量尚可。2010年和2011年1~6月，公司经营活动产生的现金流净额分别为7.75亿元和0.36亿元。

2010年公司投资活动现金流入及流出分别为0.59亿元和6.23亿元，分别增长11323.86%和99.17%。2010年投资活动现金流入变化较大主要由于收回投资收到的现金增长较快；2010年投资活动现金流出主要是购建固定资产等支付的现金。2010年9月公司转让西安华晶电子技术有限公司25%的股权，导致收回投资收到的现金增长较快。2010年公司投资建设银川隆基年产2000吨单晶硅棒建设项目和西安航天基地单晶硅片项目，导致购建固定资产、无形资产支付的现金增长较快。

2011年1~6月公司投资活动现金流出合计3.17亿元，投资活动现金流量净额为-3.15亿元，表现为净流出。

筹资活动方面，2010年公司筹资活动现金流入及流出分别为6.12亿元和3.67亿元，同比分别增长19.43%和80.78%，2010年公司筹资活动现金流入增长较快，主要由于公司收到新增股本投资所致。2011年1~6月，公司筹资活动流量

净额为2.28亿元，表现为净流入。

总体看，公司经营活动获现能力尚可，近年投资规模呈上升趋势，公司债务负担增加。

3. 资本、债务及所有者权益结构

截至2010年底，公司资产总额合计21.48亿元，较上年增长61.99%，其中流动资产合计占47.07%，非流动资产合计占52.93%。公司资产以非流动资产为主。

截至2010年底，公司流动资产合计10.11亿元，较上年增长52.72%，增长主要来自货币资金和存货的增加。截至2010年底，公司货币资金5.86亿元，较2009年增长354.26%，主要系公司销售大幅增长，回款速度加快及新增股东的投入所致。截至2010年底，公司应收账款0.82亿元，较2009年下降30.51%，主要由于市场需求增大，公司采取缩短下游客户信用期，同时对部分客户采取全额或部分收取预付款的形式销售所致。截至2010年底，公司预付账款0.59亿元，较2009年下降67.58%，主要为公司执行与峨嵋半导体材料厂签订的采购合同，冲减预付款所致。截至2010年底，公司存货2.10亿元，其中以原材料(占57.61%)和在产品(占23.79%)为主；存货较2009年增长13.51%，主要由于销量增长及公司本部年产2000吨单晶硅片项目和宁夏隆基年产1800吨单晶硅棒项目陆续建成投产所致。

非流动资产方面，2010年公司非流动资产合计11.37亿元，较上年增长70.98%。主要是固定资产及在建工程变动所致。截至2010年底，公司固定资产6.96亿元，较上年增长36.47%，主要系公司年产2000吨单晶硅片项目和年产1800吨单晶硅棒项目部分结转所致。截至2010年底，公司在建工程3.31亿元，较上年增长491.07%，主要为银川隆基年产2000吨单晶硅棒建设项目和西安航天基地单晶硅片项目投资。

截至2011年6月底，公司资产总额28.88亿元，其中流动资产合计占45.39%，非流动资产合计占54.61%，非流动资产占比略有上升。公

司应收账款增幅较大，主要系公司调整回款策略，下游客户账期有所增加所致；公司存货增长较快，主要系原材料（占44.62%）和库存商品（占36.55%）增长较快所致；公司固定资产增长较快，主要系公司通过融资租赁形式购买了一批切割机扩充产能所致。总体而言，公司非流动资产占比有所上升。

截至2010年底，公司负债总额合计9.44亿元，较上年增长33.71%，其中流动负债占60.49%，非流动负债占39.51%。增长主要来自预收账款和长期借款的增加。截至2010年底，公司短期借款0.36亿元，较上年下降80.75%，主要系公司偿还了大部分短期银行借款所致。截至2010年底，公司预收账款2.40亿元，较上年增长72.66%，主要系光伏行业复苏，公司产品需求旺盛，因此回款方式中加大了预付款比例所致。截至2010年底，公司其他应付款1.10亿元，较上年增长54.93%，主要系公司收购银川隆基少数股东权益的款项未清所致。截至2010年底，公司长期借款3.26亿元，较上年增长72.66%，主要系公司投资规模增大所致。

截至2011年6月底，公司负债总额合计14.55亿元，其中流动负债9.95亿元（占68.38%），非流动负债4.60亿元（占31.62%）。应付账款较上年有所上升，为1.46亿元。公司采用信用证形式采购了一批切片机，导致其他应付款较上年增加1.56亿元，为2.67亿元（计划采用融资租赁形式，因手续不全，暂挂其他应付款）。公司2011年采用融资租赁形式获得部分设备，导致长期应付款增长至1.62亿元。总体看，公司流动负债占比有所上升。

2010年由于公司盈利状况良好，未分配利润迅速增长（体现在未分配利润科目）及上海复星化工医药创业投资有限公司和39名管理人员增资（体现在实收资本和资本公积科目）导致所有者权益迅速增加，因此公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年有所下滑，分别为43.96%和28.45%；截至2011年6月底，公司有息债务增长，资产负债率和全部债务资本化

比率分别为50.36%和37.40%；公司整体债务负担适宜。

截至2010年底，公司所有者权益合计12.04亿元，较2009年增长93.88%，增长主要来自公司自身经营带来的未分配利润的增加以及部分股东的增资。截至2010年底，在归属于母公司的所有者权益中，实收资本占18.99%，资本公积占21.77%，盈余公积占1.62%，未分配利润占52.62%。未分配利润占比较高，公司所有者权益稳定性一般。截至2010年底，公司资本公积2.57亿元，较上年增长23.48%，主要系上海复星化工医药投资有限公司和39名管理人员增资产生的资本溢价增加1.43亿元所致。

截至2011年6月底，公司所有者权益合计14.34亿元，其中实收资本占15.64%，资本公积占18.19%，盈余公积占1.56%，未分配利润占62.85%，少数股东权益占1.76%。公司所有者权益稳定性有待提高。

总体看，公司资产以非流动资产占比略高。资产流动性下滑，整体资产质量一般。公司权益结构稳定性一般，但债务负担较轻。

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176.96%和140.14%，截至2011年6月底，公司流动比率和速动比率分别为131.76%和86.95%。2010年，公司经营现金流动负债比为135.69%，经营活动现金流对流动负债的保护能力较强。总体看，短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2010年公司EBITDA为6.00亿元，较上年增长223.90%。2010年，公司EBITDA利息保护倍数和全部债务/EBITDA分别为21.71倍和0.80倍。公司全部债务/EBITDA指标均较2009年明显改善，处于良好水平。整体看，公司长期偿债能力良好。

截至2011年6月底，公司现金类资产为5.60亿元，是“10西安中小集合票据”公司发行额度5000万元的11.00倍，现金类资产对“10西安

中小集合票据”公司发行额度的保障程度较好；2010年公司经营活动产生的现金流入和净额分别为17.77亿元和7.75亿元，分别为“10西安中小集合票据”公司发行额度的35.54倍和15.50倍，公司经营活动产生的现金流对“10西安中小集合票据”公司发行额度保障程度良好。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级A，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 6 月
流动资产：				
货币资金	12895.60	58563.26	354.13	53305.59
交易性金融资产				
应收票据	3322.39	2812.02	-15.36	2726.53
应收账款	11803.20	8183.61	-30.67	17640.75
预付款项	18187.64	5943.19	-67.32	6359.78
应收利息				
其他应收款	1456.22	4553.71	212.71	6457.27
存货	18517.83	21036.86	13.60	44578.02
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	66182.88	101092.64	52.75	131067.94
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	4192.71	1516.29	-63.84	2398.81
投资性房地产				
固定资产	51032.86	69614.12	36.41	110251.52
在建工程	5607.42	33099.43	490.28	34258.06
工程物资				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	4972.48	8814.32	77.26	8607.87
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	4.32			
递延所得税资产	646.83	699.67	8.17	2253.28
其他非流动资产				
非流动资产合计	66456.62	113743.84	71.16	157769.54
资产总计	132639.50	214836.47	61.97	288837.48

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 6 月
流动负债：				
短期借款	18734.69	3571.71		26574.28
交易性金融负债			-80.94	
应付票据	937.38	1988.33		4101.51
应付账款	10875.87	8794.86	112.12	14569.67
预收款项	13913.73	23961.01	-19.13	25955.86
应付职工薪酬	1345.75	2376.17	72.21	1829.21
应交税费	-4001.34	294.47	76.57	-9490.61
应付利息	64.00	113.96	-	266.70
应付股利			78.06	
其他应付款	7088.83	11026.43		26664.66
一年内到期的非流动负债		5000.00	55.55	9000.00
其他流动负债				
流动负债合计	48958.90	57126.94		99471.27
非流动负债：			16.68	
长期借款	21600.00	32600.00		25000.00
应付债券		4716.41	50.93	4763.84
长期应付款				16223.25
专项应付款				
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	21600.00	37316.41		45987.09
负债合计	70558.90	94443.35	72.76	145458.35
所有者权益：			33.85	
实收资本（或股本）	21060.00	22418.00		22418.00
资本公积	11460.66	25705.47	6.45	26075.47
专项储备			124.29	
盈余公积	69.90	1908.75		2238.48
未分配利润	25872.92	68033.24	2630.69	90116.55
外币报表折算差额			162.95	
归属于母公司所有者权益合计	58463.48	118065.46		140848.51
少数股东权益	3617.12	2327.66	101.95	2530.62
所有者权益合计	62080.60	120393.13	-35.65	143379.13
负债和所有者权益总计	132639.50	214836.47	93.93	288837.48

附件 2 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 1~6 月
一、营业收入	76496.57	165225.80	115.99	99531.99
减: 营业成本	58497.50	107907.56	84.47	63298.53
营业税金及附加	94.87	301.97	218.30	302.76
销售费用	927.65	1445.36	55.81	737.70
管理费用	3221.79	5594.00	73.63	4361.00
财务费用	2792.69	3976.20	42.38	1607.48
资产减值损失	1412.70	479.92	-66.03	4366.08
加: 公允价值变动收益				
投资收益 (损失以“-”号填列)	324.13	3173.59	879.11	882.52
汇兑收益 (损失以“-”号填列)				
二、营业利润 (亏损以“-”号填列)	9873.49	48694.38	123.88	25740.96
加: 营业外收入	526.67	2892.81	449.26	589.99
减: 营业外支出	85.28	75.33	-11.67	23.42
其中: 非流动资产处置净损失	54.35	57.53	5.85	18.77
三、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	10314.88	51511.87	399.39	26307.53
减: 所得税费用	-223.47	6842.15	-3161.78	3711.52
四、净利润 (净亏损以“-”号填列)	10538.35	44669.71	323.88	22596.00
其中: 归属于母公司所有者的净利润	10212.03	43999.17	330.86	22413.05
少数股东损益	326.32	670.54	105.49	182.96

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 1~6 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	51223.70	173663.47	239.03	90913.00
收到的税费返还	404.76	439.06	8.47	1016.72
收到其他与经营活动有关的现金	1637.86	3644.39	122.51	1828.72
经营活动现金流入小计	53266.32	177746.93	233.69	93758.43
购买商品、接受劳务支付的现金	35442.35	78022.31	120.14	68438.80
支付给职工以及为职工支付的现金	4971.48	9762.49	96.37	9307.79
支付的各项税费	2076.50	7866.22	278.82	9863.10
支付其他与经营活动有关的现金	1887.55	4579.45	142.61	2588.82
经营活动现金流出小计	44377.88	100230.47	125.86	90198.50
经营活动产生的现金流量净额	8888.44	77516.45	772.10	3559.93
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	0.00	5850.00		0.00
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	51.60	4.30	-91.67	1.81
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		40.41		256.00
投资活动现金流入小计	51.60	5894.71	11323.86	257.81
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	31271.53	59093.44	88.97	31398.06
投资支付的现金	0.00	3191.00		
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				315.84
投资活动现金流出小计	31271.53	62284.44	99.17	31713.90
投资活动产生的现金流量净额	-31219.93	-56389.73	80.62	-31456.09
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	7535.60	23457.00	211.28	20.00
取得借款收到的现金	43715.88	32753.16	-25.08	20371.46
发行债券收到的现金		5000.00		
收到其他与筹资活动有关的现金				18490.00
筹资活动现金流入小计	51251.48	61210.16	19.43	38881.46
偿还债务支付的现金	15972.56	31916.14	99.82	9908.02
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1506.02	2605.77	73.02	1496.86
支付其他与筹资活动有关的现金	2820.59	2175.06	-22.89	4708.75
筹资活动现金流出小计	20299.16	36696.97	80.78	16113.63
筹资活动产生的现金流量净额	30952.32	24513.19	-20.80	22767.83
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-6.05	27.75	-558.68	-129.33
五、现金及现金等价物净增加额	8614.78	45667.66	430.11	-5257.66
加: 期初现金及现金等价物余额	4280.82	12895.60	201.24	58563.26
六、期末现金及现金等价物余额	12895.60	58563.26	354.13	53305.59

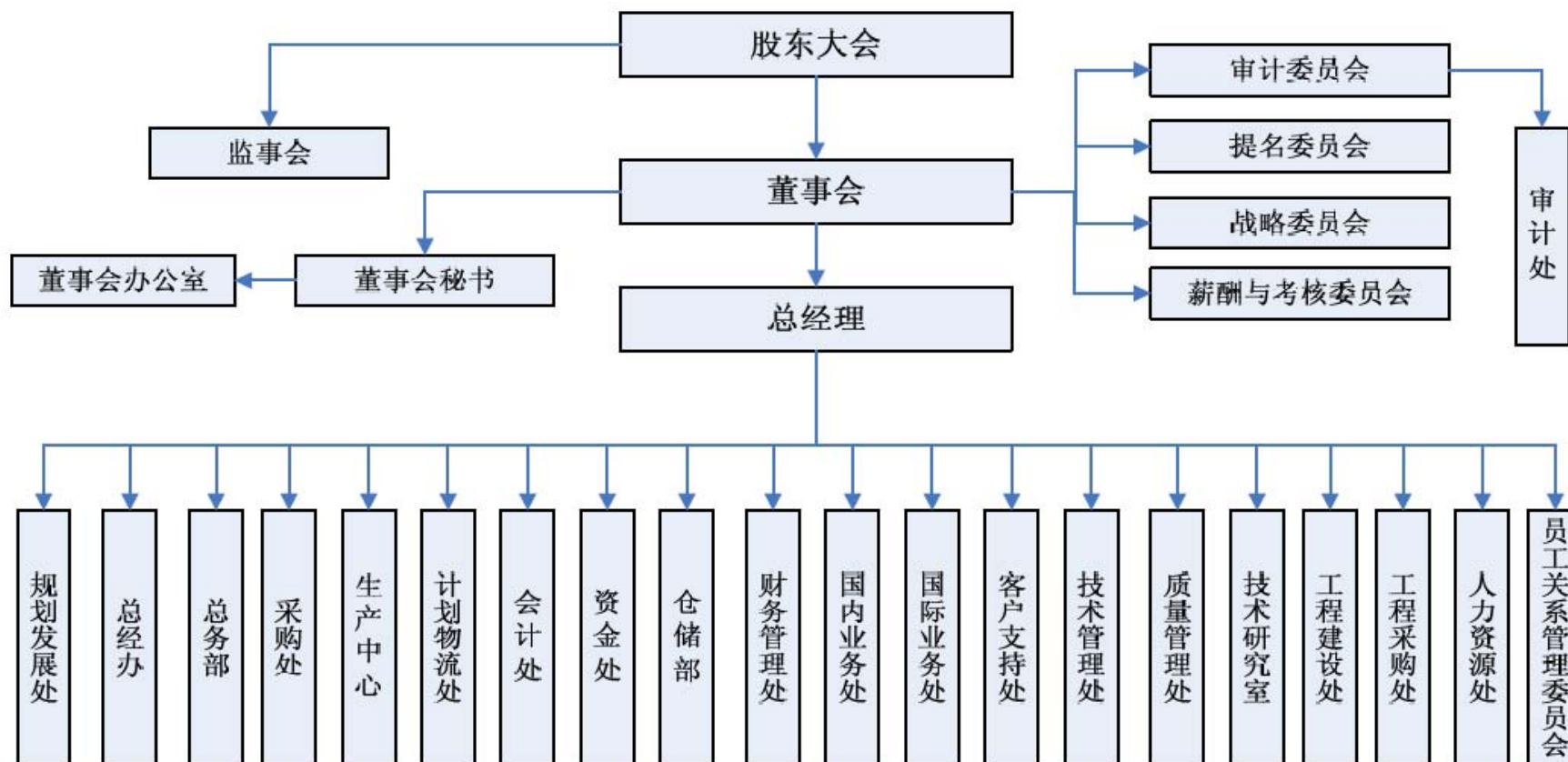
附件 3-2 现金流量表补充资料

项目	2009 年	2010 年	变动率 (%)
净利润	10538.35	44669.71	323.88
加：资产减值准备	1412.70	479.92	-66.03
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2762.75	5320.64	92.58
无形资产摊销	160.87	391.74	143.51
长期待摊费用摊销		4.32	
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)	52.77	52.44	-0.64
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	0.12	1.33	998.85
公允价值变动损失		-	
财务费用	2613.43	4086.13	56.35
投资损失	-324.13	-3173.59	879.12
递延所得税资产减少	-261.98	-52.84	-79.83
递延所得税负债增加		-	
存货的减少	-975.58	-2800.10	187.02
经营性应收项目的减少	-2848.71	17854.80	-726.77
经营性应付项目的增加	-4242.17	10681.94	-351.80
其他		-	
经营活动产生的现金流量净额	8888.44	77516.45	772.10
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3.现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	12895.60	58563.26	354.13
减：现金的期初余额	4280.82	12895.60	201.24
加：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	8614.78	45667.66	430.11

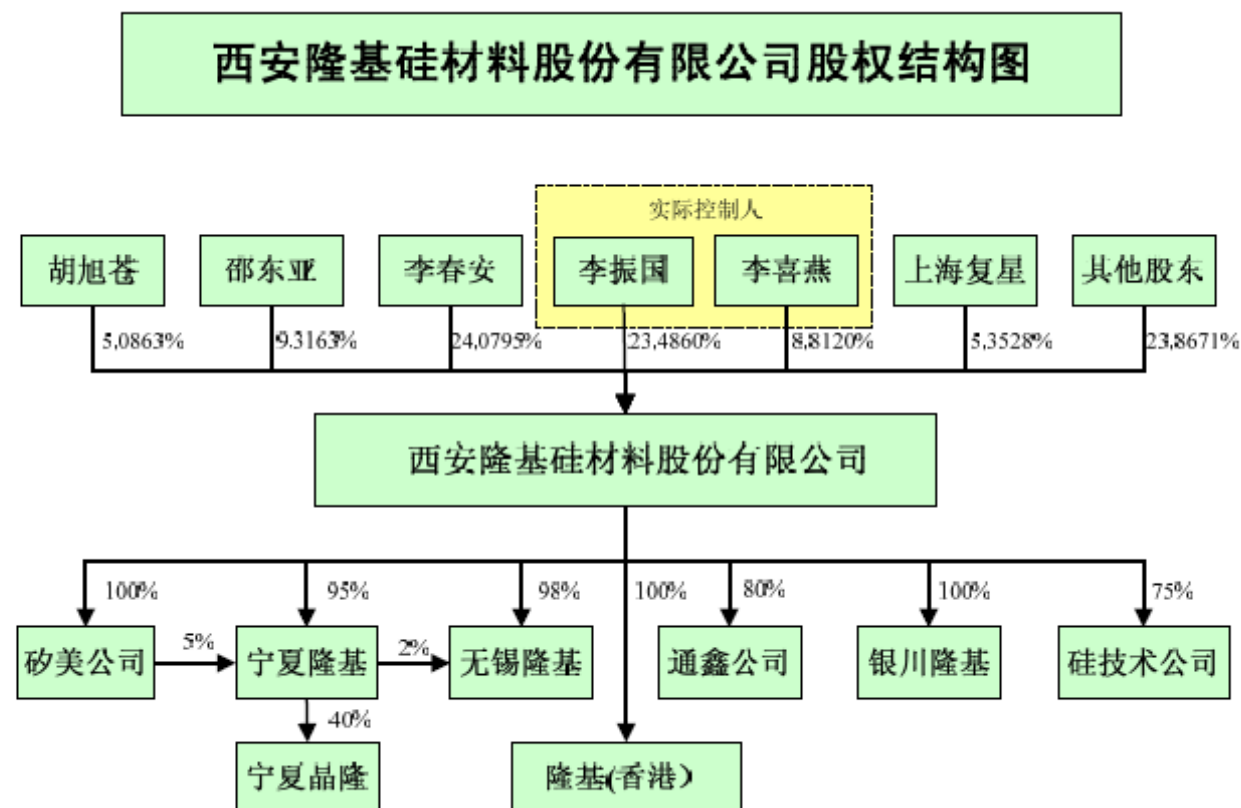
附件 4 主要财务指标

财务指标	2009 年	2010 年	2011 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	8.61	12.65	--
存货周转次数(次)	3.20	5.46	--
总资产周转次数(次)	0.70	0.95	--
现金收入比(%)	66.96	105.11	91.34
盈利能力			
营业利润率(%)	23.41	34.51	36.10
总资本收益率(%)	12.73	28.19	--
净资产收益率(%)	16.98	37.10	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	25.81	23.66	24.28
全部债务资本化比率(%)	39.93	28.45	37.40
资产负债率(%)	53.20	43.96	50.36
偿债能力			
流动比率(%)	135.18	176.96	131.76
速动比率(%)	97.36	140.14	86.95
经营现金流动负债比(%)	18.15	135.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.07	21.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.60	0.80	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.54	0.44	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-8.54	7.65	--

附件 5 公司组织结构图



附件 6 公司股权结构图



附件 7 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
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(非流动) 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

2007 年经营效率指标中平均应收账款净额、平均应收票据、平均存货净额、平均资产总额以 2007 年期末数代替。

附件 8 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