

跟 踪 评 级 公 告

联合[2013] 1162 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
二零一三年七月二十九日



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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

西安市文化和科技中小企业2010年度第一期集合票据

跟踪评级报告

本期集合票据信用

跟踪评级结果	AAA
上次评级结果	AAA

本期集合票据要素

集合票据简称	10 西安 SMECN1
发行额度	2.21 亿元
发行时间	2010 年 10 月 21 日
期限	3 年

主体长期信用

集合票据发行企业	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-/负面	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-/负面	A-/负面
合容电气股份有限公司(原陕西合容电气电容器有限公司)	BBB-/稳定	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: 2013 年 7 月 29 日

分析师

王丽娟 李小建 仲大伟 苏薇 高延龙
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影响, 经营产生波动, 债务负担持续加重, 对其偿债能力造成不利影响。本期跟踪中, 各家发行人主体长期信用等级和展望未发生调整, 其中西安隆基硅材料股份有限公司和西安曲江文化旅游(集团)有限公司评级展望维持负面。

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, 基于中债增进公司担保的持续有效, 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。
2. 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，对其偿债能力造成不利影响。

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至西安市文化和科技中小企业 2010 年度第一期集合票据到期日有效；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	合容电气股份有限公司（原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。截至 2013 年 3 月底，各家发行人 2011 年和 2012 年的债券利息已全部支付。

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

2012 年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012 年，中国实现国内生产总值 519322 亿元，同比增长 7.8%，GDP 前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长 8.1%，二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年，中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%，增速同比回落 3.9 个百分点。分季度看，一季度同比增长 11.6%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%，四季度增长 10.0%。2012 年，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现主营业务收入 915915 亿元，同比增长 11%；规模以上工业企业实现利润 55578 亿元，同比增长 5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012 年社会消费品零售总额为 210307 亿元，同比名义增长 14.3%，同比增速小幅回落 2.8 个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012 年固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比增长 20.6%，较 2011 年同期同比减少 3.9 个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012 年，全年进出口总额为 38667.60 亿美元，同比增长 6.2%，增速同比大幅下降 16.3 个百分点，其中出口金额同比增长 7.9%，增速同比下降 12.4 个百分点，进口金额同比增长 4.3%，增速同比下降 20.6 个百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持

低位。2012年3月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI翘尾因素走弱，CPI呈下降态势，10月份为1.7%，达年内低点。进入11月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12月CPI回调至2.5%。从CPI分类指数看，食品类价格走势对CPI影响明显。PPI方面，2012年全年PPI同比下降1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012年前三季度PPI不断下降，9月达年内低点-3.6%，10月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI降幅持续收窄，12月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012年全国教育支出21165亿元，同比增长28.3%；医疗卫生支出7199亿元，同比增长12.0%；社会保障和就业支出12542亿元，同比增长12.9%；住房保障支出4446亿元，同比增长16.4%。2012年，全国财政累计收入为117210亿元，累计支出为125712亿元，分别同比增长12.8%和15.1%。结构性减税方面，2012年8月1日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳10个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至2012年底，已纳入试点的企业户数约71万户，即将纳入试点的户数约20万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自2013年1月1日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对780多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，5月

23日召开的国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至2012年底，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共1个百分点，公开市场操作净投放1.44万亿元，成为2012年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各0.5个和0.56个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012年全年人民币贷款增加8.20万亿元，同比多增7320亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至2012年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面中央政府多次强调稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费

减免等方式微调楼市政策。

总体来看,2012年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策,包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调,基本实现预期政策效果。在产业政策方面,调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线,房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、经营环境

1. 中小企业发展概况

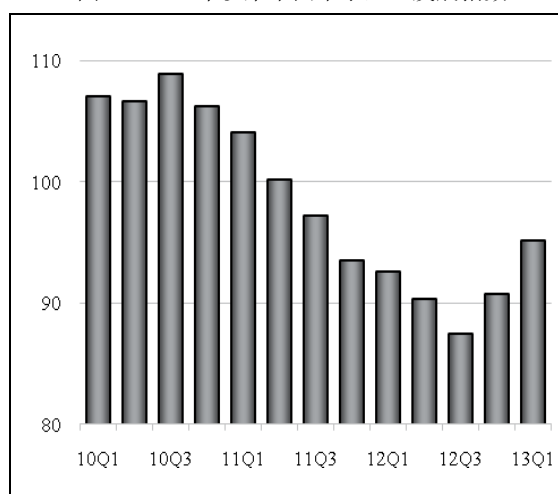
中小企业是国民经济和社会发展的重要组成部分,其在资源配置、技术创新、吸纳就业等方面发挥了举足轻重的作用。中国中小企业国际合作协会发布的《中国中小微企业健康发展报告(2012)》显示,截至2011年底,全国工商登记实有企业1253.1万户,个体工商户3756.5万户,其中中小型企业1200多万户,占全国企业总数的99.7%。其创造的社会总价值约占GDP的60%,实现税利约占全国的40%,提供了约80%的就业机会,为扩大就业和维护社会稳定做出突出贡献。中小企业已经成为中国经济发展、市场繁荣和就业扩大的主要促进力量。

从外部发展环境看,自改革开放以来,中国国民经济整体保持了快速发展势头,良好的外部环境也推动了中小民营经济的快速发展。但值得注意的是,有别于大型企业,中小企业一般业务结构相对单一,难以实行多元化经营,经营风险相对集中,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。

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年外部经济环境逐步回暖。根据中国中小企业协会数据统计,2010年三季度中小企业发展指数(SMEDI)达到最高值108.9,随后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,2012年第三季度跌至最低点87.5。2012年四季度止跌回升,2013年一季度中小企业发展指数上升幅度有所加大,达95.2。

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

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以及融资更加艰难等因素,使国内中小企业步履维艰。主要表现为:

一是市场需求下行压力加大,企业订单不足。从出口看,受外需疲软影响,以及中小微企业的综合成本上升,中小微企业比较集中的劳动密集型企业的出口份额下降趋势已非常明显。从国内情况看,受钢铁、汽车、机车等行业需求减少影响,大企业将市场压力转嫁到与之配套的中小微企业身上。

二是在多年物价上涨的累积效应和多种因素叠加的影响下,企业成本价格大幅上升。以工业为例,2011年中小企业主营业务成本同比增长31.20%,其中小型企业主营业务成本增长

了 37.6%。2011 年以来职工工资普遍增长较快，平均达到 20%-30%，有的高达 50%。另外，最低工资标准持续上调，相应社保支出负担也随之加大。

三是融资难没有得到明显缓解。中国从 2009 年以来已连续三年加大了小型微型企业信贷投放力度，但企业融资渠道缺乏、贷款规模和比重低等问题依然突出。

四是企业税费负担仍然较重。国家出台的结构性减税措施实际执行效果不如预期，针对中小企业的全部财政资金投入不足全国财政收入的 1%，与企业所需支持相比明显不足。此外，提高增值税、营业税起征点后，大量微型企业尽管月收入低于起征点但仍须交税，无法享受此项政策。营业税、增值税并存体制下，服务业重复征税负担重。

五是企业面临用工缺口。近两年来，企业结构性“用工荒”已经从珠三角、长三角等经济发达地区波及主要的内陆省份，招工难已由地区性、季节性难题，演变为普遍性、常态化的难题。据国家统计局抽样统计，2011 年 57.2% 的有招工需求的小型微型企业没有或基本没有招到所需员工。

六是一些资源消耗高、环境污染大的中小企业面临十分紧迫的调整转型升级压力，部分中小企业基础差，管理粗放，创新能力不强，难以适应经济形势变化和转型升级步伐加快的要求，不少中小企业处于不转型难生存、想转型没能力的窘迫境地。

总体看，伴随中国经济的稳步发展，中小企业得到了快速壮大，其在资源配置、技术创新、吸纳就业等方面发挥了举足轻重的作用。但同时中小企业也存在经营规模较小、控制资源有限、内控机制不健全等问题，其经营波动相对较大，个体的抗风险能力有限。尤其 2011 年以来，多重因素导致中小企业景气度下降，面临的经营风险逐步加大。

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》（以下简称《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，对帮助中小企业克服困难，转变发展方式，实现又好又快发展具有积极意义。

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新创业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《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》，从进一步加大对小型微型企业的财税支持力度、努力缓解小型微型企业融资困难、进一步推动小型微型企业创新发展和结构调整、加大支持

小型微型企业开拓市场的力度、切实帮助小型微型企业提高经营管理水平、促进小型微型企业集聚发展、加强对小型微型企业的公共服务七个方面为小型微型企业发展创造良好的环境。

3. 区域经济发展概况及政策环境

西安市经济运行情况

2012 年西安市实现生产总值（GDP）4369.37 亿元，比上年增长 11.8%。其中，第一产业增加值 195.59 亿元，增长 6.0%；第二产业增加值 1893.79 亿元，增长 11.8%；第三产业增加值 2279.99 亿元，增长 12.2%。第一产业增加值占生产总值的比重为 4.5%，第二产业增加值比重为 43.3%，第三产业增加值比重为 52.2%。

2012 年西安市财政总收入 753.07 亿元，比上年增长 15.9%。地方财政一般预算收入 396.96 亿元，增长 24.6%。全年地方财政一般预算支出 597.49 亿元，比上年增长 20.8%。

2012 年西安市全部工业实现增加值 1340.75 亿元，比上年增长 12.4%。规模以上工业增加值 1144.29 亿元，增长 13.0%。其中，轻工业增加值 247.15 亿元，增长 12.2%；重工业增加值 897.14 亿元，增长 13.2%。全社会固定资产投资 4243.43 亿元，比上年增长 26.6%，扣除价格因素，实际增长 24.2%。其中，固定资产投资（不含农户）4165.99 亿元，增长 27.0%。

2012 年西安市社会消费品零售总额 2236.06 亿元，比上年增长 15.5%，扣除价格因素，实际增长 12.9%。

2012 年西安市金融机构本外币各项存款余额 12285.96 亿元，比上年增长 16.7%。人民币存款余额 12125.53 亿元，增长 16.3%，其中，城乡居民储蓄存款余额 4787.03 亿元，增长 15.2%。金融机构本外币贷款余额 8808.04 亿元，增长 14.4%。

区域政策环境

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 个方面为陕西省内中小微型企业发展。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（详见以下各发行人主体长期信用分析）。本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影响，经营产生波动，债务负担持续加重，对其偿债能力造成不利影响。本期跟踪中，各家发行人主体长期信用等级和展望未发生调整，其中西安隆基硅材料股份有限公司和西安曲江文化旅游（集团）有限公司评级展望维持负面。

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/负面	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/负面	A/负面
合容电气股份有限公司(原陕西合容电气电容器有限公司)	BBB/稳定	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

1. 西安隆基股份材料股份有限公司

(1) 主体概况

西安隆基股份材料股份有限公司(以下简称“隆基股份”)原名西安新盟电子科技有限公司,2007年更为现名;隆基股份历经多次增资,截至2011年底,注册资本22418万元;2012年4月11日,隆基股份发行的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,其中新增注册资本7500.00万元,余额计入资本公积;2012年8月,根据隆基股份2011年度股东大会决议和修改后的章程规定,隆基股份按每10股转增8股的比例,以资本公积转增资本23934.40万元。截至2013年3月底,隆基股份注册资本53852.40万元,其中李振国持有17.60%股份,李喜燕持有6.60%股份,二人为夫妻关系,合计持有隆基股份23.20%股份,为隆基股份实际控制人。

表 3 截至2013年3月底隆基股份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:隆基股份提供

注:股东邵东亚通过上海证券交易所集中竞价交易系统和场外大宗交易系统交易的方式减持隆基股份股票,获取投资收益,截至2013年5月24日,邵东亚持有隆基股份2447.74万股,持股比例4.545%。

隆基股份经营范围: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2013年3月底,隆基股份设有质量管理部、技术管理部、会计处、人力资源处等20个职能部门。

截至2012年底,隆基股份合并资产总额47.28亿元,所有者权益(含少数股东权益0.28亿元)29.20亿元;2012年隆基股份实现营业收入17.08亿元,利润总额-0.75亿元。

截至2013年3月底,隆基股份合并资产总额47.67亿元,所有者权益(含少数股东权益0.28亿元)29.04亿元;2013年1~3月,隆基股份实现营业收入4.59亿元,利润总额-0.12亿元。

隆基股份注册地址:西安市长安区航天中路388号;法定代表人:李振国。

(2) 管理分析

跟踪期内,隆基股份组织结构、管理制度及主要高级管理人员无重大变化。

(3) 经营分析

2012年美国、欧盟等国家相继宣布对中国的光伏产品进行反倾销反补贴调查。国际市场需求增速放缓,国内大规模需求尚未形成,加上前期投资的产能集中快速释放形成的行业产能阶段性过剩,光伏产品价格自2012年一季度以来持续下降,第四季度下降到谷底,2012年产品(折标准片计算)均价为8.17元/片,与2011年同期相比销售价格下降了48.2%。

2012年,隆基股份营业收入合计17.08亿元,较2011年下降15.35%,主要是光伏产品价格下降以及委托加工业务大幅下降所致。从收入结构来看,2012年单晶硅片仍是隆基股份的主流产品,当年实现收入14.08亿元,与2011年基本相当,销售收入占主营业务收入比重为82.41%,较上年上升12.36个百分点,主要是当年委托加工业务收入大幅下降使得主营业务收入下降所致;受光伏产业景气度大幅下降影响,2012年隆基股份受托加工业务急剧萎缩,当年实现收入0.77亿元,较2011年大幅下降

84.28%，其占主营业务收入比重下降至 4.10%（2011 年为 22.10%）；单晶硅棒占 2.89%，多晶硅料占 8.98%，其他业务占比 4.10%。2013 年 1~3 月，隆基股份实现营业收入 4.59 亿元，较 2012 年同期小幅下降 2.96%。

利润方面，2012 年隆基股份综合毛利率 13.07%，较上年下降 10.65 个百分点，主要由于德国和意大利等国对光伏产品的双反政策影

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。隆基股份主要产品单晶硅片的价格也出现较大幅度的下降，导致单晶硅品毛利率大幅下降 6.98 个百分点。委托加工由于行业景气度不高，收入大幅下降，利润率下降较大。2013 年 1~3 月，隆基股份整体毛利润率为 10.26%，较上年同期下降 6.20 个百分点。

表 4 2010~2012 年隆基股份主营业务板块经营情况

项目	营业收入（万元）			毛利率		
	2010 年	2011 年	2012 年	2010 年	2011 年	2012 年
多晶硅料	1967.71	2490.83	15338.02	7.21%	1.34%	14.98%
单晶硅棒	6480.29	6905.54	4929.01	33.15%	23.36%	8.04%
单晶硅片	115834.97	141359.26	140789.36	34.34%	19.69%	12.71%
受托加工	35721.64	44600.03	7011.65	38.09%	36.75%	15.93%
其他	5221.19	6443.26	2764.47	31.45%	31.02%	22.18%
合计	165225.80	201798.92	170832.51	34.69%	23.72%	13.07%

资料来源：隆基股份提供

注：其他业务包括：聚乙二醇、碳化硅粉及其他

2012年，隆基股份主要产品的销量（含受托加工）同比增长了38%（硅片（含受托加工）销量18357万片），但由于受到行业波动影响，自销硅片（折标照片）均价同比下跌了48.2%（2012年产品均价为8.17元/片），隆基股份2012年实现营业收入17.08亿元，同比下降15.35%。

隆基股份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。2012年度，随着行业景气度大幅下降，市场需求进一步减少影响，隆基股份受托加工业务收入较2011年大幅下降，全年受托加工收入0.70亿元，较2011年度下降84.28%。

隆基股份的其他业务包括聚乙二醇、碳化硅粉、辅料等生产，为隆基股份控股子公司通鑫公司的产品，该子公司于2009 年2 月开始投产。2012年隆基股份其他业务实现收入2764.47亿元，较2011年下降57.10%。

从客户集中看，2012年隆基股份主要客户

有无锡尚德太阳能电力有限公司（以下简称“无锡尚德”）及其关联方、中电电气（南京）光伏有限公司、无锡栢斯维尔光伏科技有限公司 Shinsung Solar Energy和中电投西安太阳能电力有限公司等，隆基股份前五大客户的销售占比由2011年62.23%下降至2012年的48.41%，客户集中度有所下降。联合资信关注到，2013年3月20日，无锡尚德实施破产重整，而无锡尚德是隆基股份主要销售客户，其破产将一定程度影响隆基股份产品销售。

总体看，跟踪期内，隆基股份主要产品产量保持增长，但受价格大幅下降影响，整体收入下降，盈利能力削弱。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，主要销售客户的破产重整一定程度影响隆基股份后续产品的销售。隆基股份未来经营压力较大。

隆基股份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

11.66亿元（2012年5月29日，隆基股份2011年度股东大会审议通过了《关于募投项目实施主体和实施地点发生变动的议案》，对原募投项目的实施地点、实施主体及实施方式进行变更，募投项目总投资由13.70亿元变更为11.66亿元）。2012年4月11日，隆基股份发行7500万股，募集资金主要用于该项目。截至2012年底，隆基股份已经投入资金1.20亿元。

总体看，隆基股份未来投资规模较大，但隆基股份通过A股上市募集资金，基本能够满足投资需求，因此对偿债压力影响不大。

（4）重大事项

2012年4月11日，隆基股份发行的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11.66亿元。

2012年6月29日，隆基股份根据股东大会决议，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。

2013年3月20日，无锡尚德实施破产重整，隆基股份对尚未收回的无锡尚德应收账款采取个别认定法追加计提坏账准备9077万元，导致公司2012年度利润总额亏损7518.13万元。同时，联合资信关注到，无锡尚德为隆基股份主要客户，其破产将一定程度影响隆基股份产品的销售。

隆基股份于2013年5月4日收到中国证券监督管理委员会武汉稽查局下发的《立案稽查通知书》（编号：武稽查立通字【2013】01号），因涉嫌违反《中华人民共和国证券法》及相关法规，中国证券监督管理委员会决定对隆基股份立案稽查。目前，隆基股份及相关人员正配合相关监管机构的稽查工作，稽查结果尚未公布。联合资信将密切关注本次立案稽查进展情况，并及时对本次立案稽查结果做出反应。

（5）募集资金使用情况

“10 西安 SMECN1” 隆基股份发行额度5000万元，期限为3年，主要用于补充隆基股份生产经营所需营运资金以及偿还贷款、调整债务结构。目前募集资金已按规划全部投入。

（6）财务分析

隆基股份2012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。隆基股份2013年一季度财务数据未经审计。

截至2012年底，隆基股份合并资产总额47.28亿元，所有者权益（含少数股东权益0.28亿元）29.20亿元；2012年隆基股份实现营业收入17.08亿元，利润总额-0.75亿元。

截至2013年3月底，隆基股份合并资产总额47.67亿元，所有者权益（含少数股东权益0.28亿元）29.04亿元；2013年1~3月，隆基股份实现营业收入4.59亿元，利润总额-0.12亿元。

①盈利能力

2012年隆基股份实现营业收入17.08亿元，较2011年下降15.35%。2012年营业成本小幅下降3.52%，同期隆基股份营业利润率由2011年23.46%下降至12.97%。2012年，隆基股份营业利润合计-1.11亿元，出现较大亏损，主要原因是：第一，隆基股份单晶硅片受市场因素影响，价格下降较大；第二，无锡尚德破产，隆基股份一次性计提坏账准备9077万元，使得当期资产减值损失1.37亿元。

跟踪期内，隆基股份投资收益0.46亿元，主要是全资子公司银川隆基股份材料有限公司（以下简称“银川隆基股份”）将其持有的宁夏晶隆石英有限公司40%股权转让给宁夏轩晶贸易有限公司，交易金额为0.49亿元，本次处置银川隆基股份产生的投资收益为0.40亿元（根据北京中天华资产评估有限责任公司出具的“中天华资评报字【2012】第1310号”，双方协商确定）。

跟踪期内，隆基股份期间费用占比由2011

年8.50%上升至2012年14.13%，主要为研发投入和财务费用增长所致。2012年隆基股份营业外收入0.36亿元，主要为政府补贴。

从盈利指标看，受光伏产品价格大幅下降以及坏账计提损失影响，2012年总资本收益率和净资产收益率分别为0.34%和-1.80%，较上年分别下降11.69个百分点和20.99个百分点。

2013年1~3月，隆基股份实现营业收入4.59亿元，较上年同期下降2.96%，营业利润率10.23%，利润总额-0.12亿元。

跟踪期内，隆基股份主要产品价格下降较快，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，隆基股份短期内经营压力较大。

②现金流及保障

2012年，隆基股份销售商品和提供劳务收到的现金为10.77亿元，同比下降26.61%，降幅高于收入，主要由于隆基股份为扩大产销规模而放宽信用政策所致。2012年经营活动产生的现金流入量为11.75亿元，同比下降24.93%。2012年隆基股份现金收入比下降至63.07%，较2011年下降9.67个百分点，2013年1~3月为85.15%，隆基股份整体的收入实现质量较差。2012年，隆基股份收到其他与经营活动有关的现金主要为政府扶持款和利息收入，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。2012年和2013年一季度，隆基股份经营活动产生的现金流净额分别为-0.77亿元和-0.22亿元。

2012年隆基股份投资活动现金流入及流出分别为0.24亿元和2.53亿元。2012年投资活动现金流入主要是收到投标保证金（反映在“收到其他与投资活动有关的现金”中），投资活动现金流出主要是购建固定资产等支付的现金。2012年隆基股份投资建设无锡年产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规模较大，但投

资规模较2011年有所下降。2013年一季度，隆基股份投资活动现金流入0.24亿元，主要为收回投资收到的现金，投资活动现金流出合计0.44亿元，投资活动现金流量净额为-0.21亿元。

筹资活动方面，2012年隆基股份筹资活动现金流入及流出分别为21.75亿元和10.57亿元，同比分别增长271.34%和271.33%；2012年隆基股份筹资活动现金流入规模较大，主要来自上市募集资金。2013年一季度，隆基股份筹资活动流量净额为-0.33亿元。

总体看，受行业需求不振影响，隆基股份经营活动获现能力下降较大，经营活动产生的现金流无法覆盖投资需求，筹资压力增大。未来，由于光伏行业难以短期内回暖，隆基股份经营活动获现能力短期内难以得到改善。

③资本及债务结构

截至2012年底，隆基股份资产总额合计47.28亿元，较上年增长49.13%，主要是2012年4月公司上市募集资金15.75亿元，使得货币资金增长所致。其中，流动资产合计占55.28%，非流动资产合计占44.72%，受隆基股份上市募集资金到账影响，流动资产占比上升迅速。

截至2012年底，隆基股份流动资产合计10.11亿元，较上年增长108.59%，增长主要来自货币资金、存货和其他流动资产的增加。

截至2012年底，隆基股份货币资金10.00亿元，较2011年大幅增长437.93%，主要由于上市募集资金15.75亿元所致；同期，隆基股份应收票据0.95亿元，较上年减少2.40亿元。

截至2012年底，隆基股份应收账款3.70亿元，较2011年增长97.28%，主要由于隆基股份为扩大产销规模而放宽信用政策所致，账龄在1年以内的占96.54%。隆基股份前五大欠款单位为无锡尚德及其关联方、中电电气（南京）光伏有限公司、无锡栢斯维尔光伏科技有限公司 Shinsung Solar Energy 和中电投西安太阳能电力有限公司，欠款总金额为隆基股份应收账款的68.70%，欠款客户集中度较高。隆基股份共计提坏账准备1.15亿元（包含无锡尚德破产产

生的坏账0.99亿元)，坏账计提比率23.71%。

截至2012年底，隆基股份预付款项0.25亿元，主要为预付峨眉半导体材料厂等供应商采购款、预付江苏省金坛经济开发区财政局土地款以及预付中鸿联合信用担保有限公司贷款担保费。同期，隆基股份其他应收款0.87亿元，主要为押金、往来款以及股权出让款等。

截至2012年底，隆基股份存货7.65亿元，占资产总额的16.18%，其中以原材料（占35.42%）、在产品（占11.90%）和库存商品（占39.74%）为主；存货较2011年增长84.91%，主要由于在产品及库存商品增加所致，隆基股份共计提存货跌价准备0.34亿元，计提比率4.26%。由于近年光伏产品价格波动下降幅度较大，隆基股份存货跌价准备有待提升。

截至2012年底，隆基股份其他流动资产2.45亿元，为待抵扣的增值税进项税额。

非流动资产方面，2012年隆基股份非流动资产合计21.14亿元，较上年增长10.27%，主要是长期股权投资和固定资产增长所致。截至2012年底，隆基股份长期股权投资0.77亿元，较上年增长142.99%，主要是当年增加对SILEVO,INC.的投资（0.76亿元，隆基股份持股10%），因股权转让，隆基股份减少对宁夏晶隆石英有限公司的股权投资（0.32亿元）。截至2012年底，隆基股份固定资产16.72亿元，较上年增长6.75%，主要系隆基股份在建项目部分结转所致。截至2012年底，隆基股份在建工程1.85亿元，主要为银川隆基年产2000吨单晶硅棒建设项目、500MW单晶硅棒建设项目等。

截至2013年3月底，隆基股份资产总额47.67亿元，较2012年底小幅增长0.83%，其中流动资产合计占55.84%，非流动资产合计占44.16%。资产中各科目较2012年底变化幅度不大。

截至2012年底，隆基股份负债总额合计18.09亿元，较上年增长7.92%，增长主要来自短期借款和应付票据的增加，其中流动负债占78.27%，非流动负债占21.73%。

截至2012年底，隆基股份流动负债14.15亿元，较上年增长35.34%。其中，短期借款5.29亿元，较上年增长67.42；应付票据2.60亿元，较上年增长83.98；应付账款1.80亿元，较上年下降25.46%；预收账款0.32亿元，较上年下降65.64%，主要是隆基股份为扩大产销规模而放宽预付款要求所致；其他应付款1.85亿元，较上年下降12.99%；应交税费科目2011年为-1.90亿元，当期调整至其他流动负债科目。

截至2012年底，隆基股份非流动负债3.93亿元，较上年下降37.60%，主要由于长期借款、长期应付款减少以及发行的集合票据将于2013年10月到期而调整至一年内到期的非流动负债科目所致。截至2012年底，隆基股份长期应付款2.82亿元，主要系应付融资租赁租金。

截至2013年3月底，隆基股份负债总额合计18.63亿元，其中流动负债14.91亿元（占80.03%），非流动负债3.72亿元（占19.97%）。隆基股份应付票据较上年末有所增加，为3.11亿元，其他科目变化幅度不大。

隆基股份有息债务小幅增长，2012年底为13.36亿元，其中短期债务72.77%，长期债务占27.23%，短期债务占比上升；2012年，由于隆基股份上市补充资本，隆基股份资产负债率和全部债务资本化比率较2011年下降，分别为38.25%和31.39%；截至2013年3月底，隆基股份有息债务13.72亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为39.08%和32.09%；隆基股份整体债务负担适宜。

截至2012年底，隆基股份所有者权益合计29.20亿元，较2011年大幅增长95.33%，增长主要来自上市所带来的股本和资本公积增加。截至2012年底，在归属于母公司的所有者权益中，实收资本占18.62%，资本公积占50.47%，盈余公积占0.71%，未分配利润占30.20%。

截至2013年3月底，隆基股份所有者权益合计29.04亿元，较2012年底下降0.53%。在归属于母公司的所有者权益中，实收资本占18.73%，资本公积占50.75%，盈余公积占0.71%，未分配

利润占29.81%。

跟踪期内，得益于上市所带来的股本和资本公积增加，隆基股份所有者权益大幅增长，稳定性提升。

总体看，受A股上市影响，隆基股份资产负债中流动资产比重上升，货币资金占比较大，但存货及应收账款规模上升较快；隆基股份权益结构稳定性提升，债务负担适宜。

④偿债能力

从短期偿债指标看，截至2012年底，隆基股份流动比率和速动比率分别为184.65%和130.62%，较2011年底分别上升64.84个百分点和50.36个百分点；截至2013年3月底，隆基股份流动比率和速动比率分别为178.55%和125.37%。2012年，隆基股份经营现金流动负债比为-5.42%，较2011年有所改善。总体看，隆基股份短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2012年隆基股份EBITDA为1.66亿元，较上年下滑66.36%，EBITDA利息保护倍数和全部债务/EBITDA指标均较2011年有所下降。2012年，隆基股份EBITDA利息保护倍数和全部债务/EBITDA分别为2.46倍和8.07倍。整体看，隆基股份长期偿债能力较弱。

⑤存续债券偿债能力分析

截至2012年底，隆基股份现金类资产为3.30亿元（已扣除募集资金7.64亿元），是“10西安SMECN1”隆基股份发行额度5000万元的6.60倍，现金类资产对存续债券的保障程度好；2012年隆基股份EBITDA为1.66亿元，是存续债券的3.32倍；2012年隆基股份经营活动产生的现金流入和净额分别为11.75亿元和-0.77亿元，分别为存续债券的23.50倍和-1.53倍，隆基股份经营活动产生的现金流入对存续债券的保障程度高。

（7）结论

综合考虑，联合资信维持隆基股份主体长期信用等级为A，评级展望为负面。

2. 西安通源石油科技股份有限公司

（1）主体概况

西安通源石油科技股份有限公司（以下简称“通源石油”）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，通源石油注册资本增加至4900万元，其中持有通源石油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，通源石油在深交所创业板上市（证券代码300164，简称通源石油），其中持有通源石油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”），通源石油实际控制人为张国桢。2013年2月26日，通源石油以2012年末总股本15840万股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增5股，转增后股本为23760万股。

通源石油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 2013 年 3 月底，通源石油设运营管理中心、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（以下简称“大德广源”）、西安通源正合石油工程有限公司（以下简称“通源正合”）、Tong Petrotech Inc.（以下简称“TPI”）等 3 家全资子公司，其中通源正合及 TPI 为 2012 年新设立的子公司，注册资本分别为 5000 万元和 USD\$811.46 万元。通源正合经营范围包括石油勘探开发设备、工具、材料、软件的研发、设计、制造与销售；石油天然气资源勘探开发中钻井、定向、修井的工程技术服务。TPI 注册地为美国德克萨斯州休斯顿市，主要从事北美市场复合射孔产品销售和技术服务，同时开展当地市场油田区块合作开发业务，目前相关业务已经进入到钻井开发阶段。

截至 2012 年底，通源石油资产总额 149679.59 万元，所有者权益 117624.28 万元；2012 年通源石油实现营业收入 33968.87 万元，利润总额 7175.81 万元。

截至 2013 年 3 月底，通源石油资产总额 146993.08 万元，所有者权益 116304.31 万元；2013 年 1~3 月通源石油实现营业收入 2072.79 万元，利润总额-1814.63 万元。

通源石油注册地址：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：张国校。

（2）基础素质分析

跟踪期内，通源石油自身技术研发实力进一步提升，2012 年通源石油研发投入合计

1269.53 万元，保持逐年增长态势。通源石油新一代复合射孔-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；爆燃压裂工程优化设计软件开发已经完成并进入油田试用阶段。2012 年，通源石油针对北美市场的特殊技术标准，开展适用于北美地区的复合射孔产品技术的专项研发，目前已经完成专项产品设计及实验。上述技术的研发有助于通源石油达到国际高端水平，进一步增强通源石油技术产品在北美市场的核心竞争力。

截至 2012 年底，通源石油拥有专利达到 38 项，其中 2012 年新增发明专利 1 项，实用新型专利 4 项，均为复合射孔和爆燃压裂等油田增产的核心技术。

（3）管理分析

跟踪期内，通源石油组织结构及管理制度、高层管理人员无重大变化。

（4）经营分析

2012 年，通源石油营业收入合计 33968.87 万元，较 2011 年降低 2.81%。从收入结构来看，复合射孔器材销售业务占营业收入的 45.62%，较上年有所下滑；射孔-测井一体化作业业务占营业收入的 23.18%，较上年下降 1.15 个百分点；爆燃压裂增产服务业务占营业收入的 3.84%；油田其他服务（包括钻井业务）占营业收入的 27.35%，较上年增长 12.76 个百分点；其他技术服务占营业收入的 0.83%。由于通源石油销售存在明显的季节性，一季度销售收入偏低，2013 年 1~3 月，通源石油实现营业收入 2072.79 万元，为 2012 年全年的 6.10%，较上年同期降低 13.67%。

利润方面，2012 年通源石油综合毛利率 55.02%，较上年提升 1.07 个百分点，盈利能力有所提升。2013 年 1~3 月，由于复合射孔器材成本大幅增加，其毛利率较 2012 年底下降 9.90 个百分点至 41.80%；通源石油一季度整体毛利润率为 50.79%，较 2012 年有所下滑。

表5 2011~2013年3月通源石油营业收入构成情况

项目	营业收入（万元）			毛利率（%）		
	2011年	2012年	2013年1~3月	2011年	2012年	2013年1~3月
主营业务	34930.69	33965.26	2067.81	53.95	55.01	50.91
其中：复合射孔器材销售	20046.03	15497.42	1037.47	44.79	51.70	41.80
射孔-测井一体化作业服务	8505.89	7875.07	513.8	75.37	69.05	63.36
爆燃压裂增产服务	1280.20	1302.90	44.9	82.68	75.55	79.47
油田其他服务（含钻井服务）	5098.57	9289.87	471.64	47.00	45.75	54.66
其他业务	21.11	3.61	4.98	50.64	98.61	1.00
合计	34951.80	33968.87	2072.79	53.94	55.02	50.79

资料来源：通源石油提供

2012年，通源石油复合射孔器材销售15497.42万元，同比下降22.69%，主要系通源石油东部的油田客户油田开工时间延迟，导致其有效作业时间缩短；另一方面大庆油田采购的射孔器不再包含射孔弹，通源石油该项收入相应下降，但毛利率上升6.91个百分点至51.70%。公司射孔-测井一体化作业服务业务收入为7875.07万元，同比下降7.42%，主要系受国内外宏观经济景气下滑影响，通源石油下游油田客户加强成本控制，致使作业服务价格下滑以及部分收入延后确认；2012年该项业务毛利率69.05%，同比下降6.32个百分点。2012年，通源石油爆燃压裂增产收入1302.90万元，同比增长1.77%，由于分段压裂业务仍处于推广、试用阶段，收入规模较小，占营业收入的3.84%，占比较上年略有升高。2012年通源石油油田其他服务（含钻井服务）实现收入9289.87万元，同比增长82.21%，占比较2011年增长12.76个百分点至27.35%，主要系2012年通源石油钻井服务队伍增加至8支，钻井业务能力大幅提升。

2013年1~3月，通源石油复合射孔器材销售业务收入1037.47万元，为2012年全年的6.69%；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（含钻井服务））综合收入1030.34万元，为2012年全年的5.58%，主要系销售受季节性因素影响较大。

从收入构成上看，2012年通源石油出口销售收入占4.92%，内贸收入占95.08%；出口销售占比较上年上升1.11个百分点。从油田客户销

售占比看，通源石油对大庆油田销售比例有所下降，从2011年的45.16%下降到29.39%；但通源石油加大对小市场的拓展，青海、塔里木、克拉玛依等油田收入及占比均有大幅提升；对于印尼油田，销售比例从2011年的3.63%增加到4.39%。随着通源石油对北美市场的不断拓展，未来北美市场有望成为通源石油国际业务开拓的主要区域。通源石油销售集中度较高，2012年前两名客户占营业收入的56.18%，较上年下降10.60个百分点，通源石油对大庆油田与长庆油田的依赖度依然较高。

表6 通源石油油田客户销售情况（单位：%）

销售区域		2011年	2012年	13年3月
国内销售	大庆油田	45.16	29.39	27.92
	长庆油田	21.62	26.79	6.25
	中原油田	1.77	2.62	12.26
	新疆油田	4.27	8.96	10.66
	青海油田	14.77	15.20	10.51
	其他地区	8.59	12.12	26.63
国外出口	印尼油田	3.63	4.39	5.00
	哈萨克斯坦油田	0.18	0.53	0.76

资料来源：通源石油提供

总体看，跟踪期内，受宏观经济下滑以及下游油田客户成本控制等因素影响，通源石油营业收入有所下滑；同期，通源石油钻井业务快速发展，同时技术研发方面有所突破，科技含量较高的技术服务未来有望改善通源石油整体盈利能力。销售方面，通源石油主要客户销售收入集中度虽有下降但仍处于较高水平，营

业收入对重点客户的依赖性较大。

通源石油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、油气井爆燃压裂增产技术产业化建设项目、研发中心建设项目及营销管理体系建设项目，预计总投资28007.32万元，较上期计划投资额略有下降，截至2013年3月底，已累计完成投资13806.11万元，资金主要来源于A股公开募集的资金。通源石油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，提高两项核心技术的整体竞争实力。

表7 截至2013年3月底通源石油主要项目投资情况

项目	计划总投资 (万元)	已投资 (万元)	投资 周期
油气井复合射孔技术产业化升级建设项目	14243.52	7131.54	2011 至 2014
油气井爆燃压裂增产技术产业化建设项目	4430.14	1578.90	
研发中心建设项目	6453.98	3921.59	
营销管理体系建设项目	2879.68	1174.08	
合计	28007.32	13806.11	

资料来源：通源石油提供

总体看，通源石油未来投资规模仍然较大，但通源石油通过A股公开募集充足资金，能够满足未来投资需求，因此未来通源石油筹资压力较小。

(5) 重大事项

①2013年2月26日，通源石油第四届董事会第二十三次会议审议通过《2012年度利润分配预案》：以2012年末总股本15840万股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增5股，转增后股本为23760万股。

②根据通源石油2013年6月3日发布的关于《发行股份购买资产暨关联交易预案》，张国桢夫妇与通源石油联合实施对安德森有限合伙企业的收购。联合收购相关协议已于2013年5月20日签订。

③根据通源石油于2013年5月30日召开的第四届董事会第二十六次会议决议公告，通

源石油与会董事通过了《关于公司发行股份购买资产方案的议案》，通源石油向控股股东、实际控制人张国桢及其夫人蒋芙蓉非公开发行股份，用以购买其二人合计持有的西安华程石油技术有限公司（以下简称“华程石油”）100%股权，本次交易构成关联交易，同时是通源石油实施对安德森有限合伙企业海外收购的一部分。本次交易完成后，控股股东张国桢由交易前23.30%股权增加为张国桢夫妇合计持有公司不超过28.02%的股权。

④根据通源石油于2013年5月30日发布的《关于为子公司提供内保外贷暨关联担保的公告》，通源石油拟向平安银行深圳分行申请内保外贷业务，满足此次联合收购的资金需求。

⑤根据通源石油2013年6月14日发布的《关于控股股东股权质押的公告》，控股股东张国桢将手中持有通源石油股份的58.44%质押给中国对外经济贸易信托有限公司，以加快海外收购交易及筹措资金进程。

(6) 募集资金使用情况

通源石油参与“10 西安 SMECN1”发行，额度为3600万元，全部用于补充通源石油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。

(7) 财务分析

通源石油2012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。通源石油2013年1~3月财务数据未经审计。2012年，通源石油将西安通源正合石油工程有限公司、Tong Petrotech Inc.纳入本年度合并范围。

截至2012年底，通源石油资产总额149679.59万元，所有者权益117624.28万元；2012年通源石油实现营业收入33968.87万元，利润总额7175.81万元。

截至2013年3月底，通源石油资产总额146993.08万元，所有者权益116304.31万元；2013年1~3月通源石油实现营业收入2072.79万元，利润总额-1814.63万元。

① 盈利能力

2012年通源石油实现营业收入33968.87万元，较2011年下降2.81%。2012年通源石油营业成本同比降低5.07%，下降幅度大于营业收入，同期通源石油营业利润率小幅增长0.16个百分点至52.70%。2012年，通源石油营业利润合计6646.74万元，较2011年下降22.88%，主要系期间费用合计同比增长17.30%，通源石油期间费用控制能力有所下滑。从盈利指标看，由于盈利能力下滑，2012年总资本收益率和净资产收益率较上年有所下降，分别为4.60%和5.08%。

2013年1~3月，通源石油实现营业收入2072.79万元，同比下降13.67%；利润总额-1814.63万元，较上年同期大幅下降，主要系一季度期间费用同比涨幅较大；通源石油营业利润率48.98%，同比下降0.2个百分点，盈利能力较上年同期略有下降。

总体看，跟踪期内，受宏观经济下滑以及下游油田客户成本控制等因素影响，通源石油营业收入规模略有下降，同时期间费用的控制能力不强，导致通源石油整体盈利能力有所降低。

② 现金流及保障

2012年，通源石油销售商品和提供劳务收到的现金为33506.45万元，同比增长29.57%，主要系收回部分应收账款所致。2012年经营活动产生的现金流入量为35823.77万元，同比增长31.82%。2012年通源石油现金收入比有所好转，上升至98.64%。2012年，通源石油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；2012年和2013年1~3月，通源石油经营活动产生的现金流净额分别为1683.20万元和-2034.02万元。2013年一季度经营活动产生的现金流为负，主要由于通源石油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。

2012年通源石油投资活动现金流入为6556.40万元，较上年大幅增加，主要系收回投

资收到的现金；投资活动现金流出为8475.55万元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金。2012年通源石油投资活动产生的现金流净额为-1919.15万元。

2013年1~3月通源石油投资活动现金流入及流出为50万元和1396.46万元，分别为处置子公司及其他收到的现金和购建固定资产、无形资产等支付的现金。投资活动现金流量净额为-1346.46万元。

筹资活动方面，2012年通源石油筹资活动现金流入及流出分别为2500万元和2567.38万元，主要系取得借款受到的现金及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2012年通源石油筹资活动流量净额为67.38万元，表现为净流出。

2013年1~3月，通源石油筹资活动现金流入及流出分别为2500万元和1029.20万元，净流入为1470.80万元。

总体看，跟踪期内，通源石油经营活动获现能力有所改善，但仍受季节性因素影响较大；投资及筹资活动现金流规模均有所下降，但随着海外并购交易推进，未来筹资活动现金需求预计将大幅增长。

③ 资本及债务结构

截至2012年底，通源石油资产总额合计14.97亿元，较上年增长9.15%，其中流动资产合计占79.52%，较上年略有下降，非流动资产合计占20.48%。通源石油资产仍以流动资产为主。

截至2012年底，通源石油流动资产合计11.90亿元，同比下降0.64%，主要是货币资金及应收账款有所下降。截至2012年底，通源石油货币资金7.00亿元（其中上市募集资金余额4.40亿元），同比下降8.08%，占资产总额的58.78%。截至2012年底，通源石油应收账款2.99亿元，同比下降3.17%，主要系本年度营业收入有所下滑。前五大欠款客户基本保持不变，大庆油田物资集团占比下降至26.19%、中国石油集团测井有限公司占比下降至16.52%、中国石

油长庆油田分公司占比下降至8.29%、中国石油集团渤海钻探工程有限公司占比增至8.93%、MAVEN TRADE LIMITED占比增至7.57%，通源石油应收账款集中度仍然较高。通源石油应收账款账龄在1年以内的占85.94%，较上年有所下降，通源石油计提应收账款坏账准备600.14万元，由于主要欠款客户为大型石油企业，回收风险较低。

非流动资产方面，2012年通源石油非流动资产合计3.07亿元，较上年增长76.85%，主要是固定资产大幅增加所致。截至2012年底，通源石油固定资产2.39亿元，较上年增长113.12%，主要为通源石油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通源石油原有业务能力基础上的升级，随投入进度转入固定资产0.18亿元）。通源石油非流动资产结构较上年变动不大。

截至2013年3月底，通源石油资产总额14.70亿元，其中流动资产合计占78.23%，非流动资产合计占21.77%，通源石油资产结构变化不大。截至2013年3月底，通源石油存货1.03亿元，较2012年底增长14.54%，主要受销售季节性因素影响，通源石油三季度为产品销售旺季；预付款项0.86亿元，较2012年底增长24.11%，主要为预付材料款及投标保证金等。

截至2012年底，通源石油负债总额合计3.21亿元，较上年增长38.83%，其中流动负债占84.13%，非流动负债占15.87%。增长主要来自短期借款、应付票据、应付账款及其他非流动负债的增加。截至2012年底，通源石油短期借款0.25亿元，为子公司通源正合的保证借款，通源石油作为其保证人。截至2012年底，通源石油应付票据及应付账款1.01亿元和1.48亿元，分别同比增长37.88%和50.59%，主要系通源石油增加了应付票据的支付占比及延迟采购款的支付，间接增加了通源石油的资金使用效率。截至2012年底，通源石油其他非流动负债0.15

亿元，其中主要包括国家发展与改革委员会（发改投资【2012】1940号及陕发改投资【2012】1238号）拨付投资补助资金1351万元，专项用于油气井复合射孔技术产业化升级建设项目。

截至2013年3月底，通源石油负债总额合计3.07亿元，其中流动负债2.57亿元（占83.89%），非流动负债0.49亿元（占16.11%），通源石油负债结构变化不大。

截至2012年底，通源石油全部债务1.62亿元，其中短期债务（不含其他流动负债）占77.88%，同比增长10.61个百分点，长期债务占22.12%。资产负债率和全部债务资本化比率较2011年底有所上升，通源石油资产负债率由2011年16.84%上升至21.42%，全部债务资本化比率由2011年8.75%上升至12.13%。截至2013年3月底，通源石油全部债务1.56亿元，较上年年底下降4.01%，其中短期借款及应付票据分别为0.40亿元和0.80亿元；截至2013年3月底，通源石油资产负债率及全部债务资本化比例分别为20.88%和11.82%，整体债务负担较上年底略有减轻。

截至2012年底，通源石油所有者权益合计11.76亿元，较2011年增长3.15%，其中实收资本占13.47%，资本公积占65.11%，盈余公积占3.04%，未分配利润占18.38%，由于通源石油以资本公积金向全体股东每10股转增10股，使得其股本增长较快，资本公积较上年下降9.37%。总体看，通源石油所有者权益结构稳定性较好。

截至2013年3月底，通源石油所有者权益合计11.63亿元，较上年底略有下降。

跟踪期内，通源石油资产构成变化不大，较符合企业经营特点。通源石油流动资产以货币资金、应收账款及存货为主，流动性及变现能力强，资产质量较好，债务负担较轻。

④偿债能力

从短期偿债指标看，通源石油流动比率和速动比率均有所下降，截至2012年底通源石油流动比率和速动比率分别为441.35%和408.14%，但仍保持较高水平；截至2013年3月

底，通源石油流动比率和速动比率分别为446.68%和406.82%。总体看，目前通源石油短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2012年通源石油EBITDA为9184.94万元，较上年下降12.17%。2012年，通源石油EBITDA利息保护倍数和全部债务/EBITDA分别为51.23倍和1.77倍。通源石油全部债务/EBITDA指标较2011年有所上升，但仍处于良好水平。整体看，通源石油长期偿债能力良好。

截至2012年底，通源石油现金类资产26186.60万元（已扣除上市募集资金余额44030.55万元），是“10西安SMECN1”通源石油发行额度3600万元的7.27倍。2012年通源石油经营活动产生的现金流入量和EBITDA分别为35823.77万元和9184.94万元，分别为存续债券的9.95倍和2.55倍。通源石油现金类资产、经营活动产生的现金流入量和EBITDA对存续债券的保障能力较强。

⑤ 过往债务履约情况

根据通源石油提供的2013年6月24日中国人民银行《企业信用报告》（2012 银行版）（机构信用代码为G1061011300010670F），截至2013年6月24日，通源石油无已结清和未结清不良信贷信息记录。

（8）结论

综合考虑，联合资信将维持通源石油 A-的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

3. 西安曲江旅游投资（集团）有限公司

（1）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”）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2013年3月底，文旅集团注册资本为48400万元，西安曲江文化产业投资（集团）有限公司持股100%，实际控制人为西咸新区管理委员会。2011年，文旅集团重组长安信

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，文旅集团资产重组工作完成，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），文旅集团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。

文旅集团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等。

文旅集团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2013年3月份，文旅集团拥有5家子公司。

截至2012年底，文旅集团（合并）资产总额688720.68万元，所有者权益55097.10万元（其中少数股东权益33859.52万元）；2012年实现营业收入183527.18万元，利润总额8414.96万元。

截至2013年3月底，文旅集团（合并）资产总额701936.59万元，所有者权益52967.44万元（其中少数股东权益33535.82万元）；2013年1-3月实现营业收入26172.83万元，利润总额-2203.68万元。

文旅集团注册地址：西安市曲江新区雁塔南路292号曲江文化大厦9层；法定代表人：贾涛。

（2）基础素质分析

文旅集团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，文旅集团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。

2012年，文旅集团各单位荣获国家、省、市各级荣誉100余项。大唐芙蓉园导游接待组荣获“全国工人先锋号”称号；寒窑遗址公园荣获亚洲酒店业最具公信力的“金橄榄奖”多项行业殊荣；唐华宾馆被认定为“西安市首家酒店服务标准化试点单位”；文旅集团荣获第四届“节庆中华奖”节庆贡献奖。文旅集团2012年度共缴纳税费2亿元，被陕西省国税、地税联合授予纳税信用等级“A级纳税人”称号。

（3）管理分析

跟踪期内，文旅集团治理结构及高管人员等方面无重大变化。

（4）经营分析

2010年11月5日，文旅集团与陕西华汉事业集团有限公司（以下简称“华汉实业”）、长安信息产业（集团）股份有限公司（以下简称“长安信息”）签署了《发行股份购买资产协议》及补充协议、《债务重组及资产出售协议》及补充约定，2012年6月30日，长安信息与公司完成了发行股份购买资产的交割手续，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，文旅集团注入曲江文旅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，曲江文旅成为文旅集团的运营主体。文旅集团整体经营划分为文化旅游板块和房地产板块。

表8 文旅集团营业收入构成情况（单位：万元）

	2012年			2013年1-3月		
	营业收入	占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入	占比 (%)	毛利率 (%)
文化旅游板块	125924.54	68.61	29.09	26172.83	100.00	27.01
房地产板块	57602.64	31.39	52.12	--	--	--
合计	183527.18	100	36.32	26172.83	100	27.01

资料来源：文旅集团提供

2012年，文旅集团实现营业收入183527.18万元，其中文化旅游板块实现营业收入125924.54万元，主要是曲江文旅经营管理的各个旅游景点和酒店等实现的营业收入；房地产板块57602.64万元，主要是永和坊项目实现的销售收入。2013年一季度，永和坊暂无交房，所以未确认收入。从毛利率看，2012年和2013年一季度文旅集团旅游板块毛利率29.09%和27.01%，2013年一季度为旅游淡季，毛利率略有下降；2012年房地产板块毛利率为31.39%。

目前曲江文旅运营管理的文化旅游景区业务主要包含大唐芙蓉园、大明宫遗址公园、大雁塔北广场、唐慈恩寺遗址公园、开元广场、贞观广场、曲江池遗址公园、唐城墙遗址公园、海洋公园、寒窑遗址公园、秦二世陵遗址公园、楼观道教文化区等。酒店餐饮板块主要包含唐华宾馆酒店（四星级）、芳林苑酒店（五星级）、御宴宫（仿唐御宴）、汉阳馆餐饮（韩国料理）、曲江生态海鲜城及农博园等。文旅集团旅游服务业务主要包括出入境业务、商务旅游、传统旅游产品、会议策划接待、特色旅游线路等，主要以全资、控股、战略合作、连锁加盟为主要形式。文化旅游演出业务主要是结合盛唐文化、地域特色打造相关文化旅游演出节目。旅游商品销售业务主要经营旅游商品的策划、设计、销售。园林绿化业务主要承接政府、企事业单位的园林绿化业务，目前拥有园林绿化二

级业务资质。

截至2012年底，曲江文旅总资产175449.34万元，所有者权益68121.48万元（其中少数股东权益1029.56万元）。2012年，曲江文旅实现营业收入114000.37万元，利润总额7218.40万元。

在建项目

紫薇永和坊工程总投资 32 亿元，总建筑面积 63 万平方米，截至到 2013 年 3 月底，该项目已完成投资 25.8 亿元，占总投资额的 80.63%，已销售面积达到 29.96 万平方米，实现销售合同收入 17.83 亿元，实际资金回笼 34.77 亿元。该项目于 2012 年 12 月开始该项目陆续完工交房，紫薇永和坊项目计划 2014 年年底完工。

总体来看，文旅集团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。

（5）财务分析

文旅集团提供的2012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。2013年一季度报未经审计。2012年文旅集团审计报告合并范围新增西安曲江文化旅游股份有限公司。2013年1~3月合并范围无变化。

盈利能力

2012 年，文旅集团实现营业收入为 183527.18 万元，较 2011 年增长 103.68%，主要是永和坊房地产项目开始实现销售收入所致，其中主营业务收入 125923.54 万元，房地产实现收入 57602.64 万元。同期营业成本为 116876.75 万元，较 2011 年增长 91.48%，增速低于营业收入增速，所以文旅集团营业利润率由 2011 年的 27.92%上升至 28.82%。

2012 年，文旅集团三项期间费用合计 49125.71 万元，较 2011 年增长 87.25%，占营业收入的 26.77%。其中管理费用增幅较大，主要是由于 2012 年曲江生态海鲜城以及楼管道文化展示区三大景区陆续开放，带动人员、场

地、资产等管理费用增加公司 2011 年广告宣传和职工薪酬增长所致。2012 年，文旅集团获得投资收益 5232.86 万元，主要是文旅集团出借资金获得的利息收入；文旅集团实现营业外收入 1396.02 万元，主要是政府补贴收入。

2012 年，文旅集团实现利润总额 8414.96 万元和净利润 6590.02 万元，同比均大幅增长。2012 年文旅集团总资本收益率和净资产收益率分别为 5.85%和 11.96%，较上年均有所上升。

2013 年 1-3 月，文旅集团实现营业收入 26172.83 万元，是 2012 年全年的 14.26%；营业成本 19102.43 万元，是 2012 年全年的 16.34%；文旅集团营业利润率为 22.74%，较 2012 年有小幅下降；2013 年 1-3 月，文旅集团出现亏损，利润总额为-2203.68 万元，主要是由于一季度为旅游淡季，文旅集团暂时出现亏损。

总体看，文旅集团非经营性收益对利润总额贡献较大，但随着文旅集团经营规模的逐年扩大，旅游文化产业战略规划逐步实施以及永和坊房地产项目的出售，文旅集团主营业务盈利能力有望提升。

现金流及保障

经营活动方面，2012年，文旅集团经营活动现金流入量较上年增长10.13%，主要体现为销售商品、提供劳务收到的现金。同期，文旅集团经营活动现金流出量较上年增长23.59%，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79205.34万元，主要是关联公司间的往来款。2012年，文旅集团经营活动现金流量净额-22592.54万元。2012年，文旅集团现金收入比为113.45%，较2011年有所下降。

投资活动方面，2012年，文旅集团投资活动现金流出仍以购建固定资产、无形资产等支付的现金为主，文旅集团投资活动产生的现金流量流出量为42703.85万元，文旅集团投资活动产生的现金流量净额为-40901.18万元。

筹资活动方面，2012年文旅集团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，2012年筹资活动现金流入量157750.00万元，其中收到其他与筹资活动有关的现金28000.00万元，主要是获得的母公司的借款，金额为2.80亿元。2012年筹资活动产生的现金流量净额72487.14万元，较上年增长29.52%

2013年1-3月，文旅集团销售商品、提供劳务收到的现金32565.08万元，经营活动产生的现金流量净额-22062.44万元；投资活动产生的现金流量净额-18366.94万元；筹资活动产生的现金流量净额7802.98万元。

总体看，跟踪期内文旅集团整体获现能力一般，投资支出规模较大，对外有一定的筹资压力。

资本及债务结构

截至 2012 年底，文旅集团资产总额为 688720.68 万元，较上年大幅增长 40.96%，主要是由于文旅集团存货和固定资产增长所致，其中流动资产占 60.69%，非流动资产占 39.31%，构成较 2011 年变化不大。文旅集团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 17.89%、45.99%和 19.42%。截至 2012 年底，文旅集团货币资金较上年增长 16.98%；应收账款较 2011 年增加 9780.39 万元，主要是应收西安曲江大明宫遗址区保护改造办公室、西安曲江斯迈特农业博览园有限公司往来款以及西安曲江新区土地储备中心以及西安曲江新区社会事业管理服务中心的景区管理费；预付款项为 36877.06 万元，较 2011 年增长 14.71%，主要是预付西安曲江楼观道文化展示区管理办公室的土地诚意金和母公司的往来款，其中一年以内的占 94.92%；其他应收款为 14492.67 万元，较上年大幅增长 74.84%，主要是与西安紫薇房地产开发有限公司、西安曲江文化产业投资（集团）有限公司、西安曲江圣唐物资供应有限公司的往来款以及西安曲江华侨城投资发展有限公司的借款利息，按种类分，

采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款占 98.19%，计提比例为 1.36%，其中账龄在一年以内的占 75.27%，1~2 年的占 20.70%，2012 年文旅集团计提坏账准备 976.67 万元；存货为 192249.35 万元，较上年增长 40.31%，主要是永和坊房地产开发成本（占 97.24%），目前永和房地产开发项目土地已全部开发，无土地储备，2012 年文旅集团计提存货跌价准备 158.73 万元；一年内到期的非流动资产 2024.47 万元，同比增幅较大，主要是文旅集团将于一年内到期的长期待摊费用计入一年内到期的非流动资产；其他流动资产 81168.01 万元，主要是对母公司的借款（4.00 亿元）以及对西安曲江华侨城投资发展有限公司（以下简称“华侨城”）的借款增加 2.50 亿元。

截至 2012 年底，非流动资产中固定资产和在建工程占比较高，分别为 67.76%和 18.15%。截至 2012 年底，文旅集团长期股权投资 6833.74 万元，主要是新增对曲江华侨城（持股 40%）等单位的股权投资；固定资产 183421.02 万元，较上年增长 175.94%，主要是文旅集团楼观财神文化景区、道温泉酒店、生态花园项目等在建工程转固所致，2012 年文旅集团累计折旧 19886.66 万元，减值准备 15.97 万元；在建工程 49125.59 万元，主要是海洋公园二期极地馆项目及海洋风情商业街项目；无形资产的增加主要体现在软件和土地使用权的增加，文旅集团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等，软件使用权主要是购入供应链信息化工程。

截至2013年3月底，文旅集团资产总额为 701936.59万元，较2012年底有所增长，其中流动资产占比60.84%，非流动资产占比39.16%，资产结构基本稳定。

总体看，文旅集团资产构成以流动资产为主，受货币资金、存货和固定资产变动影响，跟踪期内，文旅集团资产规模有所上升，但固定资产和存货占比较高，公司资产质量一般。

截至 2012 年底，文旅集团负债合计

633623.58万元，较2011年增长50.12%，其中流动负债占85.87%，非流动负债占14.13%，流动负债占比上升。流动负债中，短期借款较增长123.00%；应付账款同比增长133.99%，主要是新增应付工程款；预收账款较上年增长了21.79%，主要是新增预收永和坊售楼款；其他应付款较上年增长19.35%，主要是应付西安曲江文化产业风险投资有限公司（2.89亿元）、陕西亚华地产有限公司（1.89亿元）、西安曲江建设集团有限公司（1.61亿元）、西安正信置业有限公司和陕西华通文化科技创业投资有限公司的借款和往来款所致，其中1年以内的占50.72%，1~2年的占26.75%，2~3年的占9.98%，3年以上的占12.45%；一年内到期的非流动负债60148.00万元，主要是增加了抵押借款60040.00万元。截至2012年底，文旅集团非流动负债89547.72万元，同比下降了1.57%，构成与2011年变化不大。

截至2013年3月底，文旅集团负债合计648969.15万元，较2012年底增长2.43%，主要是短期借款、预收款项和其他应付款增长所致。负债构成中流动负债占87.61%，非流动负债占12.39%。截至2013年3月底，文旅集团短期借款较上年增加了4800.00万元；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。

截至2012年底，文旅集团全部债务为195300.25万元，同比增长68.51%，其中短期债务占55.12%，长期债务占44.88%，文旅集团短期债务占比大幅上升；文旅集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为92.00%、78.00%和61.40%，债务负担加重。

截至2013年3月底，文旅集团全部债务为190962.21万元，其中短期债务占58.88%，长期债务占41.12%；文旅集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为92.45%、78.29%和59.71%，除长期债务资本化比例有所下降外，其他两指标均有所上升。考虑到文旅集团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，文旅集团实际债务指标应低于以上指标。

截至2012年底，文旅集团所有者权益为55097.10万元，较2011年下降17.15%，主要是未分配利润减少所致。其中归属于母公司的所有者权益21237.59万元，少数股东权益33859.52万元，少数股东权益大幅增长。文旅集团所有者资产构成变化较大，主要是本次资产重组所致，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，文旅集团持股51.35%，文旅集团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。截至2013年3月底，所有者权益为52967.44万元，较2012年底下降3.87%，其构成与2012年变化不大。文旅集团所有者权益中少数股东权益占比较高，文旅集团所有者权益稳定性一般。

总体看，跟踪期内，受短期债务大幅增长影响，文旅集团债务规模持续上升，文旅集团整体债务负担重。

偿债能力

截至2012年底，文旅集团流动比率和速动比率分别为76.83%和41.49%，均较2011年底有所下降；截至2013年3月底，流动比率和速动比率持续下降，两个指标分别为75.11%和37.15%。2012年由于文旅集团经营性现金流量净额为负值，文旅集团经营活动现金流对流动负债不具有覆盖能力。文旅集团短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2012年，文旅集团EBITDA为27688.40万元，较上年增长151.80%，主要是文旅集团短期借款大幅增长导致文旅集团费用化利息支出大幅增长所致。2012年，EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA保护倍数分别为3.44倍和7.05倍。文旅集团长期偿债能力增强。

文旅集团于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2012年财务数据为基础，文旅集团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3.46倍、27.86倍和-2.82倍。文旅集团EBITDA和经营活动现金流入量对本期票据覆盖程度较高。

截至2013年3月底，文旅集团现金类资产74769.15万元，是本期票据的9.35倍，文旅集团现金类资产对本期票据的保护能力强。

截至2013年3月底，文旅集团无对外担保。

截至2013年3月底，文旅集团共获得西安银行、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16.81亿元，已全部使用完毕，文旅集团间接融资渠道有待拓宽。但文旅集团子公司曲江文旅是A股上市公司，直接融资渠道畅通。

过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（2012年银行版），机构信用代码：G1061011300012260J。截至2013年6月21日，文旅集团已结清信贷信息中，不良和关注类贷款36笔，目前已结清。

（6）结论

综合考虑，联合资信维持文旅集团主体长期信用等级为A⁻，评级展望为负面。

4. 合容电气股份有限公司（原陕西合容电气电容器有限公司）

（1）主体概况

合容电气股份有限公司（以下简称“合容电气”）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，合容电气注册

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，同时名称变更为陕西合容电气电容器有限公司。合容电气股权结构调整为：合容集团持有57.08%股份，为合容电气第一大股东；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：陕西省国资委）（陕国资产权发【2011】320文件）批准陕高投将所持合容电气3500万元出资以公司减资方式退出，减资后合容电气注册资本缩减为7450万元。本次减资完成后，合容集团成为合容电气的单一股东。

2012年1月9日，合容电气及其控股股东合容集团与红杉投资、优势创投、云锋投资凤凰投资共同签订了《股权转让协议》，协议约定：合容集团将其持有合容电气16.80%、9.80%、5.60%和5.60%的股权分别转让予红杉投资、凤凰投资、云锋投资和优势创投。

2012年6月19日，合容电气控股股东合容集团将原出资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。合容电气的其他出资方式以及合容电气的注册资本和股东的持股比例均不变。

2012年9月22日合容电气实行股权激励计划，将合容集团持有的10.47%股权转让给贾申龙等10名自然人及西安合创投资管理合伙企业，变更后合容电气注册资本为7450万元，控股股东仍为合容集团（持股51.73%），实际控制

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。

人为合容集团控股股东贾申龙先生。

2012年11月8日，合容电气在西安市工商行政管理局完成整体变更为“合容电气股份有限公司”的工商变更登记手续。

经营范围包括：输变电设备的研发、生产、销售及技术咨询；承接输变电站系统工程；货物及技术的进出口业务（国家禁止或限制进出口的货物、技术除外）。截至2013年3月底，合容电气下设电力设备事业部、综合管理部、人力资源部、生产设备部、技术工艺部、品质保障部、技术中心、市场管理部、用户服务部、财务部、采购部等职能部门；合容电气合并范围内共一家子公司，为西安合容机电工程有限公司。

截至2012年底，合容电气资产总额为41672.18万元，所有者权益为19138.04万元。2012年，合容电气实现营业收入26905.14万元，利润总额3877.79万元。

截至2013年3月底，合容电气资产总额为40456.54万元，所有者权益为19727.78万元。2013年1~3月，合容电气实现主营业务收入4392.33万元，利润总额589.74万元。

合容电气注册地址：西安经济技术开发区泾渭工业园；法定代表人：贾申龙。

（2）管理分析

跟踪期内，合容电气组织结构及管理制度、高层管理人员无重大变化。

（3）其他重大事项

关联方资产收购

①2012年合容电气收购陕西合容电力设备有限公司（以下简称“合容电力”）主营业务相关的资产及负债，收购价格人民币1783.36万元。本次交易的合并日为2012年7月31日，系合容电气实际取得相关资产和负债的日期。

2012年合容电气与陕西合容电子科技有限公司（以下简称“合容电子”）签订资产收购协议，收购其柱上式无功补偿装置业务相关的资产及负债，收购价格人民币848.06万元。本次交易的合并日为2012年12月24日。

②2012年7月25日，合容电气与西安中天电力设备有限公司（以下简称“中天电力”）签订资产收购协议，收购其土地使用权以及在建工程，收购价格人民币5411.57万元。

股权支付

2012年4月17日，经合容电气股东会决议，陕西合容电气集团有限公司将其持有合容电气37.8%的股权分别转让给天津红杉聚业股权投资合伙企业（有限合伙）16.8%；转让给佛山市优势集成创业投资合伙企业（有限合伙）5.6%；转让给上海云锋股权投资中心（有限合伙）5.6%，转让给北京凤凰财富成长投资中心（有限合伙）9.8%。同时陕西合容电气集团有限公司将其持有公司10.47%的股权分别转让给贾申龙等10名自然人9.02%；转让给西安合创投资管理合伙企业（有限合伙）1.45%。在本次股权转让中，转让给天津红杉聚业股权投资合伙企业等4家非关联公司的价格为每股4.8元，转让给王锦学等内部职工的价格为每股2.4元，转让价格的差额为对职工的激励，合容电气按照股份支付进行会计处理，增加2012年管理费用612.00万元，同时增加资本公积的金额612.00万元。

总体看，合容电气为实现上市，通过上述关联方资产收购以及股权支付重大事项，使资产规模有所扩张，已投产且盈利状况良好的产能有所提升，同时避免了同业竞争及关联交易，资本实力进一步得到充实，为合容电气未来扩大经营规模，提升盈利能力打下良好的基础。

（4）经营分析

经营分析

跟踪期内，合容电气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，2012年受益于合容电气产品产销量和价格的提高，合容电气实现收入26905.14万元，较上年增长19.03%。2013年1~3月，合容电气实现营业收入4392.33万元，为2012年全年的16.33%。总体看，跟踪期内，合

容电气营业收入平稳增长。

表9 2011~2013年1-3月合容电气收入及毛利率情况

项 目	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月
营业收入（万元）	22602.81	26905.14	4392.33
营业成本（万元）	15913.65	17808.87	3003.79
毛利率（%）	29.59	33.81	31.61
产品价格（元/Var）	28.10	29.14	29.22

资料来源：合容电气提供

从毛利率水平看，进入2012年以来，合容电气主要原材料价格均有所下滑，同时由于合容电气产品市场需求不断扩大，产品售价小幅提高，故毛利率小幅上升，为33.81%；2013年一季度，由于合容电气处于销售淡季以及春节长假导致产量不足等因素影响，毛利率水平较2012年略有下降，为31.61%。

产品生产

从产能情况看，目前合容电气年设计生产能力已达到1800万kVar，处于国内领先水平。合容电气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。

合容电气生产设备先进，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，合容电气主导产品产量稳定增长，2012年实现产量1115万kVar，较2011年提高18.00%；2013年一季度，合容电气实现产量213万kVar，与上年同期提高15.76%。整体看，跟踪期内合容电气生产状况保持平稳增长。

原料采购

合容电气生产所需的主要三大原材料分别为聚丙烯薄膜、铝箔和苧基甲苯，采购成本合计约占总成本的70%。其他原材料为铜排、套管、不锈钢板和支柱瓷瓶等。

表10 合容电气主要原料采购情况

主要原材料		采购量（吨）			采购价格（元/吨）		
名称	占成本比重（%）	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月
铝箔	13.93	199	257	41	41000	38000	37440
聚丙烯膜	37.28	449	555	78	48000	42000	41000
苧基甲苯	19.51	504	573	70	23000	22500	22000
合计	70.72	1152	1385	189	--	--	--

资料来源：合容电气审计报告

2012年以来，受宏观经济增速放缓影响，铝、聚丙烯和苧基甲苯等上游原材料价格均呈现下降趋势，导致合容电气成本下降，毛利率上升，对合容电气的成本控制较为有利。合容电气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，合容电气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。

合容电气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。主要采取电汇和银行承兑汇票的结算方式，账期一般为3-6个月。

表11 2012年合容电气前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	2059	8.91	薄膜
烟台金正精细化工有限公司	1103	4.77	浸渍剂
西安创新能源工程有限公司	820	3.54	套管
江苏中基复合材料有限公司	863	3.73	铝箔
陕西正元不锈钢有限公司	1027	4.44	不锈钢
合计	5872	25.39	--

资料来源：合容电气提供

产品销售

合容电气产品的最终用户主要为国家及地方各电网（电力）公司。2012年合容电气共参与投标271次，中标率为13.24%，较2011年的12.82%小幅上涨。在国网集中采购招标中标2.8亿，中标率为15.35%，位居行业第二。2012年，合容电气销售的前五名客户合计占合容电气销售总额35.65%（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12 2012年合容电气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 (%)
山东电力集团物流服务中心	电容器	4440.65	9.96
华北电网有限公司供应链管理中心/冀北电力有限公司	电容器	4231.76	9.49
新疆电力公司	电容器	2702.88	6.06
河南省电力公司	电容器	2519.22	5.65
湖北省电力公司	电容器	1999.35	4.48
合计		15893.86	35.65

资料来源：合容电气提供

跟踪期内，合容电气销售状况良好，平均销售价格随市场需求增加小幅上涨，但由于合容电气所签合同大部分为闭口合同，上游成本传导具有一定的时滞性，合容电气毛利率增速滞后于原材料价格下降幅度。

从销售模式来看，合容电气销售渠道为直销，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，合容电气与母公司合容集团的关联交易占比相应

有所下降，从2011年的19.08%下降到2012年的0%，合容电气关联交易占比过大问题得到彻底解决，降低了控股股东占用资金风险。

货款结算方面，由于合容电气与各电网（电力）公司按照1:4:4:1（分别为预付款、到货款、投运款和质保金）的比例进行货款结算，而电力工程项目一般建设周期较长（一般结算周期为18个月），导致合容电气应收账款周转时间较长且占比较大，合容电气面临较大的流动资金压力。

从销量地区分布看，合容电气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，合容电气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，2012年合容电气海外销售额为847.78万元，占合容电气销售总额的比例由2011年的1.47%上升至2012年3.29%。

表13 2011~2013年1-3月销量地区占比分布

（单位：%）

地区	2011年	2012年	2013年 1-3月
华南地区	10.00	7.04	9.26
华东地区	9.00	9.26	8.70
华北地区	33.00	25.94	65.97
西北地区	17.00	20.24	6.25
华中地区	24.00	18.43	7.52
东北地区	--	6.56	0.41
海外	1.47	3.29	1.84
其他	5.53	9.24	0.06
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：合容电气提供

总体看，跟踪期内，合容电气收入规模稳步增长，受益于原材料价格下降，公司毛利率有所上升，主营业务盈利能力较好；但受行业特性影响，成本传导机制不畅，合容电气毛利率增速滞后于原材料价格下降幅度。

（5）募集资金使用情况

2010年，合容电气参与发行“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

用于补充合容电气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2013年3月底，合容电气已使用募集资金2995.15万元。

(6) 财务分析

合容电气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，2012年度财务报表经中瑞岳华会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。合容电气2013年1~3月报表未经审计。

截至2012年底，合容电气资产总额为41672.18万元，所有者权益为19138.04万元。2012年，合容电气实现营业收入26905.14万元，利润总额3877.79万元。

截至2013年3月底，合容电气资产总额为40456.54万元，所有者权益为19727.78万元。2013年1~3月，合容电气实现主营业务收入4392.33万元，利润总额589.74万元。

盈利能力

2012年合容电气实现营业收入26905.14万元，较2011年大幅增长19.03%。2012年由于原材料价格下滑使，合容电气营业成本同比仅增长11.91%，低于营业收入增速，同期合容电气营业利润率上升至33.13%。2012年，合容电气利润总额合计3877.79万元，较2011大幅增长27.98%。从盈利指标看，2012年总资本收益率较上年有所上升，为12.70%，净资产收益率较上年略有下降，为17.11%。

2013年1~3月，合容电气实现营业收入4392.33万元，利润总额589.74万元，分别为2012年全年的16.33%和15.21%；营业利润率31.24%，较2012年有所下降。

总体看，跟踪期内，合容电气营业收入稳步增长，合容电气盈利水平有所上升。

现金流及保障

2012年，合容电气销售商品和提供劳务收到的现金为34026.09万元，同比增长65.77%。2012年经营活动产生的现金流入量为34608.79万元，2012年合容电气现金收入比小幅大幅上

升至126.47%，整体的收入实现质量好。2012年和2013年1~3月，合容电气经营活动产生的现金流净额分别为11622.90万元和-899.92万元。

2012年合容电气投资活动现金流出为7694.11万元（主要为收购陕西合容电力设备有限公司净资产、收购西安中天电力设备有限公司厂房等建筑物及土和收购陕西合容电子科技有限公司相关业务净资产），同比增加7642.10万元，主要为合容电气购建固定资产投资增加所致。2012年合容电气投资活动产生的现金流净额为-7679.61万元。

2013年1~3月合容电气投资活动现金流量全部为购建固定资产等长期资产支付的现金，故投资活动现金流量净额为-17.52万元。

2012年筹资活动前产生的现金流量净额为3943.29万元，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，合容电气对外部筹资需求不大。

筹资活动方面，2012年合容电气筹资活动现金流入为4696.16万元，为取得借款收到的现金2145.00万元和收到其他与筹资活动有关的现金2550.16万元（主要为置换出资收到的现金2477.03万元），同期筹资活动现金流出为9785.32万元，包括偿还债务及利息支付的现金6879.56万元和支付其他与筹资活动有关的现金2905.77万元（全部是开具银行承兑汇票存入的保证金）。2012年合容电气筹资活动流量净额为-5090.17万元，表现为净流出。2013年1-3月筹资活动现金流入及流出分别为710.00万元和208.36万元。2013年1-3，合容电气筹资活动流量净额为501.64万元，表现为净流入。

总体看，跟踪期内，合容电气经营活动获现能力尚可，投资规模不大，经营性现金能够覆盖投资需求，合容电气对外筹资需求不大。

资本及债务结构

截至2012年底，合容电气资产总额合计41672.18万元，较上年增长13.31%，其中流动资产合计占73.11%，非流动资产合计占26.89%。

合容电气资产以流动资产为主。

截至2012年底，合容电气流动资产合计30466.56万元，较2011年底基本持平，主要由货币资金（占19.66%）、应收账款（占48.57%）和存货（26.53%）构成。截至2012年底，合容电气货币资金5988.94万元，较2011年增长45.37%，主要为银行存款（占40.18%）和其它货币资金（59.21%），主要是由于2012年以来合容电气加大筹资力度所致；截至2012年底，合容电气应收账款14798.91万元，较2011年下降29.30%，主要系关联公司（控股股东合容集团）欠款占0%，较2011年下降51.91个百分点所致。合容电气应收账款欠款前五大客户见表14，五家欠款客户占全部应收账款的23.82%，集中度一般，账龄均在1年以内。考虑到合容电气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，合容电气坏账风险较低。未来受行业因素影响，应收账款总体规模仍将较大，对合容电气的资金经营周转造成一定影响。截至2012年底，合容电气存货8082.12万元，较上年底大幅增长110.36%，主要是由于关联方资产组合收购引起存货规模整体的增长，合容电气存货未计提跌价准备。

表14 2012年底合容电气应收账款前五名欠款单位

项 目	占比（%）
河南省电力公司	6.24
冀北电力有限公司	5.18
新疆电力公司	3.58
湖北省电力公司	3.82
甘肃省省电力公司	3.42
合计	23.82

资料来源：合容电气提供

非流动资产方面，2012年合容电气非流动资产合计11205.62万元，主要为固定资产，较上年增长95.98%。主要是固定资产增加所致。2012年底合容电气固定资产原值13150.06万元，其中机器设备和房屋建筑物分别占58.35%和36.89%，累计折旧3171.48万元，固定资产

净额9978.58万元，较2011年底增长113.12%，主要是由于合容电气于2012年购买西安中天电力设备有限公司的房屋建筑物在建工程转入固定资产4916.41万元所致。截至2012年底，合容电气无形资产总计971.54万元，较2011年底下降6.51%，全部为土地使用权（主要是由于合容电气股东于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，相应增加合容电气货币资金和“收到的其他与筹资活动有关的现金”）。

截至2013年3月底，合容电气资产总额40456.54万元，其中流动资产合计占73.02%，非流动资产合计占26.98%，合容电气资产规模及结构较2012年底变化不大。

截至2012年底，合容电气负债总额合计22534.14万元，较上年增长2.64%，其中流动负债21747.37万元（占96.51%），非流动负债786.77万元（仅占3.49%），债务结构中流动负债占比较2011年增长较多，主要是由于应付票据大幅增长以及合容电气于2010年参与发行的集合票据将于一年内到期，故由应付债券科目调整计入一年内到期的非流动负债科目所致。截至2012年底，流动负债主要由应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。

截至2013年3月底，合容电气负债总额合计20728.75万元，较2012年底减少8.01%，主要是流动负债中应付票据大幅减少所致；负债结构中流动负债19941.99万元（占96.20%），非流动负债786.77万元（占3.80%），结构较2012年底变动不大。

截至2012年底，合容电气全部债务11076.62万元，全部为短期债务；截至2013年3月底，合容电气全部债务9017.83万元，仍全部为短期债务。合容电气资产负债率和全部债务资本化比率较2011年底均有所下降，合容电气资产负债率由2011年的59.70%下降至2012年的54.07%，全部债务资本化比率由2011年38.20%下降至2012年的36.66%；截至2013年3月底，合

容电气资产负债率及全部债务资本化比例均有所下降，分别为51.24%和31.37%；整体看，合容电气债务负担一般，债务结构有待改善。

截至2012年底，合容电气所有者权益合计19138.04万元，较2011年增长29.12%，主要来自资本公积的增加（由于合容电气在2012年11月整体改制为股份公司，将改制基准日9月30日的未分配利润全部转入资本公积所致）。合容电气实收资本占38.93%，资本公积占37.78%，盈余公积占0.62%，未分配利润占22.67%，合容电气所有者权益结构中未分配利润占比较大，稳定性一般。

受未分配利润增加影响，截至2013年3月底，合容电气所有者权益小幅上升至19727.78万元，所有者权益结构较2012年底变动不大。

跟踪期内，合容电气资产规模波动增长，结构以流动资产为主，但货币资金占比较小，且其他货币资金在货币资金中占比高，合容电气应收账款较多，资产流动性一般；债务负担尚可，债务结构有待调整；所有者权益稳定性一般。

偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内，由于合容电气于2010年发行的集合票据由非流动资产科目调整至流动资产科目，使合容电气流动负债增速明显高于流动资产增速，导致流动比率和速动比率下降较快，截至2012年底合容电气流动比率和速动比率分别为140.09%和102.93%；截至2013年3月底，合容电气流动比率和速动比率分别为148.13%和110.77%，较2012年底小幅上升。2012年，合容电气经营现金流动负债比为53.45%，受合容电气经营活动产生的现金净流入大幅改善影响，该指标较2011年上升了45.44个百分点，经营活动现金流对流动负债的保护能力有所提高。总体看，合容电气短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2012年合容电气EBITDA为5619.84万元，较上年增长42.81%。2012年，受合容电气利息支出大幅增长影响，

合容电气EBITDA利息保护倍数大幅下降至10.01倍；2012年全部债务/EBITDA为1.97倍，较2011年有所下降。

截至2012年底，合容电气现金类资产6060.35万元，剔除受限资金后为2514.53万元，是存续期集合票据发行额度3000万元的0.84倍；截至2013年3月底，合容电气现金类资产5598.14万元，剔除受限资金后为3344.24万元，是存续期集合票据发行额度1.11倍。2012年合容电气经营活动产生的现金流入和EBITDA分别为34608.79万元和5619.84万元，分别为存续期集合票据发行额度3000万元的11.54倍和1.87倍，合容电气经营活动产生的现金流净额11622.90万元，为存续期集合票据发行额度3000万元的3.87倍。整体看，合容电气长期偿债能力正常。

截至2013年3月底，合容电气共获得银行授信10000万元，未使用额度4290万元，合容电气间接融资渠道畅通。

在或有负债方面，截至2013年3月底，合容电气无对外担保、无诉讼事项。

过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》，截至2013年6月8日，合容电气无未结清和已结清的不良贷款或利息，过往债务履约情况良好。

（7）结论

综合考虑，联合资信将维持合容电气 BBB 的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

5. 西安爱德华测量设备股份有限公司

（1）主体概况

西安爱德华测量设备股份有限公司（以下简称“西安爱德华”）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，西安爱德华是德国AEH公司在华投资的外商独资企业。西安爱德华初始注册资本为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，西安爱德华注册资本变更为 5000 万元，新增注册资本的出资方式为：以 G 系列齿轮检测中心的生产技术作价 1400 万人民币，以 2007 年 12 月 31 日前未分配利润转增注册资本 1600 万人民币。2012 年 8 月 16 日，德国 AEH 公司将其持有西安爱德华 80% 的股权（共计 4000 万股）以 1 元人民币价格转让给自然人宋建忠，西安爱德华控股股东为自然人宋建忠，持股比例 80%。西安爱德华实际控制人为宋建忠先生。

西安爱德华经营范围：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 2013 年 3 月底，西安爱德华纳入合并范围的子公司共计 5 家（详见附件 1-1）；西安爱德华本部设技术开发部、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。

截至2012年底，西安爱德华资产总额为24644.78万元，所有者权益为11503.22万元。2012年，西安爱德华实现营业收入14195.40万元，利润总额2480.28万元。

截至 2013 年 3 月底，西安爱德华资产总额为 25746.85 万元，所有者权益为 12425.91 万元。2013 年 1~3 月，西安爱德华实现营业收入 4287.67 万元，利润总额 1031.27 万元。

西安爱德华注册地址：西安市高新区锦业路 69 号 C 区 22 号；法定代表人：宋建忠。

（2）管理分析

跟踪期内，西安爱德华在管理体制、管理制度以及领导变动等方面无重大变化。

（3）经营分析

跟踪期内，西安爱德华主导产品仍为三坐

标测量机。西安爱德华产品谱系较宽，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54%以上。西安爱德华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。

西安爱德华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。西安爱德华产品谱系较宽，产品线丰富，能够满足不同层次客户的需求，特别是在汽车制造业、高端装备制造业、风电等领域的竞争实力近年来有所提升；同时，西安爱德华的技术研发能力也得以增强，依托MORA的品牌和技术优势，西安爱德华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，西安爱德华进一步整合德国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，2012年西安爱德华DAISY系列、ATLAS系列和影像测量仪产品产销量大幅提升，但部分产品受下游需求减缓影响，销售均价小幅下降，西安爱德华实现营业收入14195.40万元，收入总额较上年基本持平。2013年1~3月，西安爱德华实现营业收入4287.67万元，占2012年全年收入的30.20%。总体看，2012年以来，西安爱德华主营业务收入规模保持稳定。

跟踪期内，从毛利率来看，受益于西安爱德华产品结构升级，毛利率较高的产品销量逐年升高，同时毛利率较高的产品规模效益逐步显现，使西安爱德华综合毛利率水平有所提升。

表15 2011~2013年1-3月西安爱德华收入成本及毛利率情况（单位：万元）

分行业/分产品	2011 年			2012 年			2013 年 1-3 月		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
三坐标测量机 MQ 系列	4290.3	2666.42	37.85%	—	—	—	—	—	—
三坐标测量机 ML 系列	1489.6	984.03	33.94%	1425.3	869.2	39.02%	681.23	423.52	37.83%
三坐标测量机 UG 系列	--	--	--	48.82	30.62	37.28%	—	—	—

三坐标测量机 DAISY 系列	5379	3100.99	42.35%	8677.11	4901.08	43.52%	2556.44	1462.08	42.81%
三坐标测量机 MCMS 系列	22.9	17.69	22.75%	—	—	—	—	—	—
三坐标测量机 ATLAS 系列	1537.37	804.04	47.70%	1908.3	896.38	53.03%	397.01	187.1	52.87%
三坐标测量机 MGH 系列	60.68	51.76	14.70%	86.32	63.62	26.30%	—	—	—
齿轮测量中心	—	—	—	71.79	38.65	46.16%	82.52	43.26	47.58%
影像测量仪	311.9	208.91	33.02%	402.25	223.59	44.42%	172.09	97.32	43.45%
厚度自动测定仪	—	—	—	176.92	68.73	61.15%	—	—	—
双悬臂划线机	126.57	63.53	49.81%	129.91	64.58	50.29%	182.36	93.74	48.60%
双悬臂测量机	156.76	75.03	52.14%	153.85	74.63	51.49%	—	—	—
油泥铣削机	178.2	71.67	59.78%	173.08	72.16	58.31%	—	—	—
改造项目	271.8	190.37	29.96%	282.65	167.1	40.88%	50.2	21.52	57.13%
销售配件	376.7	252.62	32.94%	659.1	402.3	38.96%	165.82	89.17	46.22%
合计	14201.78	8496.82	40.17%	14195.4	7872.64	44.54%	4287.67	2418.77	43.59%

资料来源：西安爱德华提供

表 16 2011~2013 年 1-3 月西安爱德华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）		
	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月
三坐标测量机 MQ 系列	26.00			160			162			4290.30		
三坐标测量机 ML 系列	43.00	43	43	38	38	20	40	39	19	1489.60	1425.3	681.23
三坐标测量机 UG 系列		57		2	0		0	2		0.00	48.82	
三坐标测量机 DAISY 系列	29.00	28.5	28.8	160	363	105	165	357	103	5379.00	8677.11	2556.44
三坐标测量机 MCMS 系列	11.50	11.2		2			2			22.90		
三坐标测量机 ATLAS 系列	170.00	163	155	5	15	4	8	14	3	1537.37	1908.3	397.01
三坐标测量机 MGH 系列	61.00			2			1			60.68	86.32	
齿轮测量中心	185.00	84	9.7	2	1	1	0	1	1	0.00	71.79	82.52
影像测量仪	5.00	5.2	5.1	55	90	40	54	90	39	311.90	402.25	172.09
厚度自动测定仪		69			3			3			176.92	
双悬臂划线机	152.00	152		2	0			1		126.57	129.91	182.36
双悬臂测量机	90.00	90		2	0			2		156.76	153.85	
油泥铣削机	202.00	208		2	0			1		178.20	173.08	
改造项目										271.80	282.65	50.2
销售配件										376.70	659.10	165.82
合计				432	510	170	432	510	165	14201.79	14195.40	4287.67

资料来源：西安爱德华提供

原料采购

西安爱德华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、探头等属于高精密部件，主要由

同一控制下关联方德国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西安爱德华提供设计图纸，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关联方德国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，西安爱德华整体上游采购渠道及价格较为平稳。

西安爱德华采购付款方式较为灵活，主要采取交货后付款的结算方式，西安爱德华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。

2012年以来西安爱德华采购总量较2011年增长36.90%，各主要原材料采购均价总体上保持稳定。

表17 西安爱德华主要原料采购情况

主要原材料		采购量			采购价格（万元）		
名称	占成本比重（%）	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月
测量软件（套）	20	227	166	51	3.50	3.5	3.5
测头（件）	26	397	459	108	4.50	4.5	4.2
花岗岩（套）	18	468	435	106	3.20	3.6	3.1
控制系统（套）	13	170	270	82	2.80	2.9	2.2
电脑（台）	2	302	376	86	0.35	0.35	0.3
电机（台）	1.5	867	922	215	0.25	0.25	0.22

资料来源：西安爱德华提供

产品销售

西安爱德华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，同时西安爱德华近年积极开拓市场，发展地域经销商进行分销，占比约为 35%。2012 年，西安爱德华开发新经销商 12 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，西安爱德华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。2012 年西安爱德华实现合同签订额 16205 万元，较 2011 年增长 8.93%，2013 年 1-3 月份合同签订额 5124 万元，为 2012 年全年的 31.62%。

表18 2012年西安爱德华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（%）
上海菲格瑞特汽车 工程科技有限公司	油泥铣削机	354.5	2.5
东方电气集团东方 汽轮机厂	双悬臂划线机及 三坐标测量机	338.3	2.4
马来西亚 VIT	三坐标测量机	249.8	1.76
韩国 SUNGWO	三坐标测量机	224.1	1.59
陕西彩虹电子玻璃 有限公司	厚度自动测定仪	207.0	1.38
合计		1373.7	9.68

资料来源：西安爱德华提供

跟踪期内，西安爱德华销售状况良好，货款结算方面，西安爱德华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后一年后付清。西安爱德华生产周期平均为 1 个月左右，应收账款周转压力不大。在规避汇兑风险方面，在人民币升值时西安爱德华采取催收

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, 西安爱德华产品销售主要集中在华南、华东等经济发达地区, 其余区域分布较为均匀。

表19 2012~2013年1-3月销量地区分布

区域		销售量占比(%)	
		2012年	2013年1-3月
国内销售	华南地区	32	31
	华东地区	41	39
	华北地区	12	12
	西北地区	15	18
对外出口	德国	41	26
	马来西亚	35	24
	韩国	19	42
	其他	5	8

资料来源: 西安爱德华提供

在出口销售方面, 西安爱德华把德国作为国际销售的窗口, 积极拓展海外市场。目前, 西安爱德华海外销售区域主要为德国、马来西亚、韩国等国家。2012年, 西安爱德华实现出口销售额 195.60 万美元, 较 2011 年增长 30.22%, 约占当年销售收入总额的 8.6%; 2013 年第一季度, 实现出口销售额 67.8 万美元, 为 2012 年全年的 34.66%, 约占当期销售收入总额的 9.93%。西安爱德华海外销售情况良好。

(4) 募集资金使用情况

2010年, 西安爱德华参与发行“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2013年3月底, 西安爱德华已使用募集资金2462.80万元。

(5) 财务分析

西安爱德华 2011 年财务报表经中喜会计师事务所有限责任公司审计, 2012 年度财务报表经天健会计师事务所有限责任公司审计, 并出具了标准无保留意见的审计结论。西安爱德

华 2013 年 1~3 月报表未经审计。

截至2012年底, 西安爱德华资产总额为24644.78万元, 所有者权益为11503.22万元。2012年, 西安爱德华实现营业收入14195.40万元, 利润总额2480.28万元。

截至 2013 年 3 月底, 西安爱德华资产总额为 25746.85 万元, 所有者权益为 12425.91 万元。2013 年 1~3 月, 西安爱德华实现营业收入 4287.67 万元, 利润总额 1031.27 万元。

盈利能力

2012 年, 西安爱德华实现营业收入 14195.40 万元, 较 2012 年基本持平; 同期, 营业成本 7872.64 万元, 较 2011 年减少 7.35%, 降幅高于收入降幅。

2012 年, 西安爱德华在销售费用和管理费用增长带动下, 期间费用升至 3860.08 万元, 较 2011 年增长 19.76%, 期间费用占营业收入比重为 27.19%, 较上年上升 4.50 个百分点, 西安爱德华期间费用占比较高。

从主要盈利指标来看, 伴随西安爱德华产品结构优化及高端产品占比扩大, 西安爱德华营业利润率有所提高, 2012 年为 43.96%, 较 2011 年提高 4.76 个百分点; 同期, 由于西安爱德华股权转让形成金额较大的股本溢价, 使所有者权益较 2011 年大幅增长 21.22%, 西安爱德华总资本收益率和净资产收益率较上年分别下降 2.27 个百分点和 3.35 个百分点, 分别为 17.34%和 20.16%, 西安爱德华整体盈利能力小幅下降。

2013 年 1~3 月, 西安爱德华实现营业收入 4287.67 万元, 占 2012 年全年收入的 30.20%; 同期, 西安爱德华营业利润率为 42.36%, 较 2012 年变化不大, 2013 年一季度西安爱德华实现利润总额 1031.27 万元, 为 2012 年全年的 41.58%。

总体看, 西安爱德华主营业务突出, 整体盈利能力较强。跟踪期内, 随着伴随西安爱德华产品结构优化及高端产品占比扩大, 营业利润率增长快速。

现金流及保障

从经营活动方面看，2012 年西安爱德华实现销售商品、提供劳务收到的现金 16187.71 万元，较上年提高 6.64%；西安爱德华现金收入比为 114.03%，较 2011 年提高 7.14 个百分点，收入质量有所提高；同期，西安爱德华购买商品、接受劳务支付的现金大幅减少，主要是由于 2012 年宏观经济景气度下降影响行业整体市场需求小幅下降，西安爱德华在原材料采购上减少采购量，支付货款明显减少所致；西安爱德华经营活动产生的现金流出为 15436.55 万元，较上年减少 7.11%；相应西安爱德华经营活动产生的现金流量净额表现为净流入，为 1221.75 万元，较 2011 年大幅改善。

从投资活动方面看，2012 年西安爱德华投资活动现金流出主要为购建固定资产、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-298.50 万元，较上年净流出规模减少较多；筹资活动前现金流量净额为 923.26 万元，跟踪期内西安爱德华经营活动产生的现金净流入能投覆盖投资活动产生现金净流出，对外筹资需求不大。

从筹资活动方面看，2012 年西安爱德华筹资活动现金流表现为净流入 3792.50 万元，主要为收到其他与筹资活动有关的现金 3900 万元。

2013年1~3月，西安爱德华经营性活动净现金流量为914.30万元，为2012年全年的28.28%；投资活动现金流量净额为-52.31万元，无筹资活动产生的现金流量；现金及现金等价物增加额为861.99万元。

综合看，跟踪期内，西安爱德华收入实现质量有所提高，经营活动产生的现金净额大幅改善，对外投资规模减少，经营活动产生的现金净流入能够满足西安爱德华目前资本支出现金需求，对外筹资需求不大。

资本及债务结构

跟踪期内，西安爱德华资产规模随业务发展稳步增长，截至 2012 年底，西安爱德华资产

总额 24644.78 万元，较上年增长 38.22%，其中流动资产占 81.44%，非流动资产占 18.56%。西安爱德华资产构成以流动资产为主。

截至 2012 年底，西安爱德华流动资产以货币资金（占 31.72%），应收账款（占 12.94%）和存货（占 39.02%）为主。2012 年底，在西安爱德华货币资金大幅增加的推动下，西安爱德华流动资产升至 20069.49 万元，较 2011 年增长 51.50%。截至 2012 年底，西安爱德华货币资金 6366.34 万元，较上年增长 387.45%，主要是西安爱德华收到战略投资者注资 3900 万元计入，由于注资手续尚未办妥暂时计入其他应付款所致。2012 年西安爱德华应收账款为 2597.57 万元，较 2011 年下降 17.70%。从账龄来看，西安爱德华应收账款一年以内欠款占 63.13%，1-2 年的占 19.29%，2 年以上的占比 17.58%；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 19.33%，集中度较低且欠款客户历史信用较好，坏账风险较低。2012 年底，西安爱德华共计计提坏账准备 491.68 万元，计提比例为 15.92%，计提比例较 2011 年上升 10.71 个百分点，较为充分。

表20 2011年底西安爱德华应收账款前五名欠款单位

项 目	占比（%）
东方电气集团东方汽轮机厂	6.02
西安航空动力股份有限公司	5.44
中航工业北京长城计量测试技术研究所	3
苏州爱迪克国际贸易公司	2.45
陕西彩虹电子玻璃有限公司	2.42
合计	19.33

资料来源：西安爱德华提供

截至 2012 年底，西安爱德华存货总计 7832.00 万元，较 2011 年底增长 37.35%，主要为在产品（占 57.06%）、原材料（占 33.62%）等，西安爱德华存货未计提跌价准备。

截至 2012 年底，西安爱德华非流动资产 4575.29 万元，主要由固定资产（占 59.58%）

和无形资产（占 37.72%）构成。2012 年底，西安爱德华固定资产原值增至 3399.59 万元，较上年增长 6.49%，其中机器设备和房屋建筑物分别占 31.89%和 51.63%，累计折旧 673.59 万元，固定资产成新率 80.19%。西安爱德华无形资产主要为土地使用权（占 25.71%）及专有技术（占 73.85%），截至 2012 年底，西安爱德华无形资产总计 1725.63 万元。

截至2013年3月底，西安爱德华资产总额 25746.85万元，较2012年底小幅增长4.47%，其中流动资产占82.57%，非流动资产占17.43%。西安爱德华资产构成以流动资产为主，与2012年底相比资产规模和构成变动不大。

总体看，跟踪期内，西安爱德华资产规模持续增长，其构成以流动资产为主，但西安爱德华存货占比较高，影响西安爱德华运营资金调配及流动性；西安爱德华非流动资产规模及构成较为稳定。

截至 2012 年底，西安爱德华所有者权益 11503.22 万元，较 2012 年增长 21.22%，主要是未分配利润及 2012 年股权转让产生的股本溢价使资本公积大幅增长所致。所有者权益构成以实收资本（占 43.47%）及未分配利润（占 49.00%）为主。

截至 2013 年 3 月底，受益于利润累积形成的未分配利润增长，西安爱德华所有者权益增至 12425.91 万元，较上年底增长 8.02%，其构成变化与 2012 年底基本一致。整体看，西安爱德华所有者权益稳定性一般。

截至 2012 年底，西安爱德华负债总额 13141.56 万元，较上年底大幅增长 57.56%，主要系西安爱德华流动负债较上年增长 104.49%所致。西安爱德华负债结构以流动负债为主，流动负债占 81.03%，较 2011 年上升 18.60 个百分点。2012 年底，西安爱德华全部债务增至 2493.41 万元，全部为发行债券融资，较 2011 年底全部债务总额增长 3.24%（累积利息增长所致）；同期，受控股股东出让股权导致西安爱德华所有者权益中股本溢价大幅增长带动，西

安爱德华全部债务资本化比率降至 17.81%，资产负债率受负债总额增长较快影响，上升至 53.32%。2013 年 3 月底西安爱德华全部债务为 4852.75 万元，在短期债务（全部为应付票据，共 2365.15 万元）增加较多的带动下，较 2012 年底增长 94.62%，主要是由于 2013 以来西安爱德华通过大量使用应付票据支付供货商货款降低资金周转压力所致，同期资产负债和全部债务资本化比率分别上升至 54.98%和 28.11%。

整体看，跟踪期内，西安爱德华债务规模有所增加，但相对资产及所有者权益规模增幅较小，西安爱德华债务负担仍处于合理范围内，负债与资产结构匹配程度较高，债务结构较为合理。

偿债能力

从短期偿债指标看，2012年西安爱德华流动资产增幅低于流动资产增幅，西安爱德华流动比率和速动比率均较2011年有所下降，分别为188.48%和114.93%，2013年3月底，西安爱德华流动比率和速动比率分别小幅升至196.25%和124.42%；2012年西安爱德华经营现金流动负债比为11.47%，对流动负债保障能力较弱。但考虑到西安爱德华流动比率较高，且短期负债主要为经营性负债，无短期付息债务，西安爱德华短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2012年西安爱德华 EBITDA 为 2943.86 万元，较上年下降 22.09%，EBITDA 利息保障倍数由 2011 年的 36.86 倍下降至 27.38 倍；全部债务/EBITDA 由 2011 年的 0.64 倍上升至 2012 年的 0.85 倍。总体看，跟踪期内，西安爱德华债务规模变化不大，长期偿债能力指标有所下降，但仍处于较好水平。

西安爱德华于 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“存续债券”），发行额度为 2500.00 万元，期限为 3 年。截至 2013 年 3 月底，西安爱德华现金类资产 7749.38 万元，是存续债券的 3.10 倍，西安爱德华现金类资产对存续债券的保障能力较强。

2012年，西安爱德华经营活动产生的现金流入量和净现金流量分别为16658.30万元和1221.75万元，为存续债券的6.66倍和0.49倍；2012年西安爱德华实现EBITDA为2943.86万元，为存续债券的1.18倍，总体看，西安爱德华经营活动现金流入量和EBITDA对存续债券的覆盖程度较高。

在或有负债方面，截至2013年3月底，西安爱德华无对外担保、无诉讼事项。

(6) 结论

综合考虑，联合资信评估有限公司维持西安爱德华主体长期信用等级BBB⁻，评级展望为稳定。

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销的连带责任担保。

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

2. 担保人担保能力分析

中债增进公司成立于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、国网英大国际控股集团有限公司、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、中银投资资产管理有限公司各持16.50%股份，中国银行间市场交易商协会持1.00%股份，中债增进公司是国内首家专业债券信用增进机构，业务接收中国人民银行监管。

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101人，其中拥有硕士及以上学历的员工比重约87%。

截至2012年末，中债增进公司资产总额103.66亿元，负债总额32.19亿元，所有者权益71.47亿元。2012年，中债增进公司实现营业收入9.47亿元，净利润4.33亿元。

截至2013年3月末，中债增进公司资产总额96.56亿元，负债总额20.93亿元，所有者权益75.64亿元。2013年一季度，中债增进公司实现营业收入5.16亿元，净利润2.71亿元。

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2013年3月底中债增进公司资产总额的2.29%、所有者权益的2.92%，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，基于中债增进公司担保的持续有效，联合资信维持“10 西安 SMECN1”AAA的信用等级。

附件 1 集合票据发行人的主要财务数据

公司名称	项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
西安隆基硅材料股份有限公司	现金类资产(亿元)	6.14	5.20	10.94	9.74
	资产总额(亿元)	21.48	31.70	47.28	47.67
	所有者权益(亿元)	12.04	14.95	29.20	29.04
	短期债务(亿元)	1.06	6.58	9.72	10.29
	全部债务(亿元)	4.79	12.71	13.36	13.72
	营业收入(亿元)	16.52	20.18	17.08	4.59
	利润总额 (亿元)	5.15	3.30	-0.75	-0.12
	EBITDA(亿元)	6.00	4.92	1.66	--
	经营性净现金流(亿元)	7.75	-1.11	-0.77	-0.22
	营业利润率(%)	34.51	23.46	12.97	10.23
	净资产收益率(%)	37.10	19.19	-1.80	--
	资产负债率(%)	43.96	52.86	38.25	39.08
	全部债务资本化比率(%)	28.45	45.95	31.39	32.09
	流动比率(%)	176.96	119.81	184.65	178.55
	全部债务/EBITDA(倍)	0.80	2.58	8.07	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	21.71	10.76	2.46	--
	经营现金流动负债比(%)	135.69	-10.58	-5.42	--
西安通源石油科技股份有限公司	现金类资产(亿元)	1.04	7.67	7.02	6.81
	资产总额(亿元)	5.15	13.71	14.97	14.70
	所有者权益(亿元)	2.97	11.40	11.76	11.63
	短期债务(亿元)	0.51	0.74	1.26	1.20
	全部债务(亿元)	0.87	1.09	1.62	1.56
	营业收入(亿元)	3.02	3.50	3.40	0.21
	利润总额 (亿元)	0.72	0.91	0.72	-0.18
	EBITDA(亿元)	0.82	1.05	0.92	--
	经营性净现金流(亿元)	0.14	-0.28	0.17	-0.20
	营业利润率(%)	51.22	52.54	52.70	48.98
	净资产收益率(%)	20.67	6.76	5.08	--
	资产负债率(%)	42.36	16.84	21.42	20.88
	全部债务资本化比率(%)	22.65	8.75	12.13	11.82
	流动比率(%)	218.24	614.03	441.35	446.48
	全部债务/EBITDA(倍)	1.06	1.05	1.77	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	41.22	25.65	51.23	--
	经营现金流动负债比(%)	1.04	7.67	7.02	--
西安曲江旅游投资(集团)有限公司	现金类资产(亿元)	9.20	6.39	7.48	4.21
	资产总额(亿元)	32.80	48.86	68.87	70.19

	所有者权益(亿元)	6.38	6.65	5.51	5.30
	短期债务(亿元)	2.50	2.63	10.76	11.24
	全部债务(亿元)	8.24	11.59	19.53	19.10
	营业收入(亿元)	5.98	9.01	18.35	2.62
	利润总额 (亿元)	0.16	0.22	0.84	-0.22
	EBITDA(亿元)	0.99	1.10	2.77	--
	经营性净现金流(亿元)	4.02	0.38	-2.26	-2.21
	营业利润率(%)	29.70	27.92	28.82	22.74
	净资产收益率(%)	1.58	2.41	11.96	--
	资产负债率(%)	80.55	86.39	92.00	92.45
	全部债务资本化比率(%)	56.38	63.54	78.00	78.29
	流动比率(%)	108.96	103.23	76.83	75.11
	全部债务/EBITDA(倍)	8.36	10.54	7.05	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	2.88	2.70	3.44	--
	经营现金流动负债比(%)	19.49	1.13	-4.15	--
合容电气股份有限公司 (原陕西合容电气电容器有限公司)	现金类资产(万元)	2399.03	4168.55	6060.35	5598.14
	资产总额(万元)	28773.26	36777.08	41672.18	40456.54
	所有者权益(万元)	15877.49	14822.41	19138.04	19727.78
	短期债务(万元)	627.39	6138.80	11076.62	9017.83
	全部债务(万元)	3627.39	9160.30	11076.62	9017.83
	营业收入(万元)	19728.41	22602.81	26905.14	4392.33
	利润总额 (万元)	2910.74	3030.11	3877.79	589.74
	EBITDA(万元)	3646.15	3935.32	5619.84	--
	经营性净现金流(万元)	721.25	1387.75	11622.90	-899.92
	营业利润率(%)	31.17	29.01	33.13	31.24
	净资产收益率(%)	15.27	17.27	17.11	--
	资产负债率(%)	44.82	59.70	54.07	51.24
	全部债务资本化比率(%)	18.60	38.20	36.66	31.37
	流动比率(%)	250.96	179.07	140.09	148.13
	全部债务/EBITDA(倍)	0.99	2.33	1.97	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	33.93	18.07	10.01	--
	经营现金流动负债比(%)	8.07	8.00	53.45	--
西安爱德华测量设备股份有限公司	现金类资产(万元)	2912.34	2125.48	6821.10	7749.38
	资产总额(万元)	15923.81	17830.22	24644.78	25746.85
	所有者权益(万元)	7270.46	9489.38	11503.22	12425.91
	短期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	2365.15
	全部债务(万元)	2368.85	2415.14	2493.41	4852.75
	营业收入(万元)	11265.80	14201.79	14195.40	4287.67
	利润总额 (万元)	1146.00	2394.28	2480.28	1031.27
	EBITDA(万元)	1543.42	3778.65	2943.86	--

	经营性净现金流(万元)	1825.32	-707.62	1221.75	914.30
	营业利润率(%)	36.70	39.20	43.96	42.36
	净资产收益率(%)	13.63	23.51	20.16	--
	资产负债率(%)	54.34	46.78	53.32	51.74
	全部债务资本化比率(%)	24.57	20.29	17.81	28.09
	流动比率(%)	194.78	254.39	188.48	196.25
	全部债务/EBITDA(倍)	1.53	0.64	0.85	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	80.65	36.86	27.38	--
	经营现金流动负债比(%)	30.96	-13.59	11.47	--

注：各发行人 2013 年 1 季度财务数据未经审计；

附件 2 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。