

跟 踪 评 级 公 告

联合[2012] 1341 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持“10 西安 SMECN1”信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日
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

集合票据发行企业	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 / 负面
西安通源石油科技股份有限公司	A / 稳定	A / 稳定
西安曲江文化旅游(集团)有限公司	A / 稳定	A / 负面
陕西合容电气电容器有限公司	BBB / 负面	BBB / 稳定
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：2012 年 12 月 31 日

分析师

潘诗湛 周 旭 仲大伟 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，国际经济复苏缓慢，中国经济增速有所回落，中小企业经营波动风险加大。景气度下降。为此，国家和地方政府不断出台相关扶持政策，为中小企业的持续发展提供支撑。

西安市文化和科技中小企业 2010 年度第一期集合票据大部分发行企业在跟踪期内保持了较为良好的发展势头，生产经营及财务状况保持平稳。但联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）关注到，个别发行企业受行业景气度下滑、下游需求疲软等因素，经营产生波动；债务负担持续加重，经营性净现金流持续弱化等因素对其偿债能力造成不利影响。

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“中债增进公司”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。联合资信评定，中债增进公司主体长期信用等级为 AAA，担保实力很强，其担保对本期集合票据的信用水平提升作用大。

综合看，本期集合票据不能按期还本付息的风险很低，联合资信维持“10 西安 SMECN1”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，本期集合票据发行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，经营及财务状况较为稳定。
3. 中债增进公司担保实力很强，其担保对本期集合票据信用水平提升作用大。

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，其中某一发行企业的兑付能力有可能发生变化。

2. 本期集合票据的发行企业全部为中小企业，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。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与西安市文化和科技中小企业 2010 年度第一期集合票据发行企业构成委托关系外，联合资信、评级人员与各发行企业不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于西安市文化和科技中小企业 2010 年度第一期集合票据发行企业主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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 家发行企业按照“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。本期集合票据发行企业和发行额度见表 1。

表 1 本期集合票据发行企业及发债额度

单位：万元

集合票据发行企业	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“中债增进公司”）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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，

外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在 2011 年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011 年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011 年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国 2011 年国民经济和社会发展统计公报》，2011 年国内生产总值 471564 亿元，比上年增长 9.2%。其中，第一产业增加值 47712 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 220592 亿元，增长 10.6%；第三产业增加值 203260 亿元，增长 8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 10.1%，第二产业增加值比重为 46.8%，第三产业增加值比重为 43.1%。

2011 年，中国全社会固定资产投资 311022 亿元，比上年增长 23.6%，扣除价格因素，实际增长 15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933 亿元，增长 23.8%；农户投资 9089 亿元，增长 15.3%。东部地区投资 130319 亿元，比上年增长 20.1%；中部地区投资 70783 亿元，增长 27.5%；西部地区投资 71849 亿元，增长 28.7%；东北地区投资 32687 亿元，增长 30.4%。2011 年，中国全年货物运输总量 369 亿吨，比上年增长 13.7%。货物运输周转量 159014 亿吨公里，增长 12.1%。

2012 年前三季度国民经济运行逐步趋稳，2012 年 1~9 月国内生产总值 35.35 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%。其中，一季度增长 8.1%，二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%。分产业看，第一产业增加值 3.31 万亿元，同比增长 4.2%；第二产业增加值 16.54 万亿元，增长 8.1%；第三产业增加值 15.50 万亿元，增长 7.9%。从环比看，三季度国内生产总值增长 2.2%，与 2011 年同期环比数相比下降 0.2 个百分点。2012 年前三季度固定资产投资平稳较快增长，前三季度固定资产投资（不含农户）256933

亿元，同比名义增长 20.5%(扣除价格因素实际增长 18.8%)，增速比上年加快 0.1 个百分点。分地区看，东部地区投资同比增长 18.4%，中部地区增长 25.8%，西部地区增长 24.1%。其中前三季度基础设施(不包括电力、热力、燃气及水的生产与供应)投资 38677 亿元，同比增长 10.2%，增速比上年加快 5.8 个百分点。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年上半年，全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同期增长 44.1%和 36.4%。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011 年年末，中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年低 6.1 个百分点。人

民币贷款余额同比增长 15.8%，增速比上年低 4.1 个百分点，比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月，央行 2 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至 2012 年 9 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 94.37 万亿元，同比增长 14.8%。截至 2012 年 9 月底人民币贷款余额 61.51 万亿元，人民币存款余额 89.96 万亿元。前三季度，新增人民币贷款 6.72 万亿元，同比多增 1.04 万亿元；新增人民币存款 9.03 万亿元，多增 9243 亿元。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、中小企业发展概况和区域经济环境

1. 中小企业发展概况

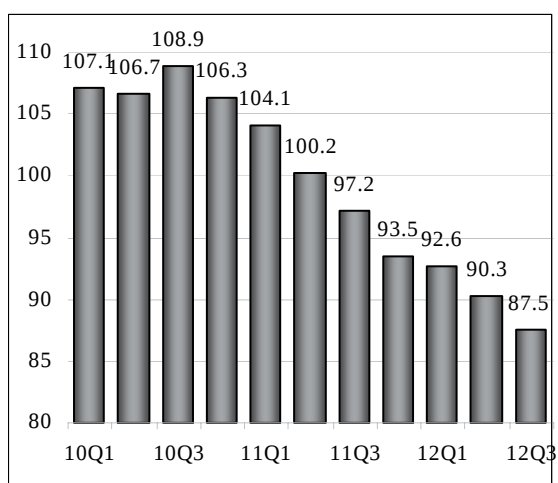
(1) 中小企业概况

中小企业是国民经济和社会发展的重要组成部分，其在促进经济增长、资源配置、技术

创新、吸纳就业等方面发挥了举足轻重的作用。以 2010 年统计数据为例，2010 年底全国工商登记中小企业超过 1100 万家，其中工业企业中，全国规模以上中小企业工业增加值占规模以上企业增加值的 69.10%，实现税金占规模以上税金总额的 54%。中小企业已经成为中国经济发展、市场繁荣和就业扩大的主要促进力量。

中小企业一般业务结构相对单一，适应能力强、灵活的经营机制以及良好的发展潜力是其立足市场的重要基础。但同时中小企业也存在成立时间较短、经营规模较小、控制资源有限、内控机制不健全等问题，一定程度上加大了企业的经营风险，其对宏观经济环境有着更强的敏感性。

图 1 2010 年以来中国中小企业发展指数



资料来源：中国中小企业协会

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，国内中小企业也受到了较大程度的冲击。2009年以来，中小企业景气度受外部经济环境逐步回暖，2010年第三季度在中国经济增长速度逐步回落的宏观形势下，处于市场经济弱势地位的中小企业发展的景气状况出现逐步下滑的趋势。2011年以来，原材料价格上涨、劳动力成本上升、国际市场动荡不定的多重压力，央行多次上调存款准备金率导致融资更加艰难等因素，使国内中

小企业步履维艰。2012年中小企业经济发展外部环境逐步恶化，2012年三季度中小企业发展指数跌落到87.5，目前仍存在着下行压力。根据中小企业协会的数据显示，从2010年第三季度开始至2012年第三季度，中国中小企业发展指数直线下降，面临的经营风险加大。

（2）政策环境及发展现状

中国政府历来高度重视中小及民营经济发展，“十五”期间，中国扶持和促进中小企业发展的第一部专门法律——《中华人民共和国中小企业促进法》正式颁布实施，中小及民营企业进入了一个里程碑式的发展阶段。2008年以来，为了应对宏观经济的冲击，中央政府密集出台了一系列针对中小企业的发展举措和政策，陆续颁布了《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126号）、《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》（国发〔2009〕36号）和《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（国发〔2010〕13号）等政策文件，其中对营造有利于中小企业发展的良好环境，缓解中小企业融资困难，加大对中小企业的财税扶持力度以及加快中小企业技术进步和结构调整等方面都作了具体说明和指导。

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。为支持中小企业发展，2011年12月，财政部和工信部印发《政府采购促进中小企业发展暂行办法》，2012年起各部门30%以上政府采购应面向中小企业。

2012年4月,国务院发布了关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》(国发〔2012〕14号),提出进一步加大财税支持,同时将2012年中小企业专项资金规模扩大到141.7亿元,并向小型微型企业和中西部地区倾斜;中央财政安排150亿元资金,依法设立国家中小企业发展基金,引导地方、创业投资机构及其他社会资金支持处于初创期的小型微型企业。

总体来看,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。为此,政府在出台一系列在融资、财税等方面政策,一定程度上缓解了中小企业压力。

2. 西安市经济发展概况

2011年西安市经济发展概况

2011年西安市实现生产总值(GDP)3864.21亿元,比上年增长13.8%,分产业看,第一产业增加值173.14亿元,增长6.7%;第二产业增加值1697.16亿元,增长16.4%;第三产业增加值1993.91亿元,增长12.1%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为4.5%,第二产业增加值比重为43.9%,第三产业增加值比重为51.6%。

2011年西安市全市财政总收入达到649.88亿元,增长27.3%;地方一般预算收入首次突破300亿元,达到318.55亿元,增长31.7%。其中税收完成261.51亿元,占一般预算收入的82.1%。

2011年西安市全部工业增加值1189.61亿元,比上年增长16.2%。规模以上工业增加值1012.58亿元,增长17.2%。其中,轻工业增加值212.26亿元,增长14.6%,重工业增加值800.32亿元,增长18.0%。全年规模以上工业中,通用设备制造业增长19.5%;专用设备制造业增长26.0%。六大高耗能行业中化学原料及化学制品制造业增长25.1%;有色金属冶炼及压延加工业增长43.2%;石油加工、炼焦及核燃料加工业增长8.4%。

2011年西安市全年全社会固定资产投资3352.12亿元,比上年增长30.2%,扣除价格因素,实际增长23.5%。在全市固定资产投资中,第一产业投资72.23亿元,增长22.2%;第二产业投资483.67亿元,增长21.3%,其中,工业投资398.99亿元,增长18.5%;第三产业投资2723.71亿元,增长31.8%。

2012年前三季度西安市经济运行情况

2012年前三季度西安市经济保持了平稳较快发展,据初步统计,2012年前三季度西安市全市生产总值2806.72亿元,按可比价格计算同比增长10.5%。分产业看,第一产业增加值113.19亿元,同比增长5.5%;第二产业增加值1187.59亿元,增长10.7%;第三产业增加值1505.94亿元,增长10.7%。

前三季度,西安市地方财政一般预算收入291.94亿元,增长23.5%;地方财政一般预算支出402.71亿元,增长24.2%。

2012年前三季度西安市工业经济增速趋缓,前三季度,规模以上工业增加值795.21亿元,同比增长11.6%,较上半年回落0.9个百分点,增速高于全国1.6个百分点。其中,规模以上装备制造业实现工业增加值415.87亿元,增长13.1%,增速高于全市1.5个百分点。

固定资产投资较快增长,房地产增速加快,2012年前三季度西安市全市固定资产投资(不含农户)2806.17亿元,增长27.6%。分产业看,第一产业投资74.18亿元,增长42.7%;第二产业投资437.24亿元,增长36.8%,其中,工业投资392.50亿元,增长48.6%;第三产业投资2294.75亿元,增长25.5%。前三季度,房地产开发完成投资861.59亿元,同比增长17.1%。

3. 陕西省中小企业扶持政策

陕西省政府于2012年6月出台《关于进一步支持中小微企业发展的实施意见》(以下简称“意见”),进一步促进陕西省小微企业健康发展。

意见中计划从 6 个方面为山西省内中小微企业发展。财税支持方面，将进一步落实税收优惠政策、加大财政支持、完善融资激励、加大政府采购；金融支持方面，将扩大信贷投入、推进信贷创新健全金融服务体系、拓宽资本市场融资渠道、加强担保体系建设、规范金融服务、激活民间资金、发挥保险作用、优化金融服务环境；支持中小微企业转型发展方面，实施“百千万”成长工程、提升自主创新能力、推进信息化、实施知识产权战略推进工程、加快淘汰落后产能等；完善公共服务方面，将加强服务平台建设、提升管理水平、帮助企业开拓市场、为企业开发适用人力资源；推动全民创业方面，鼓励各类群体创业、支持创业基地建设、统筹解决用地需求；优化发展环境方面，计划减轻企业负担、改善通关服务、建立运行监测体系、营造发展氛围等。

总体看，近年来西安市经济稳定增长，同时陕西省全省境内推行的中小微型企业鼓励政策将为区域内企业提供良好的政策扶持，区域内中小企业外部发展环境良好。

五、发行企业主体长期信用

跟踪期内，联合资信对本期集合票据的 5 家发行企业的主体长期信用进行了跟踪分析，具体分析参见各发行企业的《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。

表 2 本期集合票据发行企业主体长期信用

集合票据发行企业	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/负面
西安通源石油科技股份有限公司	A-/稳定	A-/稳定
西安曲江文化旅游（集团）有限公司	A-/稳定	A-/负面
陕西合容电气电容器有限公司	BBB/负面	BBB/稳定
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

本期跟踪中，5 家主体长期信用等级未发生调整，2 家发行企业评级展望由稳定调整为负面，1 家发行企业评级展望由负面调整为稳定，另 2 家企业评级展望未发生调整。

西安隆基硅材料股份有限公司（以下简称“隆基硅”）跟踪期内受益于 A 股上市，资本结构得到改善，债务负担显著下降；但同期，受下游需求萎缩及产品价格大幅波动影响，整体盈利水平出现大幅下滑。考虑到光伏产能过剩的行业现状以及海外需求萎缩短期内难以得到迅速扭转，公司短期经营压力增大。联合资信对隆基硅的评级展望由稳定调整为负面。

西安曲江文化旅游（集团）有限公司（以下简称“曲江文旅”）跟踪期内随着所属景区及地产项目的开发建设，资产规模及收入规模随之快速增长；但受曲江文旅为实现下属优质旅游资产借壳上市，重组以现金方式收购长安信息产业（集团）股份有限公司并承接其所有债务影响，曲江文旅归属于母公司所有者权益规模大幅下降，再加之债务规模快速上升，整体债务负担显著加重。未来，曲江文旅资本支出还将继续保持较大规模，下属子公司借壳上市成功所带来的直接融资渠道一定程度能缓解公司资金压力，但银行信贷等外部融资渠道的通畅程度对公司整体经营状况稳定性影响很大。联合资信对曲江文旅评级展望由稳定调整为负面。

陕西合容电气电容器有限公司（以下简称“合容电气”）受股东减资影响，权益规模下降，资本结构有所弱化；为满足业务规模不断增大的资金需求，短期债务规模显著增长，但整体债务水平适中。跟踪期内，合容电气生产状况平稳，主要产品产销稳定，继续保持较强的盈利能力。随着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良好。联合资信对合容电气评级展望由负面调整为稳定。

六、担保能力分析

1. 担保条款

中债增进公司为本期集合票据5家发行企业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消的连带责任担保。

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

中债增进公司成立于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，中债增进公司的股东背景和资本实力强大。

中债增进公司经营范围包括：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。

中债增进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。目前中债增进公司共有员工106人，其中拥有硕士及以上学历的员工比重约87%。

截至2011年底，公司资产总额92.04亿元，负债总额26.04亿元，所有者权益66.00亿元。2011年，公司实现各项营业收入6.60亿元，净利润4.01亿元。

截至2012年3月底，公司资产总额93.45亿元，负债总额25.74亿元，所有者权益67.71亿元。2012年1季度，公司实现营业收入2.02

亿元，净利润1.06亿元。

中债增进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，中债增进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。基于中债增进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增进公司主体信用等级为AAA。

本期集合票据发行额度(2.21亿元)占2012年3月底中债增进公司资产总额的2.36%、所有者权益的3.26%，所占比例较低；立即偿付本期集合票据对中债增进公司影响很小。

七、结论

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[2012] 1342 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A的主体长期信用等级，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
二零一二年十二月三十一日



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: 负面
上次评级结果: A 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 31 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 6 月
现金类资产(亿元)	1.62	6.14	5.20	17.60
资产总额(亿元)	13.26	21.48	31.70	49.47
所有者权益(亿元)	6.21	12.04	14.95	29.95
短期债务(亿元)	1.97	1.06	6.58	10.19
全部债务(亿元)	4.13	4.79	12.71	15.43
营业收入(亿元)	7.65	16.52	20.18	7.98
利润总额(亿元)	1.03	5.15	3.30	0.34
EBITDA(亿元)	1.49	6.00	4.92	--
经营性净现金流(亿元)	0.89	7.75	-1.11	-0.39
营业利润率(%)	23.41	34.51	23.46	17.29
净资产收益率(%)	16.98	37.10	19.19	--
资产负债率(%)	53.20	43.96	52.86	39.45
全部债务资本化比率(%)	39.93	28.45	45.95	33.99
流动比率(%)	135.18	176.96	119.81	206.08
全部债务/EBITDA(倍)	2.76	0.80	2.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.75	21.71	10.76	--
经营现金流流动负债比(%)	18.15	135.69	-10.58	--

注: 2012 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”)于2012年4月在A股上市, 资本结构有所改善, 债务负担下降。但联合资信也关注到, 近年来产能快速扩张导致光伏行业产能过剩, 海外市场补贴减少导致出口需求下降, 致使行业景气度显著下滑, 全行业盈利水平出现大幅下降。此外, 产成品价格波动大、存货规模大、经营效率降低等因素也对公司信用水平带来不利影响。

太阳能作为清洁能源, 长期发展前景广阔。但是, 光伏行业产能过剩、海外市场需求不振等问题短时间内难以得到迅速扭转, 公司短期经营压力较大。联合资信对公司的评级展望为负面。

优势

1. 跟踪期内, 公司成功上市, 权益资本得以充实。
2. 公司经营活动现金流入量对“10西安中小企业集合票据”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. 受主要产成品价格波动影响, 公司盈利水平显著下滑。
3. 公司库存规模较大, 存在存货跌价风险。
4. 公司收入实现质量较差, 经营性净现金流波动较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与西安隆基硅材料股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与西安隆基硅材料股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因西安隆基硅材料股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由西安隆基硅材料股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于西安隆基硅材料股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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2011年底，公司注册资本22418万元；2012年4月11日，公司发行的A股股票在上海证券交易所上市（股票简称“隆基股份”，股票代码：601012），共计发行7500万股，募集资金15.13亿元。截至2012年6月底，公司注册资本53852.40万元，其中李振国持有公司17.60%股份，李喜燕持有公司6.60%股份，二人为夫妻关系，合计持有公司23.20%股份，为公司实际控制人。

表1 截至2012年6月底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	9716.65	18.04%
李振国	9477.15	17.60%
邵东亚	3759.34	6.98%
李喜燕	3555.85	6.60%
上海复星	2160.00	4.01%

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2012年6月底，公司设有质量管理部、技术管理部、会计处、人力资源处等20个职能部门，下设8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）贸易有限公司及金坛通鑫半导体辅料有限公司）。

截至2011年底，公司合并资产总额31.70亿元，所有者权益（含少数股东权益0.26亿元）14.95亿元；2011年公司实现营业收入20.18亿元，利润总额3.30亿元。

截至2012年6月底，公司合并资产总额49.47亿元，所有者权益（含少数股东权益0.28亿元）29.95亿元；2012年1~6月，公司实现营业收入7.98亿元，利润总额0.34亿元。

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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。

根据国家统计局公布的数据，2012年1~9

月GDP实现353480亿元，同比增长7.7%。2012年1-9月份，固定资产投资（不含农户）256933亿元，同比增长20.5%，比1-8月份提高0.3个百分点，而其中中央项目投资同比增长2.3%；地方项目投资同比增长21.8%。1-9月，全国房地产开发投资51046亿元，同比增长15.4%，较1-8月回落0.2个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011年全年公共财政收入103740亿元，比上年增加20639亿元，增长24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融

资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月，央行3次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末，广义货币供应量（M2）94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量（M1）28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

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。自2011年开始，各光伏主要市场国光伏政策刺激效果显现，根据EPIA（欧洲光伏产业协会）统计，2010年和2011年，全球光伏发电安装量分别达到为16.6GW和27.7GW，同比分别增长128.97%和67.00%。

在相关补贴政策支持下，全球范围内光伏发电成本下降迅速，因此各国开始考虑减少补贴以减轻财政负担，同时保证投资者合理的投资回报率。2011年以来不断加重的欧债危机使得下游电站投资者融资难度加大，光伏电站装机容量增速显著放缓，供需失衡引发全产业链产品价格出现不同幅度下滑，以组件出口为主的中国光伏产业受到较大的影响，行业内盈利状况快速恶化。此外，美国2011年11月对中国光伏生产企业展开了“双反”调查并于2012年5月做出初裁，对中国出口的电池组件征收30%~250%的反倾销关税。本次反倾销关税的征收降低了中国光伏组件出口产品的国际竞争优势，限制了中国光伏组件在美国市场的扩张速度。

晶体硅太阳能电池一直是主流产品，2011年，随着多晶硅原料的垄断格局被打破，硅料供给大幅增长，成本大幅下降，上游原材料价格的回归理性也将带动晶体硅太阳能电池产能的扩增。由于多晶硅生产工艺复杂，国内多晶硅需求多通过进口满足。2011年，中国总计进口多晶硅64613.86吨，同比增长36.00%，其中，从韩国进口21361吨，同比增长89.47%，自美国进口仅次于韩国，达到17476.32吨。

多晶硅产业在中国的发展史很短，目前，国内已建成稳定投产的规模以上的多晶硅项目达到43家，2011年总产能14.5万吨，由世界第四跃居到第一。其中，保利协鑫、江西赛维、洛阳中硅、重庆大全等四家位居全球前十大多晶硅企业的规模占据了国内总产能的70%。由于中国晶体硅太阳能电池应用市场尚未完全启动，应用市场需求量较小，因此中国晶体硅太阳能电池90%以上都销往欧洲、美国、日本等

主要应用市场。

目前，韩国出口中国的硅料，最低售价为23~25美元/公斤，而在国内市场上，只有中能硅业、赛维LDK的多晶硅成本在25美元/公斤上下，大部分多晶硅企业的成本在35美元/公斤以上。因此，除保利协鑫和江西赛维已经具备国际水平外，大部分国内企业则不具备竞争力，成本的差异加剧了行业竞争和产能过剩。

从价格看，2011年初国内多晶硅厂家参考报价665000元/吨，2011年末市场参考报价240000元/吨，整体跌幅为63.91%，年度最大跌幅达66.67%。2011年国内多晶硅市场大体分3个阶段：第一阶段：1~5月高位震荡运行期，市场价格居高不下；第二阶段：6~10月多晶硅市场价格急转直下，市场报价跌破成本，成交零星；第三阶段：11~12月多晶硅价格跌至谷底，国内约9成多晶硅厂家限产、停产，陷入“无行市”窘境。

进入2012年，多晶硅行业景气度进一步下滑。从价格来看，12月初，国内多晶硅一级料主流成交价为110-115元/公斤，已跌破成本线。二、三级的多晶硅价格更低，三级多晶硅的售价甚至在100元/公斤以下。而国外多晶硅市场价格也在继续走跌，现货均价目前在每公斤17到18美元。粒状硅的报价甚至低于14美元/公斤。2012年多晶硅产业情况进一步恶化，产量出现负增长，停产企业数量达到近90%，目前仅有小部分企业继续维持生产。

从未来需求看，光伏行业仍具备较好的投资前景，目前组件价格下跌使得光伏发电综合成本得以降低，电站运营成本进一步降低，电站投资更具备吸引力。行业需求有望随整体经济形势的回暖而快速回升。

从中国光伏生产企业的本土市场看，中国光伏装机容量有望实现快速增长，促使行业的健康发展。2011年12月，中国可再生能源规划目标确定，上调到2015年国内光伏装机规划，由10GW上调至15GW。2012年6月，国家对“十二五”期间装机容量规模进一步上调至21GW。截至2011年11月，中国光伏发电装机量仅约为

1.5GW，未来几年内，中国光伏市场需求将呈现爆发式增长。

从太阳能光伏出台的“十二五”发展规划看，发展导向上鼓励中国光伏企业进一步扩大经营规模，形成一批具有较强的规模化竞争优势的光伏生产企业。同时注重技术创新降低综合发电成本。同时太阳能光伏产业的发展符合中国能源供应保障、建设低碳社会、推动经济结构调整的总体政策导向，“十二五”期间将面临较好的发展前景、实现快速发展。

总体看来，中国已成为世界太阳能电池生产大国，规模化和产业链成为行业发展趋势，国内太阳能优秀企业市场占有率较高，未来可能形成市场两极分化的局面。

行业关注

①光伏行业主要依靠各国补贴政策，政策的调整变动将对行业利润水平和整体发展造成较大影响。②晶硅太阳能电池上游原材料价格波动大对生产企业成本控制造成较大影响。

五、管理分析

跟踪期内，公司组织结构、管理制度及高层管理人员无重大变化。

六、经营分析

2011年，公司营业收入合计20.18亿元，较2010年增长22.14%。从收入结构来看，2011年销售结构与上年相比变化不大。其中单晶硅片一直是公司的主流产品，2011年销售收入占70.05%，较上年减少0.05个百分点；受托加工占22.10%，较上年提升0.48个百分点；单晶硅棒占3.42%，多晶硅料占1.23%，其他业务占比3.19%。2012年1~6月，公司实现营业收入79843.28万元，受托加工占3.52%，下降较快；单晶硅片收入占比至89.63%。

利润方面，2011年公司综合毛利率23.72%，较上年下降10.97个百分点，主要由于德国和意大利等国调整补贴政策影响，使得光伏最大市场欧洲市场出现需求及价格大幅调整，并逐步向上倒逼产业链上游各环节的情况。公司主要产品单晶硅片的价格也出现较大幅度的下降，导致单晶硅片毛利率大幅下降14.65个百分点。委托加工由于行业景气度不高，收入减少，利润率下降较大。2012年1~6月，公司整体毛利润率为17.42%，较上年同期下降6.30个百分点。

表1 2010~2012年6月公司主要业务板块经营情况

项目	营业收入（万元）			毛利率		
	2010年	2011年	12年1~6月	2010年	2011年	12年1~6月
多晶硅料	1967.71	2490.83	844.57	7.21%	1.34%	-12.30%
单晶硅棒	6480.29	6905.54	2788.65	33.15%	23.36%	7.56%
单晶硅片	115834.97	141359.26	71565.34	34.34%	19.69%	18.06%
受托加工	35721.64	44600.03	2800.78	38.09%	36.75%	15.99%
其他	5221.19	6443.26	1843.94	31.45%	31.02%	23.43%
合计	165225.80	201798.92	79843.28	34.69%	23.72%	17.42%

资料来源：公司提供

2011年，公司在多晶硅行业不景气的情况下实现营业收入20.18亿元，较上年增长22.14%，主要由于公司凭借领先的成本控制优势和技术优势，获得了较多订单，通过以量补

价方式继续保持增长了趋势。公司单晶硅片销量2011年大幅增长49%，但由于价格下跌影响（2011年，公司单晶硅片均价13.36元/片，较2010年16.29元/片下降17.99%）。单晶硅片营业

收入增幅仅为22.11%。2012年1~6月,公司单晶硅片销售收入7.16亿元,为2011年全年的50.63%;毛利润1.29亿元,为2011年全年的46.44%。

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。2011年度,随着扩充产能的不断释放,公司受托加工业务收入延续了之前的增长趋势,全年受托加工收入达到4.46亿元,较2010年度增长24.85%,受托加工业务主要为受托加工硅片和硅棒加工业务。主要受托加工业务包括:为无锡尚德及其关联方切割硅片,受托加工收入为2.24亿元;为MEMC切割硅片,受托加工收入为1.05亿元;为韩国SHINSUNG HOLDINGS CO,LTD切割硅片,受托加工收入为0.71亿元;为中电电气切割硅片,受托加工收入为0.24亿元。2012年,由于市场需求进一步减少,公司加工业务收入大幅下降。2012年1~6月,公司受托加工收入0.28亿元,为2011年全年的6.28%;毛利润0.05亿元,为2011年全年的3.11%。

公司的其他业务包括聚乙二醇、碳化硅粉、辅料等生产,为公司控股子公司通鑫公司的产品,该公司于2009年2月开始投产。

从客户集中看,2011年公司前五大客户为无锡尚德及其关联方、MEMC、江苏顺风光电科技有限公司、SHINSUNG HOLDINGS CO,LTD、Sunrise Global Solar Energy,公司前五大客户的销售占比由2010年51.85%上升至2011年62.23%,客户集中度有所上升,主要由于2011年相关产品需求下降,订单向部分大中型企业集中所致。

总体看,跟踪期内,公司主要产品价格波动较大,但公司通过成本控制和技术优势,获得较多订单,通过以量补价方式使销售收入规模稳定增长,但毛利率持续下降。由于光伏行业产能过剩,主要海外市场光伏产品需求不振,光伏行业景气度短期内难以好转,公司未来经

营压力较大。

公司未来主要投资项目为对银川隆基年产500MW单晶硅棒/片建设项目,规划总投资13.70亿元。2012年4月11日,公司发行7500万股,募集资金主要用于该项目。截至2012年6月底,公司已经投入资金3.96亿元。

总体看,公司未来投资规模较大,但公司通过A股上市募集资金,基本能够满足投资需求,因此公司对偿债压力影响不大。

七、重大事项

2012年4月11日,公司发行的A股股票在上海证券交易所上市(股票简称“隆基股份”,股票代码:601012),共计发行7500万股,募集资金15.13亿元,募集的资金将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。

2012年6月29日,公司根据股东大会决议,按发行后总股本29918万股为基数,向全体股东每10股派发现金1.5元(含税);同时以总股本29918万股为基数,以2011年度资本公积金向全体股东每10股转增股本8股。

八、募集资金使用情况

“10 西安中小集合票据”公司发行额度5000万元,期限为3年,主要用于补充公司生产经营所需营运资金以及偿还贷款、调整公司债务结构。目前募集资金已按规划全部投入。

九、财务分析

公司2011年财务报表经中瑞岳华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2012年上半年财务数据未经审计。

截至2011年底,公司资产总额31.70亿元,所有者权益(含少数股东权益0.26亿元)14.95亿元;2011年公司实现营业收入20.18亿元,

利润总额 3.30 亿元。

截至 2012 年 6 月底，公司资产总额 49.47 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.28 亿元）29.95 亿元；2012 年 1~6 月，公司实现营业收入 7.98 亿元，利润总额 0.34 亿元。

1. 盈利能力

2011 年公司实现营业收入 20.18 亿元，较 2010 年增长 22.14%。2011 年公司营业成本增长 42.65%，大幅高于营业收入同步增长，同期公司营业利润率由 2010 年 34.51% 下降至 23.46%。2011 年，公司营业利润合计 2.94 亿元，较 2010 年下降 39.58%，主要是公司单晶硅片受市场因素影响，价格下降较大所致。跟踪期内，公司期间费用占比由 2010 年 6.67% 上升至 2011 年 8.50%，主要为管理费用增长所致。2011 年，公司资产减值损失 0.24 亿元，较上年增长 407.19%，主要为存货跌价准备；跟踪期内，公司投资收益 0.17 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益（宁夏晶隆石英有限公司）0.17 亿元。2011 年公司营业外收入主要为政府补贴 0.35 亿元。从盈利指标看，2011 年总资本收益率和净资产收益率分别为 12.03% 和 19.19%，较上年分别减少 13.97 个百分点和 17.91 个百分点。

2012 年 1~6 月，公司实现营业收入 7.98 亿元，较上年同期下降 19.78%，营业利润率 17.29%。由于管理费用及财务费用增长较快，公司 2012 年上半年利润总额 0.34 亿元，较上年同期下降 87.02%，利润规模较上年大幅下降。

跟踪期内，公司主要产品受行业影响价格下降较快，导致营业收入及盈利规模大幅下降。未来，光伏行业产能过剩，需求不振的形势短期内难以得到根本性扭转，公司短期内经营压力较大。

2. 现金流及保障

2011 年，公司销售商品和提供劳务收到的现金为 14.68 亿元，同比下降 15.47%，低于收入增幅，主要由于公司应收账款及应收票据增长

较快所致。2011 年经营活动产生的现金流入量为 15.65 亿元，同比下降 14.94%。2011 年公司现金收入比下降至 72.74%，2012 年 1~6 月为 75.21%，公司整体的收入实现质量较差。2011 年，公司收到其他与经营活动有关的现金主要为政府扶持款，同期支付其他与经营活动有关的现金主要为保证金及运杂费等。2011 年和 2012 年上半年，公司经营活动产生的现金流净额分别为 -1.11 亿元和 -0.39 亿元。

2011 年公司投资活动现金流入及流出分别为 0.04 亿元和 5.92 亿元，分别下降 94.05% 和 4.97%。2011 年投资活动现金流出主要是购建固定资产等支付的现金。2011 年公司投资建设无锡年产 250MW 单晶硅片项目、银川年产 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。2012 年上半年公司投资活动现金流出合计 1.44 亿元，公司投资支付的现金主要为系对 Silevo, Inc. 的投资款，投资活动现金流量净额为 -0.04 亿元。

筹资活动方面，2011 年公司筹资活动现金流入及流出分别为 5.86 亿元和 2.85 亿元，同比分别下降 4.30% 和 22.45%，2011 年公司筹资活动现金流入规模较大，主要由于公司收到其他与筹资活动有关的现金（公司收到的融资租赁款，体现在长期应付款科目）增长所致；同期，公司支付其他与筹资活动有关的现金增长较快，主要为担保保证金及融资租赁资产的租金。2012 年上半年，公司筹资活动流量净流入 15.74 亿元，主要来自公司上市募集资金。

总体看，受行业需求不振影响，公司经营活动获现能力下降较大，虽然近年投资规模较为稳定，但公司经营活动产生的现金流无法覆盖投资需求，公司筹资压力增大。未来，由于光伏行业难以短期内回暖，公司经营活动获现能力预计将进一步下降。

3. 资本、债务及所有者权益结构

截至 2011 年底，公司资产总额合计 31.70 亿

元，较上年增长47.57%，其中流动资产合计占39.52%，非流动资产合计占60.48%。公司资产以非流动资产为主。

截至2011年底，公司流动资产合计12.53亿元，较上年增长23.95%，增长主要来自应收账款和存货的增加。

截至2011年底，公司货币资金1.86亿元，较2010年下降68.28%，主要由于其他货币资金减少所致；同期，公司应收票据3.35亿元，较上年增长3.07亿元，主要由于下游客户资金紧张，票据结算方式增加。

截至2011年底，公司应收账款1.87亿元，较2010年增长128.92%，主要由于公司为扩大产销规模而放宽信用政策所致，账期基本均在1年以内。公司前五大欠款单位为中电电气（南京）半导体材料有限公司（0.36亿元）、无锡尚德太阳能电力有限公司及其关联方（0.27亿元）、SHINSUNG HOLDINGS CO.,LTD（0.15亿元）、西安黄河光伏科技股份有限公司（0.10亿元）和昱晶能源科技股份有限公司（0.09亿元），欠款总金额为公司应收账款的51.87%，欠款客户集中度较高。公司共计提坏账准备0.10亿元，由于光伏行业运营风险增加，公司坏账准备计提比例有待提升。

截至2011年底，公司预付款项0.61亿元，主要为预付峨眉半导体材料厂等供应商采购款。同期，公司其他应收款0.71亿元，主要为押金及往来款等。

截至2011年底，公司存货4.14亿元，占资产总额的13.05%，其中以原材料（占47.05%）、在产品（占24.96%）及库存商品（占26.47%）为主；存货较2010年增长96.63%，主要由于在产品及库存商品增加所致，公司共计提存货跌价准备0.17亿元，计提比例4.10%。由于近年光伏产品价格波动较大，公司存货跌价准备有待提升。

非流动资产方面，2011年公司非流动资产合计19.17亿元，较上年增长68.57%。主要是固定资产变动所致。截至2011年底，公司固定资

产15.66亿元，较上年增长125.01%，主要系公司在建项目部分结转所致。截至2011年底，公司在建工程1.72亿元，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。

截至2012年6月底，公司资产总额49.47亿元，其中流动资产合计占58.81%，非流动资产合计占41.19%，受公司上市募集资金到账影响，流动资产占比上升迅速。

截至2012年6月底，公司货币资金15.93亿元，较上年增长757.33%，主要系公司上市募集资金到账所致；公司应收账款3.47亿元，较上年末增长85.29%，主要系公司为扩大产销规模而放宽信用政策所致；同期，公司存货6.94亿元，较上年末增长67.87%，主要由于生产规模扩大，采购及在线量增加。总体而言，公司上跟踪期内上市募集大量资金，因此流动资产占比迅速上升，但公司应收账款及存货规模增长较快，存货规模较大。

截至2011年底，公司负债总额合计16.76亿元，较上年增长77.44%，其中流动负债占62.41%，非流动负债占37.59%。增长主要来自短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和长期应付款的增加。

截至2011年底，公司流动负债10.46亿元，较上年增长83.08%。其中，公司短期借款3.16亿元，较上年增加2.80亿元；公司应付票据1.41亿元，较上年增加1.21亿元；跟踪期内，公司预收账款0.94亿元，较上年下降60.72%；截至2011年底，公司其他应付款2.12亿元，较上年增加1.02亿元，主要系应付设备款及工程款增长所致。

截至2011年底，公司非流动负债6.30亿元，较上年增长68.80%，主要由于长期应付款增长所致。截至2011年底，公司长期应付款4.27亿元，主要系公司应付融资租赁金。

截至2012年6月底，公司负债总额合计19.52亿元，其中流动负债14.12亿元（占72.33%），非流动负债5.40亿元（占27.67%）。

公司短期借款较上年末有所上升，为7.62亿元。总体看，公司流动负债占比有所上升。

公司有息债务增长较快，2011年为12.71亿元，其中短期债务51.75%，长期债务占48.25%；跟踪期内，公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年有所增加，分别为52.86%和45.95%；截至2012年6月底，公司有息债务增长至15.43亿元，资产负债率和全部债务资本化比率由于公司上市补充资本有所下降，分别为39.45%和33.99%；公司整体债务负担适宜。

截至2011年底，公司所有者权益合计14.95亿元，较2010年增长24.15%，增长主要来自公司自身经营带来的未分配利润的增加。截至2011年底，在归属于母公司的所有者权益中，实收资本占15.27%，资本公积占17.76%，盈余公积占1.39%，未分配利润占65.59%。

截至2012年6月底，受公司成功上市融资补充资本及公积金转增股本影响，公司所有者权益合计29.95亿元，较上年末增长100.40%。在归属于母公司的所有者权益中，实收资本占18.15%，资本公积占49.18%，盈余公积占0.69%，未分配利润占31.98%。公司所有者权益稳定性尚可。截至2012年6月底，公司实收资本5.39亿元，较上年末增长140.22%，主要由于上市发行新股7500万股，6月份资本公积转增股本23934.4万股所致；同期，公司资本公积14.60亿元，较上年增长459.73%，主要系上市发行新股产生股本溢价所致。

总体看，公司资产以非流动资产为主，受公司A股上市影响，货币资金占比较大，但公司存货及应收账款规模上升较快；公司权益结构稳定性尚可，债务规模增幅较大。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至2011年底，公司流动比率和速动比率分别为119.81%和80.26%较上年分别下降57.15个和59.88个百分点；截至2012年6月底，公司流动比率和速动比率分别为206.08%和156.90%。截至2011年底，公司货币

资金1.86亿元，截至2012年6月底，公司货币资金15.93亿元，公司货币资金较为充足。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2011年公司EBITDA为4.92亿元，较上年下滑18.00%，公司全部债务/EBITDA指标均较2010年有所上升。2011年，公司EBITDA利息保护倍数和全部债务/EBITDA分别为10.76倍和2.58倍。整体看，公司长期偿债能力指标仍保持在良好水平。

5. 本期集合票据偿债能力分析

截至2011年底及2012年6月底，公司现金类资产分别为5.20亿元和6.43亿元（已扣除募集资金11.17亿元），是“10西安中小集合票据”公司发行额度5000万元的10.41倍和12.86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好；2011年公司EBITDA为4.92亿元，是“10西安中小集合票据”公司发行额度5000万元的9.84倍；2011年公司经营活动产生的现金流入和净额分别为15.65亿元和-1.11亿元，分别为“10西安中小集合票据”公司发行额度的31.31倍和-2.21倍，公司经营活动产生的现金流入对“10西安中小集合票据”公司发行额度保障程度好。

6. 抗风险能力

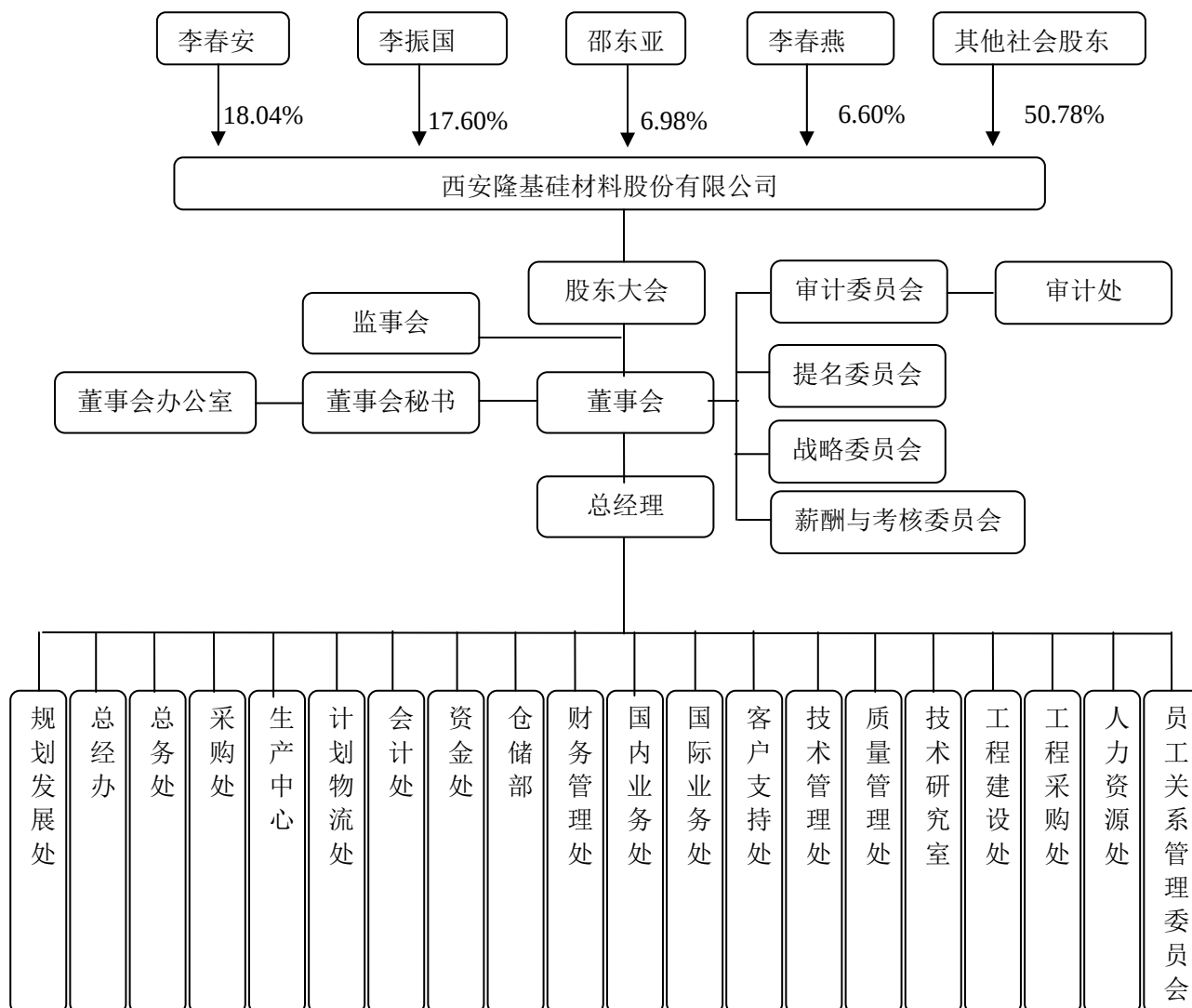
近年来产能快速扩张导致光伏行业产能过剩，海外市场补贴减少导致出口需求下降，致使行业环境更趋严苛。但公司目前是中国重要的单晶硅产品制造商，在国内太阳能单晶硅行业中产能、规模、综合能力等方面位居前列。公司专注于单晶硅产品生产制造，在单晶硅棒产能不断增长的同时，延伸了单晶硅棒切片环节，进一步提升公司的竞争力。公司2012年4月在A股成功上市，进一步增强公司的资本实力。整体来看，公司抗风险能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信将维持公司A的主体

长期信用等级，评级展望调整为负面。

附件 1 截至 2012 年 6 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 2-1 公司合并资产负债表

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动资产：					
货币资金	12895.60	58563.26	18575.84	20.02	159255.90
交易性金融资产					
应收票据	3322.39	2812.02	33451.26	217.31	16715.51
应收账款	11803.20	8183.61	18733.90	25.98	34712.43
预付款项	18187.64	5943.19	6113.39	-42.02	4725.62
应收利息					
应收股利					
其他应收款	1456.22	4553.71	7066.05	120.28	6077.54
存货	18517.83	21036.86	41364.45	49.46	69438.77
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	125304.88	37.60	290925.78
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	3180.37	-12.91	11179.08
投资性房地产					
固定资产	51032.86	69614.12	156639.69	75.20	158687.40
在建工程	5607.42	33099.43	17166.07	74.97	18563.16
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	4972.48	8814.32	13423.70	64.30	13046.50
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	4.32				
递延所得税资产	646.83	699.67	1329.08	43.34	2301.56
其他非流动资产					
非流动资产合计	66456.62	113743.84	191738.91	69.86	203777.69
资产总计	132639.50	214836.47	317043.79	54.60	494703.46

附件 2-2 公司合并资产负债表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动负债:					
短期借款	18734.69	3571.71	31619.36	29.91	76126.57
交易性金融负债					
应付票据	937.38	1988.33	14142.92	288.43	14830.31
应付账款	10875.87	8794.86	24189.44	49.14	34623.45
预收款项	13913.73	23961.01	9412.30	-17.75	4321.14
应付职工薪酬	1345.75	2376.17	2702.95	41.72	3004.29
应交税费	-4001.34	294.47	-19012.38	117.98	-21913.85
应付利息	64.00	113.96	303.02	117.60	331.73
应付股利					
其他应付款	7088.83	11026.43	21231.68	73.06	18944.43
预提费用					
一年内到期的非流动负债		5000.00	20000.00		10900.00
其他流动负债					
流动负债合计	48958.90	57126.94	104589.30	46.16	141168.07
非流动负债:					
长期借款	21600.00	32600.00	13800.00	-20.07	8200.00
应付债券	0.00	4716.41	4811.27		4861.82
长期应付款			42695.36		39332.24
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债			1685.00		1616.77
非流动负债合计	21600.00	37316.41	62991.64	70.77	54010.84
负债合计	70558.90	94443.35	167580.93	54.11	195178.91
所有者权益:					
实收资本(或股本)	21060.00	22418.00	22418.00	3.17	53852.40
资本公积	11460.66	25705.47	26075.47	50.84	145951.57
减: 库存股					
盈余公积	69.90	1908.75	2042.99	440.64	2042.99
未分配利润	25872.92	68033.24	96310.03	92.94	94916.98
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	58463.48	118065.46	146846.49	58.49	296763.94
少数股东权益	3617.12	2327.66	2616.37	-14.95	2760.61
所有者权益合计	62080.60	120393.13	149462.86	55.16	299524.55
负债和所有者权益总计	132639.50	214836.47	317043.79	54.60	494703.46

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~6 月
一、营业收入	76496.57	165225.80	201798.92	62.42	79843.28
减: 营业成本	58497.50	107907.56	153932.94	62.22	65930.77
营业税金及附加	94.87	301.97	530.16	136.40	105.69
销售费用	927.65	1445.36	1640.25	32.97	1192.89
管理费用	3221.79	5594.00	9662.49	73.18	6013.00
财务费用	2792.69	3976.20	5841.74	44.63	4806.55
资产减值损失	1412.70	479.92	2434.14	31.26	798.72
加: 其他业务利润					
投资收益	324.13	3173.59	1664.08	126.58	410.39
其中: 对合营企业投资收益	324.13	1442.26	1664.08	126.58	0.00
汇兑收益					
二、营业利润	9873.49	48694.38	29421.28	72.62	1406.04
加: 营业外收入	526.67	2892.81	3718.37	165.71	2031.59
减: 营业外支出	85.28	75.33	154.89	34.77	24.07
其中: 非流动资产处置损失	54.35	57.53	118.97	47.95	0.00
三、利润总额	10314.88	51511.87	32984.76	78.82	3413.57
减: 所得税费用	-223.47	6842.15	4305.02	-	174.68
四、净利润	10538.35	44669.71	28679.73	64.97	3238.89
其中: 归属于母公司的净利润	10212.03	43999.17	28411.03	66.80	3094.65
少数股东损益	326.32	670.54	268.70	-9.26	144.24

附表 4 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 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	146792.17	69.28	60046.47
收到的税费返还	404.76	439.06	1928.52	118.28	2387.39
收到其他与经营活动有关的现金	1637.86	3644.39	7808.65	118.35	3275.85
经营活动现金流入小计	53266.32	177746.93	156529.35	71.42	65709.71
购买商品、接受劳务支付的现金	35442.35	78022.31	125359.01	88.07	51454.55
支付给职工以及为职工支付的现金	4971.48	9762.49	19868.30	99.91	12220.89
支付的各项税费	2076.50	7866.22	15300.56	171.45	2895.49
支付其他与经营活动有关的现金	1887.55	4579.45	7062.24	93.43	3070.32
经营活动现金流出小计	44377.88	100230.47	167590.11	94.33	69641.25
经营活动产生的现金流量净额	8888.44	77516.45	-11060.76	-	-3931.55
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金		5850.00			
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	51.60	4.30	22.92	-33.35	5.76
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		40.41	328.00		1386.89
投资活动现金流入小计	51.60	5894.71	350.92	160.78	1392.64
购建固定资产、无形资产等支付的现金	31271.53	59093.44	52028.47	28.99	6654.47
投资支付的现金		3191.00	6863.19		7588.32
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金			314.00		130.00
投资活动现金流出小计		62284.44	59205.66		14372.79
投资活动产生的现金流量净额	-31219.93	-56389.73	-58854.74	-	-12980.15
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	20.00	-94.85	152360.00
取得借款收到的现金	43715.88	32753.16	27871.46	-20.15	56349.86
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			30689.15		
筹资活动现金流入小计	51251.48	61210.16	58580.60	6.91	208709.86
偿还债务支付的现金	15972.56	31916.14	12152.31	-12.77	39538.97
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1506.02	2605.77	4311.89	69.21	7018.78
支付其他与筹资活动有关的现金	2820.59	2175.06	11993.26	106.20	4743.75
筹资活动现金流出小计	20299.16	36696.97	28457.45	18.40	51301.50
筹资活动产生的现金流量净额	30952.32	24513.19	30123.15	-1.35	157408.36
四、汇率变动对现金的影响	-6.05	27.75	-195.07	467.81	183.40
五、现金及现金等价物净增加额	8614.78	45667.66	-39987.42	-	140680.07
加: 期初现金及现金等价物余额	4280.82	12895.60	58563.26	269.87	18575.84
六、期末现金及现金等价物余额	12895.60	58563.26	18575.84	20.02	159255.90

附表 5 现金流量表补充表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	10538.35	44669.71	28679.73	64.97
加: 资产减值准备	1412.70	479.92	2434.14	31.26
固定资产折旧及其他	2762.75	5320.64	11118.08	100.61
无形资产摊销	160.87	391.74	515.50	79.01
长期待摊费用摊销	0.00	4.32	0.00	#DIV/0!
处置固定资产、无形资产等损失	52.77	52.44	114.62	47.37
固定资产报废损失	0.12	1.33	0.00	-100.00
公允价值变动损失				
财务费用	2613.43	4086.13	6284.54	55.07
投资损失	-324.13	-3173.59	-1664.08	126.58
递延所得税资产减少	-261.98	-52.84	-629.41	55.00
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-975.58	-2800.10	-20327.59	356.47
经营性应收项目的减少	-2848.71	17854.80	-45648.02	300.30
经营性应付项目的增加	-4242.17	10681.94	8061.74	-
其他				
经营活动产生的现金流量净额	8888.44	77516.45	-11060.76	-

附件 6 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 6 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	8.61	12.65	6.39	9.23	--
存货周转次数(次)	3.20	5.46	4.93	4.74	--
总资产周转次数(次)	0.70	0.95	0.76	0.80	--
现金收入比(%)	66.96	105.11	72.74	81.30	75.21
盈利能力					
营业利润率(%)	23.41	34.51	23.46	26.76	17.29
总资本收益率(%)	11.85	28.19	12.03	16.84	--
净资产收益率(%)	16.98	37.10	19.19	24.12	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	25.81	23.66	29.09	26.80	14.89
全部债务资本化比率(%)	39.93	28.45	45.95	39.50	33.99
资产负债率(%)	53.20	43.96	52.86	50.26	39.45
偿债能力					
流动比率(%)	135.18	176.96	119.81	140.03	206.08
速动比率(%)	97.36	140.14	80.26	101.64	156.90
经营现金流负债比(%)	18.15	135.69	-10.58	39.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.75	21.71	10.76	13.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.76	0.80	2.58	2.08	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.54	0.44	-0.55	-0.25	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-13.08	7.65	-15.29	-7.97	--
现金偿债倍数(倍)	3.24	12.28	10.41	9.53	35.19
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	10.65	35.55	31.31	28.45	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.78	15.50	-2.21	3.90	--

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	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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

附件 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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2012] 1343 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持西安通源石油科技股份有限公司的主体长期信用等级A⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日



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：A⁺ 评级展望：稳定

跟踪评级时间：2012年12月31日

财务数据

项目	2009年	2010年	2011年	2012年 6月
现金类资产(亿元)	1.25	1.04	7.67	6.49
资产总额(亿元)	3.70	5.15	13.71	13.25
所有者权益(亿元)	2.42	2.97	11.40	11.31
短期债务(亿元)	0.43	0.51	0.74	0.22
全部债务(亿元)	0.43	0.87	1.09	0.57
营业收入(亿元)	2.65	3.02	3.50	1.17
利润总额(亿元)	0.58	0.72	0.91	0.17
EBITDA(亿元)	0.66	0.82	1.05	--
经营性净现金流(亿元)	0.12	0.14	-0.28	-0.74
营业利润率(%)	47.65	51.22	52.54	53.04
净资产收益率(%)	20.18	20.67	6.76	--
资产负债率(%)	34.52	42.36	16.84	14.67
全部债务资本化比率(%)	15.21	22.65	8.75	4.84
流动比率(%)	229.31	218.24	614.03	726.09
全部债务/EBITDA(倍)	0.66	1.06	1.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	26.50	41.22	25.65	--
经营现金流负债比(%)	9.72	7.66	-14.41	--

注：公司2012年上半年财务数据未经审计。

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。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。但联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司销售季节性较为明显、应收账款规模较大等因素可能给公司经营及财务状况带来负面影响。

未来公司重点投资优势产品的产业化升级项目，预计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”）维持公司A⁺的主体长期信用等级，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. 公司上市后资本结构明显改善，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. 公司经营性净现金流波动较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与西安通源石油科技股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与西安通源石油科技股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因西安通源石油科技股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由西安通源石油科技股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于西安通源石油科技股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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），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，以下简称“联新投资”）、吴墀衍（持股 9.89%）、上海浩耳实业发展有限公司（持股 5.00%，以下简称“上海浩耳”），公司实际控制人为张国桢。2011 年 5 月，公司通过权益分派方案，以公开发售后总股本 6600 万股为基数，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 2 股，转增后股本为 7920 万股。2012 年 5 月 17 日，公司以 2011 年末总股本 7920 万股为基数，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股，变更后的注册资本为人民币 15840.00 万

元。

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 2012 年 6 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。

截至 2011 年底，公司资产总额 137125.79 万元，所有者权益 114036.25 万元；2011 年公司实现营业收入 34951.80 万元，利润总额 9070.00 万元。

截至 2012 年 6 月底，公司资产总额 132534.71 万元，所有者权益 113095.68 万元；2012 年 1~6 月公司实现营业收入 11718.98 万元，利润总额 1738.63 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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言，2011 年中国宏

观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。

根据国家统计局公布的数据，2012年1~9月GDP实现353480亿元，同比增长7.7%。2012年1-9月份，固定资产投资（不含农户）256933亿元，同比增长20.5%，比1-8月份提高0.3个百分点，而其中中央项目投资同比增长2.3%；地方项目投资同比增长21.8%。1-9月，全国房地产开发投资51046亿元，同比增长15.4%，较1-8月回落0.2个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011年全年公共财政收入103740亿元，比上年增加20639亿元，增长24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两

会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月，央行3次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末，广义货币供应量（M2）94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量（M1）28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务

院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

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，2011 年中国生产原油 2.04 亿吨，同比增长 0.3%。

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，2011 年中国原油进口量 2.54 亿吨，同比增长 6%。2011 年中国原油对外依存度已达到 56.5%，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 2012 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。

五、基础素质分析

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。

六、管理分析

跟踪期内，公司组织结构及管理制度、高层管理人员无重大变化。

七、经营分析

2011 年，公司营业收入合计 34951.80 万元，较 2010 年增长 15.91%。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 57.35%，较上年有所下滑；射孔-测井一体化作业业务占营业收入的 23.50%，较上年提升 8.70 个百分点，爆燃压裂增产服务业务占营业收入的 3.66%，其他技术服务占营业收入的 0.83%，危险品运输及代理销售占营业收入的 14.59%。由于公司销售存在明显的季节性，上半年销售收入偏低，2012 年 1~6 月，公司实现营业收入 11718.98 万元，为 2011 年全年的 33.53%，较上年同期增长 16.65%。

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。2011 年公司综合毛利率 53.94%，较上年提升 1.26 个百分点。2012 年 1~6 月，由于毛利较高射孔-测井一体化作业服务占比增长，公司整体毛利润率为 55.34%，较上年同期略有上升。

表 1 2010~2012 年 6 月公司营业收入构成情况

项目	营业收入（万元）			营业成本（万元）		
	2010 年	2011 年	2012 年 1~6 月	2010 年	2011 年	2012 年 1~6 月
主营业务	30097.16	34930.69	11715.37	14269.65	16086.92	5233.19
其中：复合射孔器材销售	20099.70	20046.03	4394.98	11271.16	11067.89	2581.30
射孔-测井一体化作业服务	5087.15	8505.89	4332.70	1145.65	2095.23	1087.14
爆燃压裂增产服务	1878.98	1280.20	351.70	388.69	221.73	57.73
油田其他服务	3031.34	5098.57	2636.00	1464.15	2702.08	1507.02
其他业务	58.41	21.11	3.61	55.05	10.42	-
合计	30155.57	34951.80	11718.98	14324.70	16097.34	5233.19

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司新一代复合射孔-多级复合射孔产品实现了在大庆等油田的规模化应用；水平井复合射孔已经在大庆、青海、吉林、塔里木等油田成功运用，并实现收入大幅增长；爆燃压裂产品完成第三代产品技术改造，优化了产品结构，受升级产品试用性试验推广影响，收入下降，但毛利率提升3.37%。公司2011年复合射孔器材销售业务收入20046.03万元，同比下降0.27%；毛利润8978.14万元，同比增长1.71%。公司2011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9786.09万元，同比增长40.48%。

2012年1~6月，公司复合射孔器材销售业务收入4394.98万元，为2011年全年的27.35%，较上年同期下降37.20%；技术服务（射孔-测井一体化作业服务、爆燃压裂增产服务、油田其他服务）综合收入7320.40万元，为2011年全年的49.18%，较上年同期增长140.59%，主要由于射孔-测井一体化作业服务迅速增长所致。

从收入构成上看，2011年公司出口销售收入占4.06%，内贸收入占95.94%；出口销售占比与上年下滑3.03个百分点。公司在东部油田营业收入稳步增长，业绩继续呈现良好态势；公司加大对小市场的拓展，青海、塔里木、克拉玛依等油田收入大幅提升，西部油田收入同比增长393.90%；对于印尼油田，公司引入修井、测井作业服务，收入同比提升较高；同时哈萨克斯坦油田因上年度业务收尾，跟踪期内收入降幅较大，形成出口销售收入同比下降。公司销售集中度较高，2011年前两名客户占营业收入

的66.78%，公司对大庆油田与长庆油田的依赖度较高。

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 2 截至 2012 年 6 月底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	5585.51	2011~2013
油气井爆燃压裂增产技术产业化建设项目	4800	1105.54	2011~2013
研发中心建设项目	4000	2324.77	2011~2013
营销管理体系建设项目	3000	365.85	2011~2013
合计	29800	9381.67	

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，因此未来公司筹资压力较小。

七、重大事项

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，募集资金约8.687亿元，用于油气井复合射孔技术产业化升级建设等项目），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）、吴堉衍（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（详见附件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7920万股。

2012年3月28日，通过2011年度股东大会决议，以公司2011年末总股本7920万股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增10股，合计转增股本7920万股。转增基准日期为2012年5月17日，变更后的注册资本为人民币15840.00万元。

八、募集资金使用情况

“10 西安中小集合票据”公司发行额度3600万元，期限为3年，全部用于补充公司生产经营活动所需流动资金。目前募集资金已按规划全部投入。

九、财务分析

公司2011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2012年1~6月财务数据未经审计。

截至2011年底，公司资产总额137125.79

万元，所有者权益114036.25万元；2011年公司实现营业收入34951.80万元，利润总额9070.00万元。

截至2012年6月底，公司资产总额132534.71万元，所有者权益113095.68万元；2012年1~6月公司实现营业收入11718.98万元，利润总额1738.63万元。

1. 盈利能力

2011年公司实现营业收入34951.80万元，较2010年增长15.90%。2011年公司营业成本增长12.37%，低于营业收入同步增长，同期公司营业利润率有所上升，为52.54%。2011年，公司营业利润合计8618.37万元，较2010年增长29.19%，主要是①公司调整了产品销售结构，毛利较高的产品占比有所上升；②公司募集资金尚未完全投入所产生的利息收入增长所致。从盈利指标看，由于公司上市补充资本金，2011年总资本收益率和净资产收益率较上年大幅下降，分别为6.31%和6.76%。

2012年1~6月，公司实现营业收入11718.98万元，较上年同期增长16.65%；利润总额1738.63万元，较上年同期增长63.54%，主要由于公司募集资金尚未完全投入所产生的利息收入增长所致；公司营业利润率53.04%，盈利能力与上年略有上升。

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

2011年，公司销售商品和提供劳务收到的现金为25860.26万元，同比增长14.78%，略低于收入增幅，主要系公司应收账款增加所致。2011年经营活动产生的现金流入量为27176.85万元，同比增长16.62%。2011年公司现金收入

比下降至73.99%，整体的收入实现质量较差，主要系受油田资金计划安排影响，2011年度公司的主要油田客户资金结算延迟所致。2011年，公司支付其他与经营活动有关的现金主要为管理费、研发费、差旅费等；2011年和2012年1~6月，公司经营活动产生的现金流净额分别为-2811.70万元和-7414.55万元。2012年上半年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。

2011年公司投资活动现金流入及流出分别为10.00万元和6847.54万元，同比降幅分别为98.21%和88.68%，分别由于处置子公司收到的现金和投资支付的现金减少所致。2011年公司投资活动产生的现金流净额为-6837.54万元。

2012年1~6月公司投资活动现金流出2469.93万元，投资活动现金流量净额为-2443.23万元，表现为净流出。

筹资活动方面，2011年公司筹资活动现金流入及流出分别为80389.10万元和5039.71万元。2011年公司筹资活动流量净额为75349.39万元，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较弱，季节性影响较大；公司投资活动现金需求较大，公司已经通过A股上市募集资金，募集资金较为充裕。

3. 资本及债务结构

受公司成功上市影响，截至2011年底，公司资产总额合计137125.79万元，较上年增长166.48%，其中流动资产合计占87.36%，非流动资产合计占12.64%。公司资产以流动资产为主。

截至2011年底，公司流动资产合计119793.60亿元，较上年增长204.65%，增长主要来自应收账款和货币资金的增加。截至2011年底，公司应收账款30867.91万元，占资产总额的22.51%，较2010年增长58.24%，主要是公司销售业务的增长，同时受油田资金计划安排

的影响，2011年油田资金结算延迟，以及受汇率波动影响，中国油田投资人对海外油田服务代理商的结算进度的延缓，使应收账款余额上升。前五大欠款客户为大庆油田物资集团（占27.09%）、中国石油集团测井有限公司（占23.54%）、中国石油长庆油田分公司（占10.08%）、中国石油集团渤海钻探工程有限公司长庆工程事业部（占7.14%）及MAVEN TRADE LIMITED（占5.71%），公司应收账款集中度较高。公司应收账款账龄在1年以内的占90.09%，公司计提应收账款坏账准备487.45万元，由于主要欠款客户为大型石油企业，回收风险较低。截至2011年底，公司货币资金76113.83万元（其中募集资金余额61636.84万元），较2010年增长630.90%，主要为公司上市募集的资金。

非流动资产方面，2011年公司非流动资产合计17332.19万元，较上年增长42.83%。主要是固定资产及在建工程变动所致。截至2011年底，公司固定资产11213.71万元，较上年增长21.93%，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（油气井复合射孔技术产业化升级建设项目、油气井爆燃压裂增产技术产业化建设项目系在公司原有业务能力基础上的升级，随投入进度转入固定资产）。截至2011年底，公司在建工程3871.20万元，较上年增长583.76%，主要为公司研发中心建设项目及购买钻机设备支出等。公司非流动资产结构较上年变动不大。

截至2012年6月底，公司资产总额132534.71万元，其中流动资产合计占86.85%，非流动资产合计占13.15%，公司资产结构变化不大。截至2012年6月底，公司预付款项8434.00万元，较上年底增长163.09%，主要为预付材料款及投标保证金等。

截至2011年底，公司负债总额合计23089.54万元，较上年增长5.93%，其中流动负债占84.49%，非流动负债占15.51%。增长主要来自应付票据和其他流动负债的增加。截至2011年底，公司应付票据7359.58万元，较上年

增长88.71%，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2011年底，公司其他流动负债533.30万元，主要系本期计提的预提费用增加所致。

截至2012年6月底，公司负债总额合计19439.03万元，其中流动负债15853.44万元（占81.55%），非流动负债3585.58万元（占18.45%），公司负债结构变化不大。

截至2011年底，公司全部债务10939.78万元，其中短期债务占67.27%，长期债务占32.73%。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，公司资产负债率由2010年42.36%下降至16.84%，全部债务资本化比率由2010年22.65%下降至8.75%。截至2012年6月底，公司全部债务5748.48万元，公司应付票据减少导致短期债务较上年大幅下降；截至2012年6月底，公司资产负债率及全部债务资本化比例分别为14.67%和4.84%；公司整体债务负担较轻。

公司A股上市对所有者权益影响较大，截至2011年底，公司所有者权益合计114036.25万元，较2010年增长284.48%，主要来自资本公积的增加。公司实收资本占6.95%，资本公积占74.11%，盈余公积占2.55%，未分配利润占16.39%，公司所有者权益结构稳定性较好。

截至2012年6月底，公司所有者权益合计113095.68万元，受公司以资本公积金向全体股东每10股转增10股的影响，公司股本增长较快，资本公积有所下降。

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，总体符合企业经营特点。公司资产质量较好，债务负担较轻，但应收账款规模较大，集中度较高。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，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，截至2011年底公司流动比率和速动比率分别为614.03%和575.99%；截至2012年6月底，

公司流动比率和速动比率分别为726.09%和676.55%。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，2011年公司EBITDA为10458.21万元，较上年增长27.23%。2011年，公司EBITDA利息保护倍数和全部债务/EBITDA分别为25.65倍和1.05倍。公司全部债务/EBITDA指标较2010年略有下降，但仍处于良好水平。整体看，公司长期偿债能力良好。

截至2011年底，公司现金类资产15091.99万元（已扣除募集资金余额61636.84万元），是“10西安中小集合票据”公司发行额度3600万元的4.19倍。2011年公司经营活动产生的现金流入和EBITDA分别为27176.85万元和10458.21万元，分别为“10西安中小集合票据”公司发行额度3600万元的7.55倍和2.91倍。

总体来看，公司债务负担较轻，偿债能力较强。

5. 过往债务履约情况

根据公开市场数据，截至2012年11月27日，公司历次公开发行的债务融资工具均已按时还本付息，无违约记录。

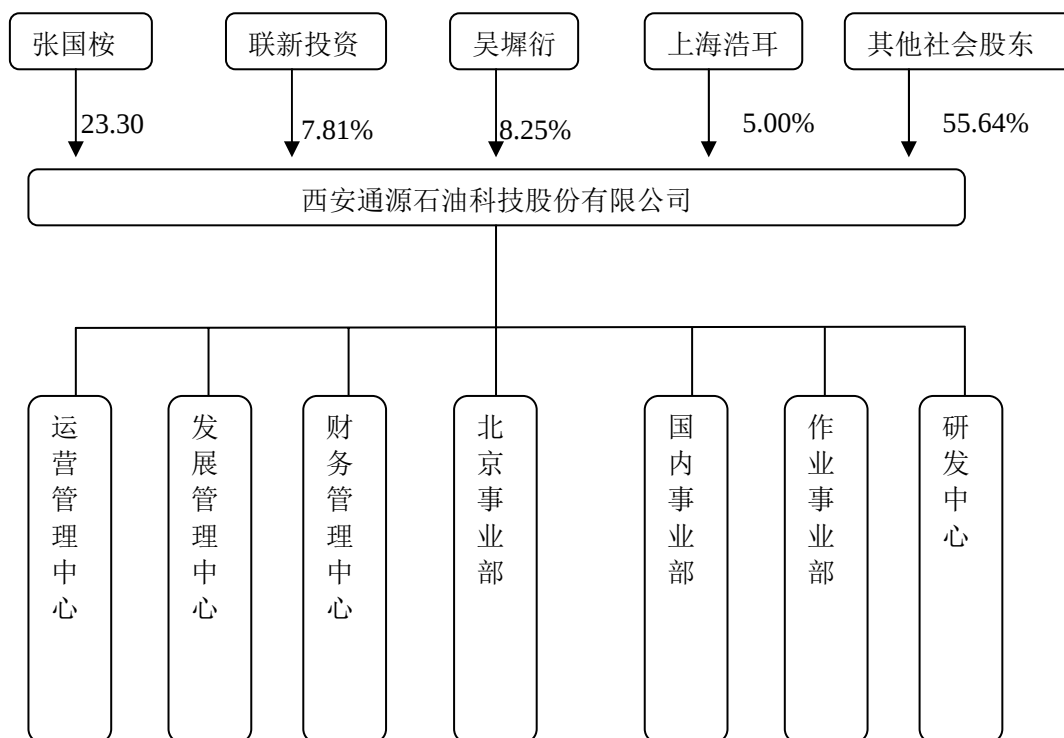
6. 抗风险能力

公司在国内复合射孔器工艺市场的占有率排名第一，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，具有一定的垄断性。近年来，随着中国油气产量和消费量的快速提升，中国进入难动用油藏开发阶段，公司市场前景较好，收入规模及利润水平稳步提升。公司2011年在A股成功上市，资本结构有所改善，债务负担下降。整体来看，公司抗风险能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司A⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2012 年 6 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 2-1 公司合并资产负债表

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动资产：					
货币资金	12306.07	10413.68	76113.83	148.70	64037.69
交易性金融资产					
应收票据	200.00	0.00	615.00	75.36	843.30
应收账款	9537.95	19506.62	30867.91	79.90	31347.44
预付款项	597.90	1800.56	3205.73	131.55	8434.00
应收利息			1328.04		2078.32
应收股利					
其他应收款	286.34	272.00	241.50	-8.16	516.49
存货	5917.40	7329.14	7421.59	11.99	7853.10
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	28845.66	39322.00	119793.60	103.79	115110.34
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资					
投资性房地产					
固定资产	5026.18	9196.70	11213.71	49.37	12962.11
在建工程	70.90	566.16	3871.20	638.90	2363.94
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	2959.15	2261.00	2039.82	-16.97	1938.64
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	95.49	74.82	54.16	-24.69	43.83
递延所得税资产	24.31	36.55	153.29	151.12	115.84
其他非流动资产					
非流动资产合计	8176.02	12135.24	17332.19	45.60	17424.37
资产总计	37021.68	51457.24	137125.79	92.46	132534.71

附件 2-2 公司合并资产负债表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动负债:					
短期借款	2000.00	1213.48		-100.00	
交易性金融负债					
应付票据	2348.48	3900.00	7359.58	77.02	2162.89
应付账款	6325.66	11166.68	9856.66	24.83	11859.44
预收款项			1.63		1.63
应付职工薪酬	153.04	274.42	223.84	20.94	234.66
应交税费	1593.11	1397.61	1461.13	-4.23	1155.50
应付利息		30.96	33.11		111.37
应付股利					
其他应付款	159.30	34.42	40.12	-49.82	24.70
预提费用					
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债			533.28		303.26
流动负债合计	12579.58	18017.57	19509.34	24.53	15853.44
非流动负债:					
长期借款					
应付债券		3569.68	3580.20		3585.58
长期应付款					
专项应付款	200.00	210.30		-100.00	0.00
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	200.00	3779.98	3580.20	323.10	3585.58
负债合计	12779.58	21797.54	23089.54	34.42	19439.03
所有者权益:					
实收资本(或股本)	4900.00	4900.00	7920.00	27.13	15840.00
资本公积	7567.88	7567.88	84515.63	234.18	76595.63
减: 库存股					
盈余公积	1530.00	2112.12	2906.85	37.84	2906.85
未分配利润	10244.23	15079.69	18693.77	35.09	17757.86
外币报表折算差额					-4.66
归属于母公司权益合计	24242.10	29659.70	114036.25	116.89	113095.68
少数股东权益					
所有者权益合计	24242.10	29659.70	114036.25	116.89	113095.68
负债和所有者权益总计	37021.68	51457.24	137125.79	92.46	132534.71

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~6 月
一、营业收入	26509.02	30155.57	34951.80	14.83	11718.98
减: 营业成本	13577.41	14324.70	16097.34	8.89	5233.19
营业税金及附加	299.18	384.20	491.52	28.17	270.21
销售费用	4439.74	5515.32	7615.73	30.97	4452.54
管理费用	2374.57	2973.89	3645.70	23.91	1765.92
财务费用	265.78	196.32	-1761.88	#NUM!	-1151.89
资产减值损失	63.79	138.22	245.02	95.99	-0.75
加: 其他业务利润					
投资收益		48.02			
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	5488.55	6670.95	8618.37	25.31	1149.75
加: 营业外收入	299.09	513.19	451.62	22.88	592.95
减: 营业外支出	6.91	0.33			4.07
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	5780.73	7183.81	9070.00	25.26	1738.63
减: 所得税费用	889.31	1053.71	1361.20	23.72	298.54
四、净利润	4891.42	6130.09	7708.80	25.54	1440.09
其中: 归属于母公司的净利润	4891.42	6130.09	7708.80	25.54	1440.09

附表 4 合并现金流量表

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 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	22892.72	22530.90	25860.26	6.28	10369.27
收到的税费返还	36.68	100.01	20.05	-26.06	8.40
收到其他与经营活动有关的现金	916.00	672.98	1296.54	18.97	1086.23
经营活动现金流入小计	23845.40	23303.89	27176.85	6.76	11463.89
购买商品、接受劳务支付的现金	14275.64	10857.58	15960.09	5.74	11080.00
支付给职工以及为职工支付的现金	1371.37	1927.59	2719.35	40.82	1415.11
支付的各项税费	2102.68	2706.51	3692.36	32.52	2153.52
支付其他与经营活动有关的现金	4872.40	6432.05	7616.76	25.03	4229.81
经营活动现金流出小计	22622.09	21923.72	29988.55	15.14	18878.44
经营活动产生的现金流量净额	1223.31	1380.17	-2811.70	-	-7414.55
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	4.26	18.68	10.00	53.27	26.70
处置子公司及其他单位收到的现金净额		540.14			
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	4.26	558.82	10.00	53.27	26.70
购建固定资产、无形资产等支付的现金	1336.16	5464.85	6847.54	126.38	2469.93
投资支付的现金	10.00	55000.00			
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	1346.16	60464.85	6847.54	125.54	2469.93
投资活动产生的现金流量净额	-1341.90	-59906.02	-6837.54	125.73	-2443.23
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	8100.00		80389.10	215.03	
取得借款收到的现金	4480.00	6067.60		-100.00	
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	12580.00	6067.60	80389.10	152.79	0.00
偿还债务支付的现金	4930.00	3286.52	1413.48	-46.45	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	670.41	856.31	3216.08	119.02	2188.29
支付其他与筹资活动有关的现金	11.45	291.30	410.15	498.51	25.23
筹资活动现金流出小计	5611.86	4434.13	5039.71	-5.23	2213.52
筹资活动产生的现金流量净额	6968.14	1633.47	75349.39	228.84	-2213.52
四、汇率变动对现金的影响					-4.84
五、现金及现金等价物净增加额	6849.55	-56892.39	65700.15	209.71	-12076.14
加：期初现金及现金等价物余额	5456.52	12306.07	10413.68	38.15	76113.83
六、期末现金及现金等价物余额	12306.07	-44586.32	76113.83	148.70	64037.69

附表 5 现金流量表补充表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	4891.42	6130.09	7708.80	25.54
加: 资产减值准备	63.79	138.22	245.02	95.99
固定资产折旧及其他	337.98	624.07	972.39	69.62
无形资产摊销	236.05	258.87	223.31	-2.74
长期待摊费用摊销	7.33	20.66	20.66	67.88
处置固定资产、无形资产等损失	6.91	0.00	-14.65	-
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	249.39	199.43	407.66	27.85
投资损失		-48.02		
递延所得税资产减少	-9.57	-12.24	-116.75	249.30
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-1268.01	-1411.74	-92.45	-73.00
经营性应收项目的减少	-5459.16	-10712.73	-14868.81	65.03
经营性应付项目的增加	2167.18	6193.55	2703.11	11.68
其他				
经营活动产生的现金流量净额	1223.31	1380.17	-2811.70	-

附件 6 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 6 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	3.83	2.06	1.37	2.07	--
存货周转次数(次)	2.57	2.16	2.18	2.25	--
总资产周转次数(次)	0.90	0.68	0.37	0.57	--
现金收入比(%)	86.36	74.72	73.99	76.68	88.48
盈利能力					
营业利润率(%)	47.65	51.22	52.54	51.17	53.04
总资本收益率(%)	17.97	16.33	6.31	11.65	--
净资产收益率(%)	20.18	20.67	6.76	13.62	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	0.00	10.74	3.04	4.74	3.07
全部债务资本化比率(%)	15.21	22.65	8.75	14.21	4.84
资产负债率(%)	34.52	42.36	16.84	28.03	14.67
偿债能力					
流动比率(%)	229.31	218.24	614.03	418.35	726.09
速动比率(%)	182.27	177.56	575.99	377.72	676.55
经营现金流负债比(%)	9.72	7.66	-14.41	-2.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	26.50	41.22	25.65	30.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.66	1.06	1.05	0.97	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.03	-6.74	-0.88	-2.47	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.48	-293.46	-23.67	-99.97	--
现金偿债倍数(倍)	3.47	2.89	21.31	12.22	18.02
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	6.62	6.47	7.55	7.04	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.34	0.38	-0.78	-0.21	--

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

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2012]1344号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持西安曲江旅游投资（集团）有限公司主体长期信用等级为A⁻，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
二零一二年十二月三十一日



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>

西安曲江旅游投资（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：负面
上次评级结果：A⁻ 评级展望：稳定

跟踪评级时间：2012年12月31日

财务数据

项 目	2009年	2010年	2011年	12年9月
现金类资产(亿元)	6.84	9.20	6.39	6.01
资产总额(亿元)	17.13	32.80	48.86	64.64
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	2.55	6.38	6.65	6.40
短期债务(亿元)	1.07	2.50	2.63	5.39
全部债务(亿元)	2.67	8.24	11.59	19.80
营业收入(亿元)	3.47	5.98	9.01	9.02
利润总额(亿元)	0.25	0.16	0.22	0.24
EBITDA(亿元)	0.69	0.99	1.10	--
经营性净现金流(亿元)	5.37	4.02	0.38	-3.88
营业利润率(%)	31.62	29.70	27.92	26.89
净资产收益率(%)	7.99	1.58	2.41	--
资产负债率(%)	85.14	80.55	86.39	91.08
全部债务资本化比率(%)	51.20	56.38	63.54	75.56
流动比率(%)	92.33	108.96	103.23	105.30
全部债务/EBITDA(倍)	3.88	8.36	10.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.75	2.88	2.70	--
经营现金流流动负债比(%)	41.40	19.49	1.13	--

注：2012年三季度财务数据未经审计

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

西安曲江旅游投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为西安市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，楼观道系列景区开放及紫薇·永和坊的开发建设，带动公司经营规模扩大，公司资产和收入也随之增长。同时联合资信也关注到公司债务负担显著加重、对外投资规模大，筹资压力上升等因素对公司未来发展产生一定的负面影响。

跟踪期内，公司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，直接融资渠道拓宽，一定程度上缓解公司资金压力。但公司与母公司拆借款逐年增加、其他应付款金额较大，债务负担显著加重。紫薇永和坊项目的资金虽开始回流，但短期内不会对公司债务起到缓释作用。

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

优势

1. 西安市旅游资源丰富，公司外部环境良好。
2. 跟踪期内，新景点项目投入运营，公司资产和收入规模大幅增长。
3. 跟踪期内，公司现金类资产、EBITDA 和经营活动现金流入量对本期票据覆盖程度较高。

关注

1. 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，公司整体债务负担重。
3. 公司非经营性收益对利润贡献较大。

4. 公司对母公司拆借款逐年增加，规模较大，并且公司其他应付款占比较高，均为有息债务，使公司债务负担加重，偿债指标明显弱化。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与西安曲江旅游投资（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与西安曲江旅游投资（集团）有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因西安曲江旅游投资（集团）有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由西安曲江旅游投资（集团）有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于西安曲江旅游投资（集团）有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

西安曲江旅游投资（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。后经过多次增资和股权变更，截至2012年9月底，公司注册资本为48400万元，西安曲江文化产业投资（集团）有限公司持股100%。2011年，公司重组长安信息产业（集团）股份有限公司（以下简称“长安信息”），使用自有旅游类资产认购长安信息定向发行之股票并实现借壳上市。2012年6月，公司资产重组工作完成，长安信息更名为西安曲江文化旅游股份有限公司（股票代码：600706）公司更名为西安曲江旅游投资（集团）有限公司，新名称于2012年9月28日正式启用。

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。

公司本部设有计划财务部、战略投资部、旅游地产项目部、行政人事部和党办等5个职能部门。截至2012年9月份，公司拥有6家全资子公司。

截至2011年底，公司（合并）资产总额488579.27万元，所有者权益66504.63万元（其中少数股东权益1921.58万元）；2011年实现营业收入90103.98万元，利润总额2205.67万元。

截至2012年9月底，公司（合并）资产总额

646400.39万元，所有者权益64042.39万元（其中少数股东权益35099.33万元）；2012年1-9月实现营业收入90157.46万元，利润总额2406.91万元。

公司注册地址：西安市芙蓉西路99号，法定代表人：贾涛。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在2011年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。2011年，中国全年货物运输总量369亿吨，比上年增长13.7%。货物运输周转量159014亿吨公里，增长12.1%。

2012年前三季度国民经济运行逐步趋稳，

2012 年 1-9 月国内生产总值 35.35 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%。其中，一季度增长 8.1%，二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%。分产业看，第一产业增加值 3.31 万亿元，同比增长 4.2%；第二产业增加值 16.54 万亿元，增长 8.1%；第三产业增加值 15.50 万亿元，增长 7.9%。从环比看，三季度国内生产总值增长 2.2%，与 2011 年同期环比数相比下降 0.2 个百分点。2012 年前三季度固定资产投资平稳较快增长，前三季度固定资产投资(不含农户)256933 亿元，同比名义增长 20.5%(扣除价格因素实际增长 18.8%)，增速比上年加快 0.1 个百分点。分地区看，东部地区投资同比增长 18.4%，中部地区增长 25.8%，西部地区增长 24.1%。其中前三季度基础设施(不包括电力、热力、燃气及水的生产与供应)投资 38677 亿元，同比增长 10.2%，增速比上年加快 5.8 个百分点。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面

与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年上半年，全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同期增长 44.1%和 36.4%。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011 年年末，中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%，增速比上年低 4.1 个百分点，比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1-7 月，央行 3 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至 2012 年 9 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 94.37 万亿元，同比增长 14.8%。截至 2012 年 9 月底人民币贷款余额 61.51 万亿元，人民币存款余额 89.96 万亿元。前三季度，新增人民币贷款 6.72 万亿元，同比多增 1.04 万亿元；新增人民币存款 9.03 万亿元，多增 9243 亿元。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务讨论通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业

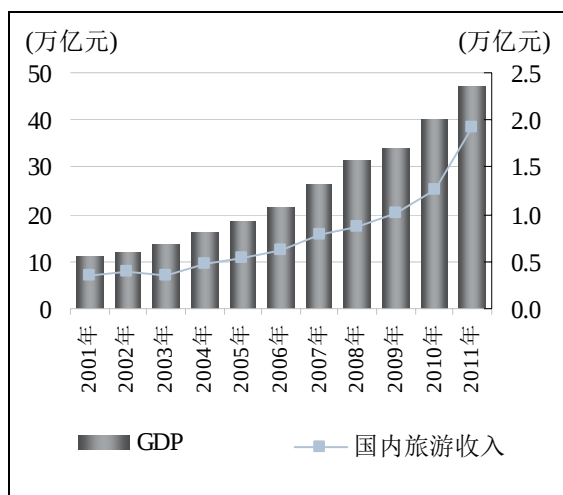
的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

1. 行业情况

2011 年，中国旅游经济总体保持较快发展，国内旅游及出境旅游增长均高于预期，入境旅游则受到日本地震、中东动荡以及欧债危机等因素影响，增速低于预期；2011 年国内旅游收入 1.93 万亿元，同比增长 23.6%。2012 年前三季度，尽管旅游发展环境存在下行压力，但旅游行业总体保持平稳较快发展势头。据国家旅游局数据显示，2012 年 1-9 月，国内旅游人数约 22.5 亿人次，同比增长 13.7%；国内旅游收入约 1.7 万亿元，同比增长 18.6%。入境旅游共接待入境旅游人数 9918.09 万人次，同比下降 1.5%；实现入境旅游收入 360.53 亿美元，同比增长 0.19%。出境旅游人数约 6100 万人次，同比增长 18.4%。

图 1 2001~2011 年 GDP 与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

景区

目前全国旅游景区 20000 多家，其中 A 级景区 3388 家（其中 5A 级景区 66 家，4A 级景区 977 家）。景点资源数量相对有限，景点尤其是 4A 级以上景点的供不应求使得这些景区拥有了独特的资源垄断优势。

根据国家旅游局发布的《2011 年中国旅游景区发展报告》显示，截至 2011 年底，全国共有各类旅游景区 20976 家，其中，A 级旅游景区 5573 家。旅游景区已成为居民旅游消费的热点之一，景区收益不断增加。2011 年全国 A 级旅游景区接待游客人数 25.54 亿人次，平均每人到景区游览约 2 亿人次，实现营业收入达到 2658.60 亿元，在全国旅游总收入的比重在不断提高。2011 年全国旅游景区接待游客规模和综合营业收入增长均超过 20%，增速明显高于同期全国星级饭店和旅行社行业，旅游景区的主体地位进一步增强。目前中国旅游行业发展迅速，旅游增长潜力巨大，景区作为观光游最受益的子行业，作为居民消费升级首先会选择的旅游产品，将会首先受益。

酒店

随着中国居民可支配收入持续增长，酒店业成为旅游行业中增幅较大的子行业之一。根据《2011 年中国旅游业统计公报》数据显示，截至 2011 年底，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计 13513 家，其中有 11676 家完成了 2011 年财务状况表的填报，并通过省级旅游行政管理部门审核。根据 11676 家星级饭店填报的财务数据显示：到 2011 年末，全国 11676 家星级饭店，拥有客房 147.49 万间，床位 258.63 万张。在 11676 家星级饭店中：五星级饭店 615 家；四星级饭店 2148 家；三星级饭店 5473 家，二星级饭店 3276 家，一星级饭店 164 家。总体看，酒店供给已呈现相对过剩局面，行业竞争较为激烈。

综合来看，中国旅游业仍具备十分广阔的发展空间，未来行业有望迎来新一轮的长期增长周期。

2. 区域经济

西安是举世闻名的世界四大文明古都之一，居中国四大古都之首，是中国历史上建都朝代最多，影响力最大的都城，同时西安是联合国教科文组织最早确定的“世界历史名城”和

国务院最早公布的国家历史文化名城之一，世界著名旅游胜地。2011年国务院《全国主体功能区规划》将西安确定为“全国历史文化基地”。2011年，西安成功举办“世界园艺博览会”。

2011年，西安市全年实现生产总值（GDP）3864.21亿元，比上年增长13.8%，分产业看，第一产业增加值173.14亿元，增长6.7%；第二产业增加值1697.16亿元，增长16.4%；第三产业增加值1993.91亿元，增长12.1%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为4.5%，第二产业增加值比重为43.9%，第三产业增加值比重为51.6%。全年财政总收入649.88亿元，比上年增长27.3%。地方财政一般预算收入318.55亿元，增长31.7%。西安旅游业资源丰富，2011年共接待国内游客6553万人次，比上年增长26.0%；海外游客100.23万人次，增长19.1%。全年实现旅游总收入530.15亿元，增长30.8%，其中，外汇收入6.41亿美元，增长20.9%。

西安是国际旅游目的地城市之一，全国“重点旅游城市”和首批“中国优秀旅游城市”。旅游业已被西安市委和市政府确定为带动陕西乃至西部旅游的龙头和中心，其吸引和辐射作用对于西部旅游以至于整个西部经济发展也起到了至关重要的作用。

五、基础素质分析

公司是西安曲江文化产业投资（集团）有限公司全资拥有的旅游企业，也是曲江新区文化产业的龙头企业之一。目前，公司旗下已拥有五大遗址公园、五大演艺品牌、四个游乐体验性主题景区、五大高端酒店餐饮品牌、拥有国家级4A景区3个、先后打造出30多个旅游文化大项目，建立了集文化主题景区、酒店餐饮、旅游演出、旅游商品开发、旅行社、旅游

地产及旅游衍生产业链于一体的产业集群。

2011年，公司获得国家、省、市各级荣誉近百项。公司荣获国家科技部认定的“国家首批现代服务业科技创新示范企业”称号，是首批46家单位中唯一以文化旅游业为主业的企业；唐艺坊公司的秦BB系列文化旅游创意商品荣获“2011中国年度十大最佳卡通形象大奖”；曲江池遗址公园荣获“国家体育公园”称号，大唐芙蓉园荣获“中国节庆产业金手指奖”。

六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构及高管人员等方面无重大变化。

七、经营分析

公司作为曲江新区旅游和文化产业的龙头企业之一，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。

2011年公司实现营业收入90103.99万元，比2010年大幅增长50.56%，其中除旅游商品销售收入有所下降外，其他版块收入均较2010年增长。2012年1-9月，公司实现营业收入90157.46万元，超过2011年全年水平。其中景区运营管理和酒店餐饮是公司主要收入和利润来源，园林绿化板块主要是针对西安新区管委会管理的园林绿化项目，暂未完工，未确认收入。从毛利率看，跟踪期内，景区运营管理、旅游商品销售、酒店餐饮和园林绿化板块毛利率较高，跟踪期内主要业务构成占比见下表：

表1 跟踪期内公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

	2010年			2011年			2012年1-9月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率

景区运营管理	29681.87	49.60	42.77	53878.53	59.80	36.15	39263.20	43.55	44.79
酒店餐饮	15767.77	26.35	36.15	21459.10	23.82	37.35	21080.52	23.38	29.95
旅游商品销售	1804.10	3.01	44.62	637.63	0.71	45.39	988.07	1.10	42.70
旅游服务(旅行社)	9808.27	16.39	2.87	10901.02	12.10	4.59	28825.67	31.97	12.52
园林绿化	2778.84	4.64	25.62	3227.71	3.58	38.45	--	--	--
其他	3.89	0.01	98.46	--	--	--	--	--	--
合计	59844.74	100.00	33.75	90103.98	100.00	32.26	90157.46	100.00	30.98

资料来源：公司提供

公司旅游业务目前主要有景区门票、商品销售、旅行社和酒店等几项构成。公司拥有的景区主要有大唐芙蓉园、曲江海洋公园主题景区、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、西安曲江大雁塔和楼观道文化景区等，目前公司所管理的景区面积达 1 万余亩。2011 年，公司各景区累计接待游客 220 万人次，举办文化主题活动 170 余次，日常表演活动 2 万余场次。

公司主要景点运营情况

1. 大唐芙蓉园及周边商业配套经营

大唐芙蓉园自 2005 年 4 月 11 日正式对外开放至今，累计入园游客已逾 1126.81 万人次（2011 年入园人数 135.37 万人次）。2011 年，大唐芙蓉园实现收入 15709.82 万元，较 2010 年增长 4.79%，其中门票和酒店收入占比较高，门票收入包括大唐芙蓉园门票收入，大唐芙蓉园九天剧院的《梦回大唐》剧票收入及水幕电影、园内演出的看台票收入；酒店经营收入包括芳林苑、御宴宫餐饮及客房收入。跟踪期内，大唐芙蓉园户县民间艺术博物馆顺利开馆，大唐芙蓉园上巳节、端午龙舟节、中秋祭月大典等文化主题活动品牌逐渐成型。

表 2 大唐芙蓉园收入构成情况

收入项目（万元）	2010年	2011年
1.收费景区门票收入	7646.18	8299.30
门票收入	6917.5	7392.07
剧院票收入	644.42	837.42
看台票收入	84.26	69.81
2.区内商业与商品经营收入	2003.02	1236.71
商品销售收入	69.94	57.13

租赁收入	992.35	963.21
其他	940.73	216.37
3.酒店经营收入	5342.38	6173.81
餐饮收入	4426.24	5209.18
客房收入	916.14	964.63
合计	14991.58	15709.82

资料来源：公司提供

2. 曲江海洋公园主题景区

2011 年，曲江海洋公园一期经营平稳增长，实现收入 4878.40 万元，较 2010 年增长 14.83%，主要来自门票收入的增加。曲江海洋公园收入主要包括入馆门票收入、景区经营收入（包括商品销售收入、场馆经营场地租赁收入及其他零星收入），收入构成情况见表 3。

表 3 曲江海洋公园收入构成情况

收入项目（万元）	2010年	2011年
1.收费景区门票收入	4079.14	4734.28
2.区内商业与商品经营收入	169.33	144.12
租赁收入	96.41	69.76
其他	72.92	74.36
合计	4248.47	4878.40

资料来源：公司提供

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。截至 2012 年 9 月，该项目已基本完工，计划于 2013 年 1 月正式对外开放。

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、曲江寒窑遗址公园中

含有金缘阁宾馆、秦二世陵遗址公园均于2010年对外开园。2010年开始曲江池、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，2011年寒窑遗址公园从曲江池分出去，实行独立核算，曲江池-唐城墙公园和寒窑遗址公园分别实现收入13265.66万元和685.15万元，曲江池-唐城墙公园收入中主要是公共服务收入和餐饮客房收入，寒窑遗址公园实现的收入中占比较大的主要是餐饮客房收入。

表4 2011年曲江池-唐城墙公园和寒窑遗址公园收入情况
(单位: 万元)

收入项目	曲江池-唐城墙	寒窑遗址公园
票类收入	846.78	45.66
公建物业收入	6258.17	32.81
餐饮客房收入	3324.18	592.41
租赁收入	2406.23	14.27
商品销售收入	0.96	--
其他收入	429.34	0.22
合计	13265.66	685.15

资料来源: 公司提供

4. 西安曲江大雁塔景区

西安曲江大雁塔景区由西安曲江大雁塔景区管理服务有限公司(以下简称“大雁塔管理公司”)负责管理经营, 该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, 委托期限为20年。景区的经营收入分配方式为: 第1-5年, 景区的经营性收入100%归大雁塔管理公司所有, 第6-10年, 景区的经营性收入92%归大雁塔管理公司所有, 第11-15年, 景区的经营性收入90%归大雁塔管理公司所有, 第16-20年, 景区的经营性收入88%归大雁塔管理公司所有。按照该分配方式, 2011年为第2年, 景区的经营性收入100%归大雁塔管理公司。2011年曲江大雁塔实现收入9936.21万元, 其中公共服务收入、园林绿化收入和租赁收入占比较高。

表5 大雁塔景区收入构成情况 (单位: 万元)

收入项目	2010年	2011年
1. 公共服务收入	3423.81	4584.99
2. 园林绿化收入	3344.28	3352.03
3. 物业管理收入	921.66	853.40
4. 租赁收入	1019.46	1144.97
5. 商品销售收入	0.08	0.82
6. 其他	3.34	--
合计	8712.63	9936.21

资料来源: 公司提供

5. 楼观道文化景区

楼观道文化景区主要为财神文化景区、道教文化景区、延生观景区和化女泉景区。2011年7月, 财神文化景区正式开园, 截至2011年底, 已接待游客35万人次, 形成西安南线旅游热点线路。2011年, 楼观道文化景区实现营业收入1593.44万元, 主要是票类收入、餐饮客房收入和商品销售收入。2012年3月, 楼观道道教文化景区、延生观景区和化女泉景区陆续开园。道教文化区以“道源仙都”为基本文化氛围的泛旅游集群区域, 是中国第一个大规模供奉道教神仙体系的道文化主题展示园区; 延生观景区占地面积约114亩, 以唐代玉真观遗迹为核心, 以道家博大精深的养生文化为背景, 是集道教祈福和养生, 兼食、行、游、购等功能为一体, 以游客参与体验为载体的中国养生文化主题景区; 化女泉景区, 占地面积104亩, 以老子点化徐甲的故事为基础, 融合了以道教女性养生文化为核心的女子养生文化、品泉文化、道茶文化等内容。

在建项目

紫薇永和坊工程总投资26.61亿元, 总建筑面积63万平方米, 截止到2012年9月底, 该项目已完成投资17.35亿元, 占总投资额的54.23%, 已销售面积达到27.88万平方米, 实现销售合同收入26.26亿元, 实际资金回笼24.80亿元。2012年12月开始该项目陆续完工交房, 2012年12月确认收入5.30亿元。紫薇永和坊项目计划2014年年底完工, 未来两年计划投资10亿元。

楼观道温泉项目，总投资 1.80 亿元，其中自筹 0.80 亿元，外部融资 1.00 亿元，目前已投资 1.60 亿元，土建项目已基本完工。财富酒店项目，该项目总投资约 4 亿元，建设周期为 25 个月，其中 2 亿元自筹，2 亿元通过外部融资，该项目目前处于前期规划中。

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。

八、重大事项

跟踪期内，公司重组长安信息产业（集团）股份有限公司（以下简称“长安信息”，股票简称“ST 长信”，股票代码 600706），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。长安信息成立于 1992 年，第一大股东为陕西华汉实业集团有限公司（以下简称“华汉实业”），持股 12.75%，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、贸相结合的综合性企业。近年来，长安信息由于主要经营性资产抵偿债务以及子公司股权转让，已无实际经营业务，盈利能力低下，长安信息董事会向上交所申请自 2010 年 9 月 28 日起连续停牌。截至 2010 年底，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。2010 年 11 月 5 日和 2011 年 1 月 27 日，公司与华汉实业、长安信息三方分别签署了《债务重组及资产出售协议》以及《债务重组及资产出售补充协议》，公司与长安信息签署了《发行股份购买资产协议》以及《发行股份购买资产补充协议》，根据上述协议，本次交易包括三项内容：重大资产出售、债务重组和发行股份购买资产。

重大资产出售

长安信息向第一大股东华汉实业出售全部资产和负债（除对华汉实业的债务外），出售资

产和负债的价格按照长安信息 2010 年底净资产的评估值 3896.16 万元，华安实业以现金方式支付。

债务重组

公司承接截至 2010 年 12 月 31 日长安信息对华汉实业的全部债务 9881.39 万元，经公司、长安信息和华汉实业三方协商，公司于本次重大资产重组交割日向华汉实业支付 9881.39 万元现金。

发行股票购买资产

长安信息向公司定向发行 92176234 股股份购买公司合法持有的文化旅游类资产，发行价格确定为 9.93 元/股，交易价格以公司文化旅游类资产的评估值为基础。截至 2010 年 12 月 31 日，公司用于购买长安信息股票的文化旅游类资产的评估值为 91531.00 万元。

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。2012 年 6 月 30 日本次交易完成。公司持有长安信息 92176234 股股份，占长安信息本次发行后总股份的 51.35%，成为长安信息的控股股东。长安信息主营业务变更以历史、文化类主题为主的旅游景区的前期文化研究、咨询策划、后期全面运营管理、旅游配套餐饮酒店、景区文化演出演艺、文化创意旅游商品、旅行社为核心的全面协同和集成的文化旅游产业运营。2012 年 9 月，长安信息更名为西安曲江文化旅游股份有限公司（简称：曲江文旅，股票代码：600706）。

本次资产重组后，公司注入长安信息的相关资产包括大雁塔景区公司 100%股权；大明宫管理公司 100%股权；城墙公司 100%股权；唐艺坊公司 100%股权；酒店管理公司 100%股权；曲江旅行社 100%股权；百仕通旅行社 40%股权；阳光旅行社 43%股权；友联旅行社 56.01%股权等，公司成功上市，公司经营板块未发生根本性变化并且公司直接融资渠道更加畅通，本次重大资产重组对公司未来发展的影响，联合资信将保持密切关注。

九、财务分析

公司提供的2011年财务报表经希格玛会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2012年三季度报未经审计。

2011年公司审计报告合并新增5家企业，分别为西安曲江天缘房地产开发有限公司、陕西海豚广告传媒股份有限公司、秦二世遗址博物馆、西安曲江大雁塔景区管理服务有限公司和陕西楼观福地旅游发展有限公司。2012年1~9月合并范围无变化。

1. 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，2011年，公司实现营业收入为90103.98万元，较2010年增长50.56%，主要原因是寒窑遗址公园和楼观道文化景区2011对外开放以及各旅游景点门票收入的增加。营业成本为61038.60万元，较2010年增长53.95%，增速略高于营业收入增速，所以公司营业利润率由2010年的29.70%下降为27.92%。

2011年，公司三项期间费用合计26235.51万元，较2010年有所增长，占营业收入的29.12%。其中管理费用增幅较大，主要是公司2011年广告宣传费和职工薪酬增长所致。2011年，公司获得投资收益1590.46万元，主要是公司出借母公司2亿元获得的利息收入；公司实现营业外收入1810.37万元，主要是政府补贴收入。

2011年，公司实现利润总额2205.67万元和净利润1605.09万元，同比增长了37.43%和59.67%。2011年公司总资产收益率和净资产收益率分别为3.11%和2.41%，较上年均有所上升。

2012年1-9月，公司实现营业收入90157.46万元，超过2011年全年水平；公司营业利润率为26.89%，较2011年有小幅下降；2012年1-9月，公司实现利润总额2406.91万元，超过2011

年全年水平，所得税费用2124.48万元，主要是下属子公司曲江文旅经营情况较好，所得税费用较大所致，2012年，同期公司实现净利润282.43万元。

总体看，公司非经营性收益对利润总额贡献较大，但随着公司经营规模的逐年扩大，旅游文化产业战略规划的逐步实施，公司主营业务盈利能力有望提升。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2011年，公司经营活动现金流入量较上年增长28.44%，主要体现为销售商品、提供劳务收到的现金。2011年，公司销售商品、提供劳务收到的现金176385.28万元，较上年增长26.39%，2011年，公司经营活动现金流出量较上年增长69.17%，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，支付其他与经营活动有关的现金71786.05万元，主要是关联公司间的往来款。2011年，公司经营活动现金流量净额3755.90万元。2011年，公司现金收入比为195.76%。

投资活动方面，2011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投资支付的现金为主。2011年公司投资支付的现金5.30亿元，主要是对母公司的借款2亿元和参股子公司西安华侨城投资发展有限公司（以下简称“华侨城”，持股40%）2.5亿元借款以及对华侨城的长期股权投资。2011年公司投资活动产生的现金流出量为88322.53万元，较上年增长69.95%，公司投资活动产生的现金流量净额为-88081.30万元。

筹资活动方面，2011年公司筹资活动产生的现金流入主要表现为取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金，2011年筹资活动现金流入量92441.43万元，较上年下降4.23%，其中收到其他与筹资活动有关的现金29750.00万元，主要是获得的西安曲江文化产业风险投资有限公司的借款，金额为2.50亿元。2011年筹资活动产生的现金流量净额56242.21

万元，较上年增长59.84%。

2012年1-9月，公司销售商品、提供劳务收到的现金139643.18万元，经营活动产生的现金流量净额-38832.69万元；投资活动产生的现金流量净额-40681.80万元；筹资活动产生的现金流量净额75670.18万元，其中收到其他与筹资活动有关的现金1.35亿元，主要是西安曲江文化产业风险投资管理有限公司的借款。

总体看，跟踪期内公司预收账款金额较大，整体获现能力一般，投资支出规模增加，筹资压力上升。

3. 资本及债务结构

截至2011年底，公司资产总额为488579.27万元，较上年大幅增长48.94%，主要是由于公司大量在建工程的开工建设。其中流动资产占69.96%，非流动资产占30.04%，构成较2010年变化不大。公司流动资产主要以货币资金、存货和其他流动资产为主，占比分别为18.70%、40.09%和27.19%。截至2011年底，公司货币资金较上年下降30.53%；预付款项为32147.30万元，较2010年增长12.52%，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的预付款，其中账龄在1年以内的占99.79%；其他应收款为8289.34万元，较上年变化不大，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等，其中账龄在一年以内的占93.54%，2011年公司计提坏账准备114.45万元；存货为137015.69万元，较上年增长93.38%，主要是永和坊房地产开发成本，目前永和房地产开发项目土地已全部开发，无土地储备，2011年公司计提存货跌价准备257.46万元；其他流动资产92923.81万元，主要是楼观道财神文化景区（4.80亿元）以及母公司和华侨城的借款（合计4.50亿元），2011年，西安市管委会整合旅游资源，计划收购楼观道财神文化景区，公司在该景区完工后，未转入固定资产，暂计入其他非流动资产。

截至2011年底，非流动资产中固定资产、

在建工程、无形资产占比较高，分别为45.28%、32.38%、14.26%。截至2011年底，公司长期股权投资7237.11万元，主要是新增对西安曲江华侨城（持股40%）和西安曲江笔昂文化创意有限公司（持股12%）的股权投资；固定资产66471.79万元，较上年下降2.60%；在建工程较上年增长299.94%，主要为海洋公园二期极地馆项目以及楼观道温泉项目等；无形资产的增加主要体现在软件和土地使用权的增加，公司土地使用权主要为海洋馆土地使用权、唐集市土地使用权和唐华宾馆土地使用权，软件使用权主要是购入供应链信息化工程。

截至2012年9月底，公司资产总额为646400.39万元，较2011年底有所增长，其中流动资产占比72.19%，其中非流动资产占比27.81%，资产结构基本稳定。截至2012年9月底，公司应收账款24997.71万元，较2011年底增幅较大，主要是曲江新区管委会还未对公司支付大唐芙蓉园的公园管理费用；其他应收款27135.29万元，主要是母公司2.00亿元借款以及收购楼观福地公司股权及债权款6100万元；在建工程的增加主要是景区建设项目的持续投入；其他流动资产较2011年底有所增长，主要是增加对华侨城的借款1.50亿元。

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，跟踪期内，公司资产规模大幅上升，但在建工程和存货占比较高，公司资产质量一般。

截至2011年底，公司负债合计422074.64万元，较2010年增长59.73%，其中流动负债占78.44%，非流动负债占21.56%。流动负债中，短期借款较上年增加17300万元；应付账款较2011年增长了169.58%，主要是新增应付工程款；预收账款较上年增长了36.44%，增幅较大，主要是新增预收永和坊售楼款；其他应付款较上年增长16.39%，主要是与西安曲江文化产业风险投资有限公司、西安曲江建设集团有限公司和母公司的借款所致。公司非流动负债90978.65万元，较上年增长了56.37%，主要是

由于长期借款和其他非流动负债增长所致，其他非流动负债较上年增长98.21%，主要是公司与陕西建隆职业有限公司签订文化旅游会员卡合同，认购600万元文化旅游会员卡（芙蓉园终身卡）。

截至2012年9月底，公司负债合计588729.24万元，较2011年底增长39.48%，主要是短期借款、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75.27%，非流动负债占24.73%。截至2012年9月底，公司短期借款较上年增加了27550.00万元；预收款项主要是永和坊项目的预售款；其他应付款关联公司的借款；长期借款较上年底增加了54220.00万元。

截至2011年底，公司全部债务为115886.59万元，其中短期债务占22.73%，长期债务占77.27%；公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为86.39%、63.54%和57.38%，债务负担加重。

截至2012年9月底，公司全部债务为198027.90万元，其中短期债务占27.21%，长期债务占72.79%；公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为91.08%、75.56%和69.24%，较2011年底有所上升。考虑到公司永和坊房地产项目的预收账款金额较大，未来随着项目的完工会逐步结转确认收入，公司实际债务指标应低于以上指标。

截至2011年底公司所有者权益为66504.63万元，较2010年增长2.46%，主要是未分配利润增加所致。其中归属于母公司的所有者权益64583.06万元，少数股东权益1921.58万元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润占比分别为74.94%、8.98%、0.89%和15.19%，公司所有者权益稳定性较强。

截至2012年9月底，所有者权益为64042.39万元，较2011年底下降3.70%，其中少数股东权益大幅增长，占比为54.81%，归属于母公司的所有者权益占45.19%。公司所有者资产构成变

化较大，主要是本次资产重组，公司在交割日（2012年5月30日）置出的资产账面价值为6.40亿元，资产重组后，截至2012年9月底，西安文旅净资产账面价值为6.78亿元，公司持股51.35%，公司将西安文旅净资产账面价值的48.65%计入少数股东权益，同时依次冲减资本公积、盈余公积和未分配利润。

总体看，跟踪期内，公司债务规模持续增长，公司整体债务负担重。

4. 偿债能力

截至2011年底，公司流动比率和速动比率分别为103.23%和61.85%，均较2010年底有所下降；截至2012年9月底，流动比率和速动比率有所上升，两个指标分别为105.30%和62.48%。2011年由于公司经营性净现金流下降幅度较大，公司经营现金流负债比指标下降至1.13%，公司经营获现能力下降，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，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2011年，公司EBITDA为10996.33万元，较上年增长11.50%。2011年，EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA保护倍数分别为2.70倍和10.54倍。公司长期偿债能力较弱。

公司于2010年10月参与发行了“10西安SMECN1”（以下简称“本期票据”），发行额度为8000万元，发行期限为3年。

以2011年财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对本期票据的保护倍数分别为1.37倍、25.30倍和0.47倍。公司EBITDA和经营活动现金流入量对本期票据覆盖程度较高。

截至2012年9月底，公司现金类资产60071.41万元，是本期票据的7.51倍，公司现金类资产对本期票据的保护能力强。

截至2012年9月底，公司无对外担保。

截至2012年9月底，公司共获得西安银行、西安银行、上海浦东发展银行、招商银行等银

行累计授信总额 18.50 亿元，已使用额度为 18.49 亿元，未使用额度为 100.00 万元，公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201211705016），截至 2012 年 11 月 30 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

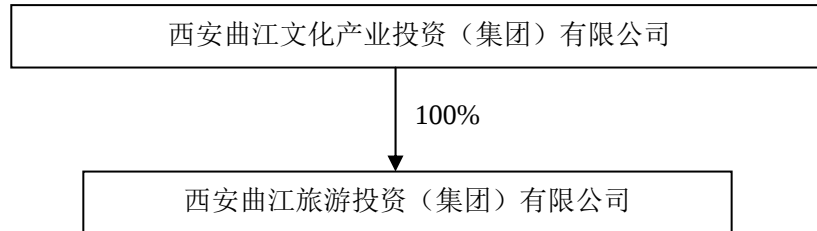
6. 抗风险能力

总体看，旅游行业保持平稳快速发展，西安市旅游资源丰富，公司资产和收入规模稳步增长，并且公司经营活动现金流入量、现金类资产以及 EBITDA 对债务偿还形成了良好的覆盖。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

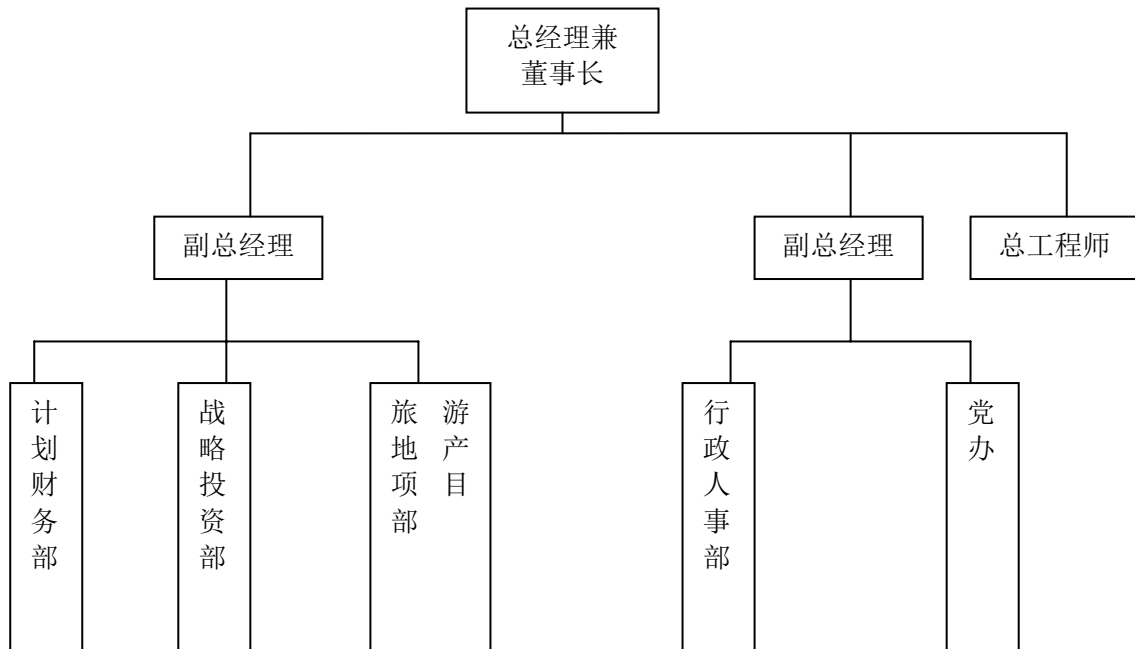
十、结论

综合考虑，联合资信维持西安曲江旅游投资（集团）有限公司 A⁺ 的主体长期信用等级，评级展望由稳定调整为负面。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	68378.61	91998.91	63915.72	-3.32	60071.41
交易性金融资产					
应收票据					
应收账款	3825.06	4014.37	6649.75	31.85	24997.71
预付款项	1798.45	28569.48	32147.30	322.79	43884.42
应收利息					
应收股利					
其他应收款	2882.23	8281.58	8289.34	69.59	27135.29
存货	42823.33	70852.92	137015.69	78.87	189739.43
一年内到期的非流动资产	0.00	802.60	848.38		805.38
其他流动资产	0.00	20000.00	92923.81		120007.49
流动资产合计	119707.69	224519.87	341789.98	68.97	466641.14
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			7237.11		7237.11
投资性房地产					
固定资产	40992.49	68248.65	66471.79	27.34	68363.50
固定资产清理					1.76
在建工程	445.71	11884.47	47530.93	932.67	76147.62
工程物资					
生产性生物资产	237.57	465.65	417.48	32.56	950.18
油气资产					
无形资产	9238.94	19619.89	20933.27	50.52	21477.57
商誉		59.25			
合并价差			171.34		171.34
长期待摊费用	454.39	2839.59	3231.71	166.69	3930.50
递延所得税资产	244.08	398.91	795.65	80.55	1479.68
其他非流动资产					
非流动资产合计	51613.17	103516.41	146789.29	68.64	179759.26
资产总计	171320.86	328036.28	488579.27	68.87	646400.39

附件 2-2 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	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	10700.00	4000.00	21300.00	41.09	48850.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	7264.16	17724.92	47781.96	156.47	57040.02
预收款项	533.28	92756.44	183669.29	1755.84	250590.10
应付职工薪酬	923.88	1680.83	2065.82	49.53	1777.03
应交税费	503.20	-1333.57	-10455.74		-16256.38
应付利息	45.65	131.64	153.47	83.35	21.71
应付股利	0.00	119.93	133.95		119.93
其他应付款	109568.43	69942.77	81407.23	-13.80	95973.54
一年内到期的非流动负债	0.00	21040.00	5040.00		5040.00
其他流动负债					
流动负债合计	129658.53	206062.96	331095.99	59.80	443155.95
非流动负债：					
长期借款	16000.00	49840.00	81800.00	126.11	136020.00
应付债券		7568.95	7746.59		8117.90
长期应付款					
专项应付款	210.00	210.00	210.00		210.00
预计负债					
递延所得税负债	0.00	3.65	112.06		112.06
其他非流动负债	0.00	560.00	1110.00		1113.33
非流动负债合计	16210.00	58182.60	90978.65	136.91	145573.29
负债合计	145868.53	264245.56	422074.64	70.10	588729.24
所有者权益：					
实收资本(或股本)	17500.00	48400.00	48400.00	66.30	48400.00
资本公积	91.44	5796.97	5796.97	696.22	
专项储备					
盈余公积	531.39	574.27	574.27	3.96	
未分配利润	7329.50	8259.66	9811.82	15.70	-25828.17
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	25452.33	63030.90	64583.06	59.29	22571.83
少数股东权益	0.00	759.82	1921.58		35099.33
所有者权益合计	25452.33	63790.72	66504.63	61.64	57671.15
负债和所有者权益总计	171320.86	328036.28	488579.27	68.87	646400.39

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1-9 月
一、营业收入	34650.36	59844.74	90103.98	61.26	90157.46
减: 营业成本	22077.15	39648.74	61038.60	66.28	62228.33
营业税金及附加	1617.17	2422.74	3912.63	55.55	3688.99
销售费用	3033.41	5711.43	7861.42	60.98	7378.16
管理费用	5167.45	9025.25	16338.44	77.81	14122.83
财务费用	1876.25	2634.13	2035.66	4.16	3914.15
资产减值损失	-125.13	-30.17	68.69		163.45
加: 公允价值变动收益					
投资收益	0.00	601.87	1590.46		2843.03
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	1004.04	1034.50	439.02	-33.87	1504.59
加: 营业外收入	2321.91	2711.20	1810.37	-11.70	1289.50
减: 营业外支出	784.99	2140.78	43.72	-76.40	387.18
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	2540.96	1604.91	2205.67	-6.83	2406.91
减: 所得税费用	507.90	599.66	600.58	8.74	2124.48
四、净利润	2033.05	1005.25	1605.09	-11.15	282.43

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 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	36176.28	139558.50	176385.28	120.81	139643.18
收到的税费返还	0.00	666.21	950.74		1248.86
收到其他与经营活动有关的现金	80532.00	17342.82	25036.65	-44.24	37562.33
经营活动现金流入小计	116708.28	157567.53	202372.67	31.68	178454.37
购买商品、接受劳务支付的现金	44089.55	81807.94	94612.31	46.49	92459.25
支付给职工以及为职工支付的现金	6580.73	9880.45	16028.07	56.06	14361.72
支付的各项税费	2935.25	7239.87	16190.35	134.86	13529.18
支付其他与经营活动有关的现金	9419.98	18479.04	71786.05	176.05	96936.91
经营活动现金流出小计	63025.52	117407.30	198616.78	77.52	217287.06
经营活动产生的现金流量净额	53682.76	40160.24	3755.90	-73.55	-38832.69
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	241.23		-9.94
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	1708.28
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					93.69
投资活动现金流入小计	111.68	242.69	241.23	46.97	1792.03
购建固定资产、无形资产等支付的现金	31780.37	30988.96	35322.53	5.43	36000.44
投资支付的现金			53000.00		
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			6473.39
投资活动现金流出小计	31780.37	51970.11	88322.53	66.71	42473.83
投资活动产生的现金流量净额	-31668.69	-51727.42	-88081.30	66.77	-40681.80
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	741.43		474.46
取得借款收到的现金	28700.00	83428.00	61950.00	46.92	124135.19
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	29750.00	-15.17	13500.00
筹资活动现金流入小计	70037.18	96526.00	92441.43	14.89	138109.65
偿还债务支付的现金	1500.00	25820.00	28040.00	332.36	36934.35
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	926.41	4943.07	7008.36	175.05	10211.93
支付其他与筹资活动有关的现金	22970.60	30575.45	1150.86	-77.62	15293.19
筹资活动现金流出小计	25397.01	61338.52	36199.22	19.39	62439.47
筹资活动产生的现金流量净额	44640.17	35187.48	56242.21	12.25	75670.18
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	-28083.19		-3844.31
加: 期初现金及现金等价物余额	1724.37	68378.61	91998.91	630.43	63915.22
六、期末现金及现金等价物余额	68378.61	91998.91	63915.72	-3.32	60070.91

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 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	1605.09	-11.15
加: 资产减值准备	-125.13	-30.17	68.69	
固定资产折旧及其他	2192.12	3511.04	4675.45	46.04
无形资产摊销	250.60	794.61	782.07	76.66
长期待摊费用摊销	62.34	737.47	679.92	230.25
处置固定资产、无形资产等损失	654.55	2120.37	-38.71	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	1876.25	4943.07	2668.22	19.25
投资损失			-1590.46	
递延所得税资产减少	20.89	-154.83	-396.74	
递延所得税负债增加	0.00	3.65	108.40	
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-41451.94	-27970.15	-66116.98	26.29
经营性应收项目的减少	10166.28	-6778.51	-34123.97	
经营性应付项目的增加	78003.77	61978.43	95434.92	10.61
其他				
经营活动产生的现金流量净额	53682.76	40160.24	3755.90	-73.55
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	68378.61	91998.91	63915.72	-3.32
减: 现金的期初余额	1724.37	68378.61	91998.91	630.43
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	66654.24	23620.30	-28083.19	

附件 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	5.31	15.27	16.90	--
存货周转次数(次)	0.99	0.70	0.59	--
总资产周转次数(次)	0.32	0.24	0.22	--
现金收入比(%)	104.40	233.20	195.76	154.89
盈利能力				
营业利润率 (%)	31.62	29.70	27.92	26.89
总资本收益率(%)	7.42	3.03	3.11	--
净资产收益率(%)	7.99	1.58	2.41	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	38.60	47.37	57.38	69.24
全部债务资本化比率(%)	51.20	56.38	63.54	75.56
资产负债率(%)	85.14	80.55	86.39	91.08
偿债能力				
流动比率(%)	92.33	108.96	103.23	105.30
速动比率(%)	59.30	74.57	61.85	62.48
经营现金流动负债比(%)	41.40	19.49	1.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.88	8.36	10.54	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.82	-0.14	-0.73	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	11.99	-3.38	-20.74	--
本期集合票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.86	1.23	1.37	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	14.59	19.70	25.30	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	6.71	5.02	0.47	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	2.75	-1.45	-10.54	--

注：2012年三季度财务数据未经审计。

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/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 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[2012] 1345 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，评级展望由负面调整为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 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: 稳定
上次评级结果: BBB 评级展望: 负面

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 31 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 6 月
现金类资产(万元)	1351.75	2399.03	4168.55	4120.39
资产总额(万元)	21674.82	28773.26	36777.08	31664.87
所有者权益(万元)	13684.40	15877.49	14822.41	16285.05
短期债务(万元)	2104.00	627.39	6138.80	7343.98
全部债务(万元)	2104.00	3627.39	9160.30	10429.98
主营业务收入(万元)	13507.60	19659.45	22597.01	10153.35
利润总额(万元)	2738.73	2910.74	3030.11	1462.64
EBITDA(万元)	3362.00	3819.13	3935.32	--
经营性净现金流(万元)	1316.46	721.25	1387.75	1346.97
主营业务利润率(%)	31.73	32.55	29.00	29.92
净资产收益率(%)	17.67	15.27	17.27	--
资产负债率(%)	36.86	44.82	59.70	48.57
全部债务资本化比率(%)	13.33	18.60	38.20	39.04
流动比率(%)	214.24	250.96	179.07	248.65
全部债务/EBITDA(倍)	0.63	0.95	2.33	--
经营现金流/流动负债比(%)	18.12	8.07	8.00	--

注: 2012 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7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”)3500.00万元股权形式的债权投资, 经陕西省国资委批准, 确定陕高投以公司减资的方式退出所持股权; 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, 评级展望由负面调整为稳定。

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. 跟踪期内, 公司减资 3500 万元, 对其资产规模、资本结构及短期流动性等带来一定不利影响。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与陕西合容电气电容器有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与陕西合容电气电容器有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因陕西合容电气电容器有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由陕西合容电气电容器有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于陕西合容电气电容器有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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 7 月 25 日，陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称：陕西省国资

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。

委）（陕国资产权发【2011】320 文件）批准陕高投将所持公司 3500 万元出资以公司减资方式退出，减资后公司注册资本缩减为 7450 万元。

2012 年 4 月 17 日，经公司股东会决议，股东方合容集团将其所持有的 37.80% 的股权转让给战略投资者，公司股权变更见下表。变更后，公司注册资本为 7450 万元，控股股东仍为合容集团（持股 62.20%），最终实际控制人为合容集团控股股东贾申龙先生。

表 1 截至 2012 年 6 月底公司股东出资情况

序号	股东名称	出资额 (万元)	出资比例 (%)	实收资本 (万元)
1	陕西合容电气集团有限公司	4633.90	62.2	4633.90
2	天津红杉聚业股权投资合伙企业（有限合伙）	1251.60	16.8	1251.60
3	佛山市优势集成创业投资合伙企业（有限合伙）	417.20	5.6	417.20
4	上海云锋股权投资中心（有限合伙）	417.20	5.6	417.20
5	北京凤凰财富成长投资中心（有限合伙）	730.10	9.8	730.10
总计		7450.00	100.0	7450.00

资料来源：公司提供

2012 年 6 月 19 日，经公司股东会决议和修改后章程的规定，公司申请控股股东合容集团原出资 4633.90 万元中的 1350 万元（其中以知识产权出资 384 万元，土地使用权出资 966 万元），变更为以货币资金 1350 万元出资。公司的其他出资方式以及公司的注册资本和股东的持股比例均不变。

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 2012 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 2011 年底，公司资产总额 36777.08 万元，所有者权益 14822.41 万元；2011 年，公司实现主营业务收入 22597.01 万元，利润总额 3030.11 万元。

截至 2012 年 6 月底，公司资产总额 31664.87 万元，所有者权益 16285.05 万元；2012 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 10153.35 万元，利润总额 1462.64 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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在 2011 年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011 年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011 年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国 2011 年国民经济和社会发展统计公报》，2011 年国内生产总值 471564 亿元，比上年增长 9.2%。其中，第一产业增加值 47712 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 220592 亿元，增长 10.6%；第三产业增加值 203260 亿元，增长 8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 10.1%，第二产业增加值比重为 46.8%，第三产业增加值比重为 43.1%。

2011 年，中国全社会固定资产投资 311022 亿元，比上年增长 23.6%，扣除价格因素，实际增长 15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933 亿元，增长 23.8%；农户投资 9089 亿元，增长 15.3%。东部地区投资 130319 亿元，比上年增长 20.1%；中部地区投资 70783 亿元，增长 27.5%；西部地区投资 71849 亿元，增长

28.7%；东北地区投资 32687 亿元，增长 30.4%。

2012 年上半年实现国内生产总值 22.7 万亿元，同比增长 7.8%，增幅比上年同期回落 1.8 个百分点。其中二季度同比增长 7.6%，增速比上季度回落 0.5 个百分点，环比增长 1.8%。根据国家统计局发布的最新统计数据，2012 年 1-8 月，固定资产投资（不含农户）217958.07 亿元，同比增长 20.2%。其中，东部地区投资 103988.31 亿元，同比增长 20.2%；中部地区投资 60090.23 亿元，同比增长 25.3%；西部地区投资 52375.59 亿元，同比增长 23.8%。2012 年 1-8 月，全社会货物运输量 261.06 亿吨，同比增长 11.5%；货物运输周转量 110199.09 亿吨公里，同比增长 9.7%。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年上半年，全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同

期增长 44.1%和 36.4%。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011 年年末，中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%，增速比上年低 4.1 个百分点，比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月，央行 3 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据 2012 年第二季度《中国货币政策执行报告》，截至 2012 年 6 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 92.5 万亿元，同比增长 13.6%。人民币贷款余额同比增长 16.0%，比年初增加 4.86 万亿元，同比多增 6833 亿元。上半年社会融资规模为 7.78 万亿元。金融机构贷款利率继续下行，6 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 7.06%，比 3 月份和年初分别下降 0.56 个和 0.95 个百分点。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务讨论通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对

于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

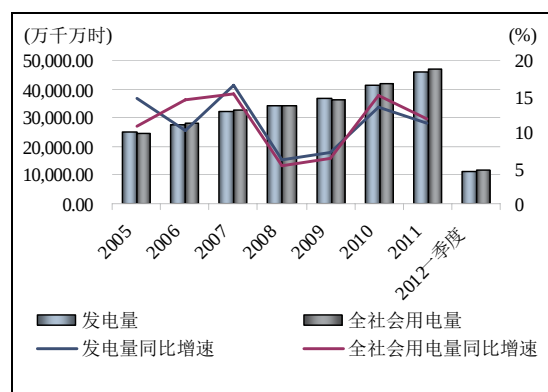
1. 行业分析

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

2011 年，全国发电量同比增长 10.9% 至 45774 亿千瓦时；全社会用电量 46928 亿千瓦时，同比增长 11.7%，由于中国整体经济增速放缓，2011 年整体用电量同比增幅较 2010 年下滑 2.8 个百分点。其中重工业用电量增长 12.4%，占总用电需求的 61.4%；第三产业用电量同比增长 13.5%，也高于平均水平。

图1 国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：wind 资讯、中电联

全国电网建设持续较大规模

2011 年电网投资较上年有所增长，全年完成投资 3682 亿元，同比增长 6.77%，投资规模占电力投资比例达到 49.80%，比上年同期增加 1.44 个百分点。

2011 年，全国基建新增 220 千伏及以上输电线路长度和变电设备容量分别为 35071 千米和 2.09 亿千伏安，同比分别减少 9654 千米和 0.49 亿千伏安。截至 2011 年底，全国电网 220 千伏及以上输电线路回路长度、公用变电设备容

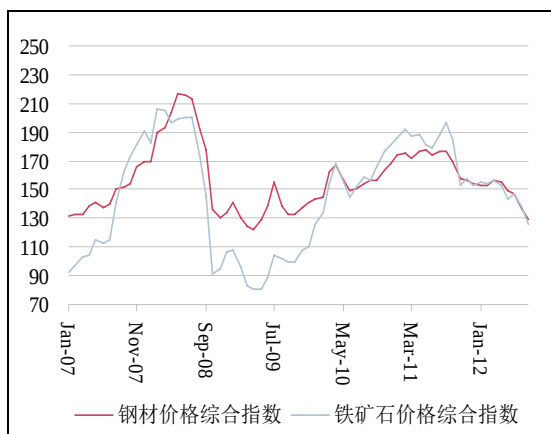
量分别为 48.03 万千米、21.99 亿千伏安，同比分别增长 7.88% 和 10.50%。

2011 年，全国电网建设成果显著，青藏直流联网工程投入试运行，结束了西藏电网长期孤网运行的历史，标志着中国内地电网全面互联；世界首个±660 千伏电压等级的直流输电工程——宁东直流输电工程双极建成投运；特高压 1000 千伏交流试验示范工程扩容改造顺利完成，输送容量达到 500 万千瓦；中俄直流背靠背联网工程建成投产，有利于中俄两国之间的电力交流与优势互补；世界电压等级最高的智能变电站——国家电网 750 千伏陕西洛川变电站顺利建成投运。

2012 年上半年，跨区跨省送电实现较快增长，全国完成跨省输出电量同比增长 8.0%，完成跨区送电量同比增长 18.7%。其中，西北外送电量同比增长 27.9%；华北外送电量同比增长 69.8%，其中华北通过特高压送华中同比增长 105.3%。南方电网区域受枯水期来水偏枯影响，送出电量同比下降 14.1%，仍然延续负增长，但 5、6 月份来水情况已有所好转。

电容器行业成本控制压力仍较大

图 2 近年钢材价格指数



资料来源：www.mysteel.com

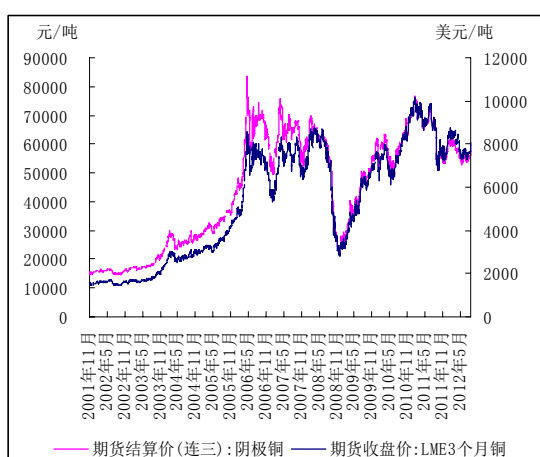
电力输配电设备制造行业产品成本构成中钢材、铜、铝等原材料占总成本的 60% 至 70%。2011 年钢材价格呈现震荡下跌走势，全年钢材价格走势可分为两阶段：第一阶段是一季度至三季度前期，钢材价格呈现震荡企稳的走势；

第二阶段是三季度后期至四季度，钢材价格呈现大幅下跌后弱势震荡的走势。2012 年 3 月，钢材价格指数在低位初步企稳后继续下行态势；截至 2012 年 8 月，其价格指数跌至 129 点。

从铜价走势来看，2000 年以来，铜价呈波动上涨的趋势，2011 年 2 月份以前，全球经济预期较好，铜价延续 2010 年上涨趋势，8 月以后，随着美国主权评级下调、欧债危机加重和中国经济增速下滑等诸多因素使全球经济环境不再乐观，大宗商品价格普遍出现不同程度下跌，铜价在 10 月到达低点。此后，铜价虽然有所反弹，但整体振幅较大。2012 年上半年，全球经济环境仍然不佳，铜价整体走高后回落。从长远来看，铜的稀缺性以及铜的金融属性决定其价格受市场心理及市场资金影响显著，具有较大不确定性。目前精铜供需总体平衡，短期内不存在严重过剩的状况，国际铜价在基本面上仍有一定支撑。

总体看，近年来，钢材、铜、铝等上游原材料均呈现大幅波动上涨态势，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 3 近年 LME3 个月铜期货收盘价



注：LME 单位：美元/吨

资料来源：wind 资讯

综合来看，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。

五、基础素质分析

公司位于西安市经济技术开发区泾渭工业园，主导产品主要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，掌握了各类高电压并联电容器及高电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，与湖南电网公司研制设计了世界首台交流互补融冰装置。

荣誉方面，2011年，公司获得“陕西省质量工作先进单位”、“陕西省AAA级信誉单位”、“陕西省名牌产品”、“知识产权优势企业”、“西安市著名商标”、“陕西省著名商标”等荣誉称号；顺利通过高新技术企业认定，保证了继续享受所得税15%的优惠政策；同时，公司还申报了战略性试验平台、流动贴息、工业保增长等12个项目。

截至 2012 年 6 月底，公司获批准的专利数量 15 个，其中包括实用新型 13 个，外观设计 2 个。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

七、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：陕西省国资委）陕国资产权发【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，并相应暂时提高陕高投所欠公司应收账款科目。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》。公司已于 2011 年底完成减资工商变更。工商变更完成后，公司同时冲减实收资本及应收账款（陕高投）两项科目。

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。

八、经营分析

1. 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。

从收入规模看，2011年受益于公司产品产销量和价格的提高，公司实现收入22597.01万元，较上年增长14.94%。2012年1~6月，公司实现主营业务收入10153.3万元，较2011年同期提高16.17%。总体看，跟踪期内，公司主营业务收入平稳增长。

表 2 2010~2012 年 1-6 月公司收入及毛利率情况

项 目	2010 年	2011 年	2012 年 1-6 月
销售收入(万元)	19659.45	22597.01	10153.35
主营业务成本(万元)	13158.43	15911.27	7115.48
毛利率(%)	33.07	29.59	29.92
产品价格(元/Var)	23.62	28.10	29.00

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，进入2011年以来，受整体通胀影响，公司主要原材料大幅涨价，虽然产品售价相应小幅提高，但涨幅低于原材料涨幅且有一定的滞后性，公司毛利率相应有所下降，为29.59%；2012年上半年，毛利率水平与2011年基本持平，为29.92%。

产品生产

从产能情况看，目前公司年设计生产能力已达到1800万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，2011年实现产量945万kVar，较2010年提高21.15%；2012年上半年，公司实现产量460万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、铝箔和苯基甲苯，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。

2011年以来，受整体通胀形势影响，铝、聚丙烯和苯基甲苯等上游原材料均呈现大幅波动上涨态势，导致公司成本激增，毛利率下滑，对公司的成本控制能力提出较大挑战。公司打破以往主材供应商单一的局面，实行物资采购网上招标方式，有效控制了部分材料价格上涨幅度。同时，公司及时编制材料采购计划，严格按照原材料采购标准控制质量，按时供应生产用料，将材料对生产造成的影响降低至最低程度。

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。

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/吨)		
名称	占成本比重(%)	2010 年	2011 年	2012 年 1-6 月	2010 年	2011 年	2012 年 1-6 月
铝箔(吨)	13.93	170.00	199.30	117.53	39000	41000	42000
聚丙烯膜(吨)	37.28	300.00	448.55	35.61	43000	48000	48000
苯基甲苯(吨)	19.51	450.00	504.20	281.00	18000	23000	22000

资料来源：公司提供

表4 2011年公司前5名原材料主要供应商数据

供应商名称	金额 (万元)	占比 (%)	材料名称
安徽铜峰电子股份有限公司	2064	10.47	薄膜
烟台金正精细化工有限公司	977	4.96	浸渍剂
西安创新能源工程有限公司	758	3.85	套管
江苏中基复合材料有限公司	720	3.66	铝箔
西安正元不锈钢制品有限公司	394	2.00	不锈钢
合计	4913	24.94	--

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。2011年，公司销售的前五名客户合计占公司销售总额34.6%（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5 2011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 (%)
河南电力公司	电容器	2679	9.5
华北电网有限公司供应链管理中心	电容器	2611	9.2
新疆新能物资集团有限公司	电容器	1838	6.5
山东电力集团公司物流服务中心	电容器	1485	5.2
四川省电力公司	电容器	1190	4.2
合计		9803	34.6

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，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2010年以来的销售模式调整，公司与母公司合容集团的关联交易占比相应有所下降，从2010年的67.45%下降到2011年的19.08%，公司关联交易占比过大问题得到一定解决，降低了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，2011年度海外销售额为52.36万美元，占公司销售总额的1.47%。

表6 2010~2012年1-6月销量地区占比分布

（单位：%）

地区	2010年	2011年	2012年 1-6月
华南地区	25.43	10.00	6.00
华东地区	24.12	9.00	17.00
华北地区	19.45	33.00	38.00
西北地区	7.97	17.00	25.00
华中地区	12.82	24.00	12.00
东北地区	6.91	--	--
海外	3.30	1.47	1.20
其他	--	5.53	0.80
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，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，受行业特性影响，成本传导机制不畅，主业盈利能力小幅下滑。

2. 项目情况

2010年，公司参与发行“西安市文化和科技中小企业2010年度第一期集合票据”募集资金3000.00万元，其中，募集资金1900万元用于补充公司生产经营所需营运资金；其余1100万元用于偿还银行贷款。

截至2012年6月底，公司已使用募集资金2996.00万元。

九、财务分析

公司 2010~2011 年度财务报表经西安市希格玛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 2012 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，2011 年，公司实现主营业务收入 22597.01 万元，较 2010 年增长 14.94%；同期公司利润总额为 3030.11 万元，较 2010 年增长 4.10%。

公司期间费用占比较高，2011 年在销售费用大幅增长 22.23% 的带动下，公司期间费用升至 3629.33 万元，较 2010 年提高 11.84%；期间费用占主营业务收入比重为 16.06%，较 2010 年小幅下降 0.45 个百分点。

从盈利指标来看，随着公司产品价格有所下降及原材料成本波动，公司 2011 年主营业务利润率为 29.00%，较 2010 年小幅下降；同时，受公司期间费用增长较快及公司资产规模逐年增长影响，公司总资本收益率 11.58%，较上年下降 2.28 个百分点，但受公司减资导致权益下降影响，公司净资产收益率小幅升至 17.27%，较上年提高 2.00 个百分点。总体看，跟踪期内，公司主业盈利指标有所下降，但整体盈利能力仍较好。

2012 年上半年，公司实现主营业务收入 10153.35 万元，较 2011 年同期增长 16.17%；主营业务利润率 29.92%；实现利润总额 1462.64 万元。

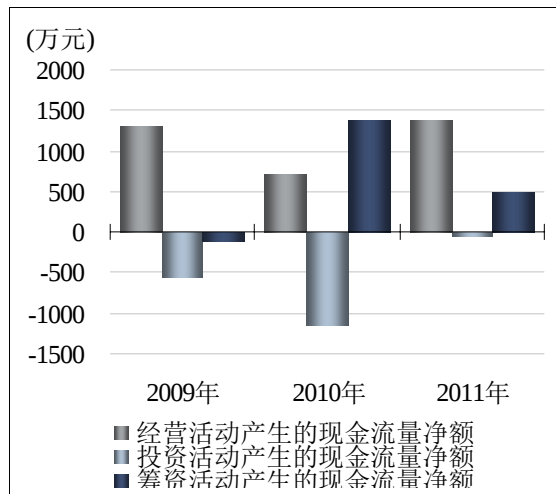
总体看，受益于国内电力建设投资的增长，公司收入规模及盈利水平总体保持增长态势，盈利能力较强，但由于公司费用控制能力较弱且进入 2011 年以来原材料成本及人工成本有所攀升，公司主业盈利能力有所波动下降。

2. 现金流及保障

从经营活动方面看，2011 年公司实现销售

商品、提供劳务收到的现金 20525.98 万元，较上年提高 12.01%；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 90.83%，较 2010 年下降 2.38 个百分点，收入质量一般且有所下降；经营活动产生的现金流量净额为 1387.75 万元，较 2010 年大幅增长 92.41%。

图4 公司现金流情况



资料来源：公司财务报表

从投资活动方面看，2011 年公司投资活动现金流入，流出规模较小，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 52.01 万元，公司没有投资活动现金流入。公司 2011 年相应投资活动现金流量净额为 -52.01 万元，较上年净流出规模大幅回落；受益于此，筹资活动前现金流量净额为 1335.74 万元，经营活动产生的现金流量净额能有效覆盖投资活动产生的现金净流出，公司对外部筹资压力明显减轻。

从筹资活动方面看，公司 2011 年筹资活动现金流入 3800.00 万元，较上年增加 26.67%，全部为借款收到现金；而公司筹资活动现金流出主要是支付的其他与筹资活动有关的现金 3150 万元（偿还陕高投的债权投资），公司相应筹资活动产生的现金流量净额为 484.97 万元。

2012 年 1~6 月，公司经营性活动净现金流量为 1346.97 万元；投资活动现金流量净额为

-231.38万元；筹资活动产生的现金流量净额为1133.52万元，主要为偿还债务所支付的现金。

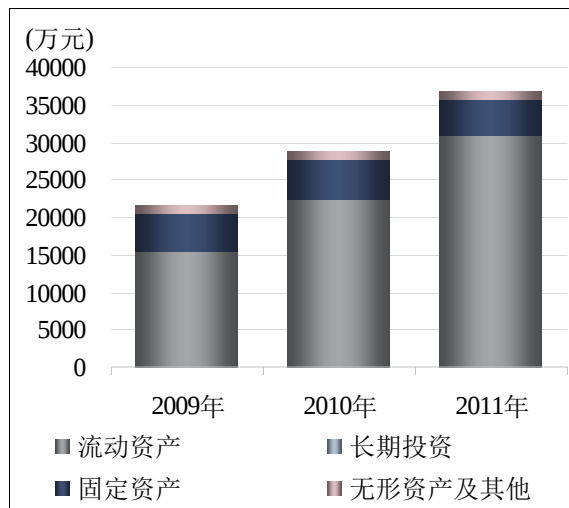
综合看，公司收入实现质量及经营活动获现能力一般且有所波动；跟踪期内，公司投资规模有所回落，对外筹资压力明显降低。

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2011年底，公司资产总额36777.08万元，较上年增长27.82%，其中流动资产合计占84.45%，固定资产合计占12.73%，无形资产及其他资产合计占2.82%。总的来看，公司资产构成以流动资产为主。

图5 公司资产构成情况



资料来源：公司财务报表

截至2011年底，公司流动资产以货币资金（占13.26%），应收账款（占67.40%）和存货（占12.37%）为主，符合电力设备生产企业的特征。2011年底，在公司货币资金、预付账款及应收账款大幅增加的推动下，公司流动资产升至31059.43万元，较2010年提高38.53%；公司货币资金大幅增加至4119.74万元，较上年增长79.19%，主要系公司取得银行借款并缩减投资规模带来的货币资金的增长，其中1840.05万元为银行承兑汇票保证金（占44.66%）。2011年，随着公司销售规模扩大，

公司应收账款大幅增长为20933.01万元，较上年提高36.12%，高于销售收入增幅。从账龄来看，公司应收账款多为一年以内欠款（占98.49%）；从欠款客户来看，其中关联公司（控股股东合容集团）欠款占51.91%，较2010年下降13.32个百分点。公司与控股股东合容集团之间的关联交易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，但自2010年以来，关联交易比例逐年较少。考虑到公司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7 2011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	51.91
新疆新能物资集团有限责任公司	5.88
青海省电力公司	4.59
陕西合容电子科技有限公司	2.47
湖南省电力公司	2.15
合计	67.00

资料来源：公司提供

截至2011年底，公司存货总计3841.95万元，主要为库存商品（占22.80%）、原材料（占10.99%）和在制品、自制半成品（占66.21%）等，公司存货未计提跌价准备。

2011年底公司固定资产原值6787.05万元，其中机器设备和房屋建筑物分别占40.67%和53.09%，累计折旧2104.86万元，固定资产成新率68.99%。公司无形资产主要为土地使用权（占85.16%）及专有技术（占14.84%），截至2011年底，公司无形资产总计1035.46万元。

截至2012年6月底，公司资产总额31664.87万元，较2011年底下降13.90%，其中流动资产合计占84.07%，固定资产合计占14.64%，无形

资产及其他资产合计占1.29%。公司资产构成仍以流动资产为主，与2011年底相比除无形资产大幅缩减外，其他科目占比变动不大。2012年6月底，公司无形资产共计408.91万元，较2011年底大幅下降60.51%（主要是由于公司股东于2012年上半年变更出资方式，将合容集团原有以包含土地使用权和专利技术在内的部分无形资产出资方式变更为货币现金出资方式，相应增加公司货币资金和“收到的其他与筹资活动有关的现金”）。

总体看，跟踪期内，公司资产规模波动增长，流动资产逐年波动增加，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。

（2）所有者权益

受公司原股东陕高投减资影响，截至2011年底，公司所有者权益降至14822.41万元，较2010年减少6.65%。所有者权益构成以实收资本（占50.26%）及未分配利润（占43.59%）为主。

2012年6月底，受益于当期利润累积形成的未分配利润增加，公司所有者权益16285.05万元，其构成与2011年底基本一致。整体看，公司所有者权益稳定性一般。

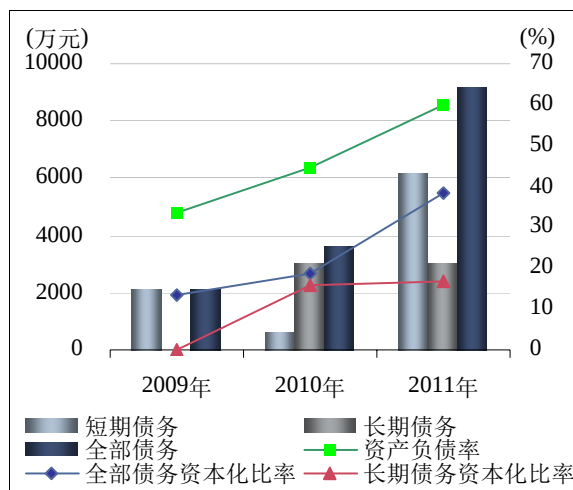
（3）负债

截至2011年底，公司负债总额21954.67万元，较上年底增长70.25%，主要是源于公司当年增加短期借款、票据融资以及公司销售规模扩大导致的应付采购及设备款增加等因素。公司负债结构以流动负债为主（占79.00%）。公司全部债务增至9160.30万元，较2010年底全部债务总额增长152.53%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别相应升至59.70%和38.20%。

在应付票据大幅增长128.49%影响下，2012年6月底公司全部债务升至10429.98万元，公司全部债务资本化比率升至39.04%；但受未分配利润累积导致的所有者权益增长及经

营性负债减少影响，2012年6月底公司资产负债率降至48.57%，较2011年底下降11.13个百分点。

图6 公司债务指标情况



资料来源：公司财务报表

整体看，跟踪期内，公司原股东减资以及业务规模扩大的资金需求导致公司负债规模大幅上升，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，2011年受公司流动负债大幅增长影响，公司流动比率和速动比率均较上年有所下降，分别为179.07%和156.92%；2012年6月底，公司流动比率和速动比率回升至251.31%和197.77%。2011年公司经营现金流动负债比为8.00%，处于较低水平。同时考虑到公司流动资产中应收账款占比大且短期付息债务在流动负债中占比较高（占67.02%），公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2011年公司EBITDA为3935.32万元，较上年增加3.04%，但由于公司债务规模增长较快，全部债务/EBITDA升为2.33倍，EBITDA利息保障倍数升至18.07倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

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。2009年~2011年，公司现金类资产分别为1351.75万元、2399.03万元和4168.55万元，分别为本期债券额度的0.45倍、0.80倍和1.39倍。截至2012年6月底，公司现金类资产4120.39万元，是本期债券额度的1.37倍，公司现金类资产对本期债券的保障能力正常。

2011年，公司经营活动产生的现金流入量和净现金流量分别为20525.98万元和1387.75万元，为本期债券额度的6.84倍和0.46倍；2011年公司实现EBITDA为3935.32万元，为本期债券额度的1.31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2012年6月底，公司在各商业银行获得的授信总额为8800.00万元，未使用额度为1300.00万元，公司间接融资渠道仍需拓宽。

在或有负债方面，截至2012年6月底，公司无对外担保、无诉讼事项。

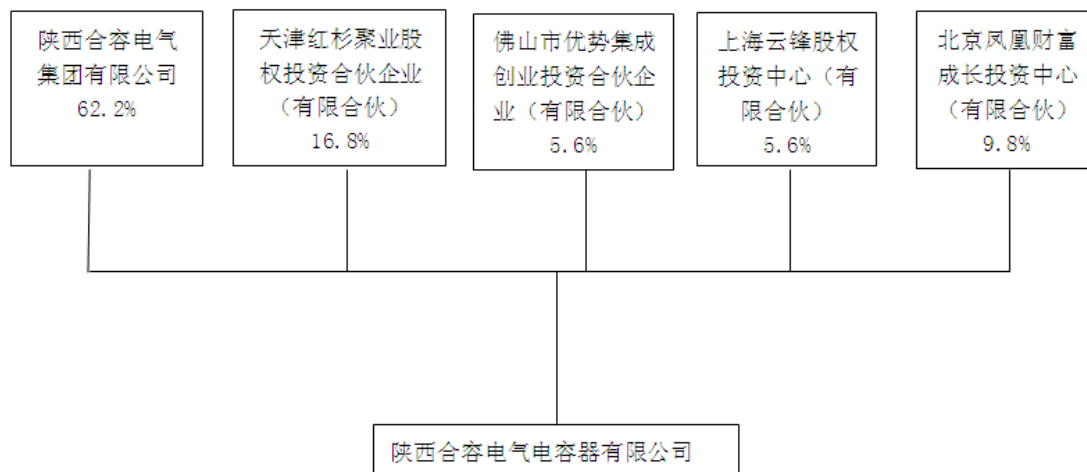
5. 抗风险能力

近年来，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良好。跟踪期内，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，受行业特性影响，成本传导机制不畅，主业盈利能力小幅下滑。公司资产规模波动增长，流动资产逐年波动增加，但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；受原股东减资以及业务规模扩大的资金需求扩大影响，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，公司短期偿债能力较弱，长期偿债能力正常，整体抗风险能力一般。

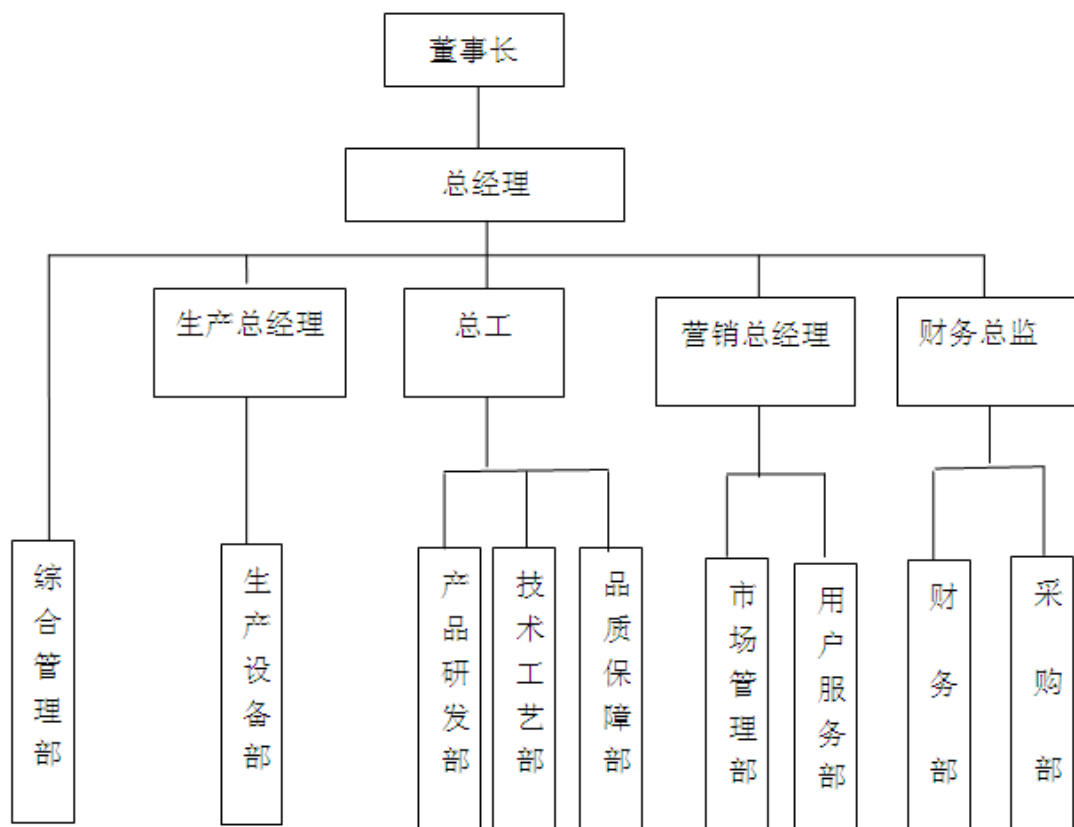
十、结论

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，评级展望由负面调整为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 公司资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动资产					
货币资金	1351.75	2299.03	4119.74	74.58	4101.81
短期投资	0.00	0.00	0.00		0.00
应收票据	0.00	100.00	48.81		18.58
应收股利	0.00	0.00	0.00		0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00		0.00
应收账款	8757.92	15378.44	20933.01	54.60	15756.11
其他应收款	824.07	1021.00	903.06	4.68	877.21
预付账款	1101.14	199.53	1212.85	4.95	412.96
存货	3532.80	3422.03	3841.95	4.28	5446.51
待摊费用	0.00	0.00	0.00		6.68
其他流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
流动资产合计	15567.68	22420.03	31059.43	41.25	26619.86
长期投资	0.00	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00		0.00
长期债权投资	0.00	0.00	0.00		0.00
长期投资合计	0.00	0.00	0.00		0.00
减：长期投资减值准备	0.00	0.00	0.00		0.00
加：合并价差	0.00	0.00	0.00		0.00
长期投资净额	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产原值	5866.04	6735.43	6787.05	7.56	7018.43
减：累计折旧	910.35	1475.66	2104.86	52.06	2382.33
固定资产净值	4955.69	5259.77	4682.19	-2.80	4636.11
固定资产净值减值准备	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产净额	4955.69	5259.77	4682.19	-2.80	4636.11
工程物资	0.00	0.00	0.00		0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00		0.00
待处理固定资产净损失	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产合计	4955.69	5259.77	4682.19	-2.80	4636.11
无形资产及其他资产	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产	1151.46	1093.46	1035.46	-5.17	408.91
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00		0.00
其他长期资产	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产及其他资产合计	1151.46	1093.46	1035.46	-5.17	408.91
递延税项	0.00	0.00	0.00		0.00
递延税项借项	0.00	0.00	0.00		0.00
资产总计	21674.82	28773.26	36777.08	30.26	31664.87

附件 2-2 公司资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和股东权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动负债					
短期借款	1100.00	0.00	3800.00	85.86	2000.00
应付票据	1004.00	627.39	2338.80	52.63	5343.98
应付账款	3823.49	6500.33	9199.00	55.11	3330.90
预收账款	429.37	469.49	226.21	-27.42	0.00
应付工资	46.70	63.80	161.82	86.14	169.00
应付福利费	0.00	0.00	0.00		0.00
应付利润（股利）	0.00	0.00	0.00		0.00
应交税金	445.96	688.51	1223.31	65.62	-332.07
其他未交款	4.16	7.52	27.42	156.80	0.00
其他应付款	412.74	551.29	330.67	-10.49	194.01
预提费用	0.00	25.44	37.94		0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的长期负债	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	7266.42	8933.77	17345.17	54.50	10705.82
长期负债	0.00	0.00	0.00		0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00		0.00
应付债券	0.00	3000.00	3021.50		3086.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
专项应付款	724.00	962.00	1588.00	48.10	1588.00
其他长期负债	0.00	0.00	0.00		0.00
长期负债合计	724.00	3962.00	4609.50	152.32	4674.00
递延税项	0.00	0.00	0.00		0.00
递延税项贷款	0.00	0.00	0.00		0.00
负债合计	7990.42	12895.77	21954.67	65.76	15379.82
少数股东权益	0.00	0.00	0.00		0.00
所有者权益	0.00	0.00	0.00		0.00
实收资本	10950.00	10950.00	7450.00	-17.52	7450.00
资本公积	69.27	69.27	69.27	0.00	69.27
盈余公积	343.89	586.29	842.24	56.50	842.24
未分配利润	2321.24	4271.93	6460.90	66.83	7923.54
未确认的投资损失（以“-”号填列）	0.00	0.00	0.00		0.00
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00		0.00
所有者权益合计	13684.40	15877.49	14822.41	4.08	16285.05
负债及所有者权益合计	21674.82	28773.26	36777.08	30.26	31664.87

附件 3 利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 1~6 月
一、主营业务收入	13507.60	19659.45	22597.01	29.34	10153.35
减: 主营业务成本	9153.17	13158.43	15911.27	31.85	7115.48
主营业务税金及附加	67.92	102.49	131.66	39.23	0.09
二、主营业务利润	4286.51	6398.54	6554.09	23.65	3037.78
加: 其他业务利润	-4.07	-248.26	3.41		4.84
减: 营业费用	810.38	1662.38	2031.99	58.35	845.34
管理费用	720.83	1302.09	1317.01	35.17	527.71
财务费用	80.63	280.73	280.33	86.46	221.95
三、营业利润	2670.59	2905.08	2928.18	4.71	1447.61
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00		0.00
补贴收入	52.00	0.00	95.38	35.43	0.00
营业外收入	20.20	5.94	6.79	-42.03	15.02
减: 营业外支出	4.07	0.27	0.24	-75.89	0.00
四、利润总额	2738.73	2910.74	3030.11	5.19	1462.64
减: 所得税	321.17	486.79	470.58	21.05	0.00
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00		0.00
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00		0.00
五、净利润	2417.56	2423.95	2559.53	2.89	1462.64

附件 4-1 现金流量表
 （单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 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	20525.98	28.47	13622.52
收到的税费返还			0.00		0.00
收到的其他与经营活动有关的现金	164.06		0.00	-100.00	0.00
现金流入小计	12600.87	18324.95	20525.98	27.63	13622.52
购买商品、接受劳务支付的现金	9094.45	13909.38	15639.36	31.14	10265.47
支付给职工以及为职工支付的现金	458.64	676.95	672.32	21.07	565.93
支付的各项税费	828.26	1374.10	1508.25	34.94	1076.35
支付的其他与经营活动有关的现金	903.06	1643.27	1318.30	20.82	367.81
现金流出小计	11284.41	17603.70	19138.23	30.23	12275.55
经营活动产生的现金流量净额	1316.46	721.25	1387.75	2.67	1346.97
二、投资活动产生的现金流量					0.00
收回投资所收到的现金					0.00
取得投资收益所收到的现金					0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金					0.00
收到的其他与投资活动有关的现金					0.00
现金流入小计					0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	570.86	1162.37	52.01	-69.82	231.38
投资所支付的现金			0.00		0.00
支付的其他与投资活动有关的现金			0.00		0.00
现金流出小计	570.86	1162.37	52.01	-69.82	231.38
投资活动产生的现金流量净额	-570.86	-1162.37	-52.01		-231.38
三、筹资活动产生的现金流量			0.00		0.00
吸收投资所收到的现金		3000.00	0.00		0.00
借款所收到的现金	1900.00		3800.00	41.42	0.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	308.00		0.00	-100.00	888.43
现金流入小计	2208.00	3000.00	3800.00	31.19	888.43
偿还债务所支付的现金	1800.00	1100.00	0.00	-100.00	1800.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	347.34	230.86	165.03	-31.07	221.95
支付的其他与筹资活动有关的现金	175.00	280.73	3150.00	324.26	0.00
现金流出小计	2322.34	1611.59	3315.03	19.48	2021.95
筹资活动产生的现金流量净额	-114.34	1388.41	484.97		-1133.52
四、汇率变动对现金的影响			0.00		0.00
五、现金及现金等价物净增加额	631.26	947.28	1820.71	69.83	-17.93

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	2011 年	变动率(%)
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	2559.53	2.89
加: 未确认的投资损失 (以“+”号填列)			0.00	
加: 少数股东损益			0.00	
计提的资产减值准备	77.94	145.37	107.09	17.21
固定资产折旧	489.70	569.95	629.48	13.38
无形资产摊销	58.00	58.00	58.00	0.00
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	12.50	
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	-0.04	
固定资产报废损失				
财务费用	75.57	280.44	217.73	69.74
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	-419.92	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-3221.95	-6517.72	-5204.21	
经营性应付项目的增加(减:减少)	2745.28	3578.46	3427.59	11.74
其他				
经营活动产生的现金流量净额	1316.46	721.25	1387.75	2.67
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	4119.74	74.58
减: 现金的期初余额	720.49	1351.75	2299.03	78.63
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	631.26	947.28	1820.71	69.83

附件 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 6 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	2.53	1.62	1.24	--
存货周转次数(次)	3.68	3.78	4.38	--
总资产周转次数(次)	0.78	0.78	0.69	--
现金收入比(%)	92.07	93.21	54.22	92.09
盈利能力				
营业利润率(%)	31.73	32.55	29.00	29.92
总资产收益率(%)	15.79	13.87	11.58	--
净资产收益率(%)	17.67	15.27	17.27	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	15.89	16.93	15.93
全部债务资本化比率(%)	13.33	18.60	38.20	39.04
资产负债率(%)	36.86	44.82	59.70	48.57
偿债能力				
流动比率(%)	214.24	250.96	179.07	248.65
速动比率(%)	165.62	212.65	156.92	197.77
经营现金流动负债比(%)	18.12	8.07	8.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	44.49	13.62	18.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.63	0.95	2.33	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.35	-0.12	0.15	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	9.87	-1.57	6.13	--

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
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[2012] 1346 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股份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
二零一二年十二月三十一日



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股份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: 2012 年 12 月 31 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 6 月
现金类资产(万元)	629.23	2912.34	2125.48	2350.31
资产总额(万元)	10613.06	15923.81	17830.22	18005.64
所有者权益(万元)	6302.11	7270.46	9489.38	10258.90
短期债务(万元)	300.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	300.00	2368.85	2415.14	2425.56
营业收入(万元)	5119.14	11265.80	14201.79	6755.28
利润总额(万元)	889.03	1146.00	2394.28	862.26
EBITDA(万元)	1111.73	1543.42	3778.65	--
经营性净现金流(万元)	463.81	1825.32	-707.62	338.39
营业利润率(%)	38.47	36.70	39.20	35.66
净资产收益率(%)	13.95	13.63	23.51	--
资产负债率(%)	40.62	54.34	46.78	43.02
全部债务资本化比率(%)	4.54	24.57	20.29	19.12
流动比率(%)	166.58	194.78	254.39	293.94
全部债务/EBITDA(倍)	0.27	1.53	0.64	--
经营现金流负债比(%)	11.39	30.96	-13.59	--

注: 2012 年上半年财务数据未经审计。

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

西安爱德华测量设备股份有限公司(以下简称“公司”)为拥有自主知识产权的三坐标测量机厂商。跟踪期内,公司整体生产状况良好,主要产品产销量稳定增长,整体盈利能力明显提升;公司进一步整合德国MORA公司技术研发实力和国内外市场需求,整体竞争实力有所增强。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司期间费用控制能力有待加强、经营性现金净流量波动较大及原材料采购关联交易占比高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. 公司进一步整合德国 MORA 公司技术研发实力和国内外市场需求,整体竞争力增强。
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. 公司经营现金流入量和 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波动较大。
3. 公司原材料采购中关联交易占比较高。
4. 公司应收账款和存货占比大,影响公司运营资金调配及流动性。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与西安爱德华测量设备股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与西安爱德华测量设备股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因西安爱德华测量设备股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由西安爱德华测量设备股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于西安爱德华测量设备股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

西安爱德华测量设备股份有限公司（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 日经西高新发[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 万元人民币，以 2007 年 12 月 31 日前未分配利润转增注册资本 1600 万元人民币。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。

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 2012 年 6 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 24926 人。

截至 2011 年底，公司资产总额 17830.22 万元，所有者权益 9489.38 万元；2011 年公司实现营业收入 14201.79 万元，利润总额 2394.28 万元。

截至 2012 年 6 月底，公司资产总额 18005.64 万元，所有者权益 10258.90 万元；2012 年 1-6 月公司实现营业收入 6755.28 万元，利润总额 862.26 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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在 2011 年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011 年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011 年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国 2011 年国民经济和社会发展统计公报》，2011 年国内生产总值 471564 亿元，比上年增长 9.2%。其中，第一产业增加值 47712 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 220592 亿元，增长 10.6%；第三产业增加值 203260 亿元，增长 8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 10.1%，第二产业增加值比重为 46.8%，第三产业增加值比重为 43.1%。

2011 年，中国全社会固定资产投资 311022 亿元，比上年增长 23.6%，扣除价格因素，实际增长 15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933 亿元，增长 23.8%；农户投资 9089 亿元，增长 15.3%。东部地区投资 130319 亿元，比上年增长 20.1%；中部地区投资 70783 亿元，增长 27.5%；西部地区投资 71849 亿元，增长 28.7%；东北地区投资 32687 亿元，增长 30.4%。

2012 年上半年实现国内生产总值 22.7 万亿元，同比增长 7.8%，增幅比上年同期回落 1.8 个百分点。其中二季度同比增长 7.6%，增速比上季度回落 0.5 个百分点，环比增长 1.8%。根据国家统计局发布的最新统计数据，2012 年 1-8 月，固定资产投资（不含农户）217958.07 亿元，同比增长 20.2%。其中，东部地区投资 103988.31 亿元，同比增长 20.2%；中部地区投资 60090.23

亿元,同比增长 25.3%;西部地区投资 52375.59 亿元,同比增长 23.8%。2012 年 1-8 月,全社会货物运输量 261.06 亿吨,同比增长 11.5%;货物运输周转量 110199.09 亿吨公里,同比增长 9.7%。

2. 政策环境

财政政策方面,2011 年全年公共财政收入 103740 亿元,比上年增加 20639 亿元,增长 24.8%;其中税收收入 89720 亿元,增加 16510 亿元,增长 22.6%。2011 年,中国财政政策主要措施包括:重启价格调节基金,加大对农业的财政补贴力度,抑制物价上涨幅度;支持自主创新和战略性新兴产业发展,有序启动“十二五”规划重大项目建设,促进产业结构优化升级;继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策,分步实施个人所得税制度改革,促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上,明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,根据形势变化适时适度预调微调,以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元,同比增长 19.8%;用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年上半年,全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出,分别较上年同期增长 44.1%和 36.4%。

货币政策方面,2011 年,央行货币政策较为频繁,年度内 6 次上调存款准备金率,3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》,2011 年年末,中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元,同比增长 13.6%,增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%,增速比上年低 4.1 个百分点,比年初增加 7.47 万亿元。2011

年社会融资规模为 12.83 万亿元,其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行,12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%,比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月,央行 3 次下调存款准备金率,并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率,通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据 2012 年第二季度《中国货币政策执行报告》,截至 2012 年 6 月底,中国广义货币供应量 M2 余额为 92.5 万亿元,同比增长 13.6%。人民币贷款余额同比增长 16.0%,比年初增加 4.86 万亿元,同比多增 6833 亿元。上半年社会融资规模为 7.78 万亿元。金融机构贷款利率继续下行,6 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 7.06%,比 3 月份和年初分别下降 0.56 个和 0.95 个百分点。

产业政策方面,调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日,国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》;2011 年 9 月 7 日,国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》;2011 年中央政府继续加强房地产调控,“国八条”、房产税试点改革先后落地,“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级,房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》,提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台,对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

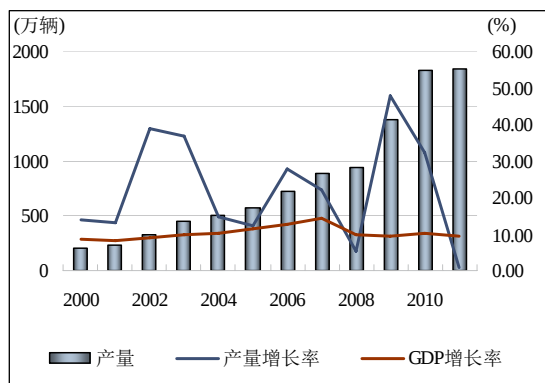
公司产品主要是三坐标测量机,其销售收入占公司营业收入比重在 95%左右。三坐标测量机属于仪器仪表行业,仪器仪表广泛应用于装备、改造传统产业的工艺流程的测量和控制,是现代化大型重点成套装备的重要组成部分,

是信息化带动工业化的重要纽带；作为汽车工业、数控机床、工程机械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。

汽车行业

2011 年受国家宏观调控和鼓励政策的退出、节能惠民补贴门槛提高、用车成本提高等因素的影响，中国汽车市场增长持续放缓，2011 年全年汽车产销 1841.89 万辆和 1850.51 万辆，同比增长 0.84% 和 2.45%。其中：乘用车产销 1448.53 万辆和 1447.24 万辆，同比增长 4.23% 和 5.19%；商用车产销 393.36 万辆和 403.27 万辆，同比下降 9.94% 和 6.31%。2012 年 1~9 月，中国汽车市场汽车产销 1413.12 万辆和 1409.23 万辆，同比分别增长 4.98% 和 3.37%。

图 1 2000~2011 年中国汽车产量走势图



资料来源：中国汽车工业协会

总体看，“十二五”期间，在中国国民经济持续增长、居民收入不断增加和消费升级因素拉动下，首次购车需求和更新需求将持续支持市场增长，中国汽车行业仍将处于较快普及期，市场前景广阔。

数控机床

中国机床工具行业已连续多年快速发展，产值及消费市场不断扩大，全球行业地位逐步提升。2011 年下半年以来，中国机床工具行业产销增速继续保持高位运行，但增速回落明显。

根据中国机床工具工业协会统计数据，2011 年全年，中国机床工具行业完成工业总产值 7603.90 亿元，同比增长 32.5%；完成工业销售产值 7564.13 亿元，同比增长 31.34%。2011 年 12 月末，中国累计完成金属切削机床产量 85.99 万台，同比增长 15.11%，增速较上年下降 17.95 个百分点，当月产量在 12 月转为负增长；12 月末，中国累计完成金属成形机床产量 23.85 万台，同比增长 0.88%，增速较上年下降 17.15 个百分点，当月产量增速在 11 月转为负增长。

从固定资产投资看，2011 年，中国机床工具行业累计投资达到 2829.33 亿元，同比增长 53.18%，增速较上年同期高 20.72 个百分点。据协会调查显示，各机床工具企业普遍存在厂房扩建、设备购置投入巨大、产能扩张过猛的情况，可能出现产能过剩、资源浪费的现象。

2012 年以来，随着国家经济刺激政策的退出，固定资产投资增速继续回落，设备工器具投资增长明显趋缓，致使机床工具需求增长乏力。2012 年 1~6 月，全国机床工具行业发展同比增速继续出现小幅下滑的态势，全国机床工具行业完成工业总产值 3654.50 亿元，同比增长 12.43%；完成销售产值 3563.35 亿元，同比增长 12.72%；产销率为 97.5%。其中，切削工具制造、铸造机械制造、机床附件制造行业的增速下降幅度占比较大，同比增速分别下滑了 35.61、28.82 和 37.28 个百分点。

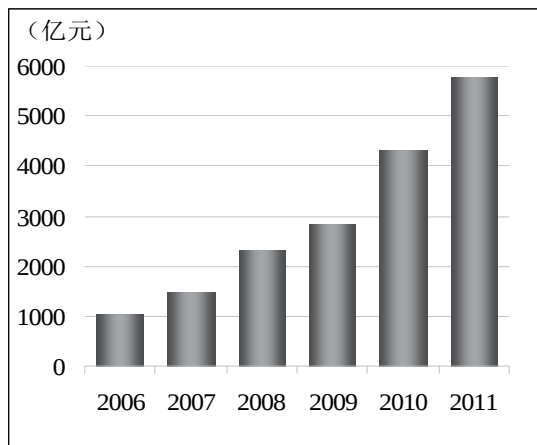
工程机械

2011 年工程机械市场整体表现出先扬后抑。一季度，由于销售旺季提前及部分资本炒作，工程机械销售市场极其火爆；但二季度以来，在房地产投资增速明显回落，铁路、公路投资计划规模被大幅调低的背景下，2011 年全年工程机械行业累计实现销售产值 5792.26 亿元，同比增长 34.56%，增速较上年同期下降 13.67 个百分点，全年呈现逐季放缓的态势。

2012 年以来，宏观经济继续减速，基建和房地产新开工依然不足，工程机械市场需求延续低迷态势。同时，在成本下降和企业加大促

销力度等因素影响下，工程机械产品价格水平继续回落，行业销售收入和利润总额同比持续下降。2012 年 1~5 月，工程机械行业销售收入同比下降 3.95%，利润总额同比下降 18.97%。

图2 近年来中国工程机械行业工业销售产值



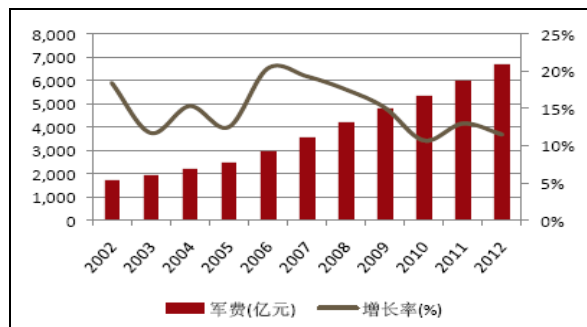
资料来源：wind 资讯

基础设施建设仍然是带动工程机械行业快速发展的主要因素。“十二五”期间，全社会固定资产投资规模预计年增长率在 20%左右。包括能源、铁路、公路、交通、城镇化建设等国家建设项目和地方建设项目仍然是主要投资方向。预计未来工程机械行业增速将有所回落，但在基础设施投资的带动下仍将保持较快的增长速度。根据工程机械行业“十二五”发展规划，到 2015 年，中国工程机械行业的销售收入将达到 9000 亿元，预计年均增长速度在 17%左右。

国防军工

国防科技工业作为国家战略性产业，也是国家先进装备制造业的重要组成部分和国家科技创新体系的重要力量。2011 年中国国防预算为 6026.70 亿元，国防支出为 5829 亿元，其中约三分之一用于采购装备。2012 年中国国防费预算为 6702.74 亿元人民币，同比增长 11.2%。中国国防预算的稳定增长态势，充分显示了在新的历史时期中国政府加强国防建设和军事能力的决心。

图3 中国近年国防支出 (2003~2012年)



资料来源：2003~2009 年数据来源于《中国统计年鉴》，2010-2012 年数据来源于 2010~2011 年中央和地方预算执行情况与 2012 年中央和地方预算草案。

注：2012 年为预算数。

总体看，未来随着汽车工业、数控机床、工程机械、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一部分，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。

五、基础素质分析

公司是拥有全套自主知识产权的高新技术企业，其品牌“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；其产品市场占有率高，在行业内属于五强企业。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及领导变动等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 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，市场占有率在华东地区达到55%以上。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。

公司2010年完成收购德国MORA公司（以下简称“MORA”）并纳入合并报表范围（持股100%）。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、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。跟踪期内，公司进一步整合德国MORA公司技术研发实力和国内外市场需求，整体竞争实力有所增强。

从收入规模看，2011年受益于公司DAISY系列和ATLAS系列产品产销量大幅提升及收购MORA所合并的新增收入带动，公司实现营业收入14201.78万元，其中MORA公司收入为4235.14万元，占主营业务收入的31.95%，收入总额较上年增长26.06%。2012年1~6月，公司实现营业收入6755.28万元，占2011年全年收入的47.57%。总体看，2011年以来，公司主营业务收入增长较快。

表 1 2010~2012 年 1-6 月公司各产品收入及毛利率情况 (单位: 万元)

分行业/分产品	2010 年			2011 年			2012 年上半年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
三坐标测量机 MQ 系列	5202.28	46.18%	41.32%	4290.30	30.21%	37.85%	413.51	6.12%	35.06%
三坐标测量机 ML 系列	1458.52	12.95%	31.80%	1489.60	10.49%	33.94%	739.79	10.95%	35.00%
三坐标测量机 UG 系列	104.34	0.93%	18.97%	--	--	--	48.82	0.72%	39.53%
三坐标测量机 DAISY 系列	3107.39	27.58%	32.82%	5379.00	37.88%	42.35%	3103.90	45.95%	43.28%
三坐标测量机 MCMS 系列	11.11	0.10%	20.16%	22.90	0.16%	22.75%	--	--	--
三坐标测量机 ATLAS 系列	608.55	5.40%	30.77%	1537.37	10.83%	47.70%	820.51	12.15%	42.93%
三坐标测量机 MGH 系列	62.39	0.55%	16.89%	60.68	0.43%	14.70%	49.50	0.73%	32.28%
齿轮测量中心	191.45	1.70%	54.12%	--	--	--	376.25	5.57%	48.80%
影像测量仪	146.72	1.30%	21.81%	311.90	2.20%	33.02%	162.82	2.41%	37.29%
厚度自动测定仪	--	--	--	--	--	--	176.92	2.62%	62.79%
双悬臂划线机	--	--	--	126.57	0.89%	49.81%	129.91	1.92%	48.13%
双悬臂测量机	--	--	--	156.76	1.10%	52.14%	153.85	2.28%	51.17%
油泥铣削机	--	--	--	178.20	1.25%	59.78%	173.80	2.57%	53.99%

改造项目	141.67	1.26%	36.79%	271.80	1.91%	29.96%	198.20	2.93%	59.88%
销售配件	231.38	2.05%	48.73%	376.70	2.65%	32.94%	207.50	3.07%	46.40%
合计	11265.80	100.00%	36.87%	14201.78	100.00%	40.17%	6755.29	100.00%	41.95%

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，受益于毛利较高的自动机新产品销量增加等因素影响，2011年公司毛利率为40.17%，较2010年提高3.30个百分点；2012年上半年，公司毛利率持续上涨为41.95%。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，合并MORA前，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2012年6月公司拥有实用新型专利五项，其中跟踪期内新增一项（专利号：ZL201120147378.6）。

从生产情况看，跟踪期内，公司原有主导产品MQ系列产品产销量有所下滑，但受益于其升级换代产品DAISY系列和其他新增产品产销量增长，2011年以来公司产品产销量总体有所上涨，平均销售价格基本保持稳定。整体看，跟踪期内公司生产状况保持平稳增长。

表 2 2010~2012 年 1-6 月公司各产品价格及产销量情况

分行业/分产品	平均价格（万元）			产量（台）			销量（台）			销售额（万元）		
	2010 年	2011 年	2012 年上半年	2010 年	2011 年	2012 年上半年	2010 年	2011 年	2012 年上半年	2010 年	2011 年	2012 年上半年
三坐标测量机 MQ 系列	26.00	26.00	26.00	200	160	18	204	162	19	5202.28	4290.30	413.51
三坐标测量机 ML 系列	42.00	43.00	42.00	42	38	20	40	40	18	1458.52	1489.60	739.79
三坐标测量机 UG 系列	61.00	--	29.04	2	2	0	2	0	2	104.34	0.00	48.82
三坐标测量机 DAISY 系列	29.00	29.00	29.00	110	160	105	105	165	103	3107.39	5379.00	3103.90
三坐标测量机 MCMS 系列	11.00	11.50	11.00	1	2	0	1	2	0	11.11	22.90	0.00
三坐标测量机 ATLAS 系列	160.00	170.00	167.00	5	5	10	5	8	6	608.55	1537.37	820.51
三坐标测量机 MGH 系列	55.00	61.00	50.00	2	2	0	1	1	1	62.39	60.68	49.50
齿轮测量中心	191.00	185.00	188.00	1	2	2	1	0	2	191.45	0.00	376.25
影像测量仪	5.00	5.00	5.60	25	55	30	24	54	26	146.72	311.90	162.82
厚度自动测定仪	--	--	69.00	--	--	3	--	--	3	--	--	176.92
双悬臂划线机	--	152.00	152.00	--	2	2	--	--	1	--	126.57	129.91
双悬臂测量机	--	90.00	90.00	--	2	2	--	--	2	--	156.76	153.85
油泥铣削机	--	202.00	202.50	--	2	1	--	--	1	--	178.20	173.80
改造项目	--	--	--	--	--	--	--	--	--	141.67	271.80	198.20
销售配件	--	--	--	--	--	--	--	--	--	231.38	376.70	207.50
合计	--	--	--	388	432	193	383	432	184	11265.80	14201.79	6755.28

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。

表3 公司近年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(万元)	占比(%)	供应商名称	金额(万元)	占比(%)
德国 AEH 公司	462.00	48.38	济南华腾机械公司	484.00	89.50
PANTEC 公司	251.00	26.28	济南华阳花岗石量具公司	57.00	10.50
雷尼绍	242.00	25.34	--	--	--
合计	955.00	100.00	--	541.00	100.00

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4 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	2012 年 1-6 月	2010 年	2011 年	2012 年 1-6 月
测量软件(套)	20	225	227	118	3.50	3.50	3.50
测头(件)	26	378	397	201	4.50	4.50	4.45
花岗石(套)	18	309	468	267	3.20	3.20	3.20
控制系统(套)	13	160	170	97	2.20	2.80	2.90
电脑(台)	2	264	302	160	0.35	0.35	0.32
电机(台)	1.5	694	867	421	0.25	0.25	0.25

资料来源：公司提供

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%。2011年，公司开发新经销商40余家，面对主要客户群（江浙、华南民营企业）的业务萎缩，积极开拓西部的国有企业，利用国家对国有企业的政策扶持机遇，有效的开拓了一批新的优质客户，对品牌的推广和提升，起到了关键性的作用。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。2011年公司实现合同签订额14876万元，2012年1-6月份合同签订额8042万元。

表5 2011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(%)
昆山精坐标精密机械有限公司	三坐标测量机	348.48	3.67
马来西亚VIT	三坐标测量机	239.27	2.52
沈阳矿山机械有限公司	三坐标测量机	218	2.29
南方机床有限公司	三坐标测量	198.9	2.09
苏州力强机械制造有限公司	三坐标测量	182.8	1.92
合计		948.18	12.49

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。在规避汇兑风险方面，在人民币升值时公司采取催收应收账款，尽快结汇的办法确保资产保值增值。

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。

表6 2011~2012年1-6月销量地区分布

区域		销售量/销售额占比(%)	
		2011 年	2012 年 1-6 月
国内销售	华南地区	30	31
	华东地区	39	38
	华北地区	17	18
	西北地区	14	13
对外出口	德国	38	32
	马来西亚	33	31
	台湾地区	23	18
	俄罗斯		9
	其他	6	10

资料来源：公司提供

在出口销售方面，公司把德国作为国际销售的窗口，积极拓展海外市场。目前，公司海外销售区域主要为德国、马来西亚、台湾等国家。2011 年，公司实现出口销售额 150.20 万美元，约占当年销售收入总额的 6.67%；2012 年上半年，实现出口销售额 79.50 万美元，约占当期销售收入总额的 7.41%。公司海外销售情况良好。

2. 项目情况

2010年，公司参与发行“西安市文化和科技中小企业2010年度第一期集合票据”募集资金2500.00万元，主要用于投资收购德国MORA公司资产和全球性测量仪器生产基地建设。

截至2012年6月底，公司已使用募集资金

2300.00万元。

八、财务分析

公司 2010~2011 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 2012 年 1~6 月报表未经审计。

1. 盈利能力

2011 年，受益于公司 DAISY 系列和 ATLAS 系列产品产销量大幅提升及收购 MORA 所合并的新增收入带动，公司实现营业收入 14201.79 万元，较 2010 年增长 26.06%；同期，营业成本 8496.82 万元，较 2010 年增长 19.47%，增幅低于收入增幅。

2011 年，公司在管理费用及财务费用增长带动下，期间费用升至 3223.29 万元，较 2010 年增长 5.88%，期间费用占营业收入比重为 22.70%，较上年下降 4.32 个百分点，公司期间费用占比较高。

从主要盈利指标来看，伴随公司产品结构优化及高端产品占比扩大，公司营业利润率有所提高，2011 年为 39.20%，较 2010 年提高 2.50 个百分点；同期，公司净资产收益率和总资本收益率分别为 23.51%和 19.60%，较上年分别提高 9.88 个百分点和 9.13 个百分点，公司整体盈利能力有所提升。

2012 年 1~6 月，公司实现营业收入 6755.28 万元，占 2011 年全年收入的 47.57%；同时，由于公司营业利润率的变化跟销售产品的品种结构有一定关系，而在 2012 年上半年大规格产品的销售比重较低，且由于大规格产品的生产周期稍长，未能在上半年实现销售等原因造成同期公司营业利润率小幅下降，降至 35.66%；公司实现利润总额 862.26 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，公

司整体盈利能力波动提高。

2. 现金流及保障

从经营活动方面看，2011 年公司实现销售商品、提供劳务收到的现金 15180.37 万元，较上年提高 38.64%；公司现金收入比为 106.89%，较 2010 年提高 9.70 个百分点，收入质量有所提高；同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金以及支付其他与经营活动有关的现金大幅增长，其中，购买商品、接受劳务支付的现金增长主要是由于 2011 年整体市场向好，公司在原材料采购上加大采购量，由此支付货款明显增大，仅此一项增加支出 3320 万元；公司经营活动产生的现金流出为 16617.77 万元，较上年大幅提高 74.98%；相应公司经营活动产生的现金流量净额首次转负，为-707.62 万元，较 2010 年大幅下降。

从投资活动方面看，2011 年公司投资活动现金流出全部是购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金流出，相应投资活动现金流量净额为-637.42 万元，较上年净流出规模有所收窄；筹资活动前现金流量净额为-1345.04 万元，公司对外筹资压力增大。

从筹资活动方面看，2011 年公司无筹资活动现金流。相应公司期末现金余额较期初下降 1345.04 万元，为 1506.05 万元（包括货币资金 1306.05 万元和交易性金融资产 200.00 万元）。

2012年1~6月，公司经营净现金流量为338.39万元；投资活动现金流量净额分别为-6.14万元；现金及现金等价物增加额为332.25万元。

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 2011 年底，公司资产总额 17830.22

万元，较上年增长 11.97%，其中流动资产占 74.30%，非流动资产占 25.70%。公司资产构成以流动资产为主。

截至 2011 年底，公司流动资产以货币资金（占 9.86%）、应收账款（占 23.83%）、其他应收款（占 12.83%）和存货（占 43.04%）为主。2011 年底，在公司应收账款、其他应收款和存货增加推动下，公司流动资产升至 13247.06 万元，较 2010 年增长 15.37%。截至 2011 年底，公司货币资金 1306.05 万元，较上年下降 54.19%，主要是公司上年发行集合票据收到的资金较多，跟踪期内正常回落所致。2011 年，随着公司销售规模扩大，公司应收账款大幅增长 3156.29 万元，较上年提高 24.62%。从账龄来看，公司应收账款多为一年以内欠款（占 93.98%）；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 16.40%，集中度较低且欠款客户历史信用较好，坏账风险较低。2011 年底，公司共计提坏账准备 178.47 万元，计提比例为 5.35%，较为充分。

表7 2011年底公司应收账款前五名欠款单位

项 目	占比（%）
西安航空动力股份公司	5.28
西安西航集团莱特航空制造技术公司	4.58
昆山市精坐标精密机械有限公司	2.43
苏州爱迪克国际贸易有限公司	2.15
湖北省齐星汽车车身股份有限公司	1.96
合计	16.40

资料来源：公司提供

公司其他应收款主要为投标保证金和往来款，截至 2011 年底，公司其他应收款共计 1699.72 万元，较上年大幅增长 133.24%。从账龄来看，1 年以内欠款占 96.93%；从欠款客户集中度来看，前五名欠款合计占 46.54%，集中度较高，全部为 1 年内欠款，2011 年底，共计提坏账准备 93.48 万元，计提比例为 5.21%。

截至 2011 年底，公司存货总计 5702.12 万元，主要为生产成本（占 56.71%）、原材料（占

34.09%)等,公司存货未计提跌价准备。

截至2011年底,公司非流动资产4583.16万元,主要由固定资产(占61.20%)和无形资产(占37.93%)构成。2011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3732.58万元,较上年增长24.78%,其中机器设备和房屋建筑物分别占29.91%和54.84%,累计折旧927.49万元,固定资产成新率75.15%。公司无形资产主要为土地使用权(占20.55%)及专有技术(占79.45%),截至2011年底,公司无形资产总计1738.19万元。

截至2012年6月底,公司资产总额18005.64万元,较2011年底小幅增长0.98%,其中流动资产占75.14%,非流动资产占24.86%。公司资产构成以流动资产为主,与2011年底相比资产规模和构成变动不大。

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、其他应收款及存货占比较高,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2011年底,公司所有者权益9489.38万元,较2010年增长30.52%,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52.69%)及未分配利润(占42.37%)为主。

截至2012年6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10258.90万元,较上年底增长8.11%,其构成变化与2011年底基本一致。整体看,公司所有者权益稳定性一般。

(3) 负债

截至2011年底,公司负债总额8340.84万元,较上年底小幅下降3.61%,主要系公司流动负债较上年下降11.67%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(2011年底占62.43%)。2011年底,

公司全部债务增至2415.14万元,全部为发行债券融资所致,较2010年底全部债务总额增长1.95%(累积利息增长所致);但同期,受公司资产规模较快增长影响,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别降至46.78%和20.29%。2012年6月底公司全部债务为2425.56万元,公司资产负债率和全部债务资本化比率降为43.02%和19.12%。

整体看,跟踪期内,公司债务规模小幅增长,但相对资产规模增幅较小,公司债务负担仍处于合理范围内,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254.39%和144.89%,2012年6月底,公司流动比率和速动比率分别升为293.94%和161.44%;2011年公司经营现金净流净额为负值,对流动负债不具备保障能力。但考虑到公司流动比率较高,且短期负债主要为经营性负债,无短期付息债务,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看,2011年公司EBITDA为3778.65万元,较上年增长144.82%;同时,公司整体付息债务规模较小,但由于2010年新增集合票据融资所付利息于2011年支付,导致2011年公司利息较高,EBITDA利息保障倍数降至36.86倍;而由于债务规模增长不大,全部债务/EBITDA由2010年的1.53倍降为0.64倍。总体看,跟踪期内,公司债务规模变化不大,长期偿债能力指标基本稳定,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2012年6月底,公司现金类资产2350.31万元,是本期债券额度的0.94倍,公司现金类资产对本期债券保障能力尚可。

2011年,公司经营活动产生的现金流入量和净现金流量分别为15910.15万元和-707.62万

元，为本期债券额度的6.36倍和-0.28倍；2011年公司实现EBITDA为3778.65万元，为本期债券额度的1.51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。

在或有负债方面，截至 2012 年 6 月底，公司无对外担保、无诉讼事项。

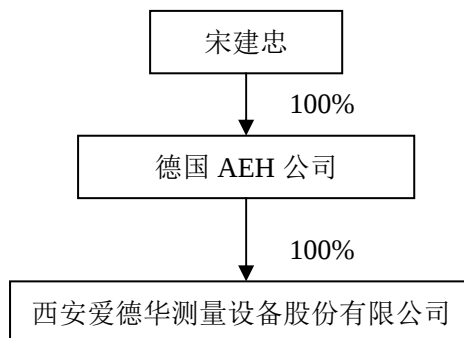
5. 抗风险能力

跟踪期内，公司进一步整合德国 MORA 公司技术研发实力和国内外市场需求，整体竞争实力增强，收入水平及整体盈利能力均有所提高。公司资产规模持续增长，以流动资产为主，但应收款及存货占比较高，影响公司运营资金调配及流动性。公司短期负债主要为经营性负债，无短期有息债务；长期偿债能力指标基本稳定，保持较好水平，但考虑到公司经营性现金净流量波动较大及原材料采购关联交易占比较高，其整体抗风险能力一般。

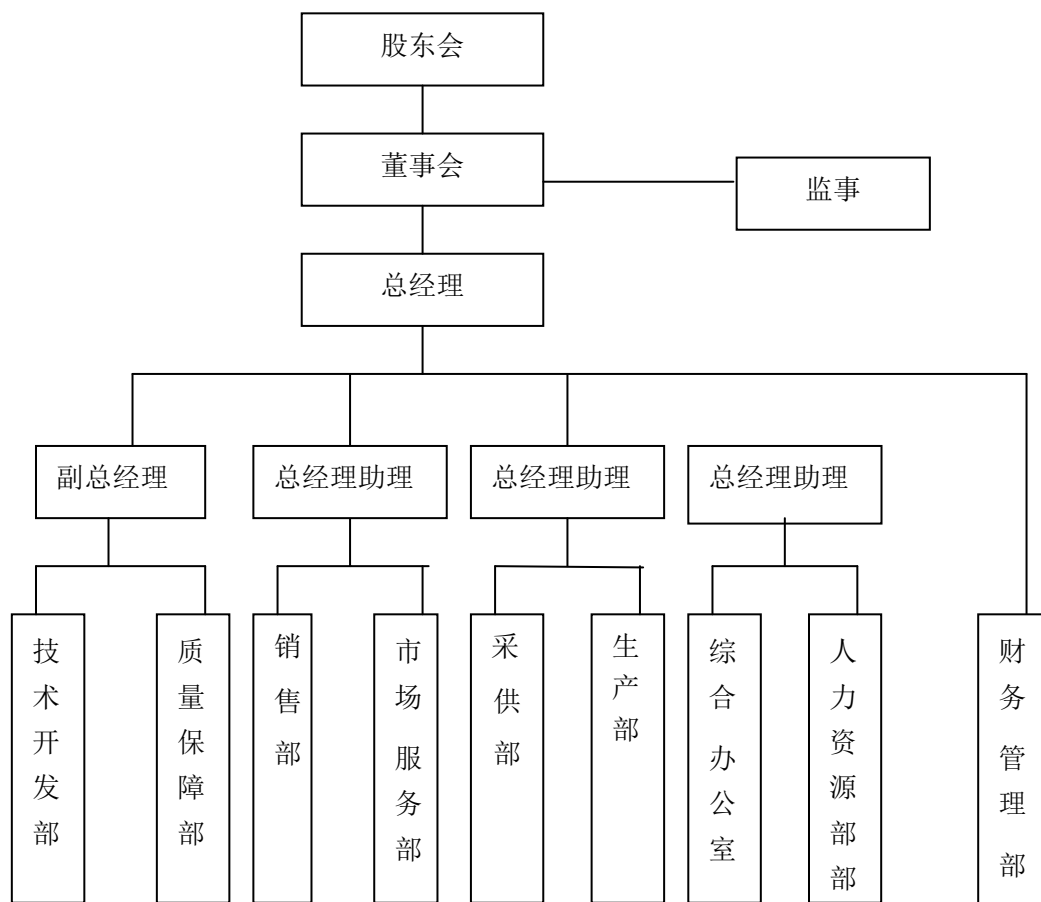
九、结论

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 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 公司资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动资产：					
货币资金	589.23	2851.09	1306.05	48.88	1838.30
交易性金融资产	0.00	0.00	200.00		0.00
应收票据	40.00	61.25	619.43	293.52	512.01
应收账款	1399.07	2532.75	3156.29	50.20	3062.05
预付款项	222.94	307.24	563.44	58.98	467.81
应收利息	0.00	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应收款	518.38	728.76	1699.72	81.08	1550.53
存货	4015.41	4992.15	5702.12	19.17	6098.63
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	0.02	9.20	0.00	-100.00	0.00
流动资产合计	6785.04	11482.45	13247.06	39.73	13529.34
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
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	949.82	2496.24	2805.08	71.85	2803.88
在建工程	752.31	0.00	8.00	-89.69	8.00
工程物资	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00		0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产	2109.38	1923.28	1738.19	-9.22	1632.53
开发支出	0.00	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	0.00	0.00		0.00
合并价差	0.00	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	4.14	0.00	0.00	-100.00	0.00
递延所得税资产	12.38	21.84	31.89	60.50	31.89
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	3828.02	4441.36	4583.16	9.42	4476.31
资产总计	10613.06	15923.81	17830.22	29.62	18005.64

附件 2-2 公司资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动负债：					
短期借款	300.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00		0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00		0.00
应付账款	589.90	1780.65	1564.93	62.88	1419.60
预收款项	2459.30	3255.51	2690.78	4.60	2568.12
应付职工薪酬	0.00	0.00	0.00		0.00
应交税费	-14.29	127.43	237.68		38.57
应付利息	0.00	0.00	17.92		71.67
应付股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应付款	738.31	634.12	692.43	-3.16	504.82
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
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	97.49	3.56		0.00
流动负债合计	4073.23	5895.20	5207.29	13.07	4602.78
非流动负债：					
长期借款	0.00	0.00	0.00		0.00
应付债券	0.00	2368.85	2415.14		2425.56
长期应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
专项应付款	237.73	389.30	718.41	73.84	718.41
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
递延收益	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	237.73	2758.15	3133.54	263.06	3143.97
负债合计	4310.96	8653.35	8340.84	39.10	7746.75
所有者权益：					
实收资本(或股本)	5000.00	5000.00	5000.00	0.00	5000.00
资本公积	0.00	0.00	0.00		0.00
减：库存股	0.00	0.00	0.00		0.00
盈余公积	355.25	386.65	498.86	18.50	498.86
未分配利润	946.85	1901.43	4020.55	106.06	4808.68
外币报表折算差额	0.00	-17.62	-30.03		-48.64
归属于母公司权益合计	6302.11	7270.46	9489.38	22.71	10258.90
少数股东权益	0.00	0.00	0.00		0.00
所有者权益合计	6302.11	7270.46	9489.38	22.71	10258.90
负债和所有者权益总计	10613.06	15923.81	17830.22	29.62	18005.64

附件 3 公司利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~6 月
一、营业收入	5119.14	11265.80	14201.79	66.56	6755.28
减: 营业成本	3149.64	7112.38	8496.82	64.25	4318.35
营业税金及附加	0.00	18.64	138.06		28.00
销售费用	623.80	1824.61	1504.14	55.28	760.37
管理费用	719.76	1223.74	1616.63	49.87	728.72
财务费用	-120.61	-3.97	102.53		57.59
资产减值损失	17.56	63.04	80.76	114.46	0.00
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00		0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00		0.00
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00		0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	729.00	1027.35	2262.85	76.18	862.26
加: 营业外收入	161.54	119.58	136.43	-8.10	0.00
减: 营业外支出	1.51	0.93	5.01	82.24	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	889.03	1146.00	2394.28	64.11	862.26
减: 所得税费用	10.18	155.10	162.95	300.00	92.75
四、净利润	878.84	990.90	2231.33	59.34	769.51

附件 4-1 公司现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 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	4957.50	10949.43	15180.37	74.99	6950.12
收到的税费返还	112.10	147.59	225.78	41.92	13.21
收到其他与经营活动有关的现金	617.97	225.22	504.00	-9.69	321.55
经营活动现金流入小计	5687.57	11322.24	15910.15	67.25	7284.88
购买商品、接受劳务支付的现金	2600.94	5899.69	11198.95	107.50	4529.25
支付给职工以及为职工支付的现金	491.32	648.24	1433.52	70.81	981.54
支付的各项税费	635.49	1009.31	1146.76	34.33	871.24
支付其他与经营活动有关的现金	1496.02	1939.68	2838.54	37.75	564.45
经营活动现金流出小计	5223.76	9496.92	16617.77	78.36	6946.49
经营活动产生的现金流量净额	463.81	1825.32	-707.62		338.39
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		0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现金	3.30	0.00	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		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	3.30	0.00	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	637.42	131.35	6.14
投资支付的现金	0.00	981.18	0.00		0.00
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	0.00		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.50	0.00	0.00	-100.00	0.00
投资活动现金流出小计	119.60	1740.95	637.42	130.86	6.14
投资活动产生的现金流量净额	-116.30	-1740.95	-637.42		-6.14
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		0.00
取得借款收到的现金	1200.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
发行债券收到的现金	0.00	2477.50	0.00		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
筹资活动现金流入小计	1200.00	2477.50	0.00	-100.00	0.00
偿还债务支付的现金	1850.00	300.00	0.00	-100.00	0.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	36.82	0.00	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		0.00
筹资活动现金流出小计	1886.82	300.00	0.00	-100.00	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	-686.82	2177.50	0.00		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		0.00
五、现金及现金等价物净增加额	-339.30	2261.87	-1345.04		332.25
加: 期初现金及现金等价物余额	928.53	589.23	2851.09	75.23	1506.05
六、期末现金及现金等价物余额	589.23	2851.09	1506.05	59.87	1838.30

附件 4-2 公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
净利润	878.84	990.90	2231.33	59.34
加: 资产减值准备	0.00	191.18	271.94	
固定资产折旧及其他	52.60	156.97	432.34	186.70
无形资产摊销	202.40	217.18	849.51	104.87
长期待摊费用摊销	4.51	4.14	0.00	-100.00
处置固定资产、无形资产等损失	3.30	0.93	0.00	-100.00
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	-119.76	-3.97	102.53	
投资损失	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产减少	0.00	-9.46	-10.06	
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-321.65	-976.75	-709.97	
经营性应收项目的减少	-822.21	-1239.24	-2399.68	
经营性应付项目的增加	98.62	1973.55	-643.54	
其他	487.15	519.88	-832.01	
经营活动产生的现金流量净额	463.81	1825.32	-707.62	

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 6 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	3.56	4.34	4.46	4.24	--
存货周转次数(次)	0.78	1.42	1.59	1.38	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.71	0.84	0.73	--
现金收入比(%)	96.84	97.19	106.89	101.97	102.88
盈利能力					
营业利润率(%)	38.47	36.70	39.20	38.30	35.66
总资本收益率(%)	12.75	10.48	19.60	15.50	--
净资产收益率(%)	13.95	13.63	23.51	18.63	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	0.00	24.57	20.29	17.52	19.12
全部债务资本化比率(%)	4.54	24.57	20.29	18.43	19.12
资产负债率(%)	40.62	54.34	46.78	47.82	43.02
偿债能力					
流动比率(%)	166.58	194.78	254.39	218.95	293.94
速动比率(%)	68.00	110.09	144.89	119.07	161.44
经营现金流动负债比(%)	11.39	30.96	-13.59	4.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-30.20	80.65	36.86	36.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.27	1.53	0.64	0.83	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	1.16	0.04	-0.56	-0.04	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-9.44	1.43	-13.12	-8.02	--

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
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