

信用等级公告

联合[2010] 418 号

联合资信评估有限公司通过对西安市文化和科技中小企业
2010 年度第一期集合票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

西安市文化和科技中小企业 2010 年度第一期集合票据
信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年七月二十八日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

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）与债券发行人（包括西安隆基硅材料股份有限公司、西安通源石油科技股份有限公司、西安曲江文化旅游（集团）有限公司、陕西合容电气电容器有限公司、西安爱德华测量设备有限公司）构成委托关系外，联合资信、评级人员与债券发行人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、债券发行人 2010 年度第一期集合票据信用等级自本期集合票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。



西安市文化和科技中小企业 2010年度第一期集合票据信用评级报告

评级结果：

本期集合票据信用等级：AAA

本期集合票据发行额度：2.21 亿元

本期集合票据期限：三年

评级时间：2010 年 7 月 28 日

集合票据发行人及担保人主体长期信用

集合票据发行人	主体长期信用	评级展望
西安隆基硅材料股份有限公司	A	稳定
西安通源石油科技股份有限公司	BBB ⁺	稳定
西安曲江文化旅游（集团）有限公司	A ⁻	稳定
陕西合容电气电容器有限公司	BBB	稳定
西安爱德华测量设备有限公司	BBB	稳定
集合票据担保人	主体长期信用	评级展望
中债信用增进投资股份有限公司	AAA	稳定

分析师

张晓斌 王佳 孙恒志 戎伟伟

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

评估观点

西安市是陕西省省会，拥有良好的区域和人才优势，经济发展水平在中西部城市中处于前列。西安市委、市政府高度重视中小企业及民营经济发展，不断优化政策和创业环境。西安市中小企业数量较多，民营经济外部环境良好。

本期集合票据的 5 家发行人，具有良好的持续经营能力和发展潜力，产业布局合理，发行人主体长期信用等级均在投资级以上。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债公司”）作为信用增信机构，为本期集合票据本金及相应票面利息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，中债公司担保实力强，有效提升了本期集合票据的信用水平。综合看，本期集合票据不能按期还本付息的风险极低。

优势

1. 本期集合票据采用“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，并且得到了西安市政府的积极倡导和大力推动。
2. 本期集合票据的各发行人主体长期信用等级均在投资级以上，各个主体信用状况较好。
3. 作为本期集合票据的信用增信机构，中债公司担保实力强，有效提升本期集合票据本息偿还的安全性。

关注

1. 本期集合票据由 5 家企业集合发行，各个企业存在业务发展不均衡的情况，其中某些企业的兑付能力有可能发生变化。

2. 本期集合票据的发行人全部为中小企业，经营状况较易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响，个体抗风险能力较弱。

一、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”）计划发行人民币 2.21 亿元（各发行人及发债规模见表 1），以“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。任一联合发行人在其发行额度内各自承担还本付息义务，其参加本次集合票据的发行并不构成对其他发行人还本付息义务的承担、承诺或担保。

本期集合票据票面利率为基准利率加上基本利差；基准利率为发行首日和其他各计息年度起息日适用的中国人民银行公布的一年期整存整取定期储蓄存款利率，基本利差将根据簿记建档结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定，协商一致后确定。

表 1 集合票据发行人及发债额度

集合票据发行人		发债额度（万元）
1	西安隆基硅材料股份有限公司	5000
2	西安通源石油科技股份有限公司	3600
3	西安曲江文化旅游（集团）有限公司	8000
4	陕西合容电气电容器有限公司	3000
5	西安爱德华测量设备有限公司	2500
合计		22100

资料来源：联合资信整理

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债公司”）作为信用增信机构，为本期集合票据提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

二、经营环境

1. 西安市经济社会发展概况

西安是陕西省省会，世界著名的历史文化名城，是中国中西部地区重要的科研、高等教育、国防科技工业和高新技术产业基地。在全国区域经济布局上，西安具有承东启西、东联西进的区位优势，在西部大开发战略中具有重要的战略地位。1992年7月国务院批准为内陆开

放城市，是新亚欧大陆桥中国段陇海兰新线上最大的中心城市。西安市现辖9区4县，总面积 9983平方公里，人口741万人。

西安地处中西部两大经济区域的结合部，是西北通往西南、中原、华东和华北各地市的门户和交通枢纽。西安的综合科技实力位居全国大城市前列，具有仅次于北京、上海的综合科技实力和智力机构。西安在电子、机械、化工、电子、材料、勘测、自控、航天、航空等领域具有国内一流和世界领先水平，有一批具有自主知识产权和技术创新企业。

近几年来，西安市不断优化区域发展布局，高新技术产业开发区、经济技术开发区、曲江新区、浐灞生态区、阎良国家航空高技术产业基地建设成效显著，形成了“四区一基地”的开发新区格局，成为西安科技成果转化的中心基地、对外开放的窗口和促进经济发展新的增长点。

2009年西安市经济数据

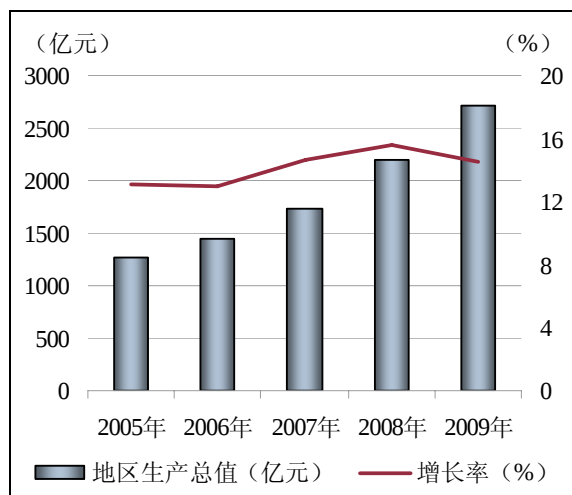
2009 年，西安实现地区生产总值（GDP）2719.10 亿元，按可比价格计算，比上年增长 14.50%。分产业看，第一产业增加值 110.38 亿元，增长 6.3%；第二产业增加值 1148.77 亿元，增长 14.4%；第三产业增加值 1459.95 亿元，增长 15.1%。按常住人口计算，全市人均生产总值 32351 元，比上年增长 13.6%。

工业生产方面，2009 年西安市完成工业增加值 820.94 亿元，比上年增长 12.2%。规模以上工业增加值 725.33 亿元，增长 17.0%，其中轻工业增加值 179.32 亿元，增长 12.9%，重工业增加值 546.01 亿元，增长 18.4%；装备制造业增加值 365.33 亿元，增长 20.7%；工业产品销售率 97.5%。全市规模以上工业企业经济效益综合指数为 215.43，比上年提高 22.1 个百分点。规模以上工业企业实现利税 251.77 亿元，增长 46.2%；实现利润 156.55 亿元，增长 46.7%；实现税金 95.22 亿元，增长 45.2%。

固定资产投资方面，2009 年西安市全社会

固定资产投资 2500.13 亿元，比上年增长 31.2%。其中，城镇投资 2367.58 亿元，增长 32.5%；非公有单位投资 1277.31 亿元，增长 31.5%。

图1 西安市地区生产总值及增长率



资料来源：西安市统计局

财政税收方面，2009 年年西安市财政总收入 398.84 亿元，比上年增长 22.9%。地方财政一般预算收入 181.40 亿元，增长 24.6%。2009 年西安地方财政一般预算支出 276.85 亿元，比上年增长 22.0%。

对外贸易方面，2009 年西安进出口总额 72.55 亿美元，比上年增长 3.4%。其中，出口 33.30 亿美元，下降 25.1%；进口 39.25 亿美元，增长 52.8%。分贸易方式看，一般贸易进出口 47.7 亿美元，下降 8.3%；加工贸易进出口 20.4 亿美元，增长 55.6%。分经营主体看，国有企业进出口 31.6 亿美元，下降 7.3%；外商投资企业进出口 21.6 亿美元，增长 22.7%；私营企业进出口 19.2 亿美元，增长 5.3%。

2010年一季度西安市经济数据

2010 年一季度，全市实现生产总值 610.96 亿元，同比增长 17.8%，增速较上年同期提高 7.3 个百分点。其中，第一产业增加值 14.67 亿元，增长 6.1%；第二产业增加值 241.44 亿元，增长 25.8%；第三产业增加值 354.85 亿元，增长 14.0%。

总体看，西安市作为西北地区重要的经济、科研中心，拥有良好的区域优势和人才优势，目前经济较为发达，在西部大中城市中处于前列，发展前景较好。

2. 西安市中小企业经济发展概况

“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，广大中小及民营企业进入了一个里程碑式的发展阶段。2009年9月19日，国务院出台了《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），《意见》要求进一步营造有利于中小企业发展的良好环境，切实缓解中小企业融资困难和加大对中小企业的财税扶持力度。

2009年，西安市加强政策引导，完善服务体系，全面促进了中小企业和非公经济加快发展。据统计，2009年西安非公有制经济完成增加值1230亿元，同比增长16.2%，占全市GDP比重为48.7%。

2009年，面对严峻的经济形势，西安市加强政策引导和鼓励扶持力度，出台了《西安市关于促进中小企业又好又快发展的指导意见》，提出了支持中小企业发展的十项措施，拟定了《西安市推进县域工业化发展纲要（2009-2012年）》，并继续做好融资服务工作。同时，西安加快担保公司发展，改善中小企业的融资环境，初步形成了以融资担保、技术支持、市场开拓、财税事务、管理咨询、法律维权、创业辅导、综合服务共8大类服务为支撑的西安市中小企业服务体系。

可以看出，非公有制经济在西安市经济总量中占据重要地位，西安市委、市政府重视中小企业经济发展，不断优化政策和创业环境，西安市中小企业经营环境良好。

三、发行人基本情况及集合票据募集资金用途

本期集合票据发行主体共 5 家，各企业主要财务数据见附件 1。

1. 西安隆基硅材料股份有限公司

主体概况

西安隆基硅材料股份有限公司（以下简称“隆基硅”）原名西安新盟电子科技有限公司，于 2000 年 2 月 14 日成立，2007 年 12 月 23 日，隆基硅名称变更为“西安隆基硅材料有限公司”。2008 年 7 月 28 日，隆基硅整体变更为“西安隆基硅材料股份有限公司”，隆基硅历经多次增资，截至 2009 年底，隆基硅注册资本 21060 万元，其中李振国持有隆基硅 24.73% 股份，李喜燕持有隆基硅 9.38% 股份，二人为夫妻关系，合计持有隆基硅 34.11% 股份，为隆基硅实际控制人。

表 2 隆基硅前五名股东持股比例

股东	持股数量（万股）	持股比例
李春安	5398.14	25.63%
李振国	5208.04	24.73%
邵东亚	2088.52	9.92%
李喜燕	1975.47	9.38%
胡旭苍	1140.24	5.41%

资料来源：隆基硅提供

隆基硅经营范围：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 2009 年底，隆基硅设有质量管理部、技术管理部、财务管理处、人力资源处等职能部门，下设 5 个子公司，拥有员工 2001 人。

截至 2009 年底，隆基硅资产总额 13.26 亿元，所有者权益 6.21 亿元；2009 年隆基硅实现营业收入 7.65 亿元，利润总额 1.03 亿元。

截至 2010 年 3 月底，隆基硅资产总额 14.83 亿元，所有者权益 6.98 亿元；2010 年 1~3 月，隆基硅实现营业收入 3.04 亿元，利润总额 0.57 亿元。

隆基硅注册地址：西安市长安区航天中路

388 号；法定代表人：李振国。

募集资金用途

隆基硅计划发行集合票据 5000 万元，期限三年。本期集合票据募集资金 10%（即 500 万元）用于补充营运资金，购买原材料、辅料和日常周转；本期集合票据募集资金 90%（即 4500 万元）用于偿还银行贷款，以提高直接融资比例，优化债务结构。

2. 西安通源石油科技股份有限公司

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，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 3 月底，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%），通源石油实际控制人为张国桢。

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 2010 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；拥有蓬莱市茂源石油工具有限公司和北京大德广源石油技术服务有限公司 2 家子公司。

截至 2009 年底，通源石油资产总额 37021.68 万元，所有者权益 24242.10 万元；2009 年通源石油实现营业收入 26509.02 万元，利润总额 5780.73 万元。

截至 2010 年 3 月底，通源石油资产总额 27705.82 万元，所有者权益 21902.66 万元；2010 年 1~3 月通源石油实现营业收入 243.25 万元，利润总额-1626.95 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：吴墀衍。

募集资金用途

本期集合票据计划中，通源石油拟申报发行额度 3600 万元（以下简称“本期债券”），期限为 3 年，全部用于补充通源石油生产经营活动所需流动资金。通源石油的主要钢材是在上海宝钢采购，宝钢采取定期生产的方式，并不是长期随时备有库存，而通源石油特别是在开发国内外新的市场时，需要及时的对市场订单做出快速反映，满足通源石油的市场应急需要和海外市场的拓展周期性需要，通源石油需要充足的流动资金以保证通源石油主要原材料及时供应的需要。

3. 西安曲江文化旅游（集团）有限公司

主体概况

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

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

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

2010 年 1 月 11 日西安曲江文化产业投资（集团）有限公司以唐集市资产 17900 万元增资，截至目前，文旅集团注册资本变更为 35400 万元。

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。

文旅集团本部设有企业管理部、经营策划部、投资管理部、财务管理部、人力资源部和

总经理办公室等六个职能部门。文旅集团拥有四家全资子公司。

截至 2009 年底，文旅集团资产总额 171320.86 万元，所有者权益 25452.33 万元；2009 年实现营业收入 34650.36 万元，利润总额 2540.96 万元。

截至 2010 年 3 月底，文旅集团资产总额 207458.08 万元，所有者权益 42520.93 万元；2010 年 1~3 月实现营业收入 9248.14 万元，利润总额 776.08 万元。

文旅集团注册地址：西安芙蓉西路 99 号，法定代表人：贾涛。

募集资金用途

文旅集团计划于 2010 年发行集合票据 8000 万元，期限 3 年。本期集合票据发行所募集资金的 50%（4000 万元）用于补充文旅集团经营性流动资金需要，主要用于公建管理、景区管理及酒店餐饮的水电费用、养护维修及物料消耗，以及各景区新增提升经营项目的经营性流动资金需求，以保证各项经营业务的顺利开展；本期集合票据发行所募集资金其余 50%（4000 万元）将用于偿还文旅集团现有部分银行贷款，以降低银行贷款规模，提高直接融资比例，改善并优化文旅集团融资结构。

4. 陕西合容电气电容器有限公司

主体概况

陕西合容电气电容器有限公司（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。合容电气股权结构调整为：合容集团持有公司 57.08% 股份，为合容电气第一大股东；陕西省高新技术产业投资有限公司

持股 42.92%。截至 2009 年底，合容集团注册资本 3500 万元，其中自然人贾申龙持股 98.00%，其胞妹贾小芳持股 2.00%。合容电气最终实际控制人为贾申龙。

合容电气经营范围：各类电容器及其成套装置、输变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。

截至目前，合容电气设监督管理委员会及综合管理部、财务部、生产部、采购部、市场管理部、技术一部等职能部门（详见附件 1）；合容电气无下属子公司。

截至 2009 年底，合容电气资产总额 21674.82 万元，所有者权益 13684.40 万元；2009 年合容电气实现主营业务收入 13507.60 万元，利润总额 2738.73 万元。

截至 2010 年 3 月底，合容电气资产总额 24244.81 万元，所有者权益 14241.84 万元；2010 年 1~3 月合容电气实现主营业务收入 3266.81 万元，利润总额 636.83 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。

募集资金用途

期集合票据计划中，合容电气拟申报发行额度 3000 万元（以下简称“本期债券”），期限为 3 年。其中，本期债券募集资金 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，以提高直接融资比例，优化债务结构。

5. 西安爱德华测量设备有限公司

主体概况

西安爱德华测量设备有限公司（以下简称“爱德华”）于 1997 年 7 月 21 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，爱德华是德国 AEH 公司在华投资的外商独资企业。爱德华初始注册资本为 200 万元，2006 年 7 月 18 日爱德华注册资本变更为 2000 万元。

2008年5月，爱德华注册资本变更为5000万元。爱德华控股股东为德国AEH公司，持股比例100%。爱德华实际控制人为宋建忠。

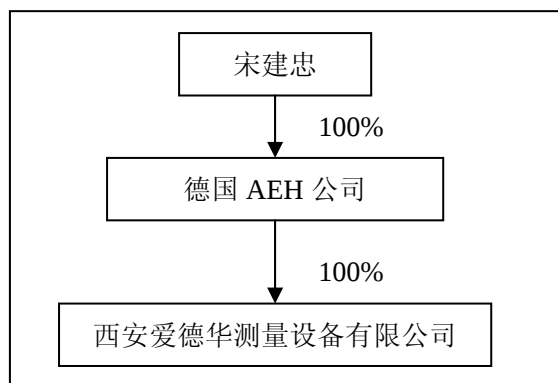
爱德华经营范围：生产和销售多维坐标测量机及其他机电一体化产品，进行机电一体化技术开发、生产、技术服务。截至2010年3月底，爱德华控股子公司1家：爱德华本部设技术开发部、质量保证部、采购部、生产部、销售部、财务部、人力资源部等职能部门；在职员工226人。

截至2009年底，爱德华资产总额10613.06万元，所有者权益6302.11万元；2009年爱德华实现营业收入5119.14万元，利润总额889.03万元。

截至2010年3月底，爱德华资产总额10710.75万元，所有者权益6048.88万元；2010年1-3月爱德华实现营业收入1002.55万元，利润总额-253.22万元。

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。

图2 爱德华股权关系



资料来源：爱德华提供

募集资金用途

爱德华计划发行期限3年的集合票据2500万元。本期集合票据募集资金全部用于补充目前流动资金。本次募集资金主要用于：

1、1000万元用于爱德华已投产项目的后续发展所需流动资金，包括高精度DAISY三坐标测量机和齿轮测量中心的所需原材料的采购资金，使其尽快形成规模化；

2、1500万元用于现有三坐标产品及影像测量仪的生产规模，储备适量原材料，缩短生产周期，使影像测量仪在3-5年内达到5000-10000万元的生产规模。

四、本期集合票据主体长期信用状况分析

经联合资信评估有限公司评定，5家集合票据发行人主体长期信用等级见表3，具体分析内容详见附件各家集合票据发行人的《主体长期信用评级报告》。

从表3可以看出，本期集合票据发行主体长期信用等级均在投资级别以上，其中A级别1家，A⁻级别1家，BBB⁺级别1家，BBB级别1家，BBB⁻级别1家。

表3 集合票据发行人主体长期信用等级

	集合票据发行人	主体长期信用等级
1	西安隆基硅材料股份有限公司	A
2	西安通源石油科技股份有限公司	BBB ⁺
3	西安曲江文化旅游(集团)有限公司	A ⁻
4	陕西合容电气电容器有限公司	BBB
5	西安爱德华测量设备有限公司	BBB ⁻

资料来源：联合资信整理

从本期集合票据债务资金在各个级别的分布情况看（参见表4），A占22.62%，A⁻占36.20%，BBB⁺占16.29%，BBB占13.57%，BBB⁻占11.31%。

表4 本期集合票据发行额度级别分布

主体级别	发行家数	发行额度(万元)	所占比例(%)
A	1	5000	22.62
A ⁻	1	8000	36.20
BBB ⁺	1	3600	16.29
BBB	1	3000	13.57
BBB ⁻	1	2500	11.32
合计	5	22100	100.00

资料来源：联合资信整理

从表5可以看出，5家发行主体主要涉及五个细分行业，行业关联度较低。

表5 本期集合票据发行主体所涉及细分行业分布

	集合票据发行人	涉及细分行业
1	西安隆基硅材料股份有限公司	单晶硅片
2	西安通源石油科技股份有限公司	复合射孔器材

3	西安曲江文化旅游（集团）有限公司	文化旅游
4	陕西合容电气电容器有限公司	电容器
5	西安爱德华测量设备有限公司	三坐标测量机

资料来源：联合资信整理

总体看，本期本期集合票据的 5 家发行人主体级别均在投资级别以上，各个主体信用状况较好。

五、增信能力分析

1. 增信条款

中债公司为本期集合票据存续期限内发行人应偿付的 2.21 亿元集合票据本金和相应的票面利息提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 增信机构能力分析

中债公司主体长期信用评级报告见附件。

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

中债公司内设业务营运部、资金部、风险管理部、计划财务部和综合部共五个部门。经营范围包括：投资及融资的信用增进；信用增进的评审、培训、策划、咨询服务；信用产品发行和交易；金融资产管理；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；与信用增进有关的新技术、新产品的开发、授权使用及转让；组织、主办会议及交流活动；以及其他法律法规不禁止的行为或活动。

成立以来，中债公司明确了市场定位与发展战略，初步形成了内控与风险管理架构，制

定了比较稳健的业务和资金管理办法，高管人员具备较高的专业素质。然而，目前公司人员尚未全部到位，法人治理结构和制度体系尚未健全，盈利模式和定价方法正在制定和完善过程中，未来业务运营、投资状况以及风险管理能力也有待观察。

中债公司制订了资金、资产及预算管理办法，会计核算方法将采用 2006 年出台的《企业会计准则》，但准备金计提等具体的会计政策正在研究过程中。中债公司提供了 2009 年 9 月末的资产负债表、现金流量表和利润表，以上报表已经审计。截至 2009 年 9 月末，中债公司资产总额 600278.78 万元，负债总额 22.23 万元，所有者权益 600256.55 万元。2009 年 1~9 月，中债公司实现利润总额 256.55 万元，主要来源于银行存款利息收入。

经联合资信评估有限公司评定，中债公司主体长期信用等级为 AAA，该评级结论反映了中债公司的综合代偿能力极强，对本期集合票据本金及相应票面利息保障能力极强，但联合资信也注意到，本期集合票据发生违约时的违约金、损害赔偿金和实现债权的费用不在中债公司保证范围之内。

六、综合评价

西安市拥有良好的区域和人才优势，经济发展水平在中西部城市中处于前列。西安市委、市政府高度重视中小企业及民营经济发展，不断优化政策和创业环境。西安市中小企业数量较多，民营经济外部发展环境较好。

本期集合票据的 5 家发行人主体级别均在投资级别以上，各个主体信用状况较好。

中债公司为本期集合票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，中债公司担保实力强，有效提升了本期集合票据的信用水平。综合看，本期集合票据不能按期还本付息的风险极低。

附件 1 集合票据发行人的主要财务数据

公司名称	项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
西安隆基硅材料股份有限公司	资产总额(亿元)	2.34	8.70	13.26	14.83
	所有者权益(亿元)	1.85	4.27	6.21	6.98
	长期债务(亿元)	0.00	0.00	2.16	2.70
	全部债务(亿元)	0.17	1.21	4.13	4.22
	营业收入(亿元)	2.23	6.17	7.65	3.04
	利润总额 (亿元)	0.89	1.01	1.03	0.57
	EBITDA(亿元)	0.92	1.17	1.59	--
	经营性净现金流(亿元)	0.57	-0.22	0.89	0.42
	营业利润率(%)	30.16	19.17	23.41	25.45
	净资产收益率(%)	45.25	23.69	16.98	--
	资产负债率(%)	21.09	50.88	53.20	52.92
	全部债务资本化比率(%)	8.43	22.07	39.93	37.65
	流动比率(%)	214.62	112.91	135.18	147.05
	全部债务/EBITDA(倍)	0.18	1.03	2.60	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	719.88	17.05	6.07	--
	EBITDA/本期发债额度(倍)	1.84	2.34	3.17	--
西安通源石油科技股份有限公司	资产总额(万元)	17148.36	22056.13	37021.68	27705.82
	所有者权益(万元)	8804.93	11850.68	24242.10	21902.66
	长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
	全部债务(万元)	3037.00	3563.78	4348.48	1000.00
	营业收入(万元)	16170.15	20890.92	26509.02	243.25
	利润总额((万元)	3257.23	4304.36	5780.73	-1626.95
	EBITDA(万元)	3717.85	4875.10	6607.83	--
	经营性净现金流(万元)	4588.44	2909.14	1223.31	-5945.02
	营业利润率(%)	46.84	45.94	47.65	45.36
	净资产收益率(%)	30.91	30.85	20.18	--
	资产负债率(%)	48.65	46.27	34.52	20.95
	全部债务资本化比率(%)	25.65	23.12	15.21	4.37
	流动比率(%)	186.80	160.95	229.31	339.82
	全部债务/EBITDA(倍)	0.82	0.73	0.66	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	21.21	24.29	26.89	--
	EBITDA/本期发债额度(倍)	1.03	1.35	1.84	--
西安曲江文化旅游（集团）有限公司	资产总额(万元)	27958.95	46594.79	171320.86	207458.08
	所有者权益(万元)	5624.96	24963.96	25452.33	42520.93
	长期债务(万元)	0.00	0.00	16000.00	54660.00
	全部债务(万元)	0.00	1000.00	26700.00	63360.00
	营业收入 (万元)	15962.37	27316.43	34650.36	9248.14
	利润总额 (万元)	3421.12	4631.07	2540.96	-776.08
	EBITDA(万元)	3919.08	6222.50	6881.95	--
	经营性净现金流(万元)	13034.66	2763.02	53682.76	-7202.46
	营业利润率(%)	80.56	68.39	31.62	27.54
	净资产收益率(%)	48.54	15.44	7.99	--
	资产负债率(%)	79.88	46.42	85.14	79.50
	全部债务资本化比率(%)	0.00	3.85	51.20	59.84
	流动比率(%)	35.69	103.24	92.33	121.97
	全部债务/EBITDA(倍)	0.00	0.16	3.88	--
	EBITDA/本期发债额度(倍)	0.49	0.78	0.86	--
陕西合容电气电容器有限公司	资产总额(万元)	13114.63	16390.71	21674.82	24244.81

	所有者权益(万元)	11023.42	11538.61	13684.40	14241.84
	长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
	全部债务(万元)	0.00	2030.00	2104.00	2167.69
	主营业务收入(万元)	3018.35	7248.34	13507.60	3266.81
	利润总额((万元)	204.61	816.74	2738.73	636.83
	EBITDA(万元)	822.47	1257.15	3362.00	780.92
	经营性净现金流(万元)	-1061.53	1085.93	1316.46	-399.53
	主营业务利润率(%)	35.25	28.13	31.73	31.66
	净资产收益率(%)	1.86	7.08	17.67	--
	资产负债率(%)	15.95	29.60	36.86	41.26
	全部债务资本化比率(%)	0.00	14.96	13.33	13.21
	流动比率(%)	450.30	232.34	214.24	196.32
	全部债务/EBITDA(倍)	0.00	1.61	0.63	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	--	28.31	44.49	--
	EBITDA/本期发债额度(倍)	0.27	0.42	1.12	--
西安爱德华测量设备有限公司	资产总额(万元)	8024.82	10060.52	10613.06	10710.75
	所有者权益(万元)	3886.90	4023.26	6302.11	6048.88
	长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
	全部债务(万元)	0.00	950.00	300.00	0.00
	营业收入(万元)	5935.94	4870.96	5119.14	1002.55
	利润总额 (万元)	1058.60	155.50	889.03	-253.22
	EBITDA(万元)	1230.91	339.00	1207.73	--
	经营性净现金流(万元)	202.86	-125.85	463.81	229.89
	营业利润率(%)	43.71	34.07	38.47	25.51
	净资产收益率(%)	25.17	3.50	13.95	--
	资产负债率(%)	51.56	60.01	40.62	43.53
	全部债务资本化比率(%)	0.00	19.10	4.54	0.00
	流动比率(%)	142.51	130.57	166.58	154.93
	全部债务/EBITDA(倍)	0.00	2.80	0.25	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	48.59	9.29	20.41	--
	EBITDA/本期发债额度(倍)	0.49	0.14	0.48	--

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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

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 跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期集合票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

集合票据发行人（西安隆基硅材料股份有限公司、西安通源石油科技股份有限公司、西安曲江文化旅游（集团）有限公司、陕西合容电气电容器有限公司、西安爱德华测量设备有限公司）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。集合票据发行人或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，集合票据发行人应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注集合票据发行人和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现票据发行人或担保方出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期集合票据的信用等级。

如集合票据发行人不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至集合票据发行人提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期集合票据信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送集合票据发行人、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一零年七月十八日

中债信用增进投资股份有限公司 2009 年信用评级分析报告

评级结果

主体信用等级: AAA

评级时间

2009 年 11 月 6 日

主要数据

项 目	2009 年 9 月
资产总额(万元)	600278.78
负债总额(万元)	22.23
所有者权益(万元)	600256.55
利润总额(万元)	256.55

分析师

蒋建国

Tel: 010-85679696-8812

E-mail: jiangjg@lhratings.com

韩 夷

Tel: 010-85679696-8896

E-mail: hanyi@lhratings.com

田 兵

Tel: 010-85679696-8821

E-mail: tianbing@lhratings.com

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)

Fax: 010-85679228

Http: //www.lhratings.com

评级观点

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)由中国银行间市场交易商协会联合 6 家实力雄厚的国有企业股东共同发起设立,是国内首家专业债券信用增进机构,其市场定位是成为完善我国债券市场基础设施建设、引领我国信用增进行业发展的支柱企业。基于公司强大的股东背景和资本实力、良好的业务发展前景、高管层较高的专业素质等因素,联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体信用等级为 AAA,该评级结论反映了公司的综合代偿能力极强。

优势

- 公司拥有强大的股东背景,这有助于公司在业务运营过程中得到股东的支持;公司的资本实力较强,并且股东有能力和意愿在需要时增加公司资本;
- 公司作为国内首家专业债券信用增进机构,且成立初期以提供中小企业直接融资增信服务为主营业务,得到政府政策支持的可能性较大;
- 公司高管层的专业素质高,这有助于公司在运营初期即具备较高的专业化运作水平。

关注

- 公司刚刚成立,人员未全部到位,盈利模式、定价方法和制度体系正在制定和完善过程中,业务运营、投资状况和风险管理水平有待观察;
- 目前,我国尚未出台有关金融担保机构设立和监管的法律法规,金融担保业务中潜在风险的控制有待完善。

一、公司概况

中债信用增进投资股份有限公司成立于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（以下简称“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，公司股东及持股情况见表1。

表1 公司股东及持股情况表 单位：亿元/%

股 东	出资金额	持股比例
中国石油天然气集团公司	9.9	16.5
国网资产管理有限公司	9.9	16.5
中国中化股份有限公司	9.9	16.5
北京国有资本经营管理中心	9.9	16.5
首钢总公司	9.9	16.5
北京万行中兴实业投资有限公司	9.9	16.5
中国银行间市场交易商协会	0.6	1
合 计	60	100

公司经营范围：投资及融资的信用增进；信用增进的评审、培训、策划、咨询服务；信用产品发行和交易；金融资产投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；与信用增进有关的新技术、新产品的开发、授权使用及转让；组织、主办会议及交流活动；以及其他法律法规不禁止的行为或活动。公司经营范围以公司登记机关核定为准。

公司内设业务营运部、资金部、风险管理部、计划财务部、综合部五个部门。

联系地址：北京市西城区金融街甲9号

法定代表人：时文朝

二、运营环境

（一）担保行业发展概况

随着市场经济发展，中小企业在国民经济中的地位日益重要，但因其信用水平低，在发展中存在着融资难的问题，在此背景下，我国专业信用担保机构应运而生。从1993年至今，

在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的中小企业信用担保体系迅速发展。目前，国内已有各类担保机构近5000家。随着市场对担保服务需求不断多元化，信用担保领域日益广泛，担保品种不断增加。目前，担保机构经营的业务品种主要包括中小企业贷款担保、住房置业担保、贸易履约保证、财产保全担保、工程建设保证等；个别担保机构的业务也涉足金融担保业务。

2007年10月，中国银监会发布《关于有效防范企业债担保风险的意见》，要求各银行自该意见发布之日起一律停止对以项目债券为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保，这使得提供资本市场外部信用增级服务的主体由银行转移至其他机构或担保公司。

近年来，我国债券市场规模呈现较快增长，截至2009年6月末，我国债券市场的债券余额为16.11万亿元，同比增长15%左右。其中，政府债券、央行票据、金融债、非金融企业债务融资工具分别占33.93%、25.82%、27.56%和12.49%。涵盖企业债、中期票据、短期融资券、公司债和可转债等品种的非金融企业债务融资市场处于快速的发展轨道，在债券总额中的占比不断上升，体现出非金融企业通过债券市场融资的需求十分强劲。非金融企业债务融资工具发行主体的信用等级呈现多元化，AA级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方担保、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用等级发行主体进行直接融资的重要途径，这为金融担保公司的发展奠定了一定基础。

目前国内专业担保机构普遍存在业务规模小、资本实力弱、信息披露不规范、信用等级不高问题，其主要业务是为中小企业间接融资提供担保服务，能够为企业债券（证券）等

金融产品提供信用增级服务的担保机构数量不多。而涉足金融担保业务的担保机构也存在业务集中度较高、专业化服务能力不足等问题，中小企业直接债务融资仍面临较大的难度。债券等资本市场金融产品具有规模大、期限长等特点，要求为这些产品提供信用增级服务的担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。

2009年9月，中债信用增进投资股份有限公司在北京成立，这标志着我国首家专业债券信用增进机构的诞生，对于发展直接融资市场，完善信用风险分担机制，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。

（二）政策与监管

我国现有担保机构主要是为中小企业提供融资担保服务。目前，国内担保机构由当地的中小企业管理部门和财政部门进行行业监管，并由中小企业管理部门进行资本经营评价与考核。为引导、扶持和规范担保机构的发展，自1999年6月国家经贸委发布《关于建立中小企业信用担保体系试点的指导意见》以来，国家相关部门已相继出台了一系列的法律规定，如《关于建立中小企业信用担保体系试点的指导意见》、《关于鼓励和促进中小企业发展的若干政策意见》、《财政部关于印发〈中小企业融资担保机构风险管理暂行办法〉的通知》、《中小企业促进法》、《关于加强地方财政部门对中小企业信用担保机构财务管理和政策支持若干问题的通知》、《担保企业会计核算办法》等。

2009年2月9日，国务院办公厅发布《进一步明确融资性担保业务监管职责的通知》（下称《通知》），《通知》中明确要求建立融资性担保业务监管部际联席会议，加强对融资性担保业务的管理，制定相关的管理监督制度，并提出了“谁审批设立、谁监督管理”的原则，确定地方相应的监管职责。可以看出，未来一段时间，随着担保行业监管细则的陆续出台，我国担保公司行业发展将进一步规范化、监管力度进一步提高。

现阶段，我国尚未出台有关金融担保机构设立和监管的法律法规，金融担保业务中潜在风险的控制有待完善。

三、竞争力分析

● 股权结构及公司治理

公司注册资本60亿元，均为货币资金。股东由交易商协会及6家有实力且市场形象较好的银行间市场成员组成。强大的股东背景使公司在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到股东支持的可能性较大。

按照公司法及其他相关要求，公司初步搭建了由股东会、董事会和监事会组成的公司治理架构。股东会是公司最高权力机构，由全体股东组成，股东会每年召开1次会议，由董事会依法召集。

根据公司章程，董事会由9名董事组成。其中，交易商协会提名2名董事候选人，其余6家股东各提名1名董事候选人，经由股东会选举产生该8名董事；另设1名职工董事，由职工通过民主选举产生。董事会设董事长1人，由交易商协会提名，经全体董事选举产生。董事会每年至少召开2次会议，负责公司重大事项的决策。公司尚未执行独立董事制度。董事会成员大多具有大型企业相关管理经验，这将有助于董事会进行科学决策。

公司监事会由3名监事组成，包括2名股东监事和1名职工监事，股东监事由股东大会选举产生，职工监事由职工选举产生。监事会主席由全体监事选举产生。监事可以列席董事会会议，公司董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会行使对公司财务进行检查、对董事及高级管理人员执行公务的行为进行监督等职权。监事会每6个月至少召开1次会议。公司尚未执行独立监事制度。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，设总裁1名，由董事会聘任或解聘，行使主持公司的日常经营管理工作、组织实施公司年度经

营计划和投融资方案等由董事会授予的各项职权，并接受董事会的指导和监事会的监督。公司高管层设有风险总监、财务总监、投资总监、营运总监和首席法律顾问各 1 名，由总裁提名、经董事会通过后任命，分别承担相应的管理职能。公司注重组建高水平的专业团队，各总监及首席法律顾问分别由拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士担任，这将有助于确保公司具备较高的专业化运营水平。随着运营的逐步开展，公司的治理架构有望持续规范，但董、监事会及管理层的实际运行情况尚待观察。

● 组织架构及内部控制

公司聘请外部专业咨询机构对公司内部部门设置、岗位设置及人员配置情况进行了规划。根据业务及职能的不同，公司设立了业务营运部、资金部、风险管理部、计划财务部、综合部等五个部门。其中，业务营运部主要负责公司市场营销、前台业务操作与产品推广、客户关系维护等方面的工作；资金部负责投资、交易及市场融资管理；风险管理部负责全面风险管理，是公司风险管理政策、制度和流程的具体拟定和执行机构；计划财务部主要负责公司财务核算和资产负债管理工作；综合部负责承办公司股东会、董事会、监事会、总裁办公会等各种会议，承担公司日常运转、人力资源管理等服务保障工作。目前公司高管层人员已经全部到位，但多数部门员工尚未完全到岗，部分专业人员由股东单位暂时借调，人力资源缺口较大。公司重视人才发展战略，计划通过社会招聘、校园招聘等多种方式为公司培养和储备人才。公司各部门已逐步开始正常运作。

目前公司的内控体系初具雏形。公司出台了全面风险管理政策，制定了针对业务种类细化的管理办法，如增信业务管理办法、投资管理办法等；并规定了涉及资金、经费、人力资源、薪酬、印章、预算等方面的内控制度。公司风险管理部负责统一管理公司运营过程中所面临的信用风险、市场风险、流动性风险、操

作风险和集中度风险。

随着未来业务的发展，公司内部管理架构需逐步完善，专业化的人才队伍建设亟需加强，内审及稽核体系尚待逐步建立。

● 战略规划

公司的市场定位是成为完善我国债券市场基础设施建设、引领我国信用增进行业发展的支柱企业。根据公司的战略规划，公司在业务发展初期主要为优质中小企业及部分低信用评级的大型企业债务融资工具发行提供信用增进服务；随着债券市场发展及公司内部风险控制机制的完善，公司将通过适当扩大增进服务范围、创新信用增进手段等方式扩大服务范围，逐步实现多方式全方位提供债券信用增进业务的经营目标。

总体看，公司资本实力雄厚，高管人员具备较高专业水平，且在业务开展、资本补充及风险抵御等方面获得股东支持的可能性较大；公司短期战略规划清晰，客户定位明确，以上因素都将有助于公司未来业务的发展。然而，目前公司在公司治理、人力资源配置等方面仍面临较大的提升空间，中长期发展规划尚需在实践过程中进一步明确，内控水平尚待接受实践检验。

四、风险管理分析

公司刚刚成立，盈利模式和定价方法正在制定和完善过程中，未来业务运营情况尚待观察。公司从国有商业银行聘请了风险管理方面的专家，借鉴国内外同业经验，正在着手进行风险管理体系的设计，目前各项制度正在逐步完善过程中，风险管理团队将不断充实。公司制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险和集中度风险的全面风险管理政策，初步搭建了风险管理的组织架构。公司董事会承担风险管理的最终责任，监事会负责监督董事会和高管层在风险管理方面的履职情况，高管层负责制定和审查公司风险管理政策和程

序，建立风险管理的组织结构和信息系统，风险管理部向风险总监报告工作，负责对各类风险实施管理，制订相应的制度，明确相关部门的风险管理职责和业务流程。

公司确定了较为稳健的风险偏好，并分别设定了增信业务和资金业务的风险偏好指标，总的原则是积极规避增信业务的高违约风险，实施稳健的资金投资策略，通过专业风险管理系统和专家决策，形成符合公司风险收益控制政策的产品组合，实现风险分散化管理，保证公司稳定运营并保持良好的盈利能力。

对于增信业务，公司规定单一客户的信用风险集中度不高于 15%，增信杠杆率不高于 10 倍。公司的目标客户信用评级标准为 BBB 以上。公司将优先考虑高新技术企业、节能环保企业以及属于国家鼓励支持行业的中小企业，并限制单一行业的风险集中度。

公司制订了增信业务管理办法，规定了业务受理、调查、审批、合同签订、增信后管理和档案管理等流程的操作方法。客户经理受理业务申请后，就客户准入条件、申请材料 and 风险缓释措施进行初步审查。符合初审条件的项目，由客户经理和风险部门评价审核人员共同进行现场调查，分别出具意见。公司实行有权审批人会议审批制度，每次审批会议至少由随机产生的 5 名审批人参加，其中审批牵头人一名，项目通过需经审批牵头人同意并有超过 2/3 全部参会的审批人同意，公司总裁和风险总监有权否决审批同意的项目增信业务。客户经理至少按月度实地或非实地对客户进行跟踪检查，至少每季度实地检查一次，并依照信贷业务五级分类原则实施业务风险初分类，风险管理部对分类结果进行认定。公司将从客户、行业和资产组合三个层次实施项目监控，分散业务风险。公司正在制订客户评级打分卡制度，未来 1 至 2 年内将形成涵盖客户评级和债项评级的内部评级体系、风险定价体系和跟踪监测体系。

公司制定了资金管理办法和投资管理办

法，就相关岗位职责、授权管理、操作流程作出了规定。公司可用资金的约 50%将配置于银行存款和低风险理财产品，另外 50%进行投资，投资品种将主要集中于 AAA 级大型国有企业债券，此外也包括国债和央票。公司不投资股票及其衍生品，近期也不会实施股权投资。公司就投资组合设定了一系列指标，如投资组合风险价值占比、潜在损失率等指标，以控制投资风险。

总体看，公司确立了较为稳健的风险偏好，初步搭建了风险管理框架，而相关制度流程的完善和专业人员的到位需要一段时间，各项风险管理制度能否满足实际需要及其执行情况仍有待观察。

五、财务分析

公司制订了资金、资产及预算管理办法，会计核算方法将采用 2006 年出台的《企业会计准则》，但准备金计提等具体的会计政策正在研究过程中。

公司提供了 2009 年 9 月末的资产负债表、现金流量表和利润表，以上报表未经审计。截至 2009 年 9 月末，公司资产总额 600278.78 万元，其中货币资金 450275.45 万元，主要为银行存款，短期投资 150000 万元，是低风险银行理财产品；负债总额 22.23 万元；所有者权益 600256.55 万元，其中注册资本金 600000 万元，全部为货币资金。2009 年 9 月，公司实现利润总额 256.55 万元，主要是来自于银行利息收入。

总体看，公司拥有强大的股东背景和资本实力，明确了市场定位与发展战略，初步形成了内控与风险管理架构，制定了比较稳健的业务和资金管理办法。公司人员尚未全部到位，法人治理结构和制度体系尚未健全，未来业务运营、投资状况以及风险管理能力也有待观察。

综合上述因素，联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体信用等

级为 AAA，该评级结论反映了公司的综合代偿能力极强。

附录 1 2009 年 9 月末资产负债表

(单位: 人民币万元)

资 产	2009.9.30	负债及所有者权益	2009.9.30
流动资产:		流动负债:	
货币资金	450275.45	短期借款	
短期投资	150000.00	应付票据	
应收票据		应付帐款	
应收帐款		预收帐款	
减:坏帐准备		其他应付款	22.23
应收帐款净额		应付工资	
预付帐款		应付福利费	
应收出口退税		未交税金	
应收补贴款		未付利润	
其他应收款	0.50	其他未交款	
存货		预提费用	
待转其他业务支出		一年内到期的长期负债	
待摊费用		其他流动负债	
待处理流动资产净损失			
一年内到期的长期债券投资			
其他流动资产			
流动资产合计	600275.95	流动负债合计	22.23
长期投资		长期负债:	
长期投资		长期借款	
固定资产:		应付债券	
固定资产原价	2.83	长期应付款	
减:累计折旧			
固定资产净值		其他长期负债	
固定资产清理		其中: 住房周转金	
在建工程		长期负债合计	
待处理固定资产净损失		递延税款	
固定资产合计	2.83	递延税款贷项	
无形资产及递延资产:		负债合计	22.23
无形资产		所有者权益:	
递延资产		实收资本	600000.00
		资本公积	
无形资产及递延资产合计		盈余公积	
其他长期资产:		本年利润	256.55
其他长期资产		未分配利润	
递延税项:		所有者权益合计	600256.55
递延税款借项			
资产总计	600278.78	负债及所有者权益总计	600278.78

附录 2 2009 年 9 月利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2009 年 9 月
一、主营业务收入	
减：主营业务成本	
营业税金及附加	
二、主营业务利润	
加：其他业务利润	
减：业务及管理费用	166.14
财务费用	-422.69
三：营业利润	256.55
加：投资收益	
补贴收入	
营业外收入	
减：营业外支出	
四：利润总额	256.55
减：所得税	
五、净利润	

信用等级公告

联合[2010] 419 号

联合资信评估有限公司通过对西安隆基硅材料股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

西安隆基硅材料股份有限公司
主体长期信用等级为
A

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年七月二十八日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

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、西安隆基硅材料股份有限公司主体长期信用等级自 2010 年 7 月 28 日至 2011 年 7 月 27 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一零年七月二十八日
评级业务专用章

西安隆基硅材料股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: A
评级展望: 稳定
评级时间: 2010 年 7 月 28 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 3 月
资产总额(亿元)	2.34	8.70	13.26	14.83
所有者权益(亿元)	1.85	4.27	6.21	6.98
长期债务(亿元)	0.00	0.00	2.16	2.70
全部债务(亿元)	0.17	1.21	4.13	4.22
营业收入(亿元)	2.23	6.17	7.65	3.04
利润总额 (亿元)	0.89	1.01	1.03	0.57
EBITDA(亿元)	0.92	1.17	1.59	--
经营性净现金流(亿元)	0.57	-0.22	0.89	0.42
营业利润率(%)	30.16	19.17	23.41	25.45
净资产收益率(%)	45.25	23.69	16.98	--
资产负债率(%)	21.09	50.88	53.20	52.92
全部债务资本化比率(%)	8.43	22.07	39.93	37.65
流动比率(%)	214.62	112.91	135.18	147.05
全部债务/EBITDA(倍)	0.18	1.03	2.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	719.88	17.05	6.07	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.84	2.34	3.17	--

注: 2010 年 3 月报表未经审计。

分析师

张晓斌 戎伟伟
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

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对西安隆基硅材料股份有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了其在生产规模、技术研发、外部环境等方面的综合优势。同时, 联合资信也关注到原材料及产成品价格波动较大、客户集中度较高、未来资本支出较大等因素给公司经营带来的不利影响。

随着公司单晶硅棒、单晶硅片产能逐步扩大, 公司规模优势有望进一步巩固。光伏产业的持续发展, 公司所具有的设备优势、技术储备和较强的盈利能力将有力支撑公司的信用基本面, 联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司的单晶硅产能较大, 在行业中居于前列。
2. 公司设备优势明显, 研发投入力度较大, 技术实力较强。
3. 公司是西安市高新技术企业, 享有所得税优惠政策。

关注

1. 原材料多晶硅料和产成品单晶硅片市场价格波动较大, 多晶硅料供应稳定性有待提高。
2. 下游光伏产业受政策影响较大, 同时, 公司客户集中度较高, 关联交易规模较大,
3. 公司未来项目投资支出较大, 债务规模持续上升。
4. 公司经营现金流波动较大。

一、主体概况

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，于2000年2月14日成立，2007年12月23日，公司名称变更为“西安隆基硅材料有限公司”。2008年7月28日，公司整体变更为“西安隆基硅材料股份有限公司”，公司历经多次增资，截至2009年底，公司注册资本21060万元，其中李振国持有公司24.73%股份，李喜燕持有公司9.38%股份，二人为夫妻关系，合计持有公司34.11%股份，为公司实际控制人。

表1 公司前五名股东持股比例

股东	持股数量（万股）	持股比例
李春安	5398.14	25.63%
李振国	5208.04	24.73%
邵东亚	2088.52	9.92%
李喜燕	1975.47	9.38%
胡旭苍	1140.24	5.41%

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2009年底，公司设有质量管理部、技术管理部、财务管理处、人力资源处等职能部门，下设5个子公司，拥有员工2001人。

截至2009年底，公司资产总额13.26亿元，所有者权益6.21亿元；2009年公司实现营业收入7.65亿元，利润总额1.03亿元。

截至2010年3月底，公司资产总额14.83亿元，所有者权益6.98亿元；2010年1~3月，公司实现营业收入3.04亿元，利润总额0.57亿元。

公司注册地址：西安市长安区航天中路388号；法定代表人：李振国。

二、本期集合票据概况

公司计划发行集合票据5000万元，期限三年。本期集合票据募集资金10%（即500万元）

用于补充营运资金，购买原材料、辅料和日常周转；本期集合票据募集资金90%（即4500万元）用于偿还银行贷款，以提高直接融资比例，优化债务结构。

三、行业分析

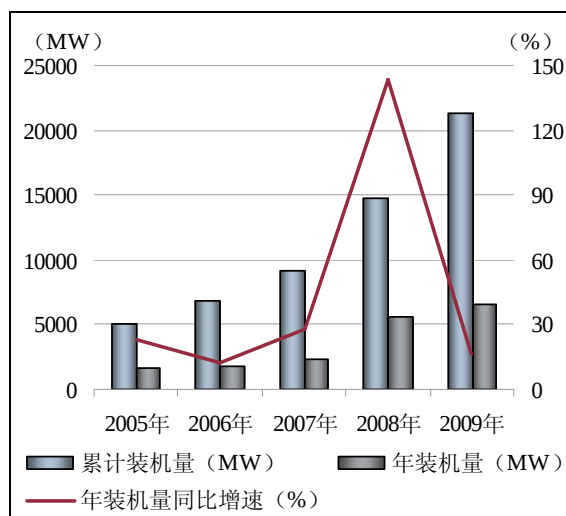
公司主营单晶硅片的生产和销售。单晶硅片主要应用于光伏电池的生产，与光伏产业密切相关。

1. 光伏行业

近年来，在全球气候变暖、传统化石能源短缺以及各国政策支持形势下，全球光伏产业进入了快速发展时期。根据欧洲光伏产业协会（EPIA）的统计数据，2001年~2008年，全球光伏市场装机量增长了7倍，年均复合增长率高达35%。

受金融危机影响，2009年全球光伏市场新增装机量为6.6GW，相比2008年增长了约16%，增速大幅下降。截至2009年底，全球光伏累计装机容量达到21GW，虽然光伏产业得到快速发展，目前全球光伏产业发展仍不均衡，光伏市场主要集中在德国、西班牙、日本、美国 and 韩国，约占全球80%左右。

图1 全球光伏市场装机量



资料来源：欧洲光伏产业协会

光伏电池产业链包括上游为硅材料环节，中游为硅片（分为多晶硅片和单晶硅片等）、电池片、电池组建环节；下游为系统环节。

2. 上游原材料

多晶硅料是光伏产业的上游，近几年在整个产业链中一直占据重要位置。

从多晶硅的供给来看，全球主要包括以Hemlock为代表的7家传统厂商、以Hoku为代表的11家国际新进入者为主。目前中国国内主要多晶硅生产厂商主要有江苏中能、洛阳中硅、新光硅业、东汽峨嵋等四家企业，近几年新进入企业主要有永祥、宜昌南玻、江苏顺大、大全集团、赛维等。

表2 多晶硅供给情况

产能(万吨)	2007	2008	2009	2010E
国际七大	3.95	4.66	5.85	7.97
国际其他	0.1	1.11	2.83	5.15
国内	0.1	0.41	2.03	4.08
合计	4.15	6.18	10.72	17.20
其中：晶硅电池多晶硅供应量	3.64	4.95	8.2	14.4

资料来源：wind资讯

从市场价格看，多晶硅自2004年以来受晶体硅太阳能电池需求拉动而出现供不应求，致使价格自2003年的约35美元/公斤持续上涨至2008年的450美元/公斤，自2008年四季度以来，由于金融危机的影响，欧美等发达经济体均减少了对下游光伏产业的投资计划，加之前期投资的大量项目陆续在2008年底开始释放产能，多晶硅价格开始暴跌，截至2010年5月底，多晶硅价格维持在60美元/公斤左右，基本接近盈亏平衡点。

近几年，太阳能电池产业快速发展，多晶硅供应急剧增加，对于单晶硅生产企业而言，原材料供应充足。但是多晶硅价格的大幅波动也给单晶硅生产企业的成本控制提出了挑战。

3. 单晶硅片

将多晶硅原料加工成太阳能级硅片，可以通过多种不同的工艺途径，目前对于太阳能级

多晶硅的生产多以直拉单晶的方式为主。

晶体硅太阳能光伏电池片是在单晶或多晶体硅片上通过扩散制结而形成的，商品化晶体硅太阳能电池的制备工艺大致相同。晶体硅太阳能电池转换效率较高，在大规模应用和工业生产中占据主导地位。晶体硅电池中，可以分为多晶硅太阳能电池和单晶硅太阳能电池；相对多晶硅太阳能电池，单晶硅太阳能电池转换效率最高，技术也最为成熟，但是成本相对较高。

单晶硅的制法通常是先制多晶硅或无定形硅，然后采用直拉法或悬浮区熔法从熔体中生产出棒状单晶硅，目前直拉法是生产单晶硅的主要工艺。单晶硅片按照直径分为4英寸、5英寸、6英寸、8英寸和12英寸，目前主流单晶硅片正在从8英寸向12英寸过渡。

目前，国内从事太阳能电池单晶硅的生产企业有：河北晶龙集团、锦州新日华昌电子材料公司、江苏顺大半导体发展有限公司、西安隆基硅材料股份有限公司等。

表3 2009年主要生产企业单晶硅产量

序号	公司名称	2009年(吨)
1	河北晶龙实业集团有限公司	5000
2	江苏顺大集团	2500
3	阳光能源控股有限公司	2000
4	江西晶科能源有限公司	1800
5	海润光伏科技股份有限公司	1700
6	西安隆基硅材料股份有限公司	1600
7	浙江昱辉阳光能源有限公司	1600
8	卡姆丹克太阳能系统集团有限公司	1200

资料来源：公司提供

4. 下游需求

从单晶硅的需求看，单晶硅主要应用于两个方面，一个是半导体集成电路产业，该行业目前已经进入稳定发展期，大幅增长空间有限；另一个方面为太阳能光伏产业，受国家政策扶持，目前发展较快。目前，单晶硅的需求主要是受太阳能光伏发电产业的拉动。

光伏发电的成本相比较传统发电成本而言，成本较高；因此，各国对光伏产业的扶持政策力度决定了光伏产业未来一段时间内发展

的方向。目前，从各国扶持光伏产业的补贴政策看，主要可以分两类：一类是投资补贴法，即对安装光伏系统直接进行补贴，如日本；一类是上网电价法，即对光伏发电的上网电价进行设定，设定的价格高于传统的火电、水电等上网电价，如德国、西班牙等国；另外，在美国加利福尼亚将两种政策混和执行。

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。因此，各国政府对光伏产业扶持政策的改变将对光伏产业产生重大影响。

目前，全球太阳能电池厂商主要有德国Q-Cells、美国First Solar、无锡尚德太阳能电力有限公司（以下简称“无锡尚德”）、日本夏普、晶澳、日本京瓷、天威英利、台湾茂迪、美国Sun Power及日本三洋，上述十家企业约占全球太阳能电池产能的2/3左右，集中度较高。

据欧洲光伏产业协会（EPIA）的统计数据，2009年，太阳能电池全球出货量超过10GW，同比增长35%左右，其中中国大陆和台湾地区出货量在5GW左右，其次是欧洲和日本，出货量分别在2.8GW和1.8GW。

光伏电池主要分为晶硅电池和薄膜电池，根据2009年数据，晶硅电池出货量大约在8.9GW左右，薄膜电池出货量1.6GW；随着多晶硅价格的下跌，薄膜电池的扩张速度有所放缓；由于薄膜电池原材料稀少且具有毒性，未来薄膜电池发展空间有限，晶硅电池仍将占据主导地位。

5. 相关政策

2009年3月26日财政部、住房和城乡建设部共同推出了《关于加快推进太阳能光电建筑应用的实施意见》，财政部又颁发了《太阳能光电建筑应用财政补助资金管理暂行办法》，这两项针对太阳能行业的政策扶持，重点在于加快推进太阳能光电技术在城乡建筑领域的应用。

2009年8月26日国务院常务会议指出，多晶

硅等新兴产业出现重复建设倾向，将对多晶硅项目提高审批门槛。2009年9月底，国务院批转了发改委等部门《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》的通知，将钢铁、水泥、多晶硅等行业列入产能过剩行业，其中对于多晶硅行业，提出“要集中有效资源，支持企业提高关键环节和关键部件自主创新能力，积极开展产业化示范，防止投资过热和重复建设，引导有序发展”。该项政策出台，有助于抑制多晶硅产能的扩张势头，促进整体行业健康发展。

2010年5月，国家发改委、国家电监会、国家能源局联合下发《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》，取消铁合金、电解铝、电石等高耗能行业实行的优惠电价，以促进经济增长方式调整和节能减排，用电价格低于大工业电价10%以上的，暂时调整到比大工业电价低10%的水平。其中，两者价差在每千瓦时5分钱以内的，自2010年6月1日起调整到位；价差大于5分钱的，自2010年6月1日起，每年取消5分钱优惠，直至达到比大工业电价低10%的水平。上述高耗能企业用电价格低于大工业电价不足10%的，维持现行电价不变。高耗能行业电力成本占总成本50%以上，多晶硅和单晶硅生产成本中电力成本占比5%左右，但用电量较大。宁夏回族自治区2010年6月1日起将取消对高耗能耗能行业的优惠电价，恢复为每千瓦时0.42元。宁夏区域内的多晶硅和单晶硅企业电价优惠也将取消。

6. 未来发展

全球太阳能光伏产业虽然遭到全球金融危机的影响，依然保持了高速增长。各国政府在金融危机的背景下，出台一系列措施拉动各国经济，且新能源产业受到各国政府的大力支持，在这种大背景下，太阳能光伏产业的应用还将处于高速发展阶段。但各国政府扶持政策的改变将对光伏产业产生重大影响。

四、基础素质

1. 企业规模

公司成立于2000年，经过多年的发展，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。公司专注于硅材料及其相关产品的研发、制造，为光伏和半导体产业提供高质量的单晶硅产品。

公司单晶硅棒生产经营实体是控股子公司宁夏隆基硅材料有限公司（以下简称“宁夏隆基硅”），截至2009年底，宁夏隆基硅拥有239台单晶炉，单晶硅棒产能1000吨，2008年开始进行1800吨单晶硅扩产投资（已完成600吨/年产能），截至目前，公司累计拥有单晶硅棒1600吨产能规模，未来公司将拥有单晶硅棒产能2800吨。

单晶硅片切割主要在公司西安本部完成，截至目前，公司拥有线切割机60台，产能利用率保持在90%以上，拥有800万片/月的单晶硅片产能。

公司控股子公司西安隆基硅技术有限公司是国内最早从事多晶硅料处理的企业，主要从事多晶硅料（多晶硅碳头料、头尾料、坩底料及废硅片）的分类、清洗、纯化、检测工作，一直为世界顶级多晶工厂提供材料升级和清洗服务。截至2009年底，隆基硅技术拥有清洗硅材料产能1500吨/年。

总体看，公司生产规模较大，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。

2. 人员素质

公司董事长李振国先生，42岁，研究生学历，曾任山西闻喜信达电子配件厂经营厂长，西安理工大学工厂单晶基地主任，西安骊晶电子技术有限公司总经理；现任公司董事长兼技术总监、公司控股子公司硅技术公司董事长、宁夏隆基董事长和矽美公司执行董事。李振国

先生是横向磁场单晶知名专家，开发了多晶碳头料的除碳工艺，获得国家科技创新基金资助并通过验收，2009年6月被中共西安市委、西安市人民政府评为“西安市有突出贡献专家”。

公司总经理钟宝申先生，43岁，本科学历，高级工程师，曾任抚顺磁电实业公司总经理；现任公司董事、总经理，公司控股子公司宁夏隆基总经理和通鑫公司董事长，抚顺磁电、沈阳隆基董事，宁光仪表、沈阳汇智董事长，抚顺机电和宁夏晶隆监事。

截至2009年底，公司拥有员工2001人，其中生产员工占84.35%，技术人员占3.65%，管理人员占12.00%；按照学历划分，硕士及以上学历占1.25%，本科学历占8.25%，大专占28.34%。公司员工以生产人员为主，员工整体素质较好。

综合来看，公司高级管理人员综合素质较高，具有丰富的专业素质和较高的管理水平，熟悉行业状况和技术发展趋势，有利于公司的长远发展，公司员工整体素质较好。

3. 技术研发

公司始终重视技术研发，近年来，公司在硅材料生产领域中，多项技术处于国际或国内领先地位。截至2009年底，公司拥有9项专利及专利申请权、8项非专利技术、11项核心技术。2007年~2009年公司研发费用投入分别为0.12亿元、0.14亿元和0.27亿元，占营业收入比重分别为5.21%、2.26%和3.58%。

公司受全国半导体设备和材料标准化技术委员会材料分技术委员会委托，负责起草了《再生硅料分类和技术要求》国家标准，参与了《太阳能电池用硅单晶》、《太阳能级多晶硅》、《太阳能电池用硅单晶切割片》、《太阳能级多晶硅片》等国家标准的起草工作，其中《太阳能电池用硅单晶》获得“全国半导体材料技术标准化优秀奖”二等奖，《太阳能级多晶硅》获得“全国半导体材料技术标准化优秀奖”三等奖。

硅碳分离技术在国际上首创使用化学方式对“碳头料”进行处理，多晶硅的回收率大幅

提高，而且其质量可以得到工艺技术的充分保证，处理后的多晶硅料等级高，质量稳定。公司已掌握了从单晶拉制到硅棒后处理的整套技术，产品质量稳定，各项技术指标在行业中处于领先水平。公司拥有的单晶生产关键技术包括横向MCZ技术和单晶炉热屏技术，分别处于国际和国内领先水平。公司的现有的切片机和计划引进的多线切片机在国内外均处于领先地位，在粘结工艺、加工程序及参数、清洗工艺方面处于国内的领先地位，已完成了用100微米的钢线、1500目碳化硅研磨粉加工工艺技术研究。

基于对设备和技术的把握能力，公司是国内主要单晶硅生产企业中唯一一家对设备拆分采购、独立组装的企业。采购设备时，厂家按照不同的模块单元分别报价，公司根据自身产品的特点并结合各个厂家在每个模块单元的技术领先性，拆分采购模块单元，由公司专家队伍给主要模块生产厂家提出定制要求和技术改进意见，并签署排他性保密协议，最后设备部件到厂后组装调试。公司的定制设备均预留全自动接口，为以后的设备自动化升级做好准备。

目前国内单晶硅片市场的主流产品是6英寸、8英寸硅片，国内前期厂商投资的单晶硅棒生产设备基本是生产6英寸硅棒的标准化设备，随着行业的发展，硅片市场将较快过渡到以8英寸硅片为主，公司的设备适用于大规模的6英寸和8英寸硅棒的生产，具有经济性，并具备升级生产10英寸硅棒的能力。

4. 外部环境

公司位于西安市民用航天产业基地，2003年1月被西安市认定为第一批高新技术企业。2009年12月公司由陕西省高新技术企业认定管理工作领导小组办公室出具陕高企认[2009]13号拟定为陕西省2009年第二批高新技术企业，2009年度公司执行15%企业所得税税率。2007年宁夏隆基硅材料有限公司经宁夏回族自治区

国税局批准，在2007-2011年实行“免二减三”的优惠所有税税率。

公司控股子公司宁夏隆基硅位于宁夏回族自治区中宁县，宁夏回族自治区属于国家重要能源基地，由于国家对民族地区工业发展的支持，宁夏当地的电力价格相对于其他地区保持在较低水平。宁夏英力特电力集团股份有限公司所属中宁电厂1、2号发电机组作为宁夏隆基硅材料有限公司自备电厂，自2009年1月1日起电价按0.30元/千瓦时执行两年。宁夏当地一般工业企业享受的电价水平（电压等级为35千伏）平均值为0.619元/千瓦时。华东地区如上海市、浙江省、江苏省、安徽省、福建省大工业用电平均价格在0.60元/千瓦左右。宁夏优惠电价取消后工业用电价格恢复为0.42元/千瓦时，相对整体电价水平仍较低。

五、管理体制和内部控制

公司按照《公司法》、《公司章程》的规定运行，股东大会是公司最高权利机构，董事会对股东大会负责，董事会下设审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会和战略委员会；公司实行董事会下领导的总经理负责制。目前，公司董事会成员9人，独立董事3人（光伏行业、会计、法律各1人），监事会成员3人（职工代表监事2人）。公司按照现代企业制度要求，进一步完善股东会、董事会和经理层的职责，提高了公司经营决策及规范化管理水平。

截至2009年底，公司设有质量管理部、技术管理部、财务管理处、人力资源处等职能部门，各职能部门分工明确。

公司内控机制相对完善，建立了《安全管理制度》、《人力资源管理制度》、《违纪行为处罚制度》等有效的财务、投资及内部激励约束制度。以上内控实施细则涵盖了内部运营管理制度、财务控制制度等方面，保障了公司的正常运行。

总体看，公司法人治理结构较完善，内部

管理机制较为规范，能够满足公司业务运营的需要。

六、生产经营

1. 经营现状

公司主营单晶硅棒、单晶硅片的生产和销售，2007年~2009年公司营业收入快速增长，2009年公司实现营业收入7.65亿元，其中单晶硅片收入占73.53%，受托加工收入（主要是受托加工单晶硅片收入）占18.87%，其他收入所占比重较小，且与主业密切相关。

公司在2009年以前通过委托加工方式进行单晶硅棒的切片业务，2008年下半年公司购置线切割机对单晶硅棒进行切片。

从产品盈利情况看，2007年-2009年公司单晶硅棒产品毛利率逐步下降，三年分别为25.62%、12.84%和10.77%；单晶硅片毛利率有所波动，三年分别为45.90%、22.02%和25.19%；2008年多晶硅料价格大幅上涨，公司议价能力较弱导致毛利率下降，2008年末金融危机使银行业缩减对太阳能投资信贷规模，2008年11月起至2009年底，多晶硅料价格大幅下降75%，单晶硅棒、单晶硅片的价格同时下降，降幅约65%。2009年下半年多晶硅料和单晶硅产品价格基本保持稳定，公司毛利率有所回升。由于单晶硅片产品收入占营业收入比重高，单晶硅片产品毛利率的波动对公司整体盈利能力影响较大。

表4 公司营业收入构成及产品盈利情况

产品	2007年			2008年			2009年		
	营业收入 (万元)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入 (万元)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入 (万元)	收入占比 (%)	毛利率 (%)
多晶硅料	2744.57	12.32	7.43	718.08	1.16	7.25	1086.74	1.42	8.59
单晶硅棒	11388.04	51.14	25.62	15411.92	24.99	12.84	3632.64	4.75	10.77
单晶硅片	7780.16	34.94	45.90	44886.95	72.78	22.02	56245.59	73.53	25.19
受托加工	355.77	1.60	30.96	660.45	1.07	6.83	14434.15	18.87	19.90
聚乙二醇	--	--	--	--	--	--	660.18	0.86	24.21
碳化硅粉	--	--	--	--	--	--	425.83	0.56	23.56
辅料等	--	--	--	--	--	--	11.45	0.01	18.40
合计	22268.54	100.00	30.55	61677.39	100.00	19.40	76496.58	100.00	23.53

注：毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入×100%

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

公司单晶硅棒拉制主要原材料是多晶硅以及石墨、石英坩埚等原辅材料，三者合计的成本在公司产品成本中的平均占比在80%以上，

在2007年和2008年，由于多晶硅料价格的大幅提高，三者合计占公司产品成本的比重超过了90%。

表5 原材料采购金额及成本占比情况

成本	2007年度		2008年度		2009年度	
	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占成本比(%)
多晶硅	12839.39	83.02	42336.21	85.67	41895.91	71.62
石墨	700.58	4.53	2292.98	4.64	3480.60	5.95
石英坩埚	377.36	2.44	1260.15	2.55	3211.51	5.49
电费	708.32	4.58	1289.80	2.61	2737.68	4.68
其他	839.77	5.43	2238.63	4.53	7171.79	12.26
合计	15465.42	100.00	49417.78	100.00	58497.50	100.00

资料来源：公司提供

多晶硅料的价格在金融危机期间出现较大波动。2007年至2009年公司采购多晶硅料平均

价格分别为595.6元/公斤、1495.25元/公斤、416.6元/公斤。多晶硅料价格变动对公司成本控

制压力较大。

公司采购供应商集中度较高，2009 年前 5 大供应商采购额合计占公司总采购额的 42.66%。2007 年至 2009 年公司多晶硅采购量分别为 215 吨、285 吨和 1006 吨。2008 年金融危机影响下多晶硅价格大幅下降和国内外多晶硅产能逐步扩大，公司议价能力有所改善，公司寻求与具有较强成本控制能力的多晶硅原料供应商建立长期合作以保障原材料供应稳定。

为保障原材料供应的稳定性，2007年11月，公司与峨嵋半导体材料厂签订了《硅产品订购合同》，约定从2009年4月1日起五年的采购多晶硅料事项，峨嵋半导体材料厂计划向公司销售共计2500吨±20%多晶硅料。金融危机前，多晶硅料供应紧张，公司对上游议价能力较弱，随着国内多晶硅产能的逐步释放，2008年底金融危机影响下多晶硅料价格下降幅度较大，多晶硅料供应紧张局面得以好转，公司对上游议价能力有所改善。

表6 原材料主要供应商情况（2009年）

	供应商名称	占比（%）
1	无锡尚德太阳能电力有限公司	13.10%
2	Sequoia Semi-Tech, Inc	9.98%
3	焦作煤业合晶科技有限责任公司	9.56%
4	阳光硅谷电子科技有限公司	5.01%
5	山东嘉祥东洋碳素有限公司	5.01%
	合计	42.66%

资料来源：公司提供

总体看，公司生产主要原材料多晶硅料价格波动较大。多晶硅供应紧张局面有所缓解，公司对上游议价能力有所改善。

3. 生产经营

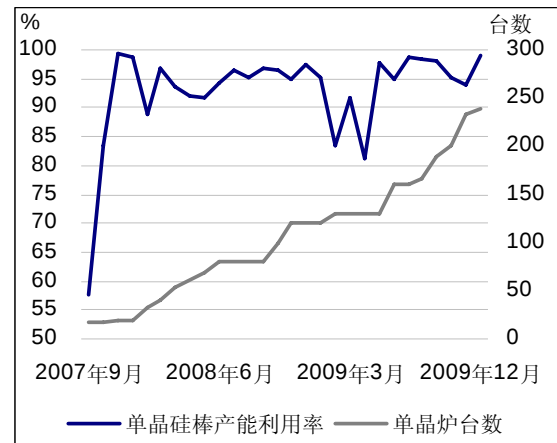
公司单晶硅棒的拉制主要由宁夏隆基硅材料有限公司完成，在2007年宁夏隆基硅材料有限公司投产前，公司单晶硅拉制经营实体为西安矽美单晶硅有限公司，截至目前西安矽美单晶硅有限公司单晶硅拉制产能已转移到宁夏隆基硅生产基地。单晶硅棒切片的生产和销售由公司本部完成，多晶硅料的清洗升级由西安隆

基硅技术有限公司完成。

单晶硅棒

2007年9月宁夏隆基硅完成第一台单晶炉完成调试进行试生产。截至2009年底，公司拥有单晶炉台数为239台，公司产能呈扩大趋势。

图2 单晶硅棒产能利用率与单晶炉台数



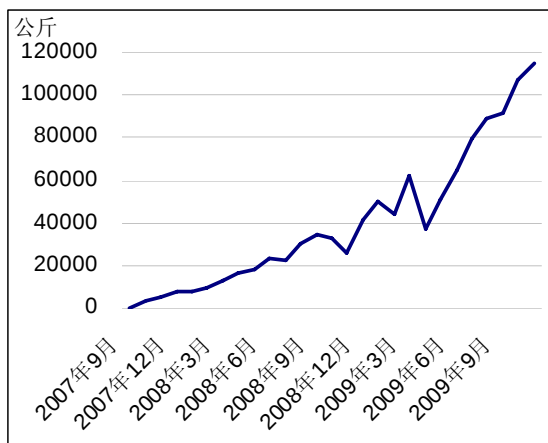
资料来源：公司提供

公司单晶硅棒项目在投产最初的2个月内，设备和工艺处于调试和磨合期，产能利用率较低。除此外，产能利用率一直保持在较高的水平，从2007年9月至2009年12月共28个月算术平均产能利用率为92.90%。公司目前产能利用率接近饱和。2009年2月、3月、4月产能利用率分别为83.55%、91.63%、81.13%，出现波动的原因是由于全球金融危机，公司业务量受到一定影响。

公司单晶硅棒包括单晶毛棒和提纯棒，其中单晶毛棒在经过加工后用于后续单晶硅片的生产、销售，而提纯棒主要是受客户委托加工生产，收取加工费。单晶毛棒在经过加工后，形成用于后续单晶硅片生产的可用晶棒。

公司依托设备优势和宁夏隆基硅的电力成本优势进行成本控制，2010年6月宁夏取消优惠电价，宁夏隆基硅电价也有所调整，每公斤单晶硅棒成本提高8-10元，对公司成本总体影响较小。

图3 2007年9月至2009年底可用晶棒产量

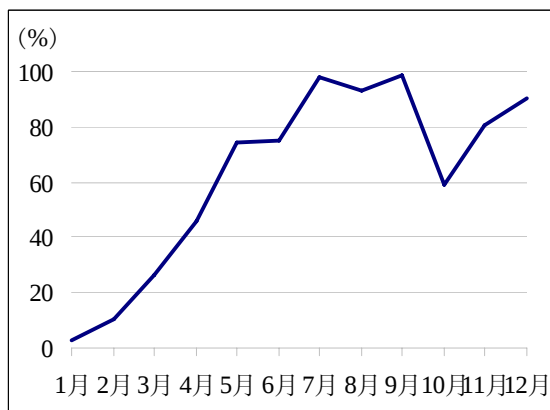


资料来源：公司提供

单晶硅片

单晶硅棒切片由公司完成，公司原通过委外加工方式进行单晶硅棒的切片业务，2008年下半年开始以自有资金先期投入募集资金投资项目“年产2000吨单晶硅片建设项目”，延伸了产业链。截至2009年底，公司共拥有线切割机60台，其中型号为PV600的线切割机共计42台，型号为442的线切割机共计18台。

图4 2009年线切割机产能利用率



资料来源：公司提供

公司2008年下半年投入的切片设备经过2009年上半年的设备调试期和磨合期，2009年下半年进入平稳运行期，2009年7月至9月的切片产能利用率分别为97.92%、93.20%、98.65%。2009年10月新增30台型号为PV600的线切割机投入生产，新切片设备的调试和磨合使得加权

的切片产能利用率出现回落，2009年10月至12月分别为58.89%、80.50%、90.12%。公司的切片产能设计合理、利用充分。

总体看，公司单晶硅棒产能呈上升趋势，线切割机的投入运营使公司可以直接对单晶硅棒进行切片。产业链有所延伸。公司单晶炉和线切割机产能利用率较高。

4. 产品销售

2009年公司线切割机的投入运营后，公司可以直接对单晶硅棒进行切片。公司2007年销售单晶硅片164.52万片、2008年销售单晶硅片946.38万片、2009年销售单晶硅片3273.67万片和受托加工单晶硅片1067.23万片。2009年度销售的单晶硅片较2008年度销售数量增长了245.91%。2008年底受金融危机影响，单晶硅产品价格与多晶硅价格都出现较大幅度下降，2007年~2009年公司单晶硅棒产品平均价格分别为2911.29元/公斤、2236.47元/公斤和1088.00元/公斤，公司2007年~2009年单晶硅片销售价格平均销售价格为47.29元/片、47.43元/片和17.18元/片。2008年金融危机以前公司对下游太阳能电池生产企业议价能力较强，公司预收账款较大，金融危机后议价能力有所减弱，公司销售方式中预付账款比例下降。

公司产品销售主要区域主要是西安地区和宁夏地区，其中西安地区占公司产品销售地区的比重高，2007年~2009年分别为93.46%、99.87%和97.65%。

公司产品销售客户主要是太阳能电池生产企业，公司客户选择战略有两类目标客户，一类是行业内领先的企业，另一类是有成本控制能力，将来有潜力获得领先优势的企业。如国内客户中的无锡尚德、苏州茂迪、中电电气、宁波太阳能以及国际客户中的REC公司等。优质客户的资金实力和市场信誉均较好，产品需求较稳定，同时可以降低销售回款风险。

2009年公司产品销售前5名客户占营业收入的86.61%，2009年公司下游客户主要有无锡

尚德、中电电气等国内外主要电池生产厂商；2007-2009年公司对于无锡尚德的销售收入占营业收入的比重分别为18%、35.85%和67.61%，对于无锡尚德依赖程度高。

无锡尚德是国际主要太阳能电池生产厂商，截至2009年底，无锡尚德持有公司4.73%股份，为公司股东之一；2008年2月25日，公司与无锡尚德在签订了《单晶硅片采购合同》，约定从2009年4月1日起五年的供应单晶硅片事项，无锡尚德计划向公司采购共计12000万片单晶硅片，采购合同定价与市场价格接近，公司与无锡尚德建立良好的上下游关系有助于保障公司产品销售稳定性。

表7 2009年公司销售主要客户

客户名称	占公司营业收入比重(%)
无锡尚德太阳能电力有限公司	67.61
中电电气(南京)光伏有限公司	8.19
REC Solar Grade Silicon	5.85
宜兴迈吉太阳能科技有限公司	2.73
茂迪(苏州)新能源有限公司	2.23
合计	86.61

资料来源：公司提供

总体看，公司单晶硅产品价格金融危机后出现下降，单晶硅片客户集中度较高。

5. 经营效率

从经营效率指标看，2007年~2009年，公司销售债权周转次数、存货周转次数均呈现下降趋势，2009年分别为8.61次和3.20次；总资产周转次数分别为0.95次、1.12次和0.70次；总体看，公司经营效率有所下降，但仍处于良好水平。

6. 未来发展

公司按照“专业化、规模化、高品质、低成本”的战略目标，不断完善产品生产结构，通过提高生产技术、改善管理、新建和扩建现有产能等手段，生产出更高质量的产品，从而更好地满足客户对产品的需求，实现公司发展战略和经营目标。公司专注在单晶硅产品领域

的经营，未来投资围绕单晶硅产品进行布局。

截至目前，公司在建项目主要有单晶硅棒扩产项目：公司制定了“宁夏隆基硅材料有限公司1800吨单晶扩产计划”，项目建设总投资4.69亿元，项目建设期为2008年至2010年。项目建设已接近尾声，其中1.56亿元为银行项目贷款，其他由公司自有资金提供。项目建成后，宁夏隆基新增1800吨/年的单晶硅棒生产能力（已经完成600吨/年单晶硅棒生产能力），与原有产能相结合，将形成2800吨/年的单晶硅棒生产规模，成为国内单体规模最大的单晶硅生产基地。同时为减少委外加工，完善产品生产结构公司将建设与单晶硅棒产能适应的单晶硅片产能。在技术研发上，公司主要围绕提高单晶的品质以提高电池的光电转化效率和提高各环节成品率，降低损耗，以降低成本两个目标。在市场拓展上，公司计划到2012年向世界前十大太阳能电池厂商销售占比大于75%，向单一客户销售低于40%的目标。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2007年~2009年财务报表已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。2010年1季度财务报表未经审计。

公司财务报表按照财政部2006年2月颁布的《企业会计准则—基本准则》和38号具体会计准则编制。

截至2009年底，公司资产总额13.26亿元，所有者权益6.21亿元；2009年公司实现营业收入7.65亿元，利润总额1.03亿元。

截至2010年3月底，公司资产总额14.83亿元，所有者权益6.98亿元；2010年1~3月，公司实现营业收入3.04亿元，利润总额0.57亿元。

2. 资产构成

2007 年~2009 年, 在大规模投资建设影响下, 公司资产总额快速增长, 年均增长 138.09%。截至 2009 年底, 公司资产总额 13.26 亿元, 其中流动资产占 49.90%, 非流动资产占 50.10%。

截至 2009 年底, 公司流动资产 6.61 亿元, 主要以货币资金、应收账款、预付账款和存货为主, 分别占 19.48%、17.83%、27.48% 和 27.98%。

截至 2009 年底, 公司货币资金 1.29 亿元, 其中现金占比 0.15%, 银行存款占 79.05%, 其他货币资金占 20.80%; 公司应收票据 0.33 亿元, 全部为银行承兑汇票。

收入的大幅攀升以及 2009 年销售政策的调整, 公司应收账款净额三年大幅增长, 2009 年底为 1.18 亿元; 从账龄分析, 1 年以内的应收账款占比为 99.99%, 公司计提坏账准备 0.05 亿元, 计提比例为 3.75%, 计提充分。公司主要欠款客户有无锡尚德太阳能电力有限公司、中电电气(南京)光伏有限公司、REC Solar Grade Silicon 等公司, 前五名欠款客户占应收账款的 91.32%, 集中度很高, 存在一定的回收风险。

生产规模的扩大致使预付采购款的大幅增加, 2008 年、2009 年公司预付账款保持较大额度, 2009 年底为 1.82 亿元, 主要是预付峨嵋半导体材料厂的材料款, 占预付账款总额的 78.14%, 账龄在 1~2 年。

截至 2009 年底, 公司存货账面余额 1.97 亿元, 与 2008 年相比基本持平; 公司存货主要是原材料、库存商品和委托加工物资, 分别占比 38.02%、34.40% 和 13.06%。2009 年单晶硅产品价格出现下降, 公司对存货计提 0.12 亿元存货跌价准备。

2007 年~2009 年, 公司长期股权投资基本保持稳定, 2009 年底为 0.42 亿元, 主要是对西安华晶电子技术有限公司、宁夏晶隆石英有限公司的投资。

大规模的投资建设使得公司固定资产快速增长, 2009 年底, 公司固定资产原值 5.43 亿元, 其中机器设备占 82.08%; 2009 年公司计提累计折旧 0.33 亿元, 固定资产成新率为 93.91%, 成新率高。

截至 2009 年底, 公司在建工程 0.56 亿元, 较 2008 年大幅下降 67.14%, 2009 年由在建工程转入固定资产原价 2.64 亿元, 其中包括宁夏隆基硅一、二车间项目。宁夏隆基硅一、二车间项目投资预算 2 亿, 截至 2009 年底, 工程投入占预算比例为 93.07%, 宁夏隆基硅三、四、五车间项目预算 4.22 亿元, 工程投入占预算比例为 22.96%, 目前公司在建工程主要是宁夏单晶硅三、四、五车间项目、西安航天基地单晶硅片项目和硅晶圆线切割废液回收技术工程。

截至 2009 年底, 公司无形资产 0.50 亿元, 其中土地使用权占 77.21%, 其他主要是软件及专利权。

截至 2010 年 3 月底, 公司资产总额 14.83 亿元, 较 2009 年底增长 11.83%, 其中流动资产增长 14.42%, 非流动资产增长 9.25%; 公司资产构成中, 流动资产占 51.05%, 非流动资产占 48.95%, 与 2009 年底相比, 流动资产所占比重略有上升。

总体看, 近几年公司在大规模投资建设情况下, 资产总额大幅增加, 其中流动资产中存货、货币资金、应收账款和预付账款占比高, 上下游占款较大, 非流动资产主要以固定资产和在建工程为主, 整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

2007 年~2009 年, 股东增资和盈利能力的大幅提升使得公司所有者权益大幅增长, 三年年均增长 83.37%, 截至 2009 年底, 2009 年公司所有者权益 6.21 亿元, 归属于母公司的所有者权益 5.85 亿元, 主要以实收资本、资本公积和未分配利润为主, 分别占 36.02%、19.60% 和 44.25%, 未分配利润所占比重高, 所有者权益稳定性较差。

2007年~2009年,为满足生产经营以及固定资产投资的资金需求,公司进行大规模进行债务融资,三年年均增长 278.11%,截至 2009 年底,公司债务合计 7.06 亿元。公司债务构成中,流动负债(主要是短期借款、应付账款和预收账款)占 69.39%,非流动负债(全部为长期借款)占 30.61%。

2007年~2009年公司债务总额分别为 0.17 亿元、1.21 亿元和 4.13 亿元,2009 年底债务总额构成中,短期债务占 42.82%,长期债务占 57.18%,以长期债务为主。

2007年~2009年,大规模的举债经营使得公司债务水平快速上升,2009 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 53.20%、39.93%和 25.81%,尚处于合理水平。

4. 盈利能力

2007年~2009年,生产经营的扩大使得公司营业收入快速增长,三年年均增长 85.34%,2009 年公司实现营业收入 7.65 亿元;同期,原材料价格的大幅波动使得公司营业成本年均增长 94.49%,增幅高于营业收入 9.15 个百分点;公司营业利润率出现较大波动,三年分别为 30.16%、19.17%和 23.42%,主营业务盈利能力较强。

2007年~2009年,公司期间费用呈现大幅增长,其中销售费用、管理费用和财务费用年均分别为增长 164.87%、66.38%和 1607.55%,期间费用占营业收入的比重分别为 5.86%、6.55%和 9.08%,期间费用占比不高。

从盈利指标看,2007年~2009年,受权益大幅增加影响,公司总资本收益率、净资产收益率均呈现下降趋势,2009 年两项指标分别为 12.73%和 16.98%,目前公司盈利能力仍保持较高水平。

2010 年 1~3 月,公司实现营业收入 3.04 亿元,营业利润率为 25.45%,较 2009 年略有提升;实现利润总额 0.57 亿元,为 2009 年的

55.58%;实现净利润 0.49 亿元,为 2009 年的 46.84%,2010 年第一季度公司盈利能力同比有所增强。

5. 现金流

从经营活动看,2007年~2009年,公司经营活动现金流入主要是销售商品、提供劳务收到的现金,近三年分别为 2.47 亿元、9.65 亿元和 5.12 亿元,经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金,近三年分别为 1.75 亿元、9.20 亿元和 3.54 亿元。2008 年经营活动现金流入量和现金流出量较大,因为 2008 年光伏行业发展迅速,上游多晶硅料供应紧张,下游单晶硅片产品需求旺盛,公司在上下游分别有较大的预付款项和预收款项。2009 年受金融危机影响,行业需求下降,光伏行业产业链上下游由预先支付货款方式转变为先发货后付款,相应应收账款增加,预收账款减少,现金收入比下降。2007年~2009年公司经营活动产生的现金流量净额出现波动,三年分别为 0.57 亿元、-0.23 亿元和 0.89 亿元;从收入质量看,现金收入比三年分别为 111.03%、156.52%和 66.96%,波动幅度大,其中 2008 年主要是对无锡尚德和洛阳尚德预收账款大幅增加致使现金收入比较高,2009 年冲减了对无锡尚德和洛阳尚德的预收账款,同时行业上下游付款方式变化,公司 2009 年预收账款增加较小。

从投资活动看,2007年~2009年,公司投资活动产生的现金流入量相对较少;投资活动现金流出量大幅增加,三年分别为 0.79 亿元、2.67 亿元和 3.13 亿元;从筹资活动前现金流量净额看,近三年分别为-0.06 亿元、-2.52 亿元和 -2.23 亿元。经营活动产生的现金流量净额均不能满足公司投资需求,公司对外融资需求增加。

从筹资活动看,2007年~2009年,公司筹资活动现金流入主要是吸收投资和银行借款;筹资活动现金流出主要表现在偿还借款和支付银行利息,筹资活动产生的净额均为净流入,分别为 0.44 亿元、2.36 亿元和 3.10 亿元。

2010年1~3月,公司销售商品、提供劳务收到的现金为2.34亿元,经营活动产生的现金流量净额0.42亿元,投资活动产生的现金流量净额-0.58亿元,筹资活动产生的现金流量净额0.36亿元,现金及现金等价物净增加额0.20亿元。

总体看,近几年公司经营活动现金流入量和现金流量净额波动较大,但总体有上升趋势;对外投资保持快速增长趋势,公司对外融资需求较高。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看,2007年~2009年,公司流动比率和速动比率均呈现大幅波动,2009年底分别为135.18%和97.36%;2010年3月底分别为147.05%和102.73%。同期,受经营活动产生的现金流量净额大幅波动影响,公司经营现金流动负债比呈现同向变化,三年分别为116.13%、-5.04%和18.15%;总体看,公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债指标看,2007年~2009年,受盈利能力增加影响,公司EBITDA保持增长,三年分别为0.92亿元、1.17亿元和1.59亿元;EBITDA利息倍数分别为719.88倍、17.05倍和6.07倍;全部债务/EBITDA呈现上涨趋势,三年分别为0.18倍、1.03倍和2.60倍,2009年公司长期债务保障能力较强。

截至2010年3月底,公司无对外担保。

截至2010年3月底,公司获得民生银行、中国进出口银行综合授信额度为4.80亿元,已使用的授信额度为3.99亿元,尚未使用的额度为0.81亿元。

八、本期集合票据偿还分析

公司发行本期集合票据的额度为5000万元,是2010年3月底公司全部债务的11.86%,对公司现有债务影响一般。

截至2010年3月底,公司资产负债率、全

部债务资本化比率分别为52.92%、37.65%,本期集合票据发行后,不考虑其他因素,公司资产负债率、全部债务资本化比率将分别上升为54.46%、40.31%,仍处于合理水平。

以2007年至2009年三年平均财务数据为基础,近三年公司EBITDA平均值、经营活动现金流入量平均值和经营活动现金净流量平均值对本期集合票据的保护倍数分别为2.45倍、11.87倍和0.83倍。EBITDA及经营活动产生的现金流量对本期集合票据保障能力较强。

截至2010年3月底,公司现金类资产为1.85亿元,是本期集合票据的3.70倍,公司现金类资产对本期集合票据的保障能力强。

九、综合评价

全球太阳能光伏产业在金融危机影响下仍持续高速增长,光伏行业受各国产业政策影响较大。公司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方面位居前列,公司具有较好的技术积累和设备优势,研发实力较强,盈利能力较强。未来公司的单晶硅棒和单晶硅片产能扩充有望增强规模优势和市场地位。

公司整体资产质量较好,随着产能基地建设,公司投资支出增长,债务规模有所上升,但处于合理水平。公司盈利能力较强,但经营活动现金流量波动较大。公司短期偿债能力适宜,长期偿债能力较强。

总体分析,公司主体信用风险较低。

附件 1-1 资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率	2010 年 3 月
流动资产：					
货币资金	5875.00	4280.82	12895.60	48.16	15103.76
交易性金融资产					
应收票据	355.00		3322.39	205.92	3419.92
应收账款	253.79	2637.61	11803.20	581.97	15992.09
预付款项	967.87	23175.71	18187.64	333.49	15681.36
应收利息					
其他应收款	119.36	1825.81	1456.22	249.29	2704.61
存货	3021.26	18041.25	18517.83	147.57	22825.19
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	10592.28	49961.20	66182.88	149.96	75726.92
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	3843.66	3868.58	4192.71	4.44	4233.05
投资性房地产					
固定资产	7198.58	14019.92	51032.86	166.26	50464.97
在建工程	220.19	17063.93	5607.42	404.64	8623.78
工程物资					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	1456.48	1672.61	4972.48	84.77	8599.11
开发支出					2.32
商誉					
长期待摊费用			4.32		31.16
递延所得税资产	87.98	384.85	646.83	171.14	648.38
其他非流动资产					
非流动资产合计	12806.90	37009.88	66456.62	127.80	72602.77
资产总计	23399.18	86971.09	132639.50	138.09	148329.69

附件 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2007 年	2008 年	2009 年	变动率	2010 年 3 月
流动负债：					
短期借款	1700.00	12100.76	18734.69	231.97	12874.69
交易性金融负债					
应付票据			937.38		2288.25
应付账款	643.54	3704.86	10875.87	311.10	18477.75
预收款项	114.65	27559.13	13913.73	1001.63	14152.16
应付职工薪酬	348.91	699.73	1345.75	96.39	927.41
应交税费	254.50	-2232.52	-4001.34		-3710.90
应付利息		34.12	64.00		74.91
应付股利					
其他应付款	1873.71	2381.23	7088.83	94.51	6411.94
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	4935.31	44247.30	48958.90	214.96	51496.20
非流动负债：					
长期借款			21600.00		27000.00
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计			21600.00		27000.00
负债合计	4935.31	44247.30	70558.90	278.11	78496.20
所有者权益：					
实收资本（或股本）	2500.00	20000.00	21060.00	190.24	21060.00
资本公积	4578.14	6227.39	11460.66	58.22	11460.66
专项储备					
盈余公积	469.26	69.90	69.90	-61.41	69.90
未分配利润	10181.81	15660.89	25872.92	59.41	30696.17
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	17729.21	41958.17	58463.48	81.59	63286.72
少数股东权益	734.66	765.61	3617.12	121.89	6546.77
所有者权益合计	18463.87	42723.79	62080.60	83.37	69833.49
负债和所有者权益总计	23399.18	86971.09	132639.50	138.09	148329.69

附件 2 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率	2010 年 1~3 月
一、营业收入	22268.54	61677.40	76496.57	85.34	30383.45
减: 营业成本	15465.42	49714.78	58497.50	94.49	22634.98
营业税金及附加	87.95	137.52	94.87	3.86	16.74
销售费用	132.23	575.23	927.65	164.87	265.35
管理费用	1163.81	2670.86	3221.79	66.38	922.08
财务费用	9.58	791.15	2792.69	1607.55	856.76
资产减值损失	191.15	837.33	1412.70	171.86	493.39
加: 公允价值变动收益 (损失以“-”号填列)					40.34
投资收益 (损失以“-”号填列)	2179.61	2764.94	324.13	-61.44	
汇兑收益 (损失以“-”号填列)					
二、营业利润 (亏损以“-”号填列)	7398.02	9715.48	9873.49	15.53	5234.50
加: 营业外收入	1511.83	459.85	526.67	-40.98	499.08
减: 营业外支出	5.69	39.06	85.28	287.17	0.33
其中: 非流动资产处置净损失	5.53	32.95	54.35	213.40	
三、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	8904.16	10136.27	10314.88	7.63	5733.25
减: 所得税费用	549.84	13.44	-223.47		796.36
四、净利润 (净亏损以“-”号填列)	8354.33	10122.83	10538.35	12.31	4936.89
其中: 归属于母公司所有者的净利润	7525.74	10092.38	10212.03	16.49	4823.24
少数股东损益	828.59	30.45	326.32	-37.24	113.65

附件 3-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率	2010 年 1~3 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	24723.67	96539.47	51223.70	43.94	23380.87
收到的税费返还		2.60	404.76		
收到其他与经营活动有关的现金	1633.73	1879.30	1637.86	0.13	599.58
经营活动现金流入小计	26357.40	98421.38	53266.32	42.16	23980.45
购买商品、接受劳务支付的现金	17457.95	91952.31	35442.35	42.48	16146.66
支付给职工以及为职工支付的现金	837.76	1846.28	4971.48	143.60	2361.52
支付的各项税费	1623.63	3914.91	2076.50	13.09	297.17
支付其他与经营活动有关的现金	706.71	2936.35	1887.55	63.43	944.38
经营活动现金流出小计	20626.05	100649.84	44377.88	46.68	19749.73
经营活动产生的现金流量净额	5731.35	-2228.46	8888.44	24.53	4230.72
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	79.20	3800.00		-100.00	
取得投资收益收到的现金	278.40	0.43		-100.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	74.80	1.28	51.60	-16.94	3.18
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	1112.00			-100.00	3.24
投资活动现金流入小计	1544.40	3801.71	51.60	-81.72	6.42
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6457.03	25685.54	31271.53	120.07	5593.03
投资支付的现金	1343.00	1060.00		-100.00	240.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	52.79			-100.00	19.25
投资活动现金流出小计	7852.81	26745.54	31271.53	99.55	5852.27
投资活动产生的现金流量净额	-6308.41	-22943.83	-31219.93	122.46	-5845.86
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	4500.00	14136.68	7535.60	29.41	2816.00
取得借款收到的现金	1700.00	13048.00	43715.88	407.10	5517.74
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	6200.00	27184.68	51251.48	187.51	8333.74
偿还债务支付的现金		2938.00	15972.56		3417.80
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	941.79	556.85	1506.02	26.46	513.04
支付其他与筹资活动有关的现金	813.56	96.00	2820.59	86.20	793.87
筹资活动现金流出小计	1755.35	3590.85	20299.16	240.06	4724.71
筹资活动产生的现金流量净额	4444.65	23593.83	30952.32	163.89	3609.03
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响		-15.73	-6.05		-2.74
五、现金及现金等价物净增加额	3867.59	-1594.18	8614.78	49.25	1991.16
加: 期初现金及现金等价物余额	2007.41	5875.00	4280.82	46.03	12895.60
六、期末现金及现金等价物余额	5875.00	4280.82	12895.60	48.16	14886.76

附件 3-2 现金流量表补充资料

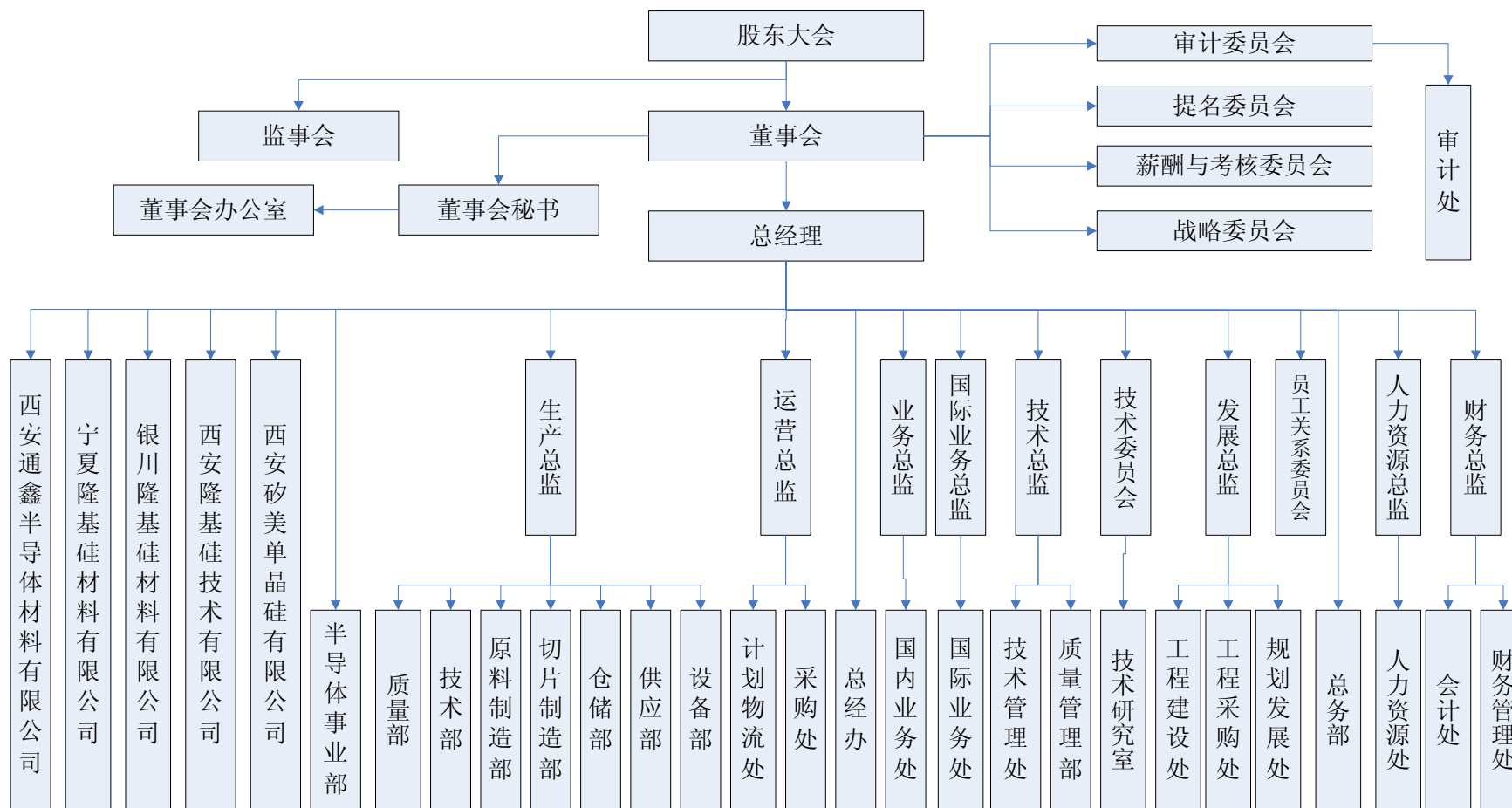
项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
净利润	8354.33	10122.83	10538.35	12.31
加：资产减值准备	191.15	837.33	1412.70	171.86
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	239.28	887.58	2762.75	239.80
无形资产摊销	37.36	9.76	160.87	107.52
长期待摊费用摊销	18.09			-100.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	5.53	32.94	52.77	208.80
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）			0.12	
公允价值变动损失				
财务费用	12.80	687.32	2613.43	1329.11
投资损失	-2179.61	-2764.94	-324.13	-61.44
递延所得税资产减少	-78.43	-296.87	-261.98	82.76
递延所得税负债增加				
存货的减少	-2016.05	-15629.78	-975.58	-30.44
经营性应收项目的减少	628.65	-24276.26	-2848.71	
经营性应付项目的增加	518.28	28161.62	-4242.17	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	5731.35	-2228.46	8888.44	24.53
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	5875.00	4280.82	12895.60	48.16
减：现金的期初余额	2007.41	5875.00	4280.82	46.03
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	3867.59	-1594.18	8614.78	49.25

附件 4 主要财务指标

财务指标	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	36.58	38.00	8.61	--
存货周转次数(次)	5.12	4.72	3.20	--
总资产周转次数(次)	0.95	1.12	0.70	--
现金收入比(%)	111.03	156.52	66.96	76.95
盈利能力				
营业利润率(%)	30.16	19.17	23.41	25.45
总资本收益率(%)	41.50	19.72	12.73	--
净资产收益率(%)	45.25	23.69	16.98	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	25.81	27.88
全部债务资本化比率(%)	8.43	22.07	39.93	37.65
资产负债率(%)	21.09	50.88	53.20	52.92
偿债能力				
流动比率(%)	214.62	112.91	135.18	147.05
速动比率(%)	153.41	72.14	97.36	102.73
经营现金流动负债比(%)	116.13	-5.04	18.15	8.22
EBITDA 利息倍数(倍)	719.88	17.05	6.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.18	1.03	2.60	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.12	-2.08	-0.54	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-45.10	-36.62	-8.54	--
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.84	2.34	3.17	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	5.27	19.68	10.65	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.15	-0.45	1.78	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.12	-5.03	-4.47	--

附件 5 公司组织结构图

西安隆基硅材料股份有限公司组织结构图



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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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

附件 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

信用等级公告

联合[2010] 420 号

联合资信评估有限公司通过对西安通源石油科技股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

西安通源石油科技股份有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年七月二十八日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

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、西安通源石油科技股份有限公司主体长期信用等级自 2010 年 7 月 28 日至 2011 年 7 月 27 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一零年七月二十八日



西安通源石油科技股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: BBB⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2010 年 7 月 28 日

财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	10年3月
资产总额(万元)	17148.36	22056.13	37021.68	27705.82
所有者权益(万元)	8804.93	11850.68	24242.10	21902.66
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	3037.00	3563.78	4348.48	1000.00
营业收入(万元)	16170.15	20890.92	26509.02	243.25
利润总额(万元)	3257.23	4304.36	5780.73	-1626.95
EBITDA(万元)	3717.85	4875.10	6607.83	--
经营性净现金流(万元)	4588.44	2909.14	1223.31	-5945.02
营业利润率(%)	46.84	45.94	47.65	45.36
净资产收益率(%)	30.91	30.85	20.18	--
资产负债率(%)	48.65	46.27	34.52	20.95
全部债务资本化比率(%)	25.65	23.12	15.21	4.37
流动比率(%)	186.80	160.95	229.31	339.82
全部债务/EBITDA(倍)	0.82	0.73	0.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	21.21	24.29	26.89	--
EBITDA/本期发债余额(倍)	1.03	1.35	1.84	--

注: 2010 年 3 月报表未经审计。

分析师

孙恒志 张晓斌

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对西安通源石油科技股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为国内领先的复合射孔器材供应商,在行业地位、研发技术、政策支持等方面具备一定的竞争优势。同时,联合资信也注意到公司所处行业季节性特征明显,导致其经营业绩在年度内体现出不平衡特点。此外,公司客户集中度高、应收账款占比较大,存在一定运营流动资金压力。

“稳定东部、开发西部”的国家石油战略为油气增产新兴技术的推广提供了广阔的市场空间,公司未来收入有望持续增长。未来公司将逐步向服务领域转型,利润空间将进一步提高。

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,其国内复合射孔业务份额多年稳居复合射孔细分行业第一,竞争优势明显。
3. 作为高新技术企业,公司享受优惠的所得税税率和政府补助政策。
4. 公司采用产品销售和作业服务两种经营模式,收入和利润稳步增长,盈利能力较强。
5. 公司债务负担轻,财务弹性较好。

关注

1. 油田增产服务行业的季节性特点明显,公司收入主要在下半年实现,经营业绩在年度内存在较大的季节性波动。
2. 公司期间费用占营业收入比重较大,费用支出与收入实现在时间上不匹配。
3. 公司客户集中度高,2009 年油田客户延迟付款较为明显,对公司资金占用较大。

一、主体概况

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3月底，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%）（详见附件1-1），公司实际控制人为张国桢。

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2010年3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；拥有蓬莱市茂源石油工具有限公司和北京大德广源石油技术服务有限公司2家子公司（详见附件1-2）。

截至2009年底，公司资产总额37021.68万元，所有者权益24242.10万元；2009年公司实现营业收入26509.02万元，利润总额5780.73万元。

截至2010年3月底，公司资产总额27705.82万元，所有者权益21902.66万元；2010年1~3月公司实现营业收入243.25万元，利润总额-1626.95万元。

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：吴墀衍。

二、本期集合票据概况

本期集合票据计划中，公司拟申报发行额度3600万元（以下简称“本期债券”），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。公司的主要钢材是在上海宝钢采购，宝钢采取定期生产的方式，并不是长期随时备有库存，而公司特别是在开发国内外新的市场时，需要及时的对市场订单做出快速反映，满足公司的市场应急需要和海外市场的拓展周期性需要，公司需要充足的流动资金以保证公司主要原材料及时供应的需要。

三、行业分析

公司主要从事油田增产技术的研发、产品推广和作业服务，目前已形成复合射孔器材销售、射孔-测井一体化作业服务、爆燃压裂作业服务以及其他技术服务等业务板块。公司行业属油田增产服务行业。

1. 行业现状

油田增产服务行业的市场状况与石油天然

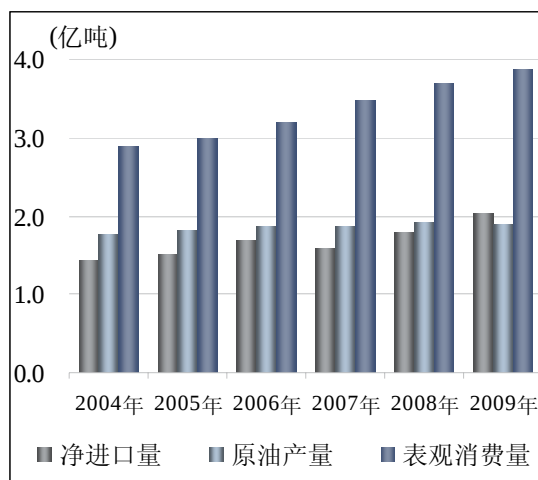
气行业的发展状况以及石油天然气勘探开发投资的支出规模密切相关。长期以来，石油天然气产量和勘探开发投资规模的不断提升，推动了油田增产服务行业市场规模不断扩大。

石油工业的快速发展带动油田服务行业市场规模和发展空间的提升

全球范围内的石油消费十多年基本保持稳定增长态势。2007年，全球石油及天然气消费量达 65.91 亿吨。经历了 2008 和 2009 年两年金融危机的影响，全球石油消费量略有下降，根据国际能源机构预计，2009 年全球石油需求量同比减少约 2%，创下 2005 年以来最低水平。但据预测 2010 年全球石油消费将重新进入到上升轨道。

中国是世界第五大石油生产国、第二大石油消费国及第三大石油进口国。中国原油消费量近年来持续增长，根据国家统计局公布的统计快报，2009 年中国生产原油 1.89 亿吨，同比略有下滑；原油进口量 2.04 亿吨，增长 13.90%；成品油产量 2.28 亿吨，增长 9.6%。中国原油供应对外依存度持续处于高水平。随着全球金融危机的影响逐渐消退，国内石油需求将继续保持较快增长，根据《中国化工报》预测，预计 2010 年到 2015 年中国石油需求年均增长 4.9%，2015 年需求总量将达到 5.3 亿吨左右。

图 1 中国原油供需状况



资料来源：国家统计局。

注：表观消费量=原油净进口量+原油产量

全球进入低渗透油气资源开发阶段对油气增产技术的要求不断提高

随着全球油气产量和消费量的快速提升，大量低成本的高渗透、易开采油气资源已被开采，全球已进入低渗透油田开发阶段。目前，除中东地区以外，全球探明可采储量中低渗透油田已经超过 60%。低渗透油藏的储层性质及生产特征主要表现为岩石致密，孔隙细小，渗流阻力大，开采难度大。中国低渗透油气田广泛分布在全国的各个油气区，最近五年探明储量中低渗透油储量的比重已增至 50%至 60%，剩余石油资源中低渗透油田储量占到 76.5%，其中松辽、鄂尔多斯、柴达木和准噶尔四大盆地低渗透储量比例均在 85%以上。与国际油气资源开发前景相类似，中国也已进入低渗透油田开发阶段。

在常规开采技术下，低渗透油田开采成本高、产能低，经济效益下降。因此，加强低渗透油田的有效开发、提高采收率和单井产能成为摆在油气勘探开发领域的严峻课题。在全球油气勘探逐渐进入低渗透油气资源开发阶段的背景下，能够提高油气产量的勘探开发技术和产品作为提高油气产量的重要手段，日益受到油公司的重视。

石油勘探开发投资不断加大为油田增产服务行业发展提供了良好的市场环境

随着油气需求量和产量的不断增长，石油天然气勘探开发支出长期保持较高水平。根据国际能源署《世界能源展望·2008》的预测，在 2007 年至 2030 年期间，世界能源基础设施累计投资总额将超过 26 万亿美元，其中石油领域基础设施累计投资占比约 24%，将达到 6.3 万亿美元，而石油领域基础设施累计投资总额的 80%将用于石油勘探开发。

为弥补油气产能的不足，中国石油开发投资也逐年增加。目前，国土资源部仅允许中国石油天然气集团公司（下称“中石油”）、中国石油化工集团公司（下称“中石化”）、中国海洋石油总公司（下称“中海油”）和陕西延长石

油（集团）有限责任公司从事原油的勘探和开采业务。根据中石油、中石化和中海油三大石油公司公开资料显示，2006年～2008年，上述三大石油公司的勘探开发支出合计分别为1625.99亿元、2214.54亿元和2520.95亿元，三年年均复合增长24.52%，其中2008年同比增长13.84%，主要是由于2008年下半年全球金融危机引致国际原油价格大幅波动，石油勘探开发支出增速有所放缓。2009年，三大石油公司勘探开发支出计划较2008年实际支出减少3.93%，但预计支出规模仍维持高位。

2009年下半年以来，随着金融危机影响的逐渐减弱，国际油价回暖。预计2010年三大石油公司勘探开发资本性支出将会继续保持正增长。

油气井射孔发展空间广阔

油田开发过程中影响单井产量的最直接因素是油层的渗流条件。油田增产措施主要是通过改善地层渗流条件来实现，具体包括完井环节的测井、射孔和生产环节的压裂等，其中，射孔被称为石油天然气勘探开发领域的“临门一脚”，是决定油气井产量的首要因素。

射孔器材是一次性消耗器材。根据技术特征，射孔技术的发展阶段可分为聚能前射孔、聚能射孔（即常规射孔）和复合射孔三个阶段，目前广泛应用的是常规射孔和复合射孔。

与聚能前射孔技术相比，常规射孔首次将军工破甲技术应用于油气井射孔，是当今油气井完井的主要方式，在油田得到广泛的应用。但受射孔弹穿深的局限，常规射孔不能解决油层污染和低渗透油层的高效开采问题。复合射孔则在常规射孔的基础上，引入了二次能量，使射孔穿深得到大幅度的提高，尤其适用于低渗透油藏的开发。

目前，全球新钻井和在产井数量合计约为100万口，根据中国石油统计年鉴数据显示，2008年中国新钻井和在产井数量分别约为1.63万口和7.15万口。

钻井数量决定了国内油气井射孔市场的总

体规模，射孔作业的市场规模则可以通过射孔弹消耗量来进行测算。射孔弹是油气井射孔必需的爆破材料，由于射孔弹属民用爆炸物，其每年生产量需要报原国防科技工业委员会（现国防科技工业局）批准，因此每年射孔弹的消耗量可间接反映当年的射孔作业规模。

2007年～2009年，全国油气井专用聚能射孔弹消耗量分别为955万发、1074万发和1150万发。通常，射孔枪每米装配聚能射孔弹8至16发，按照平均每米装射孔弹12发计算，射孔米数如表1所示。根据中国测井协会统计，2007年～2009年，国内射孔总体经济规模平稳增长，2009年为53.82亿元，其中复合射孔占射孔总体经济规模的10%左右。随着油气需求量和产量的不断提升，以及油气资源开采难度的加大，复合射孔领域的市场份额呈现逐年上升趋势。

表1 国内射孔市场规模

项目	2007年	2008年	2009年
射孔弹消耗量（万发）	955	1074	1150
射孔米数（万米）	85.83	92.50	98.33
射孔总体经济规模（亿元）	48.66	52.26	53.82
其中：复合射孔经济规模（亿元）	5.43	6.32	7.24
常规射孔经济规模（亿元）	43.22	45.94	46.58
复合射孔占射孔总体经济规模的比例（%）	11.17	12.09	13.45

资料来源：中国测井协会

根据发改委公布的“能源发展十一五规划”（2006-2010年），2010年全国原油、天然气产量将分别达到1.93亿吨和920亿立方米。未来石油和天然气产量的持续上升将带动射孔服务业务需求显著提升。根据中国石油学会测井与射孔分会预计，到2012年国内射孔市场总体规模将达到60亿元。

2. 行业竞争

国内油气增产服务行业的市场化程度和竞争格局与石油开发领域所独具的专业性以及国内石油体制的改革密切相关。1999年以来，中石油、中石化和中海油三大石油公司分别展开“主辅分离”的经营体制改革。具体是将石油

勘探、采油、炼油等核心业务作为主业进行股份制改造，而将包括测井、射孔、录井、测试等业务在内的辅助业务从主体中分离，从而围绕三大石油公司下属各油田形成了为油田提供服务的专业性公司，这些公司仍保持国有控股架构，被称为专业测井公司。目前，专业测井公司完成的射孔作业规模约占国内射孔作业规模的 90%。

在油田增产服务行业特别是射孔作业领域，随着石油体制改革，市场化程度不断加强。油田客户基于提高油气产量和利润水平的考虑，逐步开放市场，面向全社会招标，选择行业中技术先进、增产效果明显的优势企业进行合作。同时，在射孔作业服务方面，国内新开发的大型油田不再成建制地组建技术服务单位和队伍，而是公开面向社会招标确定作业服务队伍。国内油田客户对于射孔新技术引入市场化运作方式，为民营新技术推广企业的快速发展提供了重大发展机遇。

从表 2 可以看出，常规射孔器由射孔枪枪身、射孔弹和火工品三部分组成，已经形成了成熟的行业技术标准，由零部件供应商向专业

测井公司提供射孔部件，专业测井公司在油田现场组装后进行射孔作业。复合射孔器由射孔枪枪身、射孔弹、含能材料和火工品组成。由于复合射孔技术二次能量的引入，复合射孔器除射孔弹和常规射孔相同外，在射孔枪枪身结构和火工品配置方面均有新的要求。因此，复合射孔器供应商集技术研发、结构设计和组装于一身，首先向射孔器材零部件厂商定制采购零部件，在依靠复合射孔技术和器材组装工艺进行组装后，向专业测井公司提供整体的复合射孔器材，并与专业测井公司合作，向油公司提供射孔作业服务。射孔器材是一次性消耗器材，其主要的钢材部分施工后将提出井口作为废钢处理，而火工品部分爆破后形成气体，不对油井造成污染。

与常规射孔器材市场格局分散的情况不同，国内复合射孔器材供应市场呈现非常集中的竞争格局。根据中国测井协会统计，在国内复合射孔器材供应市场中，公司处于行业领先地位，其他主要的复合射孔器材供应商包括中国兵器工业集团公司第 204 研究所和第 213 研究所。

表 2 国内射孔器材供应市场及上下游竞争格局

市场参与方		主要参与内容		市场竞争情况
		常规射孔器材市场	复合射孔器材市场	
零部件供应商	射孔枪枪身制造商	提供射孔枪枪身	提供射孔枪枪身	主要为隶属于各石油管理局的机械厂，部分射孔弹生产商也兼营射孔枪生产。包括大庆射孔弹厂、吉林双林射孔器材有限公司、四川石油射孔器材有限公司、华北石油管理局石油机械厂等约 40 家；市场化程度较高
	射孔弹供应商	提供射孔弹	提供射孔弹	国内经许可的射孔弹生产厂家有大庆射孔弹厂、四川射孔弹厂、山东淄博弹厂、河北 5501 弹厂等近 10 家
	含能材料及火工品供应商	提供火工品	提供火工品和含能材料	主要为国内民爆生产单位；市场竞争激烈
射孔器材供应商		—	采购射孔零部件，依靠复合射孔技术和器材组装工艺进行组装，向专业测井公司提供整体复合射孔器材	主要为西安通源石油科技股份有限公司、中国兵器工业集团公司第 204 研究所和第 213 研究所 3 家；市场集中度高
射孔作业单位（主要为专业测井公司）		在油田现场组装射孔零部件，进行射孔作业	与复合射孔器材供应商合作，进行射孔作业	主要为中石油、中石化和中海油下属的专业测井公司，包括中油测井公司、中海油测井公司、大庆测井公司、胜利测井公司、辽河测井公司等

资料来源：中国测井协会

3. 行业关注

油田增产服务作业的季节性

油田增产服务行业的季节性特点较为明

显。中国石油天然气资源分布广，而且油气田通常建立在环境比较恶劣的地区，石油天然气勘探开发业务受到季节、气候的影响较大，业

务的季节性较为明显。一般来说，第一季度受天气寒冷的影响，勘探开发业务量较少，第二季度略有上升，大量业务集中在第三和第四季度。受油田生产作业的计划性和射孔作业所处的工序影响，油田增产服务行业的作业也主要在下半年实施，从而导致经营业绩在年度内呈现不均衡的特点。

油田增产服务作业的区域性

目前，国内石油天然气开发业务主要集中于中石油、中石化和中海油三大石油公司。虽然国内油田增产服务市场逐步开放，但市场开放程度与发达国家相比还明显不足，国内油气市场垄断经营格局仍未完全打破。特别是在传统油田区域，三大石油公司改制后形成的存续企业与油田之间在油田增产服务方面还存在着一定范围的关联关系，不利于展开公平的市场竞争，从而对市场化运作为基础的新技术推广企业跨油田、跨地区开拓业务增加了一定难度。

随着市场经济的发展、石油工业的改革和专业技术服务公司的成长壮大，国内油田增产和射孔技术服务市场的区域性特征将会逐步淡化。

油价剧烈波动

近几年国际石油价格呈现大幅波动，自2007年初开始，国际原油价格不断攀升，至2008年上半年飙升至140美元左右。受美国次贷危机引发全球经济放缓的影响，2008年10月以来，国际原油价格又迅速回落至年底每桶约30美元的低点。2009年初，油价继续在低位徘徊，至4月开始大幅上涨，经过震荡调整于10月又出现大幅上涨，至2009年年底收于约80美元。2010年以来，油价延续了盘整上涨的态势。

作为石油勘探开发领域的细分行业，油田增产服务行业依赖于石油行业的发展状况。油价波动幅度加大将对油田客户经营业绩和现金流状况构成不利影响，短期内可能导致油田客户减少石油勘探开发投资规模或推迟投资进度，从而影响油田服务行业的需求。

4. 行业发展

目前，“稳定东部、开发西部”是中国重要的石油战略。东部油田已进入开发的中后期阶段，原油产量呈总体递减态势，稳定现有原油产量规模成为主要目标。稳定东部产量的战略为油田增产服务企业，特别是复合射孔产品和服务供应商提供了巨大的增量市场空间。以大庆油田为例，目前大庆油田采取的主要稳产措施，是以原有井数规模为基础，在原有油田区域内增加加密井数量，以加密井的产量，来补偿日趋衰减的老井产量，因此东部老油田稳产而增加的钻井数量，为复合射孔提供了广阔的工作量。

西部油田的开发战略同样为包括复合射孔在内的增产技术的实施提供了广阔市场应用前景。中国石油油藏主要分布在松辽、鄂尔多斯、柴达木、准噶尔四大盆地，四大盆地低渗透储量比例均在85%以上，其中三个盆地位于西部。复合射孔技术在低渗透油田开发中所具有的独特优势将在西部石油开发中发挥重要作用。

总的来看，国家石油战略的实施为油气增产新兴技术的推广提供了广阔市场空间。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司是一家专注于油田增产技术的研发、产品推广和作业服务的油田增产服务企业。自1997年成功研发复合射孔技术以来，公司围绕油田增产的测井、射孔和压裂三大环节，不断加强自主创新能力，现已发展成为国内复合射孔领域的领先企业。根据中国测井协会统计数据，2007年~2009年，公司国内复合射孔业务收入¹占国内射孔总体经济规模的比例分别为2.77%、3.25%和3.70%，占国内复合射孔经济规模的比例分别为24.86%、26.90%和27.49%，在国内复合射孔器材供应市场的占有率排名第一。

¹ 即国内复合射孔器材销售和作业服务收入总和。

公司以油田增产需求为导向，创立了复合射孔器材“FracGun”品牌，并针对油田地质和工程特点，为油田提供个性化射孔解决方案，建立了从油气藏地质和工程特征分析、技术方案设计、产品设计及供应到现场施工作业的完整射孔技术服务能力和服务体系。公司已经组建了9支成建制的专业化射孔作业队伍，形成了覆盖国内大庆、长庆、中原、江苏、大港、新疆、青海、中海油等10多个油田和境外印尼、苏丹、哈萨克斯坦、阿塞拜疆、格鲁吉亚、伊朗等国家多个油田的市场网络，形成了8大产品系列、90多个品种和11项射孔施工工艺。公司的复合射孔技术经过2.5万口井以上的射孔作业，使单井产量平均提高一倍以上，其高性能、可靠性和安全性得到充分验证，为提高油气产量做出了卓越贡献。

作为复合射孔技术的延伸，公司在国内率先推出油田生产领域的新兴增产技术——爆燃压裂技术，并于2009年实现了规模化作业。公司将依托在复合射孔领域建立的各项优势，快速推动爆燃压裂业务在国内的产业化发展。

2. 人员素质

截至2010年3月底，公司拥有高级管理人员5人，其中总经理1人，副总经理3人，财务总监1人。

公司董事长吴墀衍先生，1965年生，工学硕士。2007年被选举为公司第三届董事会董事，并于2008年8月起任公司董事长，现兼任深圳大学现代教育技术与信息中心工程师；总经理张国桢先生，1970年生，硕士研究生，曾任陕西省天神物业公司、陕西省天神电器技术公司总经理；1997年加入公司，曾任市场部经理、总经理助理、副总经理，现兼任公司董事。

截至2009年底，公司拥有员工190人，其中营销人员占44.21%，管理人员和技术研发人员分别占16.32%和15.79%；从学历构成来看，大学本科及以上学历占47.37%，大专学历占31.05%；从年龄分布来看，30岁及以下的占

40.53%，31~40岁之间的占41.05%，其余为40岁以上。总的来看，公司营销人员和技术研发人员占比较高，满足其日常经营的需要；员工整体素质较高。

3. 技术水平

公司拥有较为完整、先进的技术创新组织体系，研发中心专门负责新技术引进和新产品开发研究工作，组织设计评审和验证。公司注重研发投入，2007年~2009年，每年的研发投入（包括主要项目的开发、调研、技术人员开支等费用）约占当年营业收入的2%~4%。

目前，公司建立了国内专业化程度最高的射孔技术中心和复合射孔动态研究实验室，并自主研发了高分辨率动态p-t压力参数测试、火药内弹道特性测试、火药的耐高温性能测试等高精尖设备。公司复合射孔产品在国家射孔检测中心的检测中，射孔穿深达2500毫米，比常规射孔穿深提高3.6倍，达到国际先进水平。截至2009年底，公司拥有专利共21项，其中国内发明专利4项，国外发明专利3项，均为复合射孔和爆燃压裂等油田增产的核心技术。

2007年，公司的石油勘探开发高效射孔技术产业化示范工程项目荣获国家发改委“国家高技术产业化示范工程”授牌项目。同年，公司油气井高能复合射孔技术被授予“国防科工委民爆行业科学技术进步一等奖”，是建国以来首次由科技部批准设立的中国爆破器材行业协会科学技术奖，也是中国爆破器材行业最高社会奖项。2009年，公司的油气井复合射孔器产品被国家科技部等部委授予“国家自主创新产品”称号。多年来，公司获得的其他主要荣誉和奖项还包括“重点国家级火炬计划项目”、“国家级火炬计划项目”、“国家重点新产品”、“高技术产品技术更新改造项目”以及“优化高新技术产品进出口结构资金项目”等。

总的来看，公司技术水平较高，其自主创新能力得到国家相关部门的充分认可。

4. 外部支持

公司 2000 年被陕西省科学技术厅认定为高新技术企业，根据财税字[94]001 号文件规定，经西安市地方税务局批准，2002 年起减按 15% 所得税率计征。因此，公司 2007 年适用所得税率为 15%。

2008 年度，公司按照国科发火[2008]172 号《高新技术企业认定管理办法》认定高新技术企业资格文件及根据 2007 年 3 月 16 日颁布的《中华人民共和国企业所得税法》，暂按 15% 税率预缴所得税；根据国科发火[2008]172 号文和国科发火[2008]362 号文（《高新技术企业认定管理工作指引》）规定，2009 年公司适用所得税率为 15%。

2007~2009 年，公司获得陕西省、西安市各级政府及有关部门的政府补助收入分别为 147.60 万元、217.64 万元和 293.00 万元，计入营业外收入。

整体看，公司技术水平较高，所处行业符合国家宏观发展方向，获得地方政府的支持较大，经营环境良好。

五、管理分析

1. 管理体制

2001 年，公司改制成为股份有限公司，按照《中华人民共和国公司法》的要求和《公司章程》，建立了符合现代企业制度要求的法人治理结构和内部组织结构。

公司设立了股东大会、董事会和监事会。其中股东大会是公司的最高权力机构，董事会对股东大会负责，监事会则作为监督机构，行使包括检查公司财务，对董事、监事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等在内的职权。

公司董事会由 9 人组成，设董事长 1 人，独立董事 3 人，董事会成员由股东大会选举产生，每届任期三年。董事会下设了审计委员会、战略委员会和薪酬与考核委员会等专门委

员会。公司监事会设监事 5 人，其中监事会主席 1 人，职工代表监事 2 人，每届任期三年。

2. 管理水平

公司内设运营管理中心、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等 7 个职能部门，基本满足目前管理和运营的需要。

公司采用国际标准，按照 API 的标准要求建立了完整的质量管理体系；严格按照 HSE 体系要求，建立了安全、环保、健康的管理体系；建立了以预算为核心的内控体系，保证公司财务运行的安全和健康。同时制定了《对外投资制度》、《对外担保制度》、《投资者关系管理制度》等一系列管理制度。

安全生产管理方面，公司成立了安全生产委员会，并根据《中华人民共和国安全生产法》、《民用爆破器材工厂设计安全规范》（GB50089-98）、《民用爆破企业安全管理规程》（WJ9049-2005）和新的《民用爆炸物品安全管理条例》的相关规定，制订了安全生产管理制度。目前，公司复合射孔器材试验、装配和运输均符合国家关于安全生产的要求。

对外投资管理方面，公司股东大会、董事会、总经理办公会作为投资行为的决策机构，各自在其权限范围内，对公司的投资行为作出决策。监事会、财务部依据其职责对投资项目进行监督，对违规行为及时提出纠正意见，对重大问题提出专项报告，提请项目投资审批机构讨论处理。公司对外投资制度权限划分清晰、审批程序健全、责任体系明确。

总体来看，股份制改革后，公司已建立起基本完善的法人治理结构，管理水平较高。

六、生产经营

1. 经营现状

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。

表3为2007年~2009年公司主要业务板块营业收入及其占比情况，可以看出，复合射孔器材销售收入是公司的主要收入来源，每年占比均在70%以上；其次为射孔-测井一体化作业服务收入，平均约占当年营业收入的10%左右。2009年，公司新推出爆燃压裂增产业务，该板

块业务收入占当年营业收入的6.39%，使得复合射孔器材销售收入占比较2008年下降4.69个百分点。

2007~2009年，公司营业收入分别为16170.15万元、20890.92万元和26509.02万元，年均增长28.04%，其中主营业务收入分别占97.67%、97.02%和97.97%，公司主营业务突出。

表3 公司主要业务板块营业收入及构成情况

项目	营业收入（万元）				占比（%）			
	2007年	2008年	2009年	2010年1-3月	2007年	2008年	2009年	2010年1-3月
主营业务	15794.08	20267.91	25970.28	243.24	97.67	97.02	97.97	100.00
其中：复合射孔器材销售	13191.09	16327.41	19476.18	104.60	81.58	78.16	73.47	43.00
射孔-测井一体化作业服务	1828.45	2228.61	2524.59	31.07	11.31	10.67	9.52	12.77
爆燃压裂增产服务	--	--	1693.78	17.10	--	--	6.39	7.03
其他技术服务	226.04	708.85	1007.12	90.47	1.40	3.39	3.80	37.19
危爆品运输及代理销售	548.50	1003.04	1268.61	--	3.39	4.80	4.79	--
其他业务	376.08	623.01	538.74	--	2.33	2.98	2.03	--
合计	16170.15	20890.92	26509.02	243.25	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

公司主要原材料为射孔枪枪身和射孔弹，2007~2009年，上述两大原材料采购成本合计均占总成本80%以上。

在购买射孔枪器材原材料时，公司主要采取两种不同的采购方式：①射孔枪枪身的采购：射孔枪枪身所使用的钢材是油田专用钢材，主要由上海宝钢商贸公司提供，由公司自行采购，然后提供给合作厂家（枪身生产厂商）加工，并提供设计图纸和技术指导，公司预付部分加工费；②射孔弹、火药等成型产品的采购：一般采取就近直接采购或联合研制的方式，无预付款，货到后三个月支付全款。

2007~2009年，公司主要零部件的采购价格如表4所示。可以看出，近年来射孔枪枪身采购价格呈较快上升趋势，导致复合射孔器材销售单位成本有所提高。其原因主要为：加工射孔枪枪身所需的钢材为特种管材，国内只有宝钢等少数厂家生产，2007年~2009年，此类钢材价格分别为8502.20元/吨、9754.28元/吨和10520.15元/吨，三年年均复合增长11.24%，

预计未来仍将保持上涨趋势。钢材为射孔枪枪身主要成本，其价格的上涨带动了射孔枪枪身价格的提升。

表4 原材料采购单价变动情况

原材料	2007年	2008年	2009年	变动率(%)
射孔枪枪身（元/米）	337.73	395.14	459.81	16.68
射孔弹（元/发）	64.15	64.49	60.32	-3.03
含能材料（元/公斤）	107.44	125.85	137.8	13.25

资料来源：公司提供，上述价格均为不含税的加权平均价格。

公司采购供应商较为集中，公司与各供应商合作多年，原材料供应稳定。2009年，公司前5大供应商采购额合计占公司总采购额的71.30%。公司钢材主要供应商上海宝钢商贸公司在2008年公司前5大供应商中居第4位，其采购金额占2008年总采购额的8.90%。2009年，公司增加了如上海宝渝、西安纳特等专业供应宝钢钢材的其他管材供应商，钢材供应商集中度有所下降。

表5 原材料主要供应商情况（2009年）

	供应商名称	占比（%）
1	大庆石油管理局射孔弹厂	32.95
2	襄樊航天四十二所实业公司	13.24
3	四川石油射孔器材有限责任公司	11.59
4	大庆万达机械制造有限公司	10.82
5	宝鸡华油石油钻采设备有限公司	2.70
	合计	71.30

资料来源：公司提供

采购射孔枪枪身、含能材料是公司重要的经营环节之一，公司采取以下措施确保采购质量及核心技术的保密：①公司自行采购钢材、设计枪身和含能材料性能，并向枪身和含能材料生产厂商提供设计图纸和技术指导，在源头上保证上述原材料质量；②建立并严格执行《采购与供应商控制制度》，组织对供应商的实地考察或函调，确认其质量保证能力和供应能力。在供应商确定方面，首先，由生产采供部根据采购技术标准和生产需要，通过对部件的质量、价格、供货期等进行比较，同时预选 2-3 家合格供方。然后组织质量、研发部门进行评审。必要时采用考察、检验样品及小批量产品的形式考核供方的产品质量。最终评审出合格的供应商，并列入《合格供应商名录》中，作为定制采购部件的重要依据。公司所有定制采购和外购产品必须从《合格供应商名录》中选择供应商。③公司在采购部件过程中，均与供应商签署严格的保密协议，防止核心技术流失。

3. 经营模式

公司主要通过产品销售和作业服务两种模式开展业务。

产品销售业务是指公司向专业测井公司销售复合射孔器材。具体为：专业测井公司作为完井工程的总承包商，向石油公司提供射孔作业服务，公司则作为专业测井公司的分包商，向其销售复合射孔器材。销售复合射孔器材的主要流程为：公司技术研发人员和营销人员根据油气井的地质构造和油层结构等制定个性化射孔解决方案，得到石油公司确认并与专业测井公司协商后获得生产订单；获得订单后，公

司产品开发部负责开发和设计，确定设计图纸，交由射孔枪身生产商定制采购枪身，同时采购其他材料。最后，公司利用测试系统对采购器材进行检验和测试，确保质量后在油气田进行现场装配。

总的来看，公司采用以销定产的模式向专业测井公司提供个性化产品。公司复合射孔器材的生产制造过程本质上是以复合射孔技术为基础，对含能材料、射孔枪枪身和射孔弹等产品的组合与集成，具体的生产加工过程体现为部件检测和组装工艺。

作业服务模式是指公司通过购置测井、射孔及爆燃压裂作业所需的车辆、仪器等专业设备，并配备工程作业队伍，形成流动式的作业服务团队，在油田现场提供一揽子射孔服务，包括油气井地质考察、射孔方案和工艺设计、射孔器材供应、射孔施工等一系列工作。该模式下油公司是公司的直接客户。目前，公司组建了9支射孔作业队伍，在塔里木、长庆、南堡油田等国内市场开展射孔与生产测井业务，并逐步推广至印尼、苏丹等海外市场。

以上两种经营模式反映了公司以技术和市场为先导的经营策略，有力地提升公司复合射孔业务的整体竞争力。总的来看，公司经营业务的开展对于专业的作业队伍和核心的技术人才依赖性很强。

4. 产品销售

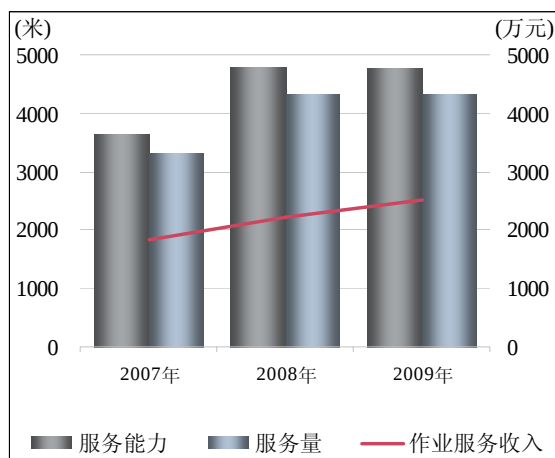
2007年~2009年，公司复合射孔器材产销量和射孔作业量持续增长，使得器材销售收入和作业服务收入逐年增加（表6和图2）。

表6 复合射孔器材产销量和收入情况

项目	2007年	2008年	2009年	2010年1-3月
产量（米）	55355.79	64627.16	86157.69	756.50
销量（米）	55355.79	64627.16	86157.69	756.50
产销率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
销售收入（万元）	13191.09	16327.41	19476.18	104.60

资料来源：公司提供。

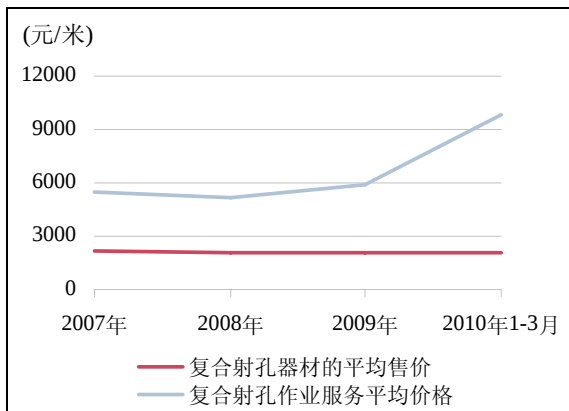
图2 公司射孔作业服务能力、服务量和收入情况



资料来源：公司提供。

从价格波动来看，公司器材销售和作业服务平均价格表现有所不同（如图3）。2007年~2009年，公司复合射孔器材销售价格小幅下降，主要是随着与客户合作的延续，公司为提升市场占有率，特别是稳定长期合作市场而作出的主动调整。公司在国内新兴油田区域如新疆油田和长庆油田扩大复合射孔作业服务社会化招标范围的机遇下，充分发挥自身的技术优势，参与市场竞争并取得了明显效果，使得作业服务价格得以提升。由于作业服务除供应器材外，还提供了考察、设计和施工等一揽子服务，其平均价格较单纯销售器材价格高出3000元/米以上。因此，公司将逐步向服务领域转型，从而获得更高的利润。

图3 公司射孔器材销售和复合射孔作业服务平均价格



资料来源：公司提供。

爆燃压裂增产服务是公司2009年新推出的服务品种。公司研发的燃爆压裂技术是一种燃爆技术与采油工艺相结合的增产技术，能有效地改造油气储层渗流条件、稳定和提高油气井产量。公司利用已建立的作业队伍，直接向油公司提供爆燃压裂作业服务。2009年，公司爆燃压裂增产服务收入为1693.78万元，未来将成为新的收入增长点。

目前，公司器材销售和作业服务均以国内为主。2009年，前五名销售客户分别为大庆油田、长庆油田、中原油田、印尼油田和新疆油田，合计收入22589.36万元，占当年总收入的85.21%，公司客户集中度很高，主要为国内三大石油公司的下属油田。

油田生产作业的计划性很强，一般来说，各大油田在年底制定次年的预算计划，并于次年第一季度下达油田设备采购和作业施工计划，而具体的生产作业（钻井、采油等）时间一般于第二季度开始。由于射孔作业需在钻井、固井、录井等作业完成后实施，是完井过程的最后一个环节，因此，油田客户实施射孔作业的时间通常主要在每年的下半年。在大庆油田等地处北方寒冷地区的油田，生产作业则更多地集中在下半年。为配合油田客户的生产作业进度，公司通常在每年的第一季度与其签署器材供应和作业服务的框架合同，并根据合同情况及油田生产作业进度备货。受油田客户生产作业的计划性和射孔作业所处的工序影响，公司的复合射孔器材销售和作业服务主要在下半年实施。相应地，公司业务收入也主要在下半年实现，因此，2010年一季度，公司仅实现营业收入243.25万元，占2009年全年的0.92%；2010年5月份，随着作业量的增加及结算期的到来，公司本部当月即实现营业收入513.42万元。

油田客户对其供应商的采购款结算和支付政策也具有很强的计划性，油田客户一般根据年初制订的采购计划在每年12月或次年年初支付当年的采购款。付款流程方面，测井公司是完井工程的总承包商，公司作为其分包商，一般

不直接面对油田客户。公司货款是在测井公司获得总工程款后，由测井公司支付。一般来说，公司在财务上确认收入到全部收到回款至少需三个月时间。

因此，若油田客户付款较多地延迟至次年年初（1至2月），则公司在当年年末时点的应收账款会相应增加。2009年，油田客户付款延迟的情况较为明显，导致当年应收账款同比增长140.28%，增幅远高于收入增幅（26.89%）。为加强公司应收账款的管理，公司在完善制度、加强管理等采取了一系列措施，如针对不同客户制订不同信用政策，以及对应收账款采取事前、事中和事后三个阶段的全面管理等，从而加速资金回笼，规避坏账风险。

综上所述，油田客户射孔作业主要在下半年至11月份进行，当年货款的支付则主要集中于当年12月至次年初。对公司而言，其费用支出（包括研发、设计、营销等在内的管理费用和销售费用）主要集中于上半年，确认收入则主要在下半年。以上原因导致公司一季度通常都出现亏损，2010年1~3月，公司营业利润为-1651.73万元。公司客户集中度高、收入季节性特征明显，经营业绩存在较大的季节性波动。

5. 经营效率

从经营效率指标看，2007年~2009年，公司存货周转次数和总资产周转次数比较稳定，三年平均值分别为2.67次和0.96次，2009年分别为2.57次和0.90次。2009年，受应收账款增幅较大的影响，公司销售债权周转次数有所下降，自2008年的6.22次降至3.83次。总体看，公司整体经营效率一般。

6. 未来发展

公司总体发展战略是立足于油田增产服务领域，专注油田增产新技术的推广，成为推动国内油气增产的重要力量。公司未来定位于以技术营销作为主线，逐步向服务领域转型。

公司的总体发展目标是，到2013年末，成

为国内油气增产领域最具品牌知名度的技术、产品和服务供应商，并成为在国际上具有一定影响力的油田增产服务公司。具体为：到2013年实现业务收入8亿元，保持30%的年复合增长率，并继续保持在复合射孔领域的龙头地位。

未来三年（2010~2012年）公司主要投资项目包括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以及研发中心和营销管理体系建设项目，总投资额为29800.00万元。公司未来几年投资支出较大，对外筹资压力将加重。除了自有资金和银行贷款，公司拟通过上市和发行集合票据来弥补资金缺口。目前，公司正在筹备创业板上市。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2007年~2009年财务报表已经信永中和会计师事务所有限责任公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司自2007年起执行财政部2006年颁布的《企业会计准则》（下称“新会计准则”）。2010年一季度财务报表未经审计。

截至2009年底，公司资产总额37021.68万元，所有者权益24242.10万元；2009年公司实现营业收入26509.02万元，利润总额5780.73万元。

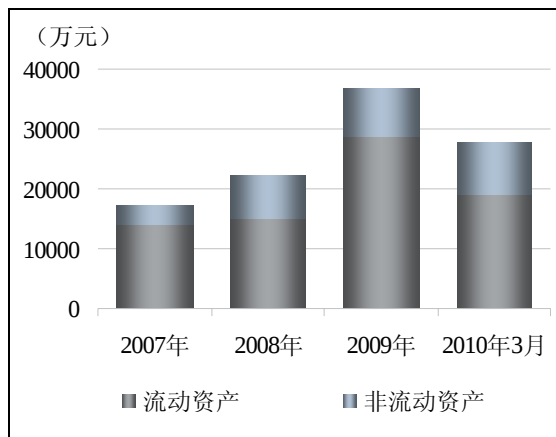
截至2010年3月底，公司资产总额27705.82万元，所有者权益21902.66万元；2010年1~3月公司实现营业收入243.25万元，利润总额-1626.95万元。

2. 资产质量

随着经营规模的不断扩大，公司资产稳步增长，2007年~2009年，公司资产总额年均增长46.93%，其中流动资产年均增长43.55%，非流动资产年均增长61.10%；截至2009年底，公司资产总额37021.68万元，其中流动资产占

77.92%，非流动资产占 22.08%。近三年公司资产结构有所波动，但总体以流动资产为主。

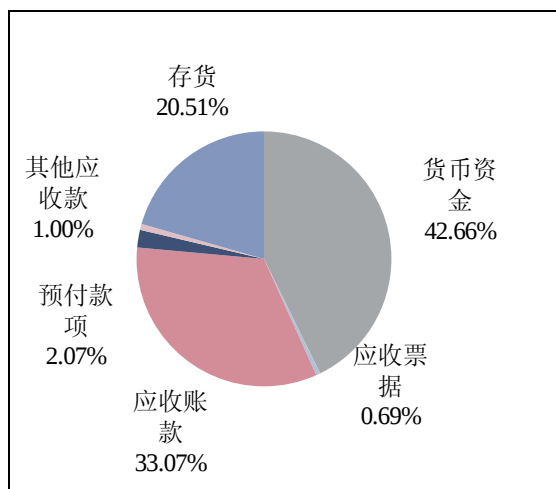
图 4 公司资产构成及增长情况



资料来源：公司年报

截至 2009 年底，公司流动资产 28845.66 万元，主要由货币资金、应收账款和存货构成，分别占 42.66%、33.07%和 20.51%。

图 5 公司 2009 年底流动资产构成情况



资料来源：公司年报

截至 2009 年底，公司货币资金 12306.07 万元，较 2008 年增长 125.53%，主要系 2009 年 9 月吸收股东增资款 8100 万元所致。

2009 年底公司应收账款余额为 9641.94 万元，较 2008 年增长 140.44%，主要是 2009 年油田客户付款延迟至 2010 年年初的情况较为明显。从帐龄结构来看，1 年以内占 98.59%，帐龄较短；2009 年公司前五名欠款单位合计占

应收账款的 61.16%（参见表 7），集中度较高。考虑到欠款单位主要为国内外大型油田及其下属单位，该类客户资金实力雄厚，信誉良好，公司应收账款坏账风险较低。2009 年，公司计提坏账准备 104.00 万元。

表 7 2009 年底公司应收账款前五名欠款单位

项 目	占比 (%)
大庆油田物资集团	24.70
印尼油田	17.79
中国石油集团测井有限公司	7.25
中国石油化工股份有限公司中原油田分公司物资供应处	6.19
中国石油集团长城钻探工程有限公司国际钻修公司	5.23
合计	61.16

资料来源：公司提供

总体看，公司应收账款客户金额期限分布合理，坏账风险较低，但是受行业因素影响，应收账款总体规模较大，对公司的资金经营周转造成了一定影响。

截至 2009 年底，公司存货为 5917.40 万元，全部为生产复合射孔器材所需的原材料，主要包括射孔枪类、火工品类和起爆器及相关配件，考虑到近三年上述原材料价格呈上升态势，公司未计提存货减值准备。

截至 2009 年底，公司非流动资产 8176.02 万元，主要为固定资产和无形资产，分别占 61.47%和 36.19%。

截至 2009 年底，公司固定资产原价 6030.88 万元，主要是生产设备（56.43%）和房屋建筑物（30.14%），2009 年公司累计计提折旧 1004.70 万元。近年来，为增强作业服务能力，公司购入钻机、测井车、测井仪器设备，导致固定资产净额大幅增加，2007 年~2009 年三年年均复合增长率为 51.77%。公司在建工程规模较小，其中 2008 年和 2009 年分别为 183.69 万元和 70.90 万元。

公司无形资产主要由土地使用权、软件和专利权构成，近三年年均复合增长 75.82%，主要来自 2008 年购入土地使用权的增加。2009 年底，公司无形资产为 2959.15 万元。

截至 2010 年 3 月底，公司资产总额 27705.82 万元，较 2009 年底减少 25.16%，主要是归还借款和支付材料款导致货币资金大幅减少所致；其中，流动资产占 68.72%，非流动资产占 31.28%，流动资产占比较 2009 年底有所下降，但整体资产构成变化不大。

总的来看，公司资产以流动资产为主，流动资产应收账款占比较高，考虑到应收账款坏账风险较低，整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

2007 年~2009 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率 65.93%，主要来自 2009 年资本公积和未分配利润的大幅增加。2009 年 9 月，公司股东张国桢、上海联新投资中心（有限合伙）、无锡 TCL 创动投资有限公司和陈立北以货币资金向公司增资 8100 万元，使得公司股本增加 900 万元，溢价部分（7200 万元）转入资本公积。

截至 2009 年底，公司所有者权益 24242.10 万元，较 2008 年增长 104.56%。其中主要以未分配利润、实收资本和资本公积为主，分别占 42.26%、20.21%和 31.22%，所有者权益稳定性一般。截至 2010 年 3 月底，公司所有者权益 21902.66 万元，较 2009 年底减少 9.65%，主要是年初分配利润所致。

2007 年~2009 年，公司负债规模年均复合增长 23.76%，低于同期资产增幅。截至 2009 年底，公司负债合计 12779.58 万元，主要是流动负债（占 98.44%）。截至 2010 年 3 月底，公司负债合计 5803.16 万元，较 2009 年底减少 54.59%，主要是归还短期借款和支付应付材料款所致。

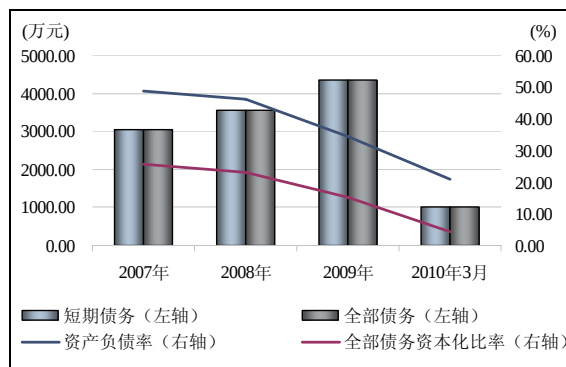
公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和应交税费构成，截至 2009 年底，分别占流动负债的 15.90%、18.67%、50.29%和 12.66%。其中，短期借款全部为抵押借款，2009 年底为 2000.00 万元；应付账款主要为应付原材料款项，随着公司经营规模不断扩大，原材

料采购需求持续增加，应付账款增幅较大，三年年均复合增长率为 55.96%。

公司非流动负债全部为专项应付款，2007 年~2009 年分别为 850.00 万元、850.00 万元和 200.00 万元。根据国家发展计划委员会会计高技[2001]2557 号文，中国节能投资公司于 2002 年 8 月拨付中央预算内基建投资 1000 万元给公司，用于石油勘探开发高效射孔技术产业化示范工程项目。2006 年 8 月中国节能投资公司根据节投[2002]64 号文，将上述款项划拨给中国环境保护公司作为资本金。公司将上述款项计入专项应付款，并与中国环境保护公司协议分期归还。

2007 年~2009 年，公司有息债务年复合增长 19.66%。截至 2009 年底，公司有息债务 4348.48 万元，全部为短期债务。截至 2010 年 3 月底，公司短期借款和应付票据均大幅减少，有息债务合计 1000.00 万元。

图 7 公司债务及变动情况



资料来源：公司年报

2007 年~2009 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率持续下降，三年加权平均值分别为 40.87% 和 19.67%，2009 年分别为 34.52% 和 15.21%；2010 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 20.95% 和 4.37%，指标继续下降。

总体看，公司债务以流动负债为主，债务负担轻。

4. 盈利能力

随着产品产销量的快速增加，公司营业收入和营业成本均呈现逐年增长趋势。2007年~2009年，公司营业收入年均复合增长28.04%，2009年为26509.02万元。公司营业成本和营业税金及附加年均复合增长率分别为27.02%和28.77%，与营业收入增长幅度基本一致。

从各板块的毛利率来看，2007年~2009年，受产品销售价格小幅下降和主要原材料采购价格上升较快等因素影响，公司复合射孔器材销售业务毛利率呈现持续下降趋势，但整体上仍维持较高水平；公司复合射孔作业服务单位价格均保持在高位且有所提高，使得该业务板块毛利率持续上升；此外，2009年公司新推出的爆燃压裂增产服务提高油气产量效果显著，具有广阔的市场前景且毛利率较高。2007年~2009年，公司营业利润率分别为46.84%、45.94%和47.65%，基本保持稳定。总的来看，公司盈利能力较强。

表8 公司各板块毛利率情况（单位：%）

项 目	2007年	2008年	2009年	2010年1-3月
复合射孔器材销售	48.71	44.05	43.67	27.29
射孔-测井一体化作业服务	52.03	62.75	65.03	81.98
爆燃压裂增产服务	--	--	81.51	44.56
其他技术服务	100.00	100.00	100.00	60.34
危爆品运输及代理销售	20.80	44.44	29.47	--
其他业务	10.19	16.69	4.40	--
合计	47.96	47.15	48.78	47.79

资料来源：公司提供

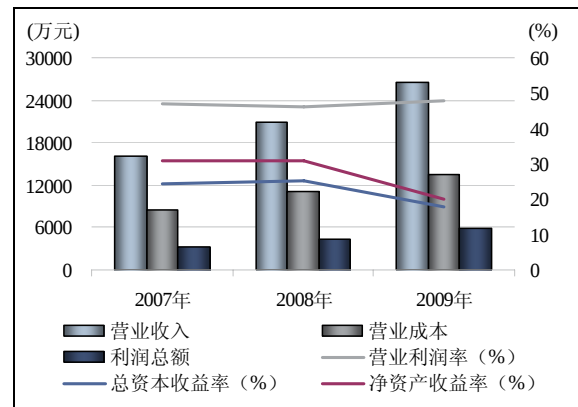
公司期间费用主要为销售费用和管理费用。目前公司处于快速发展阶段，出于扩大业务规模、增强营销能力、开发和推广新产品的需要，销售费用和管理费用支出逐年增加。2007年~2009年，公司期间费用占营业收入的比重分别为26.15%、26.28%和26.71%，占比较大。

2007年~2009年，公司营业外收入规模较小，2009年为299.09万元；营业外收入主要来自政府补助，其中2009年为293.00万元。

受益于营业收入的增加，2007年~2009年

公司利润总额和净利润均保持较快增长，其中2009年分别为5780.73万元和4891.42万元。从盈利指标看，公司净资产收益率有所下降，总资产收益率在波动中有所下降，2009年分别为20.18%和17.97%。

图8 公司盈利情况



资料来源：公司年报

受油田客户生产作业季节性和射孔作业工序影响，公司复合射孔器材销售和作业服务主要在下半年实施，相应地，公司收入也主要体现在下半年。2010年1~3月，公司实现营业收入243.25万元，占2009年全年的0.92%；公司营业利润率为45.36%，仍保持在较高水平。由于公司费用支出集中于上半年，其中2010年一季度销售费用和管理费用支出分别占2009年全年的26.19%和25.16%。费用的投入与营业收入的不匹配导致2010年一季度公司营业利润和利润总额均为负值，分别为-1651.73万元和-1626.95万元。

总的来看，公司紧抓国内油气需求和石油勘探开发投资不断扩大的机遇，不断提高增产作业服务能力，使得收入和利润持续增长，盈利能力均保持较高水平。但是，受收入季节性波动的影响，公司经营业绩在年度内体现出不平衡特点，总体情况是下半年好于上半年。公司经营业绩的季节性波动，对其经营计划的合理安排构成一定影响。

5. 现金流

从经营活动看，公司经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金。随着经营规模的扩大，2007年~2009年，公司经营活动现金流入年均复合增长13.57%，低于同期营业收入的增幅。公司油田客户生产作业一般于每年第二季度开始，并在每年12月或延迟到次年年初支付当年的采购款，集中支付特点非常明显。采购款延迟到次年年初支付导致公司每年年底应收账款规模较大。2007年~2009年，公司收入现金比分别为109.07%、96.10%和86.36%。2010年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为4093.67万元，主要为2009年的销售回款，收入现金比为1682.92%。总的来看，公司收入实现集中于每年12月至次年年初（1月至2月），收入现金比的高低不能完全反映其收入实现质量。

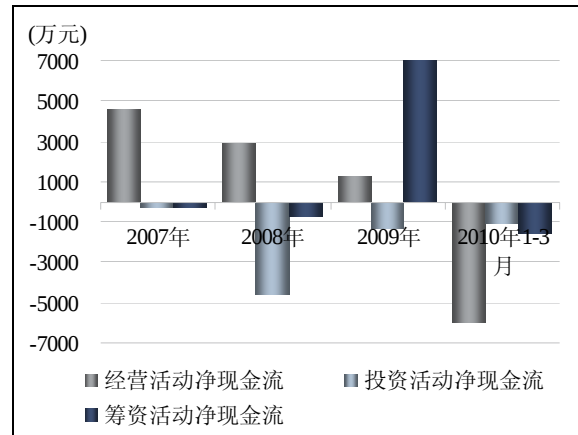
公司经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金，2007年~2009年，该项支出年均复合增长25.97%。公司开展业务所支付的管理费用、销售费用等支出规模也持续增加，主要反映在支付的其他与经营活动有关的现金，三年年均复合增长27.70%。经营活动现金流出的快速增长导致公司经营活动现金流量净额呈下降趋势，分别为4588.44万元、2909.14万元和1223.31万元。2010年1~3月，公司经营活动现金流出规模较大，导致经营活动现金流量净额为-5945.02万元。

从投资活动看，2007年~2009年公司投资活动均呈现现金的净流出，主要为购建固定资产和无形资产支付的现金，其中2008年支出较大，为4605.99万元，主要为测井车、钻机等主要增产作业设备的购置投入，以及购买分别位于西安高新开发区和山东蓬莱经济开发区的两宗土地使用权的支出。2009年和2010年1~3月，公司投资活动现金流量净额分别为-1341.90万元和-1072.48万元。

2007年~2009年，公司筹资活动前现金流量净额分别为4271.17万元、-1704.00万元和

-118.59万元，2010年1~3月为-7017.49万元，公司经营活动产生的现金流量净额逐渐不能满足投资的需要，对外部融资的需求有所提高。

图9 公司现金流情况



资料来源：公司年报

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入主要是银行借款和吸收股东投资，筹资活动现金流出主要表现为偿还借款。2009年由于公司吸收股东资金投入8100万元，使得筹资活动产生的现金流量净额由2008年的-713.21万元转为6968.14万元。2010年1~3月，公司筹资活动产生的现金流量净额-1615.38万元。

总体看，受油田客户生产作业计划性及集中结算支付政策的影响，公司经营活动获取现金能力一般。近年来随着经营规模的扩大，公司资本支出规模较大，外部筹资需求有所提高。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2007年~2009年，公司流动比率和速动比率保持较高水平，2009年分别为229.31%和182.27%，2010年3月底分别为339.82%和217.90%；2007年~2009年，公司经营现金流动负债比有所下降，三年加权平均值为26.44%，2009年为9.72%，指标偏低。考虑到公司流动负债中短期有息债务占比较低（占34.57%），且2009年底公司现金类资产较充足，总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2007年~2009年，公司EBITDA分别为3717.85万元、4875.10万元和

6607.83万元，年均复合增长33.32%；公司债务负担轻，EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA均保持较好水平，2009年分别为26.89倍和0.66倍。公司对全部债务保障程度高。

截至2010年3月底，公司获得东亚银行、建设银行及国家开发银行（委托贷款）授信额度4000万元，其中3000万元未使用。

截至2010年3月底，公司无对外担保事项。

八、本期集合票据偿债能力分析

公司计划发行集合票据3600万元，是公司2010年3月底全部债务的3.60倍，对现有债务影响大。以2010年3月底财务数据为基础，本期集合票据发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率和全部债务资本化比率将升至30.04%和17.36%，债务负担仍较轻。

2007年~2009年，公司现金类资产分别为本期集合票据的2.24倍、1.55倍和3.47倍，公司现金类资产对本期集合票据覆盖程度较好。

2007~2009年，公司经营活动现金流入量为本期集合票据的5.14倍、5.68倍和6.62倍，经营活动现金流量净额为本期集合票据的1.27倍、0.81倍和0.34倍，经营活动现金流入量对计划发行的集合票据覆盖程度较高。2007~2009年，公司EBITDA/本期发债额度分别为1.03倍、1.35倍和1.84倍，公司EBITDA对本期集合票据保障程度高。

九、综合评价

油田增产服务行业与石油天然气行业的发展状况以及石油天然气勘探开发投资的支出规模密切相关。作为国内复合射孔器材供应市场的龙头企业，公司专注于油田增产技术的研发、产品推广和作业服务，未来发展前景良好。

公司技术研发能力较强，其国内复合射孔业务份额多年稳居复合射孔细分行业第一，竞争优势明显。近年来受益于国内油气需求和石

油勘探开发投资的不断扩大，公司资产及收入规模均实现稳步增长。但受该行业收入季节性特征明显的影响，公司经营业绩在年度内存在较大的季节性波动。

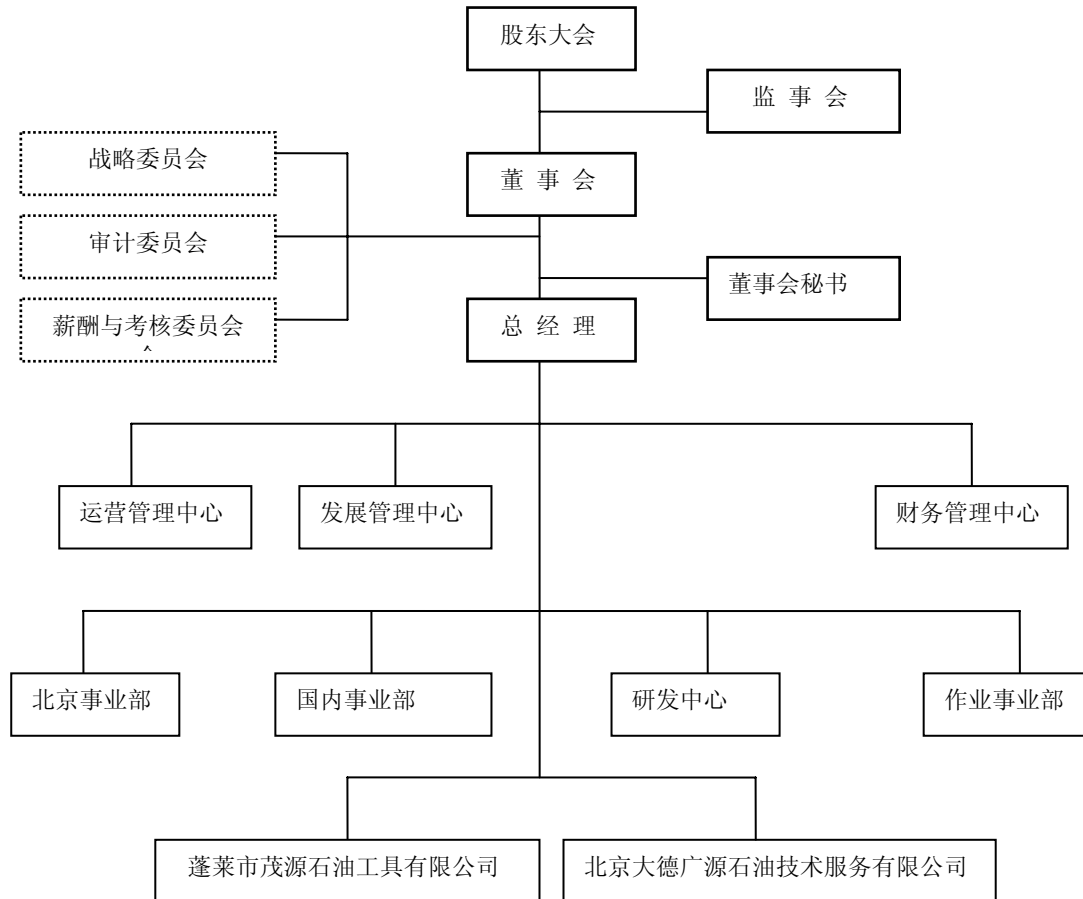
公司资产以流动资产为主；受油田客户生产作业计划性及集中结算支付政策的影响，经营活动获取现金能力一般。公司整体盈利能力较强，债务负担轻，对全部债务保障能力强。

总体看，公司主体信用风险一般。

附件 1-1 截至 2009 年底公司股权结构

股东名称	持有股份数（股）	持股比例（%）
张国桢	15,380,387.00	31.3885
上海联新投资中心	7,552,402.00	15.4131
吴堉衍	6,527,051.00	13.3205
上海浩耳实业发展有限公司	3,300,000.00	6.7347
张晓龙	2,556,839.00	5.2180
无锡 TCL 创动投资有限公司	2,500,000.00	5.1020
陈立北	2,100,000.00	4.2857
黄建庆	1,709,180.00	3.4881
陈进华	1,461,159.00	2.9820
张志坚	1,272,511.00	2.5970
天津多采石油天然气技术开发有限公司	1,095,868.00	2.2365
任延忠	1,027,514.00	2.0970
王涛	807,700.00	1.6484
刘荫忠	524,700.00	1.0708
刘忠伟	365,289.00	0.7455
周志华	304,700.00	0.6218
田毅	304,700.00	0.6218
车万辉	100,000.00	0.2041
姚江	55,000.00	0.1122
陈琰	55,000.00	0.1122
合 计	49,000,000.00	100.00

附件 1-2 截至 2009 年底公司组织结构图



附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动资产：					
货币资金	7873.73	5456.52	12306.07	25.02	3673.20
交易性金融资产					
应收票据	197.00	140.00	200.00	0.76	330.00
应收账款	2407.42	3969.49	9537.95	99.05	5077.24
预付款项	156.24	607.78	597.90	95.62	2207.20
应收利息					
应收股利					
其他应收款	208.44	234.79	286.34	17.21	921.92
存货	3155.16	4649.39	5917.40	36.95	6831.15
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	13997.99	15057.98	28845.66	43.55	19040.71
非流动资产：					
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	2182.02	3875.29	5026.18	51.77	5436.68
在建工程		183.69	70.90		211.61
工程物资					
无形资产	957.23	2924.44	2959.15	75.82	2902.18
开发支出					
商誉					
长期待摊费用			95.49		90.32
递延所得税资产	11.12	14.74	24.31	47.82	24.31
其他非流动资产					
非流动资产合计	3150.37	6998.15	8176.02	61.10	8665.11
资产总计	17148.36	22056.13	37021.68	46.93	27705.82

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动负债：					
短期借款	1800.00	1800.00	2000.00	5.41	1000.00
交易性金融负债					
应付票据	1237.00	1763.78	2348.48	37.79	
应付账款	2600.73	4491.59	6325.66	55.96	4718.57
预收款项		74.00			
应付职工薪酬	70.84	96.44	153.04	46.98	139.07
应交税费	1713.23	1067.27	1593.11	-3.57	-261.96
应付利息					
应付股利					
其他应付款	71.63	62.37	159.30	49.13	7.48
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	7493.43	9355.45	12579.58	29.57	5603.16
非流动负债：					
长期借款					
应付债券					
长期应付款					
专项应付款	850.00	850.00	200.00	-51.49	200.00
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	850.00	850.00	200.00	-51.49	200.00
负债合计	8343.43	10205.45	12779.58	23.76	5803.16
所有者权益：					
实收资本(或股本)	4000.00	4000.00	4900.00	10.68	4900.00
资本公积	366.13	367.88	7567.88	354.64	7567.88
减：库存股					
盈余公积	690.64	1046.79	1530.00	48.84	1530.00
未分配利润	3738.65	6436.01	10244.23	65.53	7904.78
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	8795.42	11850.68	24242.10	66.02	21902.66
少数股东权益	9.51			-100.00	
所有者权益合计	8804.93	11850.68	24242.10	65.93	21902.66
负债和所有者权益总计	17148.36	22056.13	37021.68	46.93	27705.82

附件 3 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~3 月
一、营业收入	16170.15	20890.92	26509.02	28.04	243.25
减: 营业成本	8415.03	11041.04	13577.41	27.02	127.01
营业税金及附加	180.42	253.55	299.18	28.77	5.91
销售费用	2249.31	3070.34	4439.74	40.49	1162.59
管理费用	1760.59	2168.13	2374.57	16.14	597.55
财务费用	219.14	252.05	265.78	10.13	1.92
资产减值损失	-40.59	15.45	63.79		
加: 公允价值变动收益					
投资收益					
二、营业利润	3386.25	4090.36	5488.55	27.31	-1651.73
加: 营业外收入	148.29	218.10	299.09	42.02	25.00
减: 营业外支出	277.31	4.10	6.91	-84.21	0.21
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	3257.23	4304.36	5780.73	33.22	-1626.95
减: 所得税费用	535.85	648.61	889.31	28.83	
四、净利润	2721.38	3655.75	4891.42	34.07	-1626.95
其中: 归属于母公司的净利润	2721.93	3653.52	4891.42	34.05	-1626.95
少数股东损益	-0.55	2.23		-100.00	

附件 4-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~3 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	17637.43	20075.92	22892.72	13.93	4093.67
收到的税费返还	63.25	51.83	36.68	-23.85	85.41
收到其他与经营活动有关的现金	788.39	336.48	916.00	7.79	50.05
经营活动现金流入小计	18489.07	20464.22	23845.40	13.57	4229.13
购买商品、接受劳务支付的现金	8996.83	9826.48	14275.64	25.97	5589.32
支付给职工以及为职工支付的现金	932.46	1061.71	1371.37	21.27	393.23
支付的各项税费	983.49	2847.61	2102.68	46.22	1716.06
支付其他与经营活动有关的现金	2987.85	3819.29	4872.40	27.70	2475.53
经营活动现金流出小计	13900.62	17555.09	22622.09	27.57	10174.14
经营活动产生的现金流量净额	4588.44	2909.14	1223.31	-48.37	-5945.02
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	10.73	0.65	4.26	-37.01	
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	10.73	0.65	4.26	-37.01	
购建固定资产、无形资产等支付的现金	328.00	4605.99	1336.16	101.83	1072.48
投资支付的现金					
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	328.00	4613.79	1346.16	102.59	1072.48
投资活动产生的现金流量净额	-317.27	-4613.14	-1341.90	105.66	-1072.48
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	632.14		8100.00	257.96	
取得借款收到的现金	2090.00	3950.00	4480.00	46.41	1000.00
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	2722.14	3950.00	12580.00	114.97	1000.00
偿还债务支付的现金	2490.00	3950.00	4930.00	40.71	2000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	511.55	693.17	670.41	14.48	615.38
支付其他与筹资活动有关的现金		20.04	11.45		
筹资活动现金流出小计	3001.55	4663.21	5611.86	36.74	2615.38
筹资活动产生的现金流量净额	-279.41	-713.21	6968.14		-1615.38
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	3991.77	-2417.21	6849.55	30.99	-8632.87
加: 期初现金及现金等价物余额	3881.96	7873.73	5456.52	18.56	12306.07
六、期末现金及现金等价物余额	7873.73	5456.52	12306.07	25.02	3673.20

附件 4-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~3 月
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动					
债务转为资本					
一年内到期的可转换公司债券					
融资租入固定资产					
其他					
二、将净利润调节为经营活动的现金流量					
净利润	2721.38	3655.75	4891.42	34.07	-1626.95
加: 计提的资产减值准备	-40.59	15.45	63.79		
固定资产折旧	167.26	191.22	337.98	42.15	124.55
无形资产摊销	118.09	177.47	236.05	41.38	65.35
长期待摊费用摊销	0.00	1.32	7.33		5.17
待摊费用减少(减:增加)					
预提费用增加(减:减少)					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	276.67	4.05	6.91	-84.20	0.21
固定资产报废损失		0.05			
财务费用	175.28	266.76	249.39	19.28	4.20
投资损失(减:收益)					
递延所得税资产减少(减:增加)	-3.41	-3.61	-9.57	67.58	
存货的减少(减:增加)	-710.79	-1494.22	-1268.01	33.56	-913.75
经营性应收项目的减少(减:增加)	777.73	-2680.88	-5459.16		2008.54
经营性应付项目的增加(减:减少)	1106.83	2775.78	2167.18	39.93	-5612.33
其他					
经营性活动产生的现金流量净额	4588.44	2909.14	1223.31	-48.37	-5945.02
三、现金及现金等价物净增加情况					
现金的期末余额	7873.73	5456.52	12306.07	25.02	3673.20
减: 现金的期初余额	3881.96	7873.73	5456.52	18.56	12306.07
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	3991.77	-2417.21	6849.55	30.99	-8632.87

附件 5 主要财务指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年	平均值	2010 年 3 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	6.21	6.22	3.83	5.02	--
存货周转次数(次)	2.67	2.83	2.57	2.67	--
总资产周转次数(次)	0.94	1.07	0.90	0.96	--
现金收入比(%)	109.07	96.10	86.36	93.82	1682.92
盈利能力					
营业利润率(%)	46.84	45.94	47.65	46.98	45.36
总资本收益率(%)	24.46	25.02	17.97	21.38	--
净资产收益率(%)	30.91	30.85	20.18	25.52	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	25.65	23.12	15.21	19.67	4.37
资产负债率(%)	48.65	46.27	34.52	40.87	20.95
偿债能力					
流动比率(%)	186.80	160.95	229.31	200.30	339.82
速动比率(%)	144.70	111.26	182.27	153.45	217.90
经营现金流动负债比(%)	61.23	31.10	9.72	26.44	--
EBITDA 利息倍数(倍)	21.21	24.29	26.89	24.97	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.82	0.73	0.66	0.71	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	1.41	-0.48	-0.03	0.12	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	24.37	-8.49	-0.48	2.09	--
本期债券偿债能力					
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.03	1.35	1.84	1.53	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	5.14	5.68	6.62	6.04	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.27	0.81	0.34	0.67	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	1.19	-0.47	-0.03	0.08	--

注：2010 年 3 月报表未经审计。

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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

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

信用等级公告

联合[2010] 421 号

联合资信评估有限公司通过对西安曲江文化旅游（集团）有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

西安曲江文化旅游（集团）有限公司
主体长期信用等级为

A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年七月二十八日



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

电话：(010) 85673006

传真：(010) 85673228

邮编：100022

网址：www.lianhecreditratings.com.cn

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）与西安曲江文化旅游（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文化旅游（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，未因西安曲江文化旅游（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文化旅游（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、西安曲江文化旅游（集团）有限公司主体长期信用等级自 2010 年 7 月 28 日至 2011 年 7 月 27 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一零年七月二十八日
信用评级业务专用章

西安曲江文化旅游（集团）有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：A⁻
评级展望：稳定
评级时间：2010 年 7 月 28 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 3 月
资产总额(万元)	27958.95	46594.79	171320.86	207458.08
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	5624.96	24963.96	25452.33	42520.93
长期债务(万元)	0.00	0.00	16000.00	54660.00
全部债务(万元)	0.00	1000.00	26700.00	63360.00
营业收入(万元)	15962.37	27316.43	34650.36	9248.14
利润总额(万元)	3421.12	4631.07	2540.96	-776.08
EBITDA(万元)	3919.08	6222.50	6881.95	--
经营性净现金流(万元)	13034.66	2763.02	53682.76	-7202.46
营业利润率(%)	80.56	68.39	31.62	27.54
净资产收益率(%)	48.54	15.44	7.99	--
资产负债率(%)	79.88	46.42	85.14	79.50
全部债务资本化比率(%)	0.00	3.85	51.20	59.84
流动比率(%)	35.69	103.24	92.33	121.97
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	0.16	3.88	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.49	0.78	0.86	--

注：公司从 2009 年开始执行《企业会计准则（2006）》。2010 年一季度数据未经审计。

分析师

王 佳

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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对西安曲江文化旅游（集团）有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为曲江新区旅游和文化产业的龙头企业之一，在产业前景、地理位置、外部环境、业务布局等方面的优势。同时联合资信也关注到旅游行业波动性、公司债务负担重等因素对公司经营带来的负面影响。

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

优势

1. 公司开发经营的旅游景区及项目主要集中在西安市曲江新区，曲江新区地理位置优越，旅游资源丰富，外部环境良好。
2. 公司股东西安曲江文化产业投资（集团）有限公司作为曲江新区建设的主要承担者，在资产注入等方面给予公司较大支持。
3. 公司拥有较为完善的旅游服务链条和全面配套能力，整体竞争优势明显。
4. 公司拥有丰富的旅游景区开发管理经验，在人才队伍及品牌信誉方面具有较强的竞争优势。

关注

1. 旅游行业易受宏观经济环境以及突发公共事件的影响，行业发展波动性较大。
2. 目前公司债务负担重，在建项目未来投资规模较大，公司资本支出压力将进一步加大。
3. 公司经营性净现金流波动较大。

一、主体概况

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

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

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

2010 年 1 月 11 日西安曲江文化产业投资（集团）有限公司以唐集市资产 17900 万元增资，截至目前，公司注册资本变更为 35400 万元。

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

公司本部设有企业管理部、经营策划部、投资管理部、财务管理部、人力资源部和总经

理办公室等六个职能部门。公司拥有四家全资子公司。

截至 2009 年底，公司资产总额 171320.86 万元，所有者权益 25452.33 万元；2009 年实现营业收入 34650.36 万元，利润总额 2540.96 万元。

截至 2010 年 3 月底，公司资产总额 207458.08 万元，所有者权益 42520.93 万元；2010 年 1~3 月实现营业收入 9248.14 万元，利润总额 -776.08 万元。

公司注册地址：西安芙蓉西路 99 号，法定代表人：贾涛。

二、本期集合票据概况

公司计划于 2010 年发行集合票据 8000 万元，期限 3 年。本期集合票据发行所募集资金的 50%（4000 万元）用于补充公司经营性流动资金需要，主要用于公建管理、景区管理及酒店餐饮的水电费用、养护维修及物料消耗，以及各景区新增提升经营项目的经营性流动资金需求，以保证各项经营业务的顺利开展；本期集合票据发行所募集资金其余 50%（4000 万元）将用于偿还公司现有部分银行贷款，以降低银行贷款规模，提高直接融资比例，改善并优化公司融资结构。

三、行业分析

1. 中国旅游业发展现状

概况

中国旅游业自 1978 年作为一个经济产业起步以来，经过近 30 年的发展，产业形象日益鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。根据国家旅游局统计数据，2008 年，中国国内旅游人数、入境旅游人数和出境旅游人数分别为 17.10 亿人次、1.30 亿人次和 0.46 亿人次，分别同比增长 6.21%、-1.40% 和 11.93%。同年，

中国继续保持全球最大的国内旅游市场、第四大入境旅游接待国（前三位分别为法国、西班牙和美国）和亚洲最大出境旅游客源国的地位。

根据国家旅游局统计数据显示，2009 年，中国实现旅游总收入 1.29 万亿元，同比增长 11.3%。其中，国内旅游人数和收入分别达到 19.02 亿人次和 1.02 万亿元，同比增长 11.1% 和 16.4%；入境旅游人数和入境旅游外汇收入分别为 1.26 亿人次和 397 亿美元，同比下降 2.7% 和 2.9%；出境旅游人数 4766 万人次，同比增长 4.0%。总体看，2009 年，国民旅游消费持续旺盛，在此驱动下，国内旅游表现突出，中国旅游三大市场依然保持国内升、出境升、入境降的“两升一降”的格局，但是入境旅游降幅逐季度持续收窄，8 月入境游客和旅游外汇收入首次实现了双双正增长，反弹回升趋势逐步明朗。

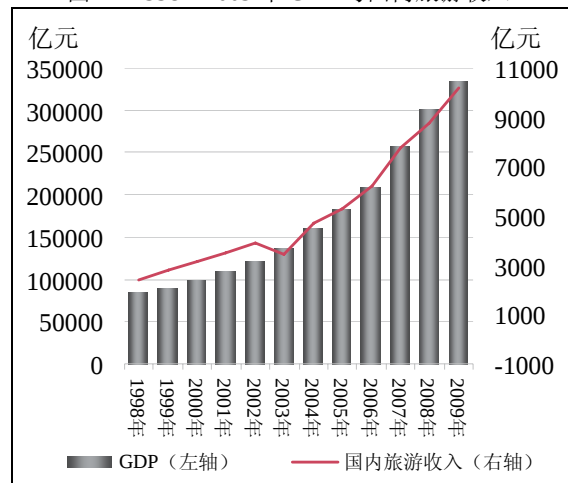
发展现状

近十年，随着国民经济健康快速的增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场呈逐步放大趋势。从旅游业的发展规律看，GDP 的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。近年来，中国 GDP 及城乡居民收入的稳定、快速增长直接推动了旅游行业的快速启动，国内出游人数和旅游总收入总体保持稳步增长趋势。但需要注意的是，2003 年由于受到 SARS 的影响，中国国内旅游人数以及旅游收入同期呈现负增长（参见图 1 和图 2），显现出行业对外部环境存在较强的敏感性，容易受到各种突发事件影响。从其后几年的恢复情况看，旅游行业又体现出一定的韧性，在受到各类突发事件和自然灾害冲击后，能够在较短时间内得以恢复。

近两年，中国自然灾害和突发事件频发，全球金融危机也在 2008 年下半年逐渐传导入国内，但中国国内旅游市场依然保持了较为平稳的发展态势。2008 年，国内旅游人数为 17.10 亿人次，同比增长 6.21%，同期实现国内旅游

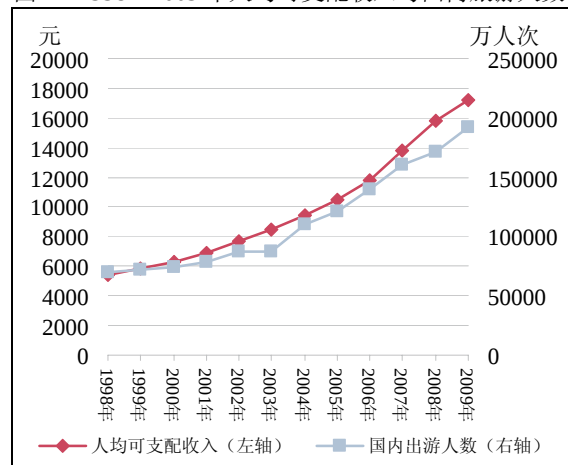
收入 8749.00 亿元，同比增长 12.59%；2009 年，国内旅游出现恢复性增长，国内旅游人数 19.02 亿人次，同比增长 11.1%，国内旅游收入 1.02 万亿元，同比增长 16.4%。中国国内旅游的持续增长，反映出国内宏观经济运行相对平稳，且国内居民出游欲望仍较为强烈，出游消费已呈现出一定的惯性。

图 1 1998~2009 年 GDP 与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

图 2 1998~2009 年人均可支配收入与国内旅游人数



数据来源：国家旅游局和国家统计局

政策环境

中国旅游业作为第三产业的主要支柱产业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。国家在“十一五”规划中曾明确提出要“促进服务

业加快发展”，“积极发展文化、旅游、社区服务等需求潜力大的产业”。2006年，全国旅游工作会议又确定中国旅游业未来五年规划发展目标是把旅游业培育成国民经济重要产业，同时为建设世界旅游强国夯实基础。

2008年，受全球金融危机波及，中国旅游三大市场也呈现出增长放缓甚至是负增长趋势。为了拉动旅游内需，2009年上半年，国家旅游局和中央有关部门陆续提出了“全国乡村旅游倍增计划”、“国民休闲计划”、“旅游促进就业行动计划”等刺激计划，旨在结合国家扩大内需政策，采取具体措施倡导奖励旅游（对优秀员工）、福利旅游（对低收入群体，企业可把奖励旅游、福利旅游支出列入其经营成本）等方式，引导国民休闲旅游沿着正常、安全、持续的方向发展。与此同时，各省市地区也根据自身实际情况特点推出了具有针对性的发展战略，通过发行旅游消费券、减免景区门票收费等方式增加旅游市场的有效需求。

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

2. 西安市文化旅游业发展现状

旅游业已成为西安经济发展的支柱产业和非外贸创汇的主要来源。全市拥有年接待游客10万人以上的景区20多个，国家4A级景区9个，星级宾馆72家，其中五星级宾馆4家，四星级宾馆13家。西安市首批获得了“中国优秀旅游城市”称号。

西安旅游资源得天独厚，是海内外著名的世界历史文化名城之一。西安所在的关中地区素有“中华民族摇篮”之誉，不仅是中华民族的重要发祥地，也是整个亚洲重要的人类起源地和史前文化中心之一。有着3100多年的建城史，先后有周、秦、汉、唐等13个王朝在这里建都，曾经是中国政治、经济文化中心和最早对外开放的城市，闻名遐尔的“丝绸之路”就

是以西安为起点的，是与雅典、罗马、开罗齐名的世界著名历史古都。1981年联合国教科文组织把西安确定为“世界历史名城”。

西安市境内有重点文物保护单位314处，其中，国家级和省级重点文物保护单位84处，古遗址、陵墓4000多处，出土文物12万余件，许多是国内仅有、世界罕见的稀世珍宝。秦始皇兵马俑坑被誉为“世界第八大奇迹”。汉长安城遗址、唐大明宫遗址、大雁塔、小雁塔、曲江池、西安碑林、明西安城墙、钟楼、鼓楼、化觉巷清真寺及西安旅游区内的黄帝陵、汉茂陵、汉阳陵、唐乾陵、唐昭陵、法门寺等景点驰名中外。杨虎城办公处（今省政府院内）、张学良公馆（今建国路）、止园（今青年路）和高桂滋公馆（今建国路）等西安事变旧址均为全国重点文物保护单位，北新街七贤庄的八路军驻陕办事处旧址至今仍是国内外旅游者参观、学习的革命旧址之一。自然景观资源则以与人文景观相互交融为特色，境内及附近有西岳华山、终南山、太白山、王顺山、骊山华清池、楼观台、美陂湖、蓝田溶洞等风景名胜

2009年西安市接待海外旅游者672909人次，同比增长6.47%（全国接待海外旅游者增长为负数），创汇3.9亿美元，同比增长8.6%，接待国内游客3862万人次，同比增长22%（全国接待国内游客增长为11%），国内旅游收入266.35亿元，同比增长24%，旅游业总收入297.4亿元，同比增长22.12%。

总体看，西安市旅游产业反弹向好趋势明朗，西安市旅游资源丰富，基础配套设施齐备，旅游产品成熟，这都将为当地旅游业的发展提供巨大的增长潜力。

3. 曲江文化旅游业发展现状

曲江新区是经国务院批准的以旅游、度假、文化、商贸为主的省级新型开发区，位于西安城区东南部，近期规划面积15.88平方公里，远期规划面积47平方公里。曲江新区开发

建设是西安确立旅游产业战略的重大举措，是西安建设国际旅游名城，华夏历史文化园的重要板块。

曲江新区拥有丰富的旅游资源，区内有秦二世陵、汉宣帝杜陵、唐城墙遗址、大慈恩寺、大雁塔、曲江寒窑等文物古迹；建成开放大雁塔北广场、大唐芙蓉园、曲江海洋馆等旅游项目；拥有西安曲江水厂、西安南郊水厂等西北稀缺的水资源；拥有科教文化、商贸会展等众多城市资源。曲江新区不仅是陕西省和西安市振兴旅游的重大工程，也是未来西安城市发展的重点区域。

曲江文化产业核心区重点建设六大遗址公园：唐大慈恩寺遗址公园、大唐芙蓉园遗址公园、唐城墙遗址公园、唐曲江池遗址公园、曲江寒窑遗址公园、秦二世陵遗址公园。同时以大唐不夜城文化商业MALL、曲江国际会展中心产业园等文化商业设施为依托，构建集文博览、文化体验、现代商业、演艺休闲等为一体的综合性文化旅游区。并在曲江外围辐射区着力打造三大景区：以道教文化与自然山水相融合的楼观台文化旅游景区；以佛教文化和生态农业相结合的法门寺文化旅游景区；以文物观光和现代休闲相结合的大明宫遗址公园旅游景区。

据最新统计，曲江旅游年接待市民游客量由2007年的1820万人次增长至2009年的2400万人次；旅游综合收入由4.5亿元增长至6.8亿元，年平均增幅达到21.5%。

总体看，曲江新区作为西安市重点打造的综合性文化旅游区，地理位置优越，旅游资源丰富，目前核心景区及部分商业配套设施已建成并投入运营，经营状况良好。未来随着区内商业及相关配套设施的完善，产业聚集效应将进一步显现。

四、基础素质分析

1. 企业规模与竞争力

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。2009年，旅游集团荣获“西安经济最具影响力品牌”等荣誉称号；大唐芙蓉园相继荣获“陕西省青年文明号”、“陕西省平安景区”等荣誉称号，并于2010年1月获得“中国驰名商标”称号，成为西北地区唯一获此殊荣的旅游类商标。

2. 人员素质

公司拥有董事、监事及高层管理人员共10人，其中，高层管理人员4人，分别为总经理1人、副总经理2人、总经理助理1人。

公司董事长姜波先生，本科学历，先后担任西安高科集团公司副总会计师，天地源股份有限公司（上市公司）总经理，上海银晨集团公司副总经理，现担任西安文化旅游（集团）有限公司董事长。

公司董事、总经理贾涛先生，本科学历，先后参与深圳锦绣中华景区、成都野生世界景区、西安大唐芙蓉园景区的经营管理，从事旅游业逾17年，现担任西安文化旅游（集团）有限公司总经理，并荣获2008年度西安十大杰出青年称号。

公司现有员工3058人，从学历构成来看，大专以下学历占比60.79%、大专学历占比24.89%、本科及以上学历占比14.32%。

总体来看，公司高管人员具有较高的专业背景和丰富的管理经验，整体素质较高，有助于公司获取政府支持的进一步落实。公司在职

人员学历构成合理，能够很好的满足日常工作需要。

3. 股东实力

曲江文化投资集团是经西安市人民政府市政函【1998】7号文件批准，于1998年4月由西安曲江新区管理委员会出资设立的国有独资有限公司，是曲江新区建设的主要承担者。曲江文化投资集团原名西安曲江新区发展有限公司，于2005年更名为现名，目前注册资本人民币42亿元。曲江文化投资集团最高权力机构为公司董事会，董事长和总理由西安市副市长段先念兼任。

曲江文化投资集团主营范围包括文化体育设施、景区、游乐设施及基础设施、旅游项目、旅游产品、房地产、交通设施、康复保健设施、餐饮设施的开发、经营，对曲江新区范围内的公用配套设施进行物业管理及相关设施租赁服务。

目前，曲江文化投资集团下辖10个全资子公司：西安曲江建设（集团）有限公司、西安曲江文化旅游（集团）有限公司、西安曲江国际会展（集团）有限公司、西安曲江影视投资（集团）有限公司、西安曲江文化演出（集团）有限公司、西安曲江秦腔剧院有限责任公司、西安曲江出版传媒有限公司、西安曲江大唐不夜城文化商业有限公司、西安曲江职业围棋有限公司、西安曲江大明宫投资（集团）有限公司；控股企业3个：陕西文化产业投资控股有限公司、西安曲江国际会展投资控股有限公司、西安曲江大秦帝国文化传播有限公司。

自成立以来，曲江文化投资集团以资本为纽带，以产业为向导，立足曲江，辐射全省，构建了以文化旅游、影视、会展、出版、演艺、地产为核心的文化产业集群。2006年5月28日，国际文化部授予曲江文化投资集团“国际文化产业示范基地”荣誉称号。2009年，曲江文化投资集团被中国企业联合会、中国企业家协会评为中国服务业500强企业第486名，广播、影

视、音像、文体等文化产业9强。

截至2009年底，曲江文化投资集团合并资产总额163.60亿元，所有者权益合计58.25亿元；2009年实现营业收入20.81亿元，利润总额1.33亿元。

总体看，公司股东曲江文化投资集团作为曲江新区建设的主要承担者，整体经营实力较强。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司股东会由全体股东组成，是公司最高权力机构，依照相关法律、法规决定公司重大事项。股东会会议分为定期会议和临时会议，定期会议每年至少召开一次，由股东按照出资比例行使表决权。目前，西安曲江文化产业投资（集团）有限公司持有公司100%的控股权，公司重大事项主要由西安曲江文化产业投资（集团）有限公司审议和批准。

董事会是公司决策执行机构，由3名董事组成；监事会由3名监事组成；总经理办公会是公司经营管理层，由总经理、副总经理及总经理助理4名组成，对公司日常经营进行管理，包括执行董事会决定、组织公司各项业务经营活动，以及负责公司具体业务的组织管理。

2. 内部管理

（1）资金管理

公司制定了《集团资金管理办法》，资金管理按照集团公司集中统筹管理原则，以预算管理为手段，由集团公司统筹管理银行账户、资金调度和监管。集团公司资金实行计划管理，包括年度经营资金预算和资本性支出及重大投资预算、滚动资金预算及月度资金计划。集团公司资金按照集中统筹管理原则，有权调配各子（分）公司资金头寸，提高沉淀资金效率，控制流动性风险。

集团公司通过对子（分）公司经营资金采

取收支两条线的管理办法；对投资资金实行项目资本责任制，监督投资项目方案的可行性论证质量，以保证投资项目的效率和效益，优化财务结构。

集团公司对子（分）公司开设或注销银行账户、库存现金限额及财务印章的刻制实行监督管理。

（2）下属子公司管控

根据国家有关法律、法规和相关制度的规定，公司对集团系统建立有统一的人事管理制度、绩效管理制度、会计政策及基础工作规范、资产管理办法、信息化管理规范等基本制度，并要求各所属子（分）公司根据集团的基本制度建立符合各自公司实际经营管理状况的各项管理制度和 workflows。

（3）安全生产管理

公司始终把安全生产放在突出位置，作为企业发展的核心理念之一，落实安全生产责任制，安全管理重心下移，构建了以人本管理为主要特征的安全目标管理体系，形成颇具特色的安全文化，最大限度地减少了事故的发生。具体管理措施包括：确立全方位安全目标，进行多维立体式监管，实行安全生产总经理负责制，成立以总经理为组长、副总经理（分管领导）任副组长的安全生产领导小组，企管部是公司安全生产管理机构，负责安全管理制度的制定、监管和落实；各分支机构也相应建立安全管理机构，并设立专（兼）职安全员。完善

安全管理制度，全面落实《安全生产法》，严格实行企业安全生产责任制，建立了从职工到总经理的各级人员岗位责任和部门安全职责。

总体来看，公司内部组织机构健全、管理方法科学、管理制度规范，能够对公司的日常生产经营提供支持和保障。

六、经营分析

1. 主营业务概况

公司作为曲江新区旅游和文化产业的龙头企业之一，已建成集文化主题景区、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。目前，公司经营管理包括大唐芙蓉园在内的五大遗址公园以及曲江海洋公园、大雁塔景区等旅游项目，并拥有御宴宫餐饮、芳林苑酒店、阅江楼酒店、和唐市仿唐商业街区等景区周边商业配套。

2007~2009 年，公司主营业务收入主要来自景区门票等票类收入、公共服务收入和餐饮收入，2009 年三类收入占主营业务收入比重达到 77.78%。公司主营业务毛利率分别为 85.08%、47.89%和 36.29%，呈下滑趋势，主要因为按照新会计准则的规定，公司调整了成本费用科目核算内容，将原计入期间费用的支出调整到成本中。

表 1 2007~2009 年公司主营业务构成

板块（万元）	主营业务收入				主营业务毛利润			
	2007 年	2008 年	2009 年	2009 年占比	2007 年	2008 年	2009 年	2009 年占比
票类收入	7710.97	9977.40	8577.69	24.76%	7341.31	4882.67	2457.05	19.54%
公共服务收入	3583.22	7233.94	9164.89	26.45%	3338.07	4940.45	4220.53	33.57%
餐饮收入	3204.88	4585.07	9205.45	26.57%	1712.69	1100.73	2139.79	17.02%
客房收入	684.50	709.78	1115.57	3.22%	682.01	-220.44	31.04	0.25%
园林绿化收入	--	1393.70	1805.12	5.21%	--	616.17	554.99	4.41%
物业管理收入	--	--	497.83	1.44%	--	771.41	100.88	0.80%
租赁收入	--	1247.91	1509.30	4.36%	--	688.06	1341.94	10.67%
商品销售收入	280.69	372.44	1155.31	3.33%	97.44	-310.97	607.38	4.83%
其他	12.89	1553.39	1619.20	4.67%	-3.00	498.58	1119.61	8.90%
合计	15477.15	27073.64	34650.36	100.00%	13168.52	12966.66	12573.21	100.00%

资料来源：公司提供

(1) 大唐芙蓉园及周边商业配套经营

景区及周边商业配套介绍

①景区介绍

大唐芙蓉园是由曲江新区管委会在原唐代芙蓉园遗址上投资建造的仿唐皇家园林文化主题公园，该项目占地 1000 亩，其中水面 300 亩。它以“走进历史、感受人文、体验生活”为背景，展示大唐盛世的灿烂文明，是中国第一个全方位展示盛唐历史风貌的大型皇家园林式文化主题公园。园中标志性建筑——紫云楼，是中国规模最大的仿唐皇家建筑群，园中紫云楼、曲江流饮、凤鸣九天剧院、大唐新天地、仕女馆、陆羽茶社、杏园、诗魂、唐诗峡、茱萸台、曲江胡店等众多景点，按照文化区划分为帝王文化、女性文化、诗歌文化、科举文化、茶文化、歌舞文化、饮食文化、民俗文化、外交文化、佛教文化、道教文化、儿童娱乐、大门景观文化、水秀表演十四个景观文化区，全天上演丰富多彩的主题文化节目。

大唐芙蓉园已经创下多项旅游纪录：具有全球最大的水景表演；是首个“五感”（即视觉、听觉、嗅觉、触觉、味觉）主题公园；是全国最大的仿唐皇家建筑群；拥有全国最大的仿唐宴开发基地，还有全国最大的展现唐代诗歌文化的雕塑群以及全方位再现唐长安城贸易活动的场所。在旅游产品开发策划方面，在继全球最大水幕电影《齐天大圣》、大型诗乐舞剧《梦回大唐》之后，又推出《古都十三王朝大型光电彩车巡游》、《陕派非物质文化遗产基地》等重大项目策划与运作。

大唐芙蓉园自 2005 年 4 月 11 日正式对外开放至今（截至 2010 年 3 月末），累计入园游客已逾 830 万人次（其中 2007 年入园人数为 154 万；2008 年入园人数 143 万；2009 年入园人数 174 万）。大唐芙蓉园已被评为国家 4A 级景区，正在申报国家 5A 级景区。

②周边商业配套

公司拥有大唐芙蓉园周边商业配套项目产权，包括御宴宫餐饮、芳林苑酒店和唐市仿

唐商业街区。

御宴宫，总占地面积 45047.7 平方米，总建筑面积 15376.5 平方米，为其配套的立体式停车场拥有 420 个车位。作为中国唐代宫廷御宴基地，西部最大唐文化主题餐饮酒店，是展示唐代宫廷饮食文化的中心。酒店装修风格典雅大气，古色古香，风格各异的包间，营造出梦回大唐的完美感受，已接待过多位国家领导人、国内外知名人士。

芳林苑酒店，中国唐文化体验式酒店，总占地面积 26550.3 平方米，总建筑面积 11461.42 平方米，共有 61 间豪华仿唐客房。酒店以唐文化为特色，是大唐芙蓉园内集商务接待、宾馆住宿、休闲娱乐为一体的仿唐式皇家精品超五星级小酒店。

唐市仿唐街区，“唐代集市”为主题的体验式情景街区，位于曲江新区大唐芙蓉园南侧，街区内有建筑 51 处，总占地面积 26881 平方米，建筑群总面积 10760.66 平方米。唐市以吸引手工艺者或“酒肆”等传统业态经营者进驻经营，为时尚酒吧、文化艺术休闲场所。

经营状况

公司成立之初（前身为“西安大唐芙蓉园旅游发展有限公司”）即对大唐芙蓉园景区进行管理服务，但由于受托管理方式一直未明确，大唐芙蓉园门票收入全部归公司所有，此外公司 2007 年和 2008 年分别从曲江新区管委会取得景区管理服务收入 2313.50 万元和 2000.00 万元。自 2009 年 1 月 1 日起，大唐芙蓉园经营模式进一步明确，文旅集团受曲江新区管委会社会事业管理服务中心委托管理经营大唐芙蓉园（协议签订期限为 10 年），负责对景区内建筑物、固定设备设施的日常维护及其他管理服务，文旅集团以大唐芙蓉园不高于 6500 万元的门票收益为取得的管理酬金，门票收益超过 6500 万元的部分则按 50% 取得分成。此外，文旅集团在大唐芙蓉园景区内的营利性活动取得的经营性收入归文旅集团所有。

随着品牌知名度的不断提升和园区经营

项目的不断推出，园区经营收入稳步提升。近三年园区及配套经营收入见表 2，其中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；公共景区管理服务收入为曲江新区管委会支付的公园管理费用，根据 2009 年文旅集团与曲江新区管委会确定的经营模式，曲江新区管委会不再另行支付公园管理费用；区内商业与商品经营收入主要包括商品销售收入、商业街区经营场地的租赁收入及其他零星收入；酒店经营收入包括芳林苑、御宴宫餐饮及客房收入。

表 2 2007~2009 年大唐芙蓉园收入构成情况

收入项目（万元）	2007年	2008年	2009年
1.收费景区门票收入	7193.17	6699.49	5866.99
门票收入	6439.34	6198.48	5133.99
剧院票收入	753.83	501.01	617.77
看台票收入			115.23
2.公共景区管理服务收入	2313.50	2000.00	--
3.区内商业与商品经营收入	464.87	970.31	1613.92
商品销售收入	67.95	113.20	146
租赁收入	162.79	481.78	679.95
其他	234.13	375.33	787.97
4.酒店经营收入	3889.38	4333.45	4896.94
餐饮收入	3204.88	3623.66	4152.46
客房收入	684.50	709.79	744.48
合计	13860.92	14003.25	12377.85

资料来源：公司提供

（2）曲江海洋公园主题景区

景区介绍

曲江海洋公园是目前西北地区最大的集海底观光、休闲娱乐、科普教育、东西方文化交融等功能为一体的海洋观光旅游产业项目。曲江海洋公园总占地面积 69.591 亩，海洋公园（一期）已于 2005 年建成开放，经营场馆及办公设备用房总建筑面积 20970.58 平方米，是西北地区唯一的海洋主题公园，国家 AAAA 级景区，主要由海豚表演馆、海洋科普馆、热带雨林馆、海底隧道、水下大观园五部分及配

套的餐饮、海洋礼品零售、互动娱乐项目等服务设施组成。海洋馆内水体总量约为 6000 吨，有淡水、海水生物 300 余种，数量 12000 余尾（只），拥有国内海洋馆中最高的圆柱缸。

曲江海洋公园运营四年多以来共计接待游客约 310 万人次，年接待游客约 60 万人次，其接待规模及展示水平均已跻身国内一流海洋科普馆之列。

经营状况

曲江海洋公园资产原归属于西安曲江海洋世界有限公司并由其负责经营，由于该公司出现非经营原因导致的不能持续经营事项，文旅集团于 2007 年 9 月正式接管曲江海洋公园，全部经营收入及运营成本归属文旅集团。文旅集团于 2009 年 4 月通过拍卖取得原西安曲江海洋世界有限公司对曲江海洋公园的产权，并成立曲江海洋公园管理分公司负责运营管理。

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 2007~2009 年曲江海洋公园收入构成情况

收入项目（万元）	2007年	2008年	2009年
1.收费景区门票收入	517.81	2918.43	2710.70
2.区内商业与商品经营收入	5.27	55.94	115.87
商品销售收入	4.47	15.58	--
租赁收入	0.15	15.57	78.76
其他	0.66	24.78	37.11
合计	523.08	2974.27	2826.57

资料来源：公司提供

（3）曲江寒窑遗址公园景区及周边商业配套

景区及配套介绍

由文旅集团投资建设的曲江寒窑遗址公园位于曲江池遗址公园以东一狭长的西南东北走向的黄土地貌鸿沟内，公园规划用地约 46700 平方米，建筑面积约 10222.3 平方米，是具备婚庆体验、文化展示、遗址保护、文化休闲功能的爱情文化主题公园。寒窑文化渊源

流长，自中唐以来广为传播，尤其是戏剧《五典坡》从明朝起久演不衰，更使寒窑闻名遐迩。

曲江寒窑遗址公园周边建设有经营面积为 5700 平米的婚宴酒店——金缘阁酒店，以及相关的婚纱摄影、婚庆公司、喜庆用品销售等商业服务为一体的商业街区，将打造以爱情旅游、爱情消费、爱情纪念、爱情教育为主要产业方向，集旅游开发、文化产业、旅游服务综合的婚庆产业基地。曲江寒窑遗址公园已于 2010 年 5 月 1 日开园。

景区收入构成

曲江寒窑遗址公园景区收入将以景区门票收入、餐饮及商业租赁收入为主，保守预计年营业额 3000 万元。

(4) 曲江池、唐城墙遗址公园景区及周边商业配套

景区及配套介绍

①曲江池遗址公园及周边商业配套介绍

曲江池遗址公园由著名建筑大师张锦秋担纲总设计，占地 471 亩，在原曲江池基础上 2008 年 7 月 1 日建成，曲江池水面仅南北纵长就达 1088 米，东西宽窄不等，最宽处达 552 米，分上池和下池两部分。曲江池遗址公园是集历史文化保护、生态园林、山水景观、休闲旅游、民俗传承、艺术展示为一体的开放式以盛唐文化为主题，恢复性再造曲江南湖、曲江流饮、汉武泉、宜春苑、凤凰池等历史文化景观，再现曲江地区“青林重复，绿水弥漫”的山水人文格局。曲江池景区内，文旅集团配套经营管理的餐饮、经营项目主要包括：

阅江楼酒店，位于曲江池景区内的，是中国唐文化陕菜精创基地，于 2008 年 9 月开业。酒店同时配套有水上大型高档宴会厅曲江画舫和一品牛扒城，将湖光美景与饮食文化完美结合，成为西安一大融美景、美食特色餐饮项目。阅江楼、一品牛扒城的推出，与芳林苑、御宴宫相互呼应，形成餐饮结构的补充。

低空载人氦气球项目，位于曲江池遗址公园中和广场，是西北唯一的载人氦气球升空观

光旅游项目及氦气球移动广告平台，丰富了曲江旅游产品类型，填补西安市高空观光旅游项目空白。该项目已于 2010 年 6 月 1 日正式开放运营。

②唐城墙遗址公园

唐城墙遗址公园定位为开放式的唐文化艺术长廊，全长 3.8 公里，占地约 1000 亩。唐城墙遗址公园定位为开放式的唐文化艺术长廊，以“市民、自然、休闲、健康、艺术、享受”为主，充分体现服务市民和艺术享受的理念，是在古唐城墙外郭遗址之上，以书法雕塑、园林景观为表现手段，以唐诗人物和唐诗意境展示为主题，为市民、游客提供一处集艺术享受、文化鉴赏、活动休憩的高品位场所。

经营状况

曲江池遗址公园和唐城墙遗址公园均是由曲江新区投资建设的公共开放式景区。文旅集团受曲江新区管委会委托对两个遗址公园开放景区内包括场地及地上、地下所有建筑物、构筑物、设备设施系统、景观等进行管理服务，文旅集团收取管理酬金。同时，景区内包括但不限于利用景区房屋、场地开展的经营性活动取得的经营性收入归文旅集团所有。曲江池遗址公园和唐城墙遗址公园收入情况见表 4。

表 4 2007~2009 年曲江池-唐城墙公园收入构成情况

收入项目	2007 年	2008 年	2009 年
1.公共服务收入	--	1911.68	5262.42
2.租赁收入	--	21.74	368.34
3 商品销售收入	--	177.81	262.86
4 其他	--	125.8	156.61
合计	--	2236.56	2236.56

资料来源：公司提供

(5) 西安曲江大雁塔景区管理服务有限公司

西安曲江大雁塔景区管理服务公司是文旅集团的全资子公司，成立于 2006 年，注册资本 1000 万元，主要负责大雁塔文化休闲景区、不夜城贞观广场、唐慈恩寺遗址公园

的运营管理及曲江新区内道路绿化景观养护业务，同时涉足对区外广场、园林管理的输出业务。

景区介绍

①大雁塔文化休闲景区

大雁塔文化休闲景区由曲江新区管委会投资建设，位于大雁塔脚下，以千年古塔大雁塔为轴心，以唐文化广场——大雁塔北广场为主体，涵纳大雁塔北广场、南广场与周边的雁塔东苑、雁塔西苑、雁塔南苑等景区组成的旅游文化休闲景区，2003年12月31日建成开放，是集古迹保护、生态工程、旅游开发和园林休憩于一体的城市主题文化广场。景区占地 30 万平方米，其中绿地面积 24 万平方米，音乐喷泉面积达 2 万平方米。大雁塔北广场是全亚洲最大的矩阵喷泉广场，最大的水景广场，雕塑规模最大的广场，世界上坐凳最多的广场，光带铺设最长的广场，也是高新技术运用最广泛的广场之一；雁塔东苑(陕西戏曲大观园)是集戏曲、生态、景观于一体的参与性极强的休闲场所。雁塔西苑(陕西民俗大观园)是集民俗、文化、生态、景观于一体的休闲场所，也是一个具有陕西地域特色突出的文化场所。雁塔南苑(曲江春晓园)曾是唐朝著名的城市公园，现在是重现唐代风貌、展现唐代人文气息的古典园林景区。

大雁塔文化休闲景区作为曲江新区的北大门，带动和汇聚了强大的参观游览人流和商业氛围。目前在 4A 级景区的基础上正在申报 5A 景区，这将更为规范景区的各项运营管理规范和标准，真正打造形成中国一流的广场形象。

②唐大慈恩寺遗址公园

唐大慈恩寺遗址公园由曲江新区管委会投资建设，北接大雁塔北广场，东邻戏曲大观园，坐落在唐代大慈恩寺遗址上，且现在与大慈恩寺紧邻，具备得天独厚的历史价值、景观特色和宗教意义，其前身是上世纪八十年代建成开放的春晓园，于 2008 年 7 月 1 日正式开

放。园区占地 52.9 亩，借鉴传统北方、皇家园林和佛教寺院建筑风格，为佛文化的主题遗址公园。

③贞观文化广场

贞观文化广场是大唐不夜城的核心部分，由西安音乐厅、曲江美术馆和曲江太平洋影城、西安大剧院（尚未建成）四组文化艺术性建筑组成。2009 年 9 月 28 日，西安曲江大唐不夜城开城，大唐不夜城是陕西省、西安市两级政府重点建设项目，位于举世闻名的大雁塔脚下。大唐不夜城定位为国家级文化艺术中心、国际化演艺娱乐平台、世界级文旅商贸巨擘和亚洲最炫美盛唐天街。

经营状况

西安曲江大雁塔景区管理服务有限公司受曲江新区管委会委托对大雁塔文化休闲景区、唐慈恩寺遗址公园、贞观文化广场进行管理服务和园林绿化养护业务。其中，大雁塔景区经营收入情况见表 5。

表 5 2007~2009 年大雁塔景区收入构成情况

收入项目	2007 年	2008 年	2009 年
1.公共服务收入	2000.00	3228.08	3902.47
2.园林绿化收入	456.38	1393.67	1805.12
3.物业管理收入	257.2	766.11	497.83
4.租赁收入	406.76	187.68	380.26
5.商品销售收入		35.19	27.97
6.其他	317.91	663.42	637.47
合计	3438.25	6274.15	7251.11

资料来源：公司提供

(6) 其他业务及下属公司情况

唐华宾馆

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

唐华宾馆始建于 1988 年，位于曲江新区，占地面积 51000 平方米，有各种类型房间共

285 间。唐华宾馆是西北地区最早具有园林式布局与仿唐建筑外观的唐文化主题饭店，在二十余年的发展中，凭借其精细化的管理、独特的环境氛围和区位优势，在业内一直保持良好的经营业绩，入住率维持在 60%以上。预计 2010 年唐华宾馆将实现销售收入 5000 万元。

西安唐艺坊文化传播有限公司

西安唐艺坊文化传播有限公司为文旅集团下属全资子公司，成立于 2004 年 9 月，注册资本 700 万元。该公司以大唐文化为依托，专业从事各类大型文化艺术交流活动的组织、策划；旅游纪念品、工艺礼品、家庭装饰品的设计、开发、加工、销售；企业形象策划、设计；货物与技术进出口经营；空间城市雕塑等于一体的文化企业。

截至 2009 年底，西安唐艺坊文化传播有限公司资产总额 1109.22 万元，所有者权益 885.09 万元；2009 年实现营业收入 718.48 万元，利润总额 23.00 万元。

西安曲江国际旅行社有限公司

西安曲江国际旅行社有限公司为文旅集团下属全资子公司，成立于 2009 年 12 月，注册资本 300 万元。该公司目前以入境旅游、国内旅游为主营业务，同时兼营票务、会议会展旅游、旅游产品销售等旅游相关业务，其成立是文旅集团在旅游业全方位发展的重大举措。

2. 在建项目

(1) 紫薇·永和坊项目

紫薇·永和坊项目位于曲江宾馆南面，北临雁展路，东邻雁塔南路，南侧为规划的曲江金融商务区。项目占地 23.43 万 m²，用地性质为居住用地，容积率 2.126。总建筑面积 637807 m²。项目预计建设周期 38 个月，预计总投资 20.97 亿元。公司预计未来该项目共实现销售收入 46.58 亿元（平均售价 9363 元/平方米），实现税后利润 8.91 亿元。

紫薇·永和坊项目采取委托开发模式，文旅集团按照该项目土地（土地证号为市曲江国

用【2009 出】第 004、008 号，簿记土地面积分别为 41326 平方米和 193030.6 平方米）的当期评估价值 105460.5 万元投入该项目，由西安紫薇地产开发有限公司（简称“紫薇地产”）投入 1 亿元并负责开发，派出团队进行项目全程策划、建设管理和销售管理。双方按投入比例共享收益，共担风险。

(2) 曲江海洋公园二期扩建工程

曲江海洋公园二期扩建工程拟利用现有海洋公园南面规划用地 15 亩，将其建成以极地观赏动物为核心，特色海洋餐厅、商业相配套的项目，以延伸现有产品的结构、满足市场及广大游客的需求，实现海洋公园规模效应的可持续发展。该项目于 2010 年 5 月已通过曲江新区管委会立项审批，总投资 2.44 亿，建设周期一年，预计 2011 年 7 月完工。

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

3. 未来发展

公司战略规划大体分为旅游产业战略规划和文化产业战略规划。

旅游产业战略规划细分为（1）旅游景区战略规划：以经营管理唐文化主题公园为主的景区为核心业务，逐渐在历史文化型主题公园里积淀核心能力，通过品牌输出和管理输出整合外部景区资源，扩大主题型景区规模，优化主题性景区结构，提高主题公园整体盈利能力。（2）酒店餐饮战略规划：基于自身高端酒店餐饮和会所酒店餐饮的管理能力，整合外部资源，拓展具有文化内涵的高端休闲度假型酒店和餐饮业务，提升盈利能力，打造酒店餐饮管理运营品牌；探索进入酒店餐饮管理输出，并跟随景区及旅游地产开发进行酒店运营和业务拓展；适时尝试会所型酒店品牌连锁经营业务。（3）旅行社业务规划：以构建旅游核心

产业链、打通渠道和整合资源为主要目的；以并购或合作的方式，整合若干家拥有较好客户资源的旅行社；适时尝试自有景区旅游线路的开拓和培育。

文化产业战略规划细分为（1）演艺业务规划：以景区业务为平台，不断进行产品创新，完善演艺业务管理机制和运营体系；进行资源整合，特别是加强对演艺资源的集成和外部智力资源的整合，构建演艺核心能力，逐步建立合理的演艺项目业务群，进一步加快演艺业务的市场化运作；探索商业演出业务的拓展，谋求进入文化演艺市场。（2）商业管理业务规划：基于自身的文化挖掘和商业集成能力和丰富的商铺资源，深入挖掘景区的人文内涵和特色，按照“文化+商业”的理念，对商业经营内容和运作形式进行统一策划和管理，深入挖掘商铺的盈利性和对景区的协同性；在适当的地点和时机考虑商业地产的开发。（3）文化商品业务规划：基于景区的人文内涵进行文化商品开发和艺术包装，逐步提升产品策划、设计、营销能力，并培育文化商品业务的品牌；适时尝试向景区外的市场拓展，寻求更广阔的发展空间。

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

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供2007~2009年财务报表经希格玛会计师事务所有限公司审计，并出具了无标准保留意见的审计结论。

公司2007~2008年会计年度执行《企业会计准则》，自2009年1月1日起执行财政部于2006年2月15颁布的企业会计准则。

截至2009年底，公司资产总额171320.86万元，所有者权益25452.33万元；2009年实现

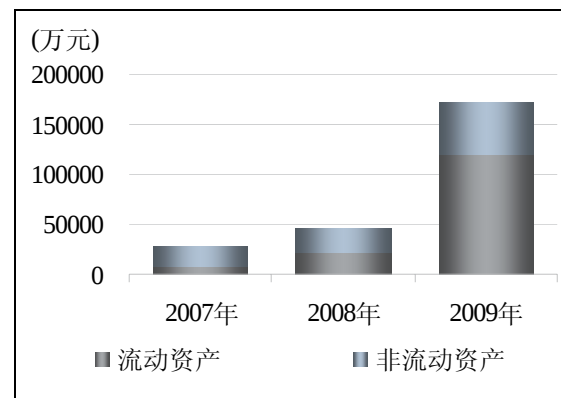
营业收入34650.36万元，利润总额2540.96万元。

截至2010年3月底，公司资产总额207458.08万元，所有者权益42520.93万元；2010年1~3月实现营业收入9248.14万元，利润总额-776.08万元。

2. 资产质量

2007~2009年，受存货以及货币资金变动影响，公司资产总额年均复合增长率147.54%。2007~2009年，公司资产构成中流动资产占比逐年增大，三年分别为28.57%、47.93%和69.87%。

图3 2007~2009年公司资产构成



资料来源：公司年报

2007~2009年，公司流动资产年均复合增长287.53%。截至2009年底，公司流动资产合计119707.69万元，其中，货币资金占57.12%、存货占35.77%、应收账款占3.20%、其他应收款占2.41%。

2007~2009年，公司货币资金年均复合变动率683.66%。截至2009年底，公司货币资金余额68378.61万元，银行存款占比99.99%。公司货币资金余额较上年底大幅增长，主要系本期银行借款增加及紫薇·永和坊项目暂收定金所致。截至2009年底，紫薇·永和坊项目尚未取得预售许可证。

2007~2009年，公司应收账款年均复合变动率-7.12%。截至2009年底，公司应收账款余

额4336.29万元,其中账龄1年以内占比74.05%、1~2年占比15.51%、2~3年占比0.12%、个别认定占比10.18%,公司共计提坏账准备511.22万元。

2007~2009年,公司其他应收款年均复合变动率77.25%。截至2009年底,公司其他应收款余额2974.01万元,其中,账龄1年以内的占比79.95%、1~2年的占比15.73%、2~3年的占比3.22%、3年以上的占比0.54%、个别认定占比0.56%。公司共计提坏账准备91.78万元。

2007~2009年,公司存货年均复合变动488.65%。截至2009年底,公司存货余额43186.02万元,其中,开发成本40306.31万元,为紫薇·永和坊项目开发成本。公司共计提存货跌价准备362.69万元。

2007~2009年,公司非流动资产年均复合变动率60.69%。公司非流动资产以固定资产为主,截至2009年底,公司非流动资产合计51613.17万元,固定资产占比79.42%。

2007~2009年,公司固定资产年均复合变动率44.42%。截至2009年底,公司固定资产原值45283.68万元,较上年大幅增加主要因为公司于2009年3月以竞拍方式取得海洋世界的全部资产,评估价值为2.95亿。公司累计折旧4291.19万元,固定资产净额40992.49万元,成新率较高。

截至2010年3月底,公司资产总额207458.08万元,较上年底增加36137.22万元,主要因为存货和无形资产增加所致。公司资产构成较上年底变化不大,流动资产占比64.71%,较上年底略有下降。

总体看,公司资产构成以流动资产为主,受货币资金和存货变动影响,公司资产总额大幅增加。由于货币资金增加主要来源于房产项目暂收定金,公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2007~2009年,公司所有者权益年均复合增长率112.72%,主要因为公司2008年注册资

本增加。截至2009年底,公司所有者权益合计25452.33万元,其中,实收资本占68.76%、未分配利润占28.80%、资本公积占0.36%、盈余公积占2.09%。截至2010年3月底,公司所有者权益合计42520.93万元,较上年底增加17900.00万元,主要为股东西安曲江文化产业投资(集团)有限公司将唐集市不动产,包括唐集市A和唐集市B的房产(包含土地使用权)向公司增资,上述资产评估价值17900万元。公司权益构成仍以实收资本和未分配利润为主,分别占比83.25%和15.27%。

2007~2009年,受其他应付款变动影响,公司负债总额年均复合变动率155.56%。截至2009年底,公司负债总额145868.53万元,其中,流动负债占88.89%。

2007~2009年,公司流动负债年均复合变动率140.94%。截至2009年底,公司流动负债合计129658.53万元,其中,短期借款占8.25%、应付账款占5.60%、其他应付款占84.51%。

2007~2009年,公司短期借款增幅较大,截至2009年底余额10700.00万元,全部为抵押借款。

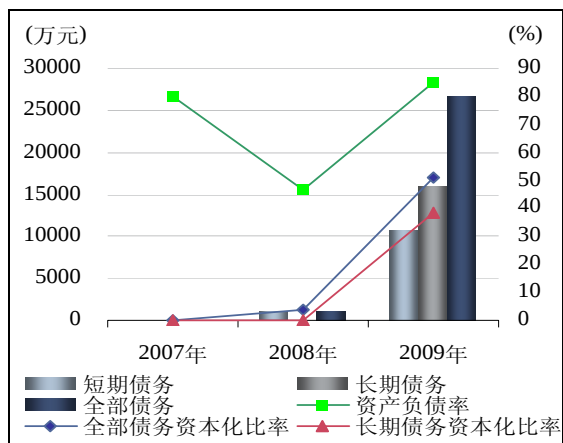
2007~2009年,公司应付账款年均复合变动率134.82%。截至2009年底,公司应付账款余额7264.16万元,从账龄分布来看,账龄1年以内的占比91.83%、1~2年的占比7.28%、2年以上的占比0.89%。

2007~2009年,公司其他应付款大幅增加。截至2009年底,公司其他应付款余额109568.43万元,前五名客户包括陕西亚华地产有限公司、西安曲江文化产业投资(集团)有限公司、西安曲江大明宫遗址保护改造办公室、西安紫薇房地产开发有限公司、陕西联合诚信置业有限公司,合计占公司其他应付款金额66.60%,集中度较高。从账龄分布来看,账龄1年以内的占比99.74%,账龄分布合理。

从债务指标来看,2007~2009年,公司有息债务大幅增加,2009年达到26700.00万元,其中,短期债务10700.00万元,长期债务

16000.00万元。2007~2009年公司负债指标增幅较大,2009年资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为85.14%、51.20%和38.60%。

图4 公司负债情况



资料来源：公司年报

截至2010年3月底，公司负债合计164937.15万元，较去年底增长13.07%，主要是长期借款增加所致。负债构成中流动负债占比66.73%、非流动负债占比33.27%，负债结构较上年底略有变化。截至2010年3月底，公司长期借款余额54660.00万元，较去年底增加38660.00万元，主要是新增经营性物业贷款，期限为7年。

截至2010年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为79.50%、59.84%和56.25%。

总体看，公司权益结构稳定，债务负担重。

4. 盈利能力

2007~2009年，公司分别实现主营业务收入为15962.37万元、27316.43万元和34650.36万元，年均增幅47.22%。2009年，公司主营业务收入同比增加7333.93万元，增幅26.85%，主要原因是三唐遗址公园及阅江楼餐厅于2008年下半年对外开放，上述项目2009年实现收入较上年大幅增加。

2007~2009年，公司营业利润率分别为80.56%、68.39%和31.62%，营业利润率出现

逐年下滑，主要因为按照新会计准则的规定，公司调整了成本费用科目核算内容，将原计入期间费用的支出调整到成本中。

2007~2009年，公司三项期间费用合计9423.93万元、15260.67万元和10077.12万元，2009年公司销售费用下降导致期间费用减少，主要因为按照新会计准则的规定，调整了成本费用科目核算内容。

2007~2009年，公司营业外收入分别为21.90万元、1329.06万元和2321.91万元，主要是政府补贴，其中：2008年和2009年公司分别获得政府补贴1300万元和2301万元，为西安市政府对旅游景区半价门票的补贴。

2007~2009年，公司总资本收益率和净资产收益率呈下降趋势，2009年分别为7.42%和7.99%。

2010年1~3月，公司实现营业收入9248.14万元，利润总额-776.08万元，经营出现暂时亏损主要因为一季度属于旅游行业经营淡季，历年经营均呈亏损状态，加之与上年同期相比，公司增加固定资产折旧450万元。

总体看，随着曲江新区景区的相继开放以及周边配套设施逐步完善，下属资产权属关系理清以及股东资产注入，公司经营规模逐年扩大，经营业绩良好。未来随着公司旅游和文化产业战略规划逐步实施，公司产业链条将进一步完善，盈利状况保持在较好水平。

5. 现金流

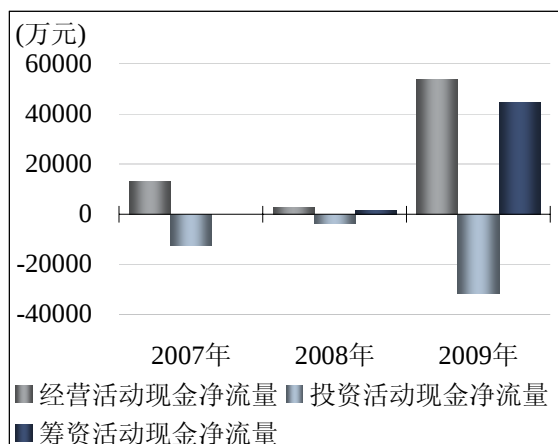
经营活动方面，2007~2009年，公司经营活动现金流入量年均增幅65.16%，主要由销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金构成。2009年，公司销售商品、提供劳务收到的现金36176.28万元，主要是旅游景区及周边配套餐饮、酒店等经营收入；收到其他与经营活动有关的现金80532.00万元，其中紫薇·永和坊项目暂收定金50800.00万元。2007~2009年，公司经营活动现金流出量年均增幅45.55%，主要由购买商品、接受劳务支付

的现金构成。2009年，公司购买商品、接受劳务支付的现金44089.55万元，其中，支付紫薇·永和坊项目土地款29200.00万元。2007～2009年，公司现金收入比分别为84.21%、83.16%和104.40%，经营获取现金能力一般。

投资活动方面，2007～2009年，公司整体投资规模较小，2009年，公司投资活动现金流以购建固定资产、无形资产等支付的现金为主，主要系购买曲江海洋公园资产。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流主要发生在2008～2009年，2009年，公司筹资活动现金流入70037.18万元，由取得借款收到的现金（28700.00万元）和收到其他与筹资活动有关的现金（41337.18万元）构成。公司筹资活动现金流出主要由支付其他与筹资活动有关的现金（25397.01万元）构成。公司收到和支付的其他与筹资活动有关的现金主要是取得和归还与关联方借款。公司筹资活动产生的现金流量净额44640.17万元。

图5 公司现金流状况



资料来源：公司年报

2010年1～3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金11614.68万元，经营活动产生的现金流量净额-7202.46万元；投资活动产生的现金流量净额-3869.18万元；筹资活动产生的现金流量净额11672.04万元。

总体看，公司主营业务获取现金能力一般，经营活动现金流量净额波动较大；筹资活

动对外部融资依赖程度大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2007～2009年，公司流动比率和速动比率波动较大，2009年底分别为92.33%和59.30%。2010年3月底，公司流动比率和速动比率分别为121.97%和71.46%。公司经营现金流动负债比分别为58.36%、12.77%和41.40%，经营活动产生的现金流波动较大，对流动负债保障能力较强。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2007～2009年，公司EBITDA分别为3919.08万元、6222.50万元和6881.95万元，2007年公司无有息债务，2008年和2009年全部债务/EBITDA指标值分别为0.16倍和3.88倍，指标反映公司对全部债务的保护能力一般。

截至2010年5月底，公司无对外担保。

截至2010年5月底，公司共获得中国农业银行、国家开发银行、上海浦东发展银行、招商银行等银行累计授信总额62900万元，已使用62900万元。

八、本期集合票据偿债能力分析

1. 本期集合票据的发行对负债的影响

公司拟发行本期集合票据额度为8000万元，占2010年3月底公司全部债务的12.63%，对公司现有债务有一定影响。

截至2010年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为79.50%和59.84%，在不考虑其他因素的情况下，本期集合票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别为80.26%和62.66%，公司债务负担将进一步加重。

2. 本期集合票据偿债能力分析

以2009年财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入和经营活动现金流量净额

对本期计划发行8000万元集合票据的保护倍数分别为0.86倍、14.59倍和6.71倍。总体看，公司EBITDA和经营活动现金流对本期集合票据覆盖程度一般。

综合以上分析，联合资信认为，公司对于本期集合票据偿还能力一般。

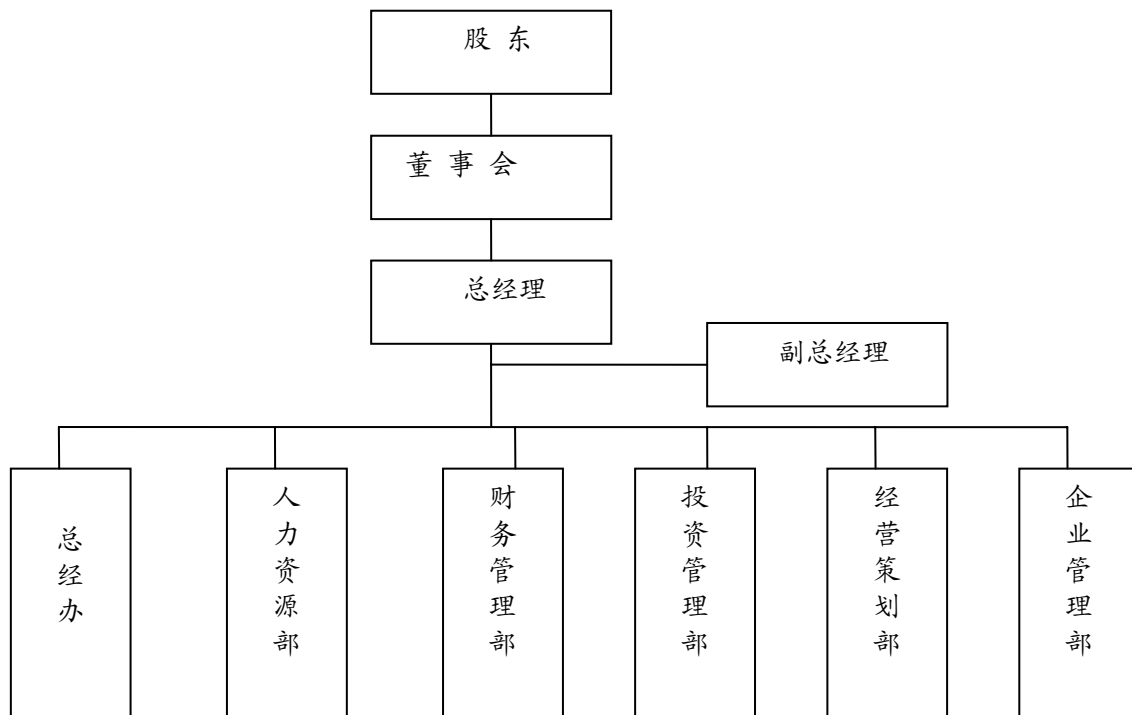
九、综合评价

曲江新区作为西安市重点打造的综合性文化旅游区，地理位置优越，旅游资源丰富，目前核心景区及部分商业配套设施已建成并投入运营，经营状况良好。

公司作为曲江新区旅游及文化产业的龙头企业之一，在产业前景、区域地位、业务布局等方面优势显著。同时，公司股东曲江文化投资集团作为曲江新区建设的主要承担者，在资产注入等方面给予公司较大支持。

近几年，公司经营规模逐年扩大，经营业绩良好。目前，公司资产质量一般，权益结构稳定，债务负担重；长期偿债能力一般。综合看，公司主体信用风险较低。

附件 1 公司本部组织机构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动资产：					
货币资金	1113.43	1764.10	68378.61	683.66	68979.02
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
应收票据	0.00	0.00	0.00		0.00
应收账款	4434.29	9231.13	3825.06	-7.12	5146.36
预付款项	200.08	561.63	1798.45	199.81	1171.15
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	917.44	8674.25	2882.23	77.25	3358.35
存货	1235.85	1720.17	42823.33	488.65	55597.57
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	69.73	379.30	0.00	-100.00	0.00
流动资产合计	7970.82	22330.59	119707.69	287.53	134252.45
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	503.60	0.00		1000.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产	19653.45	21423.52	40992.49	44.42	49597.78
在建工程	272.65	177.96	445.71	27.86	455.04
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	237.57		239.45
油气资产	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产	48.85	759.42	9238.94	1275.28	18797.23
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	5.58	5.02	0.00		0.00
长期待摊费用	0.00	1387.48	454.39		2872.05
递延所得税资产	0.00	0.00	244.08		244.08
其他非流动资产	7.60	7.21	0.00		0.00
非流动资产合计	19988.13	24264.20	51613.17	60.69	73205.63
资产总计	27958.95	46594.79	171320.86	147.54	207458.08

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	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动负债：					
短期借款	0.00	1000.00	10700.00		8700.00
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	1317.37	4404.07	7264.16	134.82	7208.28
预收款项	166.32	544.88	533.28	79.06	18420.97
应付职工薪酬	553.44	737.62	923.88	29.20	608.81
应交税费	999.09	741.32	503.20	-29.03	-853.43
应付利息	0.00	0.00	45.65		0.00
应付股利	0.00	155.47	0.00		119.93
其他应付款	19297.77	13837.47	109568.43	138.28	75862.60
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	210.00	0.00		0.00
流动负债合计	22333.99	21630.83	129658.53	140.94	110067.15
非流动负债：					
长期借款	0.00	0.00	16000.00		54660.00
应付债券	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
专项应付款	0.00	0.00	210.00		210.00
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	0.00	0.00	16210.00		54870.00
负债合计	22333.99	21630.83	145868.53	155.56	164937.15
所有者权益：					
实收资本(或股本)	5000.00	17500.00	17500.00	87.08	35400.00
资本公积	409.02	3548.10	91.44	-52.72	95.02
减：库存股	0.00	0.00	0.00		0.00
盈余公积	21.59	407.13	531.39	396.07	531.39
未分配利润	194.34	3508.72	7329.50	514.12	6494.51
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00		0.00
归属于母公司权益合计	5624.96	24963.96	25452.33	112.72	42520.93
少数股东权益	0.00	0.00	0.00		0.00
所有者权益合计	5624.96	24963.96	25452.33	112.72	42520.93
负债和所有者权益总计	27958.95	46594.79	171320.86	147.54	207458.08

附件 3 合并利润表

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~3 月
一、营业收入	15962.37	27316.43	34650.36	47.33	9248.14
减：营业成本	2348.40	7400.38	22077.15	206.61	6259.44
营业税金及附加	753.91	1235.39	1617.17	46.46	441.56
销售费用	7548.82	11556.07	3033.41	-36.61	836.48
管理费用	1855.86	3672.24	5167.45	66.87	1949.78
财务费用	19.25	32.36	1876.25	887.19	678.17
资产减值损失	0.00	0.00	-125.13		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	-3.34	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	3436.13	3416.65	1004.04	-45.94	-917.29
加：营业外收入	21.90	1329.06	2321.91	929.60	148.18
减：营业外支出	36.91	114.64	784.99	361.19	6.98
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00		0.00
三、利润总额	3421.12	4631.07	2540.96	-13.82	-776.08
减：所得税费用	690.90	775.68	507.90	-14.26	58.91
四、净利润	2730.22	3855.40	2033.05	-13.71	-834.99
其中：归属于母公司的净利润	2730.22	3855.40	2033.05	-13.71	-834.99
少数股东损益	0.00	0.00	0.00		0.00

附件 4-1 合并现金流量表

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~3 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	13442.14	22715.43	36176.28	64.05	11614.68
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00		0.00
收到其他与经营活动有关的现金	29342.48	3682.31	80532.00	65.67	6055.80
经营活动现金流入小计	42784.62	26397.74	116708.28	65.16	17670.48
购买商品、接受劳务支付的现金	3433.91	6749.92	44089.55	258.32	16665.58
支付给职工以及为职工支付的现金	2850.08	4817.36	6580.73	51.95	2276.25
支付的各项税费	623.01	2699.38	2935.25	117.06	2205.97
支付其他与经营活动有关的现金	22842.96	9368.05	9419.98	-35.78	3725.15
经营活动现金流出小计	29749.96	23634.71	63025.52	45.55	24872.94
经营活动产生的现金流量净额	13034.66	2763.02	53682.76	102.94	-7202.46
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	40.00	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净额	2.50	0.00	111.68	568.36	3.00
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	42.50	0.00	111.68	62.10	3.00
购建固定资产、无形资产等支付的现金	12337.77	3498.21	31780.37	60.49	2872.18
投资支付的现金	588.75	0.00	0.00		1000.00
取得子公司等支付的现金净额	-454.88	0.00	0.00		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
投资活动现金流出小计	12471.63	3498.21	31780.37	59.63	3872.18
投资活动产生的现金流量净额	-12429.13	-3498.21	-31668.69	59.62	-3869.18
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	0.00	390.51	0.00		0.00
取得借款收到的现金	0.00	1000.00	28700.00		41500.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	41337.18		0.00
筹资活动现金流入小计	0.00	1390.51	70037.18		41500.00
偿还债务支付的现金	0.00	0.00	1500.00		4840.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0.00	4.65	926.41		1357.05
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	22970.60		23630.91
筹资活动现金流出小计	0.00	4.65	25397.01		29827.96
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	1385.86	44640.17		11672.04
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	605.53	650.67	66654.24	949.17	600.40
加：期初现金及现金等价物余额	507.90	1113.43	1724.37	84.26	68378.61
六、期末现金及现金等价物余额	1113.43	1764.10	68378.61	683.66	68979.02

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	2730.22	3855.40	2033.05	-13.71
加：资产减值准备	17.96	39.87	-125.13	
固定资产折旧及其他	449.54	1445.47	2192.12	120.83
无形资产摊销	9.13	41.15	250.60	423.77
长期待摊费用摊销	39.29	91.83	62.34	25.97
处置固定资产、无形资产等损失	0.86	113.74	654.55	2665.93
固定资产报废损失	-0.54	0.00	0.00	
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	0.00	32.36	1876.25	
投资损失	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产减少	0.00	0.00	20.89	
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	
待摊费用减少	28.29	-309.57	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-159.94	-484.33	-41451.94	
经营性应收项目的减少	-2822.70	-5355.20	10166.28	
经营性应付项目的增加	12737.16	3292.29	78003.77	
其他	5.40	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	13034.66	2763.02	53682.76	
2、无现金收支的重大投资筹资活动：				
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	
3、现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减：现金的期初余额	0.00	0.00	0.00	
加：现金等价物的期末余额	1113.43	1764.10	68378.61	683.66
减：现金等价物的期初余额	507.90	1113.43	1724.37	84.26
现金及现金等价物净增加额	605.53	650.67	66654.24	949.17

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	3.60	4.00	5.31	--
存货周转次数(次)	1.90	5.01	0.99	--
总资产周转次数(次)	0.57	0.73	0.32	--
现金收入比(%)	84.21	83.16	104.40	125.59
盈利能力				
营业利润率 (%)	80.56	68.39	31.62	27.54
总资本收益率(%)	48.54	14.90	7.42	--
净资产收益率(%)	48.54	15.44	7.99	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	38.60	56.25
全部债务资本化比率(%)	0.00	3.85	51.20	59.84
资产负债率(%)	79.88	46.42	85.14	79.50
偿债能力				
流动比率(%)	35.69	103.24	92.33	121.97
速动比率(%)	30.16	95.28	59.30	71.46
经营现金流动负债比(%)	58.36	12.77	41.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	0.16	3.88	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	--	-0.74	0.82	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	--	-56.71	11.99	--
本期集合票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.49	0.78	0.86	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	5.35	3.30	14.59	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.63	0.35	6.71	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.08	-0.09	2.75	--

注：公司从 2009 年开始执行《企业会计准则（2006）》。2010 年一季度数据未经审计。

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

信用等级公告

联合[2010] 422 号

联合资信评估有限公司通过对陕西合容电气电容器有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

陕西合容电气电容器有限公司
主体长期信用等级为
BBB

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年七月二十八日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianhezixing.com.cn

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、陕西合容电气电容器有限公司主体长期信用等级自 2010 年 7 月 28 日至 2011 年 7 月 27 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一零年七月二十八日
评级业务专用章

陕西合容电气电容器有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: BBB

评级展望: 稳定

评级时间: 2010年7月28日

财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	10年3月
资产总额(万元)	13114.63	16390.71	21674.82	24244.81
所有者权益(万元)	11023.42	11538.61	13684.40	14241.84
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	0.00	2030.00	2104.00	2167.69
主营业务收入(万元)	3018.35	7248.34	13507.60	3266.81
利润总额(万元)	204.61	816.74	2738.73	636.83
EBITDA(万元)	822.47	1257.15	3362.00	780.92
经营性净现金流(万元)	-1061.53	1085.93	1316.46	-399.53
主营业务利润率(%)	35.25	28.13	31.73	31.66
净资产收益率(%)	1.86	7.08	17.67	--
资产负债率(%)	15.95	29.60	36.86	41.26
全部债务资本化比率(%)	0.00	14.96	13.33	13.21
流动比率(%)	450.30	232.34	214.24	196.32
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	1.61	0.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	28.31	44.49	--
EBITDA/本期发债总额(倍)	0.27	0.42	1.12	--

注: EBITDA 利息倍数中, 利息支出只含费用化利息支出, 2007年公司无费用化利息支出; 2010年3月报表未经审计。

分析师

孙恒志 王佳

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对陕西合容电气电容器有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其在技术水平、财务弹性、盈利能力等方面的优势;同时,联合资信关注到输配电设备行业竞争激烈、公司关联交易占比大等因素对公司信用水平的不利影响。

中国输配电设备制造行业市场容量大,发展前景良好,公司将进一步发展高端产品和高附加值产品,收入及利润有望持续增长。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 随着中国电网建设投资规模不断加大,输配电设备制造行业发展前景良好。
2. 公司技术研发能力较强,具有一定的竞争优势。
3. 近年来公司收入和利润快速增长,盈利能力较强。
4. 公司债务负担轻,财务弹性较好。

关注

1. 输配电行业竞争激烈,公司应收账款金额较大,存在一定的运营流动资金压力。
2. 公司目前主要通过控股股东代理产品销售,存在关联交易及股东占用资金风险。
3. 公司面临一定的原材料价格波动风险。

一、主体概况

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；陕西省高新技术产业投资有限公司持股 42.92%。截至 2009 年底，合容集团注册资本 3500 万元，其中自然人贾申龙持股 98.00%，其胞妹贾小芳持股 2.00%。公司最终实际控制人为贾申龙。

公司经营范围：各类电容器及其成套装置、输变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。

截至目前，公司设监督管理委员会及综合管理部、财务部、生产部、采购部、市场管理部、技术一部等职能部门（详见附件 1）；公司无下属子公司。

截至 2009 年底，公司资产总额 21674.82 万元，所有者权益 13684.40 万元；2009 年公司实现主营业务收入 13507.60 万元，利润总额 2738.73 万元。

截至 2010 年 3 月底，公司资产总额 24244.81 万元，所有者权益 14241.84 万元；2010 年 1~3 月公司实现主营业务收入 3266.81 万元，利润总额 636.83 万元。

公司注册地址：西安经济技术开发区泾渭工业园；法定代表人：贾申龙。

二、本期集合票据概况

本期集合票据计划中，公司拟申报发行额

度 3000 万元（以下简称“本期债券”），期限为 3 年。其中，本期债券募集资金 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，以提高直接融资比例，优化债务结构。

三、行业分析

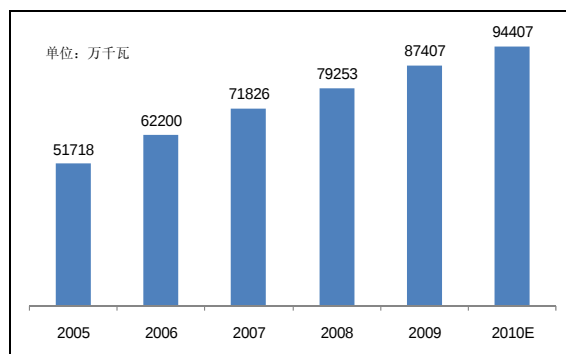
电容器是电力输配电设备中的无功补偿设备，在交流电力系统和工业企业中广泛用于无功补偿、谐波滤波和串联补偿，在直流输电换流站中大量用于滤波和补偿。其所在行业的发展与电力工业的发展密切相关。

1. 行业现状

行业背景

近几年，中国经济良好的发展态势带动了电力工业的迅猛发展。全国发电装机容量分别在 2004 年、2005 年、2006 年跨越 4 亿 kW、5 亿 kW、6 亿 kW 3 个台阶，2009 年底达到了 8.7407 亿 kW（图 1）。

图 1 中国发电装机容量增长情况



资料来源：公司根据中国电力企业联合会公开资料整理

随着装机容量的稳定增长以及国内近年来对电网建设扶植力度的不断加大，中国电网建设投资快速增长。2009 年中国电网投资 3847 亿元，同比增长 32.89%，电网投资规模占电力投资比例已达 50.90%，比上年同期上升 4.97 个百分点。截至 2009 年底，全国电网 220kV 及以上输电线路回路长度达到 39.97 万公里，

同比增长 11.38%，其中，500kV 线路回路长度为 12.19 万千米，同比增长 12.85%。

当前全国电网发展的战略重点是“西电东送、南北互供、全国联网”。现有 500kV 电网由于输送能力不足、短路电流超标等问题，难以适应未来发展的需要。根据《国家电网公司“十一五”电网发展规划（2007 年）》，将在超远距离大容量输电领域采用特高压交直流输电技术，以大幅度提高输电效率，降低输电消耗，这将扩大对相应电压等级的输配电产品的需求量。

发展现状

20 世纪 50 年代，中国电力电容器厂商在原苏联技术的基础上实施国产化，生产单台容量 50kVar 及以下的油浸纸电容器，电容器的综合年产量仅为 700 多万 kVar。90 年代末，中国工业化进程开加速，对电力的需求与日俱增，电力电容器市场出现了难得的发展机遇。同时，国家相继出台了各项促进引入外资的优惠政策。在此背景下，电力电容器行业的国际巨头们纷纷抢滩中国市场，以建立合资公司的方式进入中国。到目前为止，已经有包括 ABB、日本日新、美国库柏、西门子传奇等公司在内的国际巨头在中国建立了生产电力电容器和电容式电压互感器的合资企业。进入 21 世纪以来，随着电力需求的不断增长和电网建设投入的不断增长，国内电力电容器厂商开始加大自主研发投入，在积累的技术工艺经验的基础上，根据中国电网实际需求，不断研发技术、改进工艺，形成了一批规模较大、技术与国际品牌接近的电力电容器生产企业。

目前，国内主要电力电容器生产商除 ABB、库柏等外资企业和日新等合资企业之外，还包括西安西电电力电容器有限责任公司（西电集团下属子公司）、桂林电力电容器有限责任公司、陕西合容电气电容器有限公司等规模较大的内资企业。随着电力电容器技术工艺的不断成熟，产品质量趋于相同，市场竞争日趋激烈。

总的来看，近年来电力供应短缺及电力建设的快速发展给输配电设备制造业带来了良好的发展机遇。2006 年，中国电网投资和开工规模均创出历史新高，在此背景下，输配电行业订单有较大幅度增长，盈利状况明显趋好，整个输配电行业处于高景气区间。

2. 行业政策

电力是国民经济的基础产业，是国家大力优先发展的行业。2005 年 12 月 7 日，国务院颁布了《关于发布实施促进产业结构调整暂行规定的决定》，国家发展和改革委员会配套发布了《产业结构调整指导目录》，“电力”和“500kV 及以上超高压交、直流输变电成套设备制造业”被列为优先鼓励发展的行业。《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》提出，在电力装备方面要以“开展 1000kV 特高压交流和±800kV 直流输变电成套设备的研制，全面掌握 500kV 交直流和 750kV 交流输变电关键设备制造技术”为主要任务。《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006~2020 年）》明确将“重点研究开发±800kV 大容量远距离直流输电技术和 1000kV 特高压交流输电技术及装备”列为能源重点领域的优先主题内容。

根据《财政部、国家发展改革委、海关总署、国家税务总局关于落实国务院加快振兴装备制造业的若干意见有关进口税收政策的通知》（财关税[2007]11 号）规定，自 2008 年 1 月 1 日（以进口申报时间为准）起，对国内企业为开发制造超、特高压输变电设备而进口的关键零部件所缴纳的进口关税和进口环节增值税实行先征后退，所退税款作为国家投资处理，转为国家资本金，主要用于企业新产品的研制生产以及自主创新能力建设。这些均为输配电设备制造业发展提供了良好的政策支持。

3. 行业关注

电力输配电设备制造行业产品成本构成中原材料占到总成本的 60%至 70%。近年来，电

力设备制造所需的钢材、铜、铝等原材料均经历了大幅上涨，导致电力设备企业主营业务成本激增，毛利率下降，对行业内企业的成本控制能力提出挑战。2008年下半年以来，受全球经济增长放缓预期影响，铜、铝等有色金属价格出现大幅回落，联合资信将继续关注有色金属价格波动对电力设备制造行业的影响。

4. 行业发展

根据国家发改委编制的《电力工业“十一五”规划及2020年远景目标》和国家电网公司编制的《国家电网“十一五”电网规划及2020年展望》，在2020年前后国家电网公司将建成以华北、华中、华东为核心，覆盖各大电源基地和主要负荷中心的特高压骨干网架，有效引导大煤电、大水电和大核电的集约化开发，充分实现全国范围内的资源优化配置。国家电网公司和南方电网公司的“十一五”电网发展规划显示，“十一五”期间，中国电网建设总投资将超过1万亿元，其中国家电网公司8500亿元左右，南方电网公司2500亿元左右，两家企业“十一五”期间规划电网投资为“十五”期间的1.2倍。

根据规划，“十一五”期间，全国将投产330kV及以上交流线路3.8万km，变电容量1.8亿kVA，平均每年新增交流线路7600km，新增变电容量3600万kVA；建成直流线路3420km，换流容量1500万kW（含背靠背换流站）。到2010年，全国330kV及以上交流线路达11.4万km，变电容量达4.7亿kVA，直流线路8200km，直流换流容量4000万kW。2011到2020年间，初步规划建设的直流输电工程还有11条左右。另外，为现有线路维修、更新的输配电设备需求量相当于新增线路总配套量的15%以上，大中城市电网升级改造和小城镇化建设所需的输配电设备市场同样很大。同时中国的特高压直流输电工程开始进入全面实施阶段。总体看，中国输配电设备制造行业，尤其是330kV及以上的交流特高压设备和±500kV

及以上的直流设备制造行业，市场容量很大。

总体看，中国输配电设备制造行业将有着巨大的市场需求，行业面临着良好的发展机遇。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司位于西安市经济技术开发区泾渭工业园，以高压并联电容器及其成套装置为主导产品，2008年11月被陕西省科学技术厅认定为省级高新技术企业。公司产品涵盖跨度大，对额定电压6kV到110kV工频电力系统均能进行无功补偿；公司技术力量雄厚，掌握了各类高压并联电容器及高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。目前，从生产规模 and 市场份额来看，公司在国内电力电容器生产企业中名列第四，仅次于第一梯队的西安西电电力电容器有限责任公司、日新电机（无锡）电力电容器有限公司和桂林电力电容器有限责任公司。

公司产品均通过了ISO9001:2000国际质量体系认证，“合容电气”已成为陕西省知名品牌。其中，“合容电气”牌6~110kV集合式并联电容器产品被评为“陕西名牌产品”称号，“合容电气”牌高压并联电容器（10~20kV，100~600kVar系列）产品被评为“西安名牌产品”称号。此外，公司先后获得陕西省“高新技术企业”、“守合同重信用企业”等荣誉称号。

2. 人员素质

截至2010年3月底，公司拥有包括董事长、总经理、总工程师、总经济师和营销总经理等高级管理人员7人。

公司董事长贾申龙先生，1965年生，大学本科，高级工程师。自合容集团成立一直担任集团董事长兼总经理；历任中国电器工业协会理事，中国电工技术委员会委员，渭南市第二、三届人大代表，陕西省第十届、第十一届人大

代表、合阳县政协委员等。曾获“陕西省第七届优秀青年企业家”、“陕西省第八届十佳优秀青年企业家”、“陕西省劳动模范”称号和“渭南市创业二十年优秀经理人奖”。总经理王永斌先生，工商管理硕士，高级职业经理人，曾任合阳电力电容器制造有限责任公司董事长助理和公司副总经理等职务。

公司领导均具有丰富的行业生产经营管理经验，领导层素质较高。

截至2009年底，公司拥有员工377人，其中生产人员和研发人员分别占38.99%和23.08%，销售人员和管理人员分别占17.51%和10.34%，其余为行政人员；从学历构成来看，大学本科及以上学历占21.75%，大专学历占51.46%；从年龄分布来看，30岁及以下的占53.05%，31~50岁之间的占45.62%，其余为50岁以上。总的来看，公司技术研发人员和生产人员占比较高，符合其日常经营的需要。

3. 技术水平

公司拥有市级技术研发中心，下设4个技术部和1个试验中心，具有各种构架式散装产品和集合式产品的研发能力。公司研发人员拥有丰富的的工作经验，其中有高级职称的18人，中级职称的28人，享有国务院津贴、国家有突出贡献的专家1人，电容装置专家组成员及顾问5人，全国电力电容器标准化技术委员会成员3人。

近年来公司不断加大技术研发投资力度，2007年~2009年分别投入约171万元、441万元和945万元。公司与西安交大联合开发了直流输电用±500kV、±800kV电容器塔项目，与国家电网公司专家联合进行了内熔丝结构性能研究项目，取得了高原并联电容器设计理论、集合式并联电容器防爆防起火理论和集合式并联电容器化整为零理论3项重大知识产权，研制开发的产品中有13项被列为国家级重点新产品，5项填补国内空白，承担完成了多项国家级火炬计划项目，获得9项专利。目前，公司正在研发的项目有直流输电及特高压电容器和电气化铁

路密集型并联电容器装置，以满足国内日益增长的特高压输配电工程、铁路和轨道交通电力市场的需求。

总的来看，公司拥有电容器自主核心技术，技术水平位于行业领先水平。

4. 股东背景

公司控股股东合容集团成立于2004年，是国内电力电容器行业大型产销企业之一。合容集团总部位于西安高新技术产业开发区，在合阳、渭南和西安均拥有生产基地，集科研、开发、生产、销售、服务为一体，主要以电力电容器为核心产品，同时生产电抗器、放电线圈等电力设备，属省级高新技术企业。除公司之外，还拥有陕西合容电力设备有限公司、陕西合容电气成套设备有限公司和西安中天电气有限公司等多家子公司。

陕西省高新技术产业投资有限公司是经陕西省政府批准于1999年9月成立的国有独资公司，对公司持股比例为42.92%。其经营范围为：电子信息、生物医药和新材料等高新技术产业项目的投资等。

5. 税收优惠

根据财政部、国家税务总局《关于印发<技术改造国产设备投资抵免企业所得税暂行办法>的通知》（财税字[1999]290号）、国家税务总局《关于印发<技术改造国产设备投资抵免企业所得税审核管理办法>的通知》（国税发[2000]13号）的有关规定，经陕西省国家税务局陕国税函[2008]84号文件批复，公司2007、2008年度以国产设备投资抵免企业所得税，实际所得税为零。

2009年，根据财政部、国家税务总局、海关总署《关于西部大开发税收优惠政策问题的通知》（财税[2001]202号）、国家税务总局《关于落实西部大开发有关税收政策具体实施意见的通知》（国税发[2002]47号）的有关规定，经陕西省国家税务局陕国税函[2008]194号文件

批复，公司减按 15% 缴纳企业所得税。

整体看，公司地处国家重点扶持区域，所处行业符合国家宏观发展方向，享有所得税优惠政策。

五、管理分析

1. 管理体制

公司按照《公司法》等国家有关法律、法规的规定，制定了包括《公司章程》、《董事会议事制度》、《监事会工作制度》、《总经理办公会议事制度》等一系列较完善的治理制度。

股东会是公司最高权力机构，依照相关法律、法规决定公司重大事项；董事会是公司决策执行机构，由 5 名董事组成；公司设立了监事会，代表股东和职工行使监督权，对公司财务以及董事、总经理进行检查和监督。监事会由 3 名监事组成；公司经营管理层由总经理、总工程师、总经理助理、总经济师和营销总经理组成，对公司日常经营进行管理，包括执行董事会决定、组织公司各项业务经营活动，以及负责公司具体业务的组织管理。此外，公司设立了监督管理委员会，审查公司内控制度，及时了解公司业务经营管理状况，保障公司所披露的信息真实、准确、完整。

2. 管理水平

公司设立综合管理部、财务部、生产部、采购部、市场管理部、技术一部等职能部门，部门设置基本满足目前管理和运营的需要。

为有效控制风险，公司制定了《安全管理制度》、《职能部门财务管理费用控制制度》、《科学技术管理办法》等各项制度，对采购、生产、销售、资产、财务、投资、环保等重大方面实行全面风险管理。

财务管理方面，公司实行财务预算管理制度，各部门于每年年末编制、上报下一年度的财务预算，报财务部审核，财务部根据公司整体经营计划提出调整意见，共同下达公司经营

责任指标，将半年经营指标的完成情况上报监督管理委员会，监督管理委员会根据半年各项经营指标考核对责任人实行奖惩。

资金管理方面，公司编制和实施公司整体资金计划（预算），年度资金计划作为公司整体预算的一部分，列入公司年度考核目标。财务部充分利用银行的资金汇划和资金管理系统，加强公司资金系统建设，提高资金周转时间，加强综合管理，降低成本。同时，定期进行公司的资金来源及运用情况的分析，以及融资成本、贷款分布及风险分析，为决策提供信息与支持。

总体看，公司部门设置和制度建设相对健全，公司管理机制适应其现阶段经营发展。

六、生产经营

1. 经营现状

2007年~2009年，公司实现主营业务收入分别为3018.35万元、7248.34万元和13507.60万元，年均增长111.55%，均来自公司生产的高压并联电容器及其成套装置的销售收入。从毛利率来看，2007年~2009年公司毛利率分别为35.53%、28.55%和32.24%，其中2008年受原材料价格波动因素影响有所下滑。

2010年1~3月，公司实现主营业务收入3266.81万元，毛利率为32.09%。

2. 原材料采购

公司生产所需的主要三大原材料分别为聚丙烯薄膜、铝箔和苎基甲苯，采购成本合计约占总成本的60%。其他原材料为铜排、套管、不锈钢板和支柱瓷瓶等。为保证产品性能的优良，公司对原材料的技术参数要求较高，如构架式单元产品套管采用冷压式、防污型套管；液体介质采用100%苎基甲苯（M/DBT），油中环氧含量不低于0.7%，使得产品具有优异的低温性能和局部放电性能。

在原材料采购中，公司根据采购物资的价

值及其价格、采购周期和供应商类型等不同的因素，采用不同的采购策略。如高价值物资一般采用按需订货原则，低价值物资采用固定批量或者经济批量原则；采购周期长的主要原材料主要通过年度生产计划预测需求和进行采购，而采购周期短的则根据采购需求计划及时进行采购；固定供应商以协议方式签订年度总订货量和单价，临时供应商则一般采用合同直接批量进行采购。公司对建立了较稳定关系的供应商进行考核，分为 A、B、C 级供应商，并定期和不定期进行评审。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，帐期一般为 2 个月。

2009 年公司向前五名供应商合计的采购金额占年度采购总额的比例为 31.36%（如表 1）。公司原材料种类较多，供应商相对较为分散。

表 1 原材料主要供应商情况（2009 年）

	供应商名称	采购类别	采购金额占比 (%)
1	安徽铜峰电子股份有限公司	聚丙烯膜	13.97
2	烟台金正精细化工有限公司	苯基甲苯	7.08
3	厦门厦顺铝箔有限公司	铝箔	4.86
4	西安创新能源工程有限公司	套管	3.35
5	陕西正元不锈钢贸易有限公司	不锈钢板	2.10
合计			31.36

资料来源：公司提供

3. 生产经营

自 2007 年下半年 600 万 kVar 产能生产线投产以来，公司生产能力逐年增加，目前年设计生产能力已达到 1190 万 kVar。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。集合式并联电容器成套装置产品的最短生产周期为 17 天，高压并联电容器单元产品为 12 天，成套装置则需 20 天。

公司生产设备优良，配备了世界一流的美

国希尔顿全自动卷制机、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。主要生产车间净化度达到千级。为保证产品质量，采用先进的真空处理工艺，采用模型单元检测真空罐内的芯子中心点温度，注油时的真空度可达 1Pa 以下，减少了电容器单元因水分和气泡产生局部放电而引起产品性能降低的情况；严格控制容量偏差，成套组装时单元均经过匹配，串段容差不超过 0.5%，相间容差不超过 0.2%；烘房内每批产品必须在 75℃，保持 24 小时不渗漏；网门采用静电喷塑工艺；采用大爬距的支柱绝缘子，提高了产品户外使用的适应能力。

4. 产品销售

从表 2 可以看出，2007 年~2009 年，公司产销量均大幅增长，产销率及销售价格也呈上升趋势。公司目前拥有年产能超过 1000 万 kVar，而 2009 年产销量分别为 620kVar 和 602kVar，总的看来，由于投产时间较短，公司产能利用率略低。预计未来随着国内输变电设备市场需求的持续增长，公司产能利用率将进一步提高。

2010 年 1~3 月，公司实现产品销量 120kVar，占 2009 年全年的 21.13%。

表 2 公司产品产销量及价格情况

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-3 月
产量（万 kVar）	200	481	620	131
销量（万 kVar）	160	383	602	120
产销率（%）	80.00	79.63	97.10	91.60
市场价格（元/Var）	20	20	21	23

资料来源：公司提供。

根据合容集团“下属子公司负责生产和组装、集团总体负责销售”的定位，2007 年~2009 年，公司主要经营模式为：按照合容集团市场部制定的销售计划安排生产，产品直接销售给合容集团，公司向其上报制造成本；合容集团负责代理销售，根据产品的出厂成本并保证一

定的利润比例，对外报价和签订销售协议；公司负责运输和设备安装；合容集团根据公司上报的每周生产计划和实际回款情况，同时参考公司上报的成本和合理的利润比例作为交易价格，与公司进行结算，保证公司生产经营的正常运行。2007年~2009年，上述由合容集团代理销售实现的收入分别占公司当年总收入的99.23%、98.59%和89.92%，关联交易占比大。

货款结算方面，一般来说，合容集团与各电网（电力）公司按照 3: 6: 1 的比例进行货款结算，即签订合同时客户支付 30%、收到货物并安装验收后支付 60%、1 年质保期到期时支付剩余 10%货款。由于大部分货款需待相关项目完工验收合格后才能得以支付，而电力工程项目一般建设周期较长，项目建设过程中受资金供应、设计变更以及施工组织等因素的影响，工期经常发生变化，导致应收账款周转时间较长，公司面临较大的流动资金压力。

公司产品的最终用户为国家及地方各电网（电力）公司。从销量地区分布看（见表3），公司产品销售主要集中在南方电网，其余区域分部较为均匀。

表 3 公司 2007~2009 年销量地区分布（单位：%）

地 区	2007 年	2008 年	2009 年
国网	15	10	15
华北	20	15	10
南网	30	35	40
华中	10	15	10
西北	15	15	15
华东	10	10	10
合计	100	100	100

资料来源：公司提供

自 2010 年起，合容集团市场部整体划入公司管理，公司将拥有自主销售权并沿用集团原有销售政策。公司未来将实行营销总经理领导下的区域经理负责制团队营销管理模式，将营销目标任务分解下达给全国各大区域。每个区域设有区域经理，从而形成“营销总经理—市场部经理—区域经理—业务员”的销售管理结

构。

5. 经营效率

从经营效率指标看，2007 年~2009 年，公司存货周转次数和总资产周转次数有所上升，三年平均值分别为 2.71 次和 0.55 次，2009 年分别为 3.18 次和 0.71 次。2009 年，受应收账款增幅较大的影响，公司销售债权周转次数有所下降，自 2008 年的 2.53 次降至 2.15 次。总体看，公司整体经营效率一般。

6. 未来发展

公司未来将始终致力于电容器及高压无功自动补偿装置等电力设备产品的研制、开发、生产和销售。中长期来看，公司将凭借技术优势进一步发展高端产品和高附加值产品，特别是高性能的 750kV、1000kV 电容式电压互感器，特种变压器，以满足国内电力工业建设、城网改造以及其它工业领域发展的需要；研制适用于电弧炉，大型轧钢机，电力机车，大功率换流高效设备等冶金、化工、电气化铁道等方面需要的电力系统用静止无功补偿装置（SVC）及静止无功发生器（ASVG）。

公司目前规划的主要项目为特高压、超高压电网配套用高压并联电容器项目，总投资额约为 5000 万元，建设期 1.5 年，资金主要来源于自有资金和银行贷款。公司未来总体投资支出规模合理，资金压力不大。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007 年~2009 年财务报表已经西安市希格玛会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司执行财政部颁布的企业会计准则和《企业会计制度》及其补充规定，2010 年一季度财务报表未经审计。

截至 2009 年底，公司资产总额 21674.82 万元，所有者权益 13684.40 万元；2009 年公司

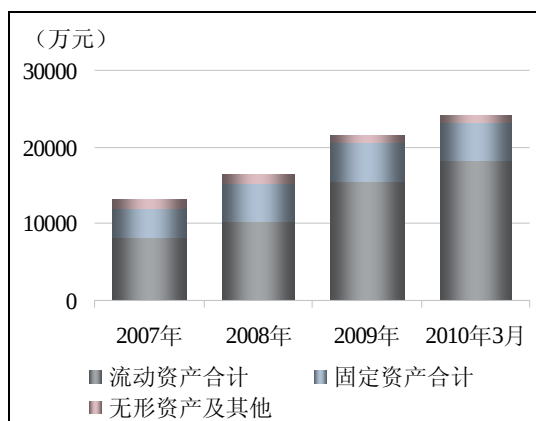
实现主营业务收入 13507.60 万元，利润总额 2738.73 万元。

截至 2010 年 3 月底，公司资产总额 24244.81 万元，所有者权益 14241.84 万元；2010 年 1~3 月公司实现主营业务收入 3266.81 万元，利润总额 636.83 万元。

2. 资产质量

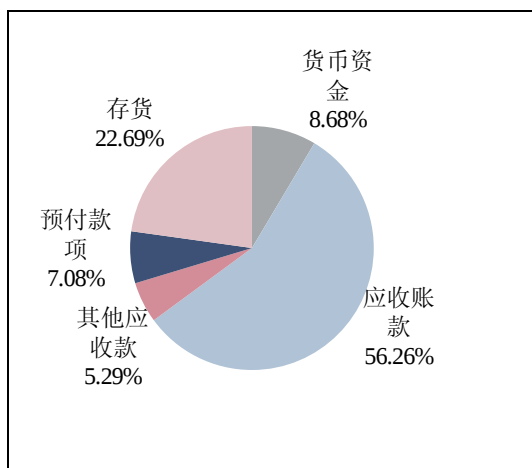
2007 年~2009 年，公司资产规模随业务发展稳步增长，年均增长率 28.56%。截至 2009 年底，公司资产总额 21674.82 万元，其中流动资产合计占 71.82%，固定资产合计占 22.86%，无形资产及其他资产合计占 5.31%。总的来看，公司资产以流动资产为主，且流动资产占比呈逐年上升趋势。

图 2 公司资产构成及增长情况



资料来源：公司年报

图 3 公司 2009 年底流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2007 年~2009 年，公司流动资产年均复合增长 38.54%，增长较快。截至 2009 年底，公司流动资产合计 15567.68 万元，其中以应收账款和存货为主，分别占 56.26%和 22.69%。

2009 年底公司应收账款余额为 8936.65 万元，较 2008 年增长 129.01%，主要是 2009 年业务快速增长所致。从账龄结构来看，1 年以内占 99.67%，应收账款账龄较短；2009 年公司前五名欠款单位合计占应收账款的 96.29%（参见表 4），其中主要为公司控股股东合容集团欠款（占 86.02%）。2007 年~2009 年，公司主要通过合容集团代理销售业务，其中直接销售给合容集团实现的收入分别占当年总收入的 99.23%、98.59%和 89.92%，关联交易占比很大。2009 年，公司计提坏账准备 178.73 万元。

总体看，公司应收账款期限分布合理，欠款客户主要为合容集团。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，确保其生产的正常运行，以上结算方式存在一定集团占用资金风险。考虑到产品终端用户为国家及地方各电网（电力）公司，该类客户资金实力雄厚，信誉良好，公司坏账风险较低。未来公司将拥有自主销售体系，但受行业因素影响，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 4 2009 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	86.02
江苏省电力公司	4.77
陕西合容电力设备有限公司	2.29
北京三得普华科技有限责任公司	2.77
柳林县金源工贸有限责任公司	0.44
合计	96.29

资料来源：公司提供

2007 年~2009 年，公司存货大幅增长，年均复合增长 56.47%。截至 2009 年底，公司存货为 3532.80 万元，主要为原材料（占 36.40%）和发出商品（指已出库、在运送途中或者尚未完成安装达到确认收入条件的产成品，占 37.58%），公司未计提存货减值准备。

截至2009年底,公司固定资产原价5866.04万元,主要是房屋建筑物(45.66%)和机器设备(37.16%),2009年公司累计计提折旧910.35万元,固定资产成新率为84.48%。公司在建工程主要为设备及安装项目,其中2007年和2008年分别为2284.53万元和417.91万元。随着工程的完工和投产,在建工程逐年减少,2009年全部转入固定资产。

截至2009年底,公司无形资产为1151.46万元,由土地使用权和专有技术构成,占比分别为79.99%和20.01%,其中专有技术“用低绝缘等级单元组装高绝缘等级集成式电容器设计方法”为合容集团投入,原值为384.00万元,截止目前尚未办理产权过户手续。

截至2010年3月底,公司资产总额24244.81万元,较2009年底增长11.86%,主要系应收账款和存货增长所致;其中流动资产合计占75.14%,固定资产合计占20.15%,无形资产及其他资产合计占4.71%,整体资产构成变化不大。

总的来看,公司资产以流动资产为主,流动资产应收账款占比较高,欠款客户主要为合容集团,存在一定集团占用资金风险。

3. 负债及所有者权益

2007年~2009年,公司所有者权益年均复合增长率11.42%,主要来自未分配利润的持续增加。截至2009年底,公司所有者权益13684.40万元,以实收资本(占80.02%)为主,资本公积和盈余公积分别占0.51%和2.51%,未分配利润占16.96%,所有者权益稳定性较好。截至2010年3月底,公司所有者权益14241.84万元,较2009年底增长4.07%,主要是未分配利润增加所致。

2007年~2009年,公司负债规模快速增长,年均复合增长95.47%。截至2009年底,公司负债合计7990.42万元,主要为流动负债(占90.94%)。截至2010年3月底,公司负债合计10002.97万元,较2009年底增加2012.55

万元,主要是应付账款增加所致。

截至2009年底,公司流动负债合计7266.42万元,主要由短期借款、应付票据和应付账款构成,分别占流动负债的15.14%、13.82%和52.62%。其中,短期借款全部为抵押借款,2009年底为1100.00万元;应付票据全部为银行承兑汇票,2009年底为1004.00万元;公司应付账款主要为应付材料款。随着公司销售规模的扩大,原材料采购需求持续增加,应付账款增幅较大,三年年均复合增长率为56.33%,2009年底为3823.49万元。

公司长期负债全部为专项应付款,2007年~2009年分别为290.00万元、416.00万元和724.00万元,专项应付款主要来自政府项目拨款。

公司有息债务全部为短期债务,2008年和2009年分别为2030.00万元和2104.00万元。截至2010年3月底,公司有息债务合计2167.69万元。

随着公司负债规模的快速增加,公司资产负债率自2007年的15.95%升至2009年的36.86%,2010年3月底,公司资产负债率为41.26,负债水平继续上升。2008年和2009年,公司全部债务资本化比率分别为14.96%和13.33%,2010年3月底为13.21%,债务负担呈小幅下降趋势。

总体看,公司债务以流动负债为主,债务负担轻。

4. 盈利能力

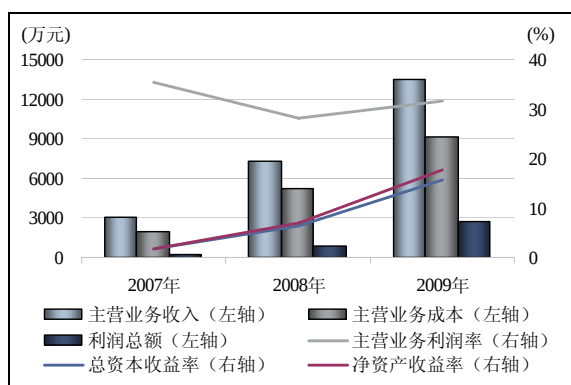
2007年~2009年,公司业务增长迅速,主营业务收入和主营业务成本年均复合增长率分别为111.55%和116.88%,增速基本一致。2009年分别为13507.60万元和9153.17万元。2007年~2009年,公司主营业务利润率有所波动,分别为35.25%、28.13%和31.73%,其中2008年有所下降,主要是当年原材料价格大幅波动导致。总的来看,公司盈利能力较强。

根据《企业会计制度》要求,公司2007年

度将筹集企业的开办费自开始生产经营当月起一次计入当月的损益，导致增加2007年度管理费用438.07万元；随着生产经营规模扩大，2009年管理费用和营业费用分别为720.83万元和810.38万元，较2008年分别增长65.81%和10.51%。总的来看，公司期间费用主要为销售费用和管理费用，三年年均复合增长35.48%，但期间费用占主营业务收入的比例逐年下降，2009年为11.93%。

2007年~2009年，公司利润总额和净利润均保持快速增长，其中2009年分别为2738.73万元和2417.56万元；盈利指标也逐年上升，2009年，公司净资产收益率和总资本收益率分别为17.67%和15.79%。

图4 公司盈利情况



资料来源：公司年报

2010年1~3月，公司实现主营业务收入和利润总额分别为3266.81万元和636.83万元，分别占2009年全年的24.19%和23.25%；公司主营业务利润率为31.66%，经营状况良好。

总的来看，伴随着国内电力建设投资的增长，公司收入和利润快速增长，盈利能力较强。

5. 现金流

2007年~2009年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入量均保持增长。2009年公司现金收入比自2007年的55.07%提升至92.07%，收入实现能力有所改善。2007年~2009年，公司经营活动现金流入量增幅（164.98%）高于经营活动现金流出量增幅

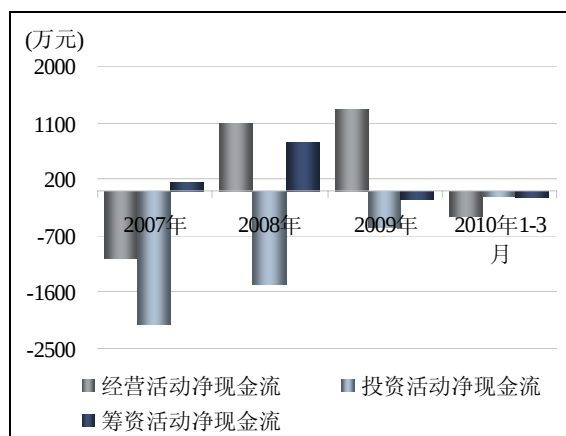
（98.77%），使得经营活动产生的现金流量净额逐年增加，2009年为1316.46万元。公司支付其他与经营活动有关的现金主要是与关联方的往来款等。2010年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为1068.34万元，收入现金比为32.70%。收入实现质量的下降导致2010年一季度经营活动净现金流为负值（-399.53万元）。

从投资活动看，2007年~2009年公司投资活动均呈现现金的净流出，主要为购建固定资产和无形资产支付的现金，随着在建项目的完工和投产，公司投资性支出逐渐减少。2009年和2010年1~3月，公司投资活动现金流量净额分别为-570.86万元和-60.47万元。

2007年~2009年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-3172.81万元、-389.91万元和745.60万元，2010年1~3月为-460.00万元，随着投资规模的减小，公司经营活动产生的现金流量净额逐渐能满足投资的需要，对外部融资依赖性较小。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入主要是银行借款，筹资活动现金流出主要表现为偿还借款。2009年由于偿还债务1800.00万元导致筹资活动现金流出大幅增加，使得筹资活动产生的现金流量净额转为负值（-114.34万元）。2010年1~3月，公司筹资活动产生的现金流量净额-99.03万元。

图5 公司现金流情况



资料来源：公司年报

总体看，公司经营活动获取现金能力一般。

近年来随着资本支出规模递减，对外筹资需求较小。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2007年~2009年，公司流动比率和速动比率保持较高水平，2009年分别为214.24%和165.62%，2010年3月底分别为196.32%和150.42%；公司经营现金流动负债比指标偏低，2009年为18.12%。考虑到公司流动负债中短期有息债务占比较低（占28.96%），且公司经营活动产生的现金流入量与流动负债比率较高，2009年为173.41%，公司短期偿债能力基本正常。

从长期偿债指标看，2007年~2009年，公司EBITDA年均复合增长102.18%，2009年为3362.00万元；公司债务负担轻，EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA均保持较好水平，2009年分别为44.49倍和0.63倍。公司对全部债务保障程度高。

截至2010年3月底，公司无对外担保事项。

八、本期集合票据偿债能力分析

公司计划发行集合票据3000万元，是公司2010年3月底全部债务的1.38倍，对现有债务影响大。以2010年3月底财务数据为基础，本期集合票据发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率和全部债务资本化比率将升至47.73%和26.62%，债务负担有所上升，但仍属合理水平。

2009年和2010年3月底，公司现金类资产分别为本期集合票据的0.45倍和0.26倍，公司现金类资产对本期集合票据覆盖程度一般。

2007年~2009年，公司经营活动现金流入量偿债倍数分别为0.60倍、2.58倍和4.20倍，经营活动现金流量净额偿债倍数分别为-0.35倍、0.36倍和0.44倍，经营活动现金流量对计划发行的集合票据覆盖程度一般。2007~2009年，公司EBITDA/本期发债额度分别为0.27倍、0.42倍和1.12倍，公司EBITDA对本期集合票据保障

程度较高。

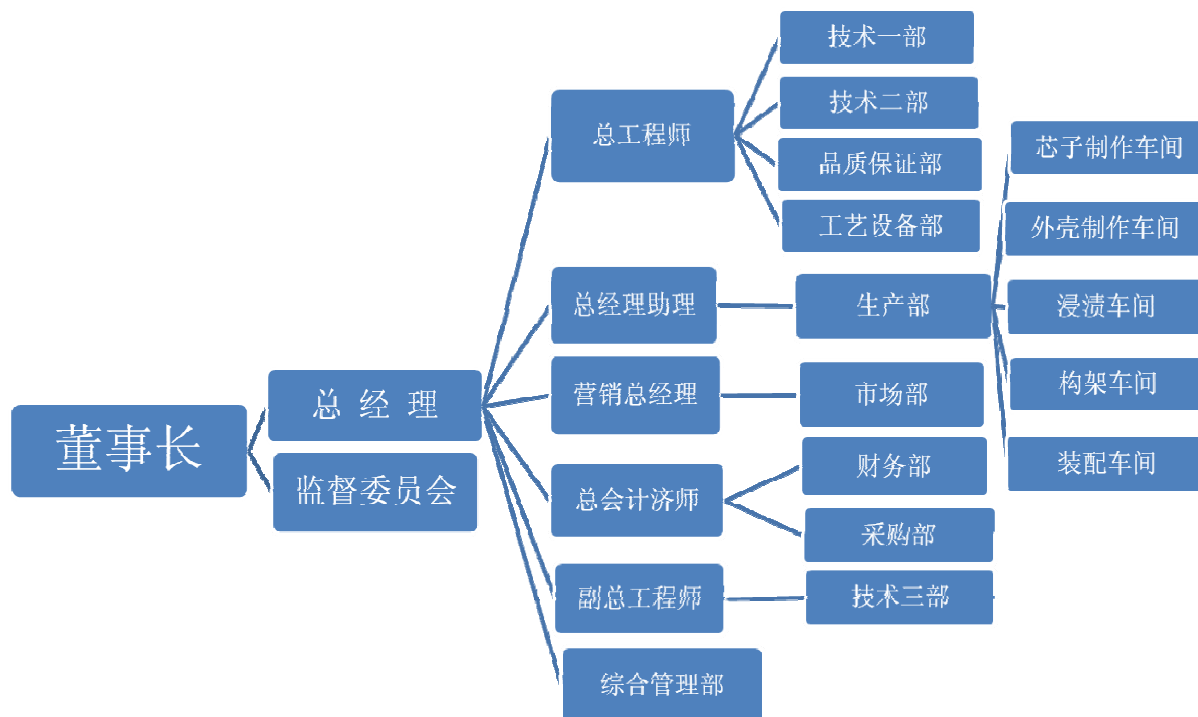
九、综合评价

电力是国民经济的基础产业，伴随中国电网投资的不断增加，输配电设备制造业发展前景良好。

公司以高压并联电容器及其成套装置为主导产品，技术研发能力较强。2007年以来，公司主营业务收入及利润持续增长，但目前主要通过控股股东合容集团代理销售业务，关联交易占比很大；同时，受行业竞争激烈影响，公司应收账款金额较大，存在一定营运资金压力。

目前，公司资产以流动资产为主；债务负担轻，整体盈利能力较强，对全部债务保障能力强。总体看，公司主体信用风险一般。

附件 1 截至 2009 年底公司组织结构图



附件 2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 3 月
流动资产					
货币资金	330.35	720.49	1351.75	102.28	792.71
短期投资					
应收票据					
应收股利					
应收利息					
应收账款	1911.13	3824.22	8757.92	114.07	10932.60
其他应收款	2709.53	1958.18	824.07	-44.85	838.89
预付账款	1717.06	1581.73	1101.14	-19.92	1390.98
存货	1442.90	2222.11	3532.80	56.47	4259.67
待摊费用					1.80
其他流动资产					
流动资产合计	8110.96	10306.72	15567.68	38.54	18216.64
长期投资					
长期股权投资					
长期债权投资					
长期投资合计					
减：长期投资减值准备					
加：合并价差					
长期投资净额					
固定资产					
固定资产原值	1527.50	4877.27	5866.04	95.97	5926.51
减：累计折旧	83.39	420.65	910.35	230.40	1040.10
固定资产净值	1444.11	4456.63	4955.69	85.25	4886.41
固定资产净值减值准备					
固定资产净额	1444.11	4456.63	4955.69	85.25	4886.41
工程物资	7.58			-100.00	
在建工程	2284.53	417.91		-100.00	
固定资产清理					
待处理固定资产净损失					
固定资产合计	3736.22	4874.54	4955.69	15.17	4886.41
无形资产及其他资产					
无形资产	1267.45	1209.45	1151.46	-4.69	1141.76
长期待摊费用					
其他长期资产					
无形资产及其他资产合计	1267.45	1209.45	1151.46	-4.69	1141.76
递延税项					
递延税项借项					
资产总计	13114.63	16390.71	21674.82	28.56	24244.81

附件 2-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 3 月
流动负债					
短期借款		1000.00	1100.00		1100.00
应付票据		1030.00	1004.00		1067.69
应付账款	1564.47	1835.14	3823.49	56.33	6313.19
预收账款			429.37		
应付工资	13.84	18.85	46.70	83.72	88.73
应付福利费	5.66	7.42		-100.00	
应付利润（股利）					
应交税金	75.10	-76.99	445.96	143.69	318.59
其他未交款	2.91	0.52	4.16	19.43	1.06
其他应付款	139.23	606.20	412.74	72.18	369.81
预提费用		14.95			19.89
预计负债					
一年内到期的长期负债					
其他流动负债					
流动负债合计	1801.22	4436.10	7266.42	100.85	9278.97
长期负债					
长期借款					
应付债券					
长期应付款					
专项应付款	290.00	416.00	724.00	58.00	724.00
其他长期负债					
长期负债合计	290.00	416.00	724.00	58.00	724.00
递延税项					
递延税项贷款					
负债合计	2091.22	4852.10	7990.42	95.47	10002.97
少数股东权益					
所有者权益					
实收资本	10950.00	10950.00	10950.00	0.00	10950.00
资本公积	69.27	69.27	69.27	0.00	69.27
盈余公积	20.46	102.14	343.89	309.97	343.89
未分配利润	-16.31	417.21	2321.24		2878.68
未确认的投资损失（以“-”号填列）					
外币报表折算差额					
所有者权益合计	11023.42	11538.61	13684.40	11.42	14241.84
负债及所有者权益合计	13114.63	16390.71	21674.82	28.56	24244.81

附件 3 合并利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 1~3 月
一、主营业务收入	3018.35	7248.34	13507.60	111.55	3266.81
减：主营业务成本	1946.04	5178.80	9153.17	116.88	2218.50
主营业务税金及附加	8.43	30.22	67.92	183.80	14.11
二、主营业务利润	1063.88	2039.32	4286.51	100.73	1034.20
加：其他业务利润	18.83	-8.66	-4.07		
减：营业费用	65.15	733.35	810.38	252.68	212.52
管理费用	813.80	434.74	720.83	-5.89	176.85
财务费用	-0.86	47.74	80.63		19.64
三、营业利润	204.61	814.83	2670.59	261.28	625.19
加：投资收益					
补贴收入			52.00		7.00
营业外收入		1.91	20.20		4.64
减：营业外支出			4.07		
四、利润总额	204.61	816.74	2738.73	265.86	636.83
减：所得税			321.17		
减：少数股东损益					
加：未确认的投资损失					
五、净利润	204.61	816.74	2417.56	243.74	636.83

附件 4-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~3 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	1662.20	7119.97	12436.81	173.53	1068.34
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	132.47	628.89	164.06	11.29	7.00
经营活动现金流入小计	1794.67	7748.86	12600.87	164.98	1075.34
购买商品、接受劳务支付的现金	1563.12	5234.30	9094.45	141.21	857.60
支付给职工以及为职工支付的现金	140.53	171.63	458.64	80.66	173.69
支付的各项税费	12.76	516.41	828.26	705.71	291.11
支付其他与经营活动有关的现金	1139.80	740.58	903.06	-10.99	152.48
经营活动现金流出小计	2856.20	6662.93	11284.41	98.77	1474.87
经营活动产生的现金流量净额	-1061.53	1085.93	1316.46		-399.53
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		3.47			
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计		3.47			
购建固定资产、无形资产等支付的现金	2111.28	1479.31	570.86	-48.00	60.47
投资支付的现金					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	2111.28	1479.31	570.86	-48.00	60.47
投资活动产生的现金流量净额	-2111.28	-1475.84	-570.86	-48.00	-60.47
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金					
取得借款收到的现金		1000.00	1900.00		
收到其他与筹资活动有关的现金	359.27	126.00	308.00	-7.41	
筹资活动现金流入小计	359.27	1126.00	2208.00	147.91	
偿还债务支付的现金			1800.00		
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	200.46	345.95	347.34	31.63	99.03
支付其他与筹资活动有关的现金			175.00		
筹资活动现金流出小计	200.46	345.95	2322.34	240.37	99.03
筹资活动产生的现金流量净额	158.81	780.05	-114.34		-99.03
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	-3014.00	390.14	631.26		-559.03

附件 4-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~3 月
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动					
债务转为资本					
一年内到期的可转换公司债券					
融资租入固定资产					
其他					
二、将净利润调节为经营活动的现金流量					
净利润	204.61	816.74	2417.56	243.74	636.83
加: 计提的资产减值准备	103.88	29.91	77.94	-13.38	
固定资产折旧	83.39	338.00	489.70	142.33	134.39
无形资产摊销	96.40	58.00	58.00	-22.43	9.70
长期待摊费用摊销	438.07			-100.00	
待摊费用减少(减:增加)					-1.80
预提费用增加(减:减少)		14.95	-14.95		19.89
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)					-4.64
固定资产报废损失		-0.47			
财务费用		44.40	75.57		19.64
投资损失(减:收益)					
递延所得税资产减少(减:增加)					
存货的减少(减:增加)	-1442.90	-779.21	-1310.69	-4.69	-726.87
经营性应收项目的减少(减:增加)	-2337.84	-1056.33	-3221.95	17.40	-2479.33
经营性应付项目的增加(减:减少)	1792.87	1619.93	2745.28	23.74	1992.66
其他					
经营性活动产生的现金流量净额	-1061.53	1085.93	1316.46		-399.53
三、现金及现金等价物净增加情况					
现金的期末余额	330.35	720.49	1351.75	102.28	792.71
减: 现金的期初余额	3344.35	330.35	720.49	-53.59	1351.75
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	-3014.00	390.14	631.26		-559.03

附件 5 主要财务指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年	平均值	2010 年 3 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	1.58	2.53	2.15	2.15	--
存货周转次数(次)	1.35	2.83	3.18	2.71	--
总资产周转次数(次)	0.23	0.49	0.71	0.55	--
现金收入比(%)	55.07	98.23	92.07	86.52	32.70
盈利能力					
主营业务利润率(%)	35.25	28.13	31.73	31.36	31.66
总资本收益率(%)	1.86	6.35	15.79	10.17	--
净资产收益率(%)	1.86	7.08	17.67	11.33	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	0.00	14.96	13.33	11.15	13.21
资产负债率(%)	15.95	29.60	36.86	30.50	41.26
偿债能力					
流动比率(%)	450.30	232.34	214.24	266.88	196.32
速动比率(%)	370.20	182.25	165.62	211.52	150.42
经营现金流动负债比(%)	-58.93	24.48	18.12	4.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	28.31	44.49	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	1.61	0.63	0.80	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	--	-0.19	0.35	--	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	--	-8.78	9.87	--	--
本期债券偿债能力					
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.27	0.42	1.12	0.74	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.60	2.58	4.20	2.99	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.35	0.36	0.44	0.26	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.06	-0.13	0.25	-0.13	--

注：EBITDA 利息倍数中，利息支出只含费用化利息支出，其中 2007 年无费用化利息支出；2010 年 3 月报表未经审计。

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率*	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 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

信用等级公告

联合[2010] 423 号

联合资信评估有限公司通过对西安爱德华测量设备有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

西安爱德华测量设备有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年七月二十八日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianhezhixin.com.cn

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、西安爱德华测量设备有限公司主体长期信用等级自 2010 年 7 月 28 日至 2011 年 7 月 27 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一零年七月二十八日
信用评级业务专用章

西安爱德华测量设备有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: BBB⁻
评级展望: 稳定
评级时间: 2010 年 7 月 28 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 3 月
资产总额(万元)	8024.82	10060.52	10613.06	10710.75
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	3886.90	4023.26	6302.11	6048.88
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	0.00	950.00	300.00	0.00
营业收入(万元)	5935.94	4870.96	5119.14	1002.55
利润总额(万元)	1058.60	155.50	889.03	-253.22
EBITDA(万元)	1230.91	339.00	1207.73	--
经营性净现金流(万元)	202.86	-125.85	463.81	229.89
营业利润率(%)	43.71	34.07	38.47	25.51
净资产收益率(%)	25.17	3.50	13.95	--
资产负债率(%)	51.56	60.01	40.62	43.53
全部债务资本化比率(%)	0.00	19.10	4.54	0.00
流动比率(%)	142.51	130.57	166.58	154.93
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	2.80	0.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	48.59	9.29	20.41	--
EBITDA/本期发债规模(倍)	0.49	0.14	0.48	--

注: 公司从 2007 年开始执行《企业会计准则(2006)》。2010 年数据未经审计。

分析师

戎伟伟 张晓斌
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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对西安爱德华测量设备有限公司(以下简称“公司”或“西安爱德华”)的评级反映了其作为拥有自主知识产权的三坐标测量机厂商,在技术研发、外部环境等方面的综合优势,同时,联合资信也注意到宏观经济环境变化、下游行业景气程度,以及公司费用控制能力,关联交易等因素对公司经营及财务状况的影响。

公司对德国 MORA 公司资产收购正在进行国内审批,预计收购完成后公司将进入三坐标测量机高端市场,产品谱系拓宽,有望增强公司技术研发实力和国内外市场的整体竞争力。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司产品谱系较宽,逐步增加高附加值产品比重,研发实力较强。
2. 公司作为高新技术企业,享受优惠所得税率和政府补助政策。

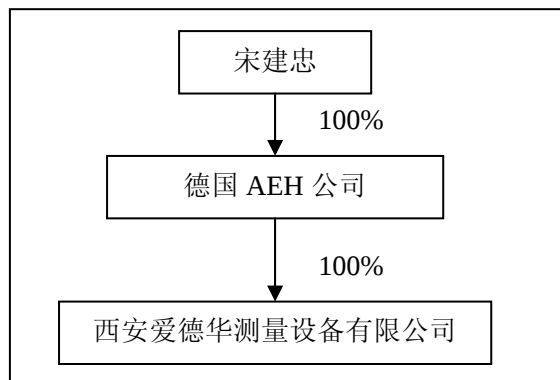
关注

1. 公司管理费用增长较快,期间费用控制能力有待加强。
2. 公司盈利状况和经营性现金流波动较大。
3. 公司原材料采购关联交易规模较大。
4. 公司对德国 MORA 公司资产收购正在审批过程中。
5. 公司本期计划发债规模较大,经营活动现金净流量和现金类资产对本期债券保障程度低。

一、主体概况

西安爱德华测量设备有限公司（以下简称“西安爱德华”或者“公司”）于1997年7月21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5月，公司注册资本变更为5000万元。公司控股股东为德国AEH公司，持股比例100%。公司实际控制人为宋建忠。

图1 公司股权关系



资料来源：公司提供

公司经营范围：生产和销售多维坐标测量机及其他机电一体化产品，进行机电一体化技术开发、生产、技术服务。截至2010年3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226人。

截至2009年底，公司资产总额10613.06万元，所有者权益6302.11万元；2009年公司实现营业收入5119.14万元，利润总额889.03万元。

截至2010年3月底，公司资产总额10710.75万元，所有者权益6048.88万元；2010年1-3月公司实现营业收入1002.55万元，利润总额-253.22万元。

公司注册地址：西安市高新区锦业路69

号C区22号；法定代表人：宋建忠。

二、本期集合票据概况

公司计划发行期限3年的集合票据2500万元。本期集合票据募集资金全部用于补充目前流动资金。本次募集资金主要用于：

1、1000万元用于公司已投产项目的后续发展所需流动资金，包括高精度DAISY三坐标测量机和齿轮测量中心的所需原材料的采购资金，使其尽快形成规模化；

2、1500万元用于现有三坐标产品及影像测量仪的生产规模，储备适量原材料，缩短生产周期，使影像测量仪在3-5年内达到5000-10000万元的生产规模。

三、行业分析

1. 行业现状

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。据国家统计局数据，2007年-2009年国内仪器仪表行业工业总产值增幅分别为28.5%、18.7%和6.81%，销售额增幅分别为29%、18.8%和7.02%。国内仪器仪表行业受金融危机影响增速降低。2009年，中国仪器仪表累计出口额为389.14亿美元，同比增长-10.2%，增速比2008年同期下降27.2个百分点；累计进口额为669.96亿美元，同比增长-13.8%，增速比2008年同期下降25.5个百分点；实现贸易逆差280.82亿美元。总体上国内仪器仪表行业维持增长态势，在进出口上维持贸易逆差情况。

1960年英国FERRANTI公司成功研制世界上第一台三坐标测量机，20世纪80年代以后，现代的坐标测量机在计算机控制下完成各种复杂测量，通过与数控机床交换信息，实现对加工的控制，根据测量数据实现逆向工程。

三坐标测量机是高效率的新型精密测量仪器，可以进行零部件的尺寸、形状和相互位置的检测，例如箱体、导轨、涡轮和叶片、缸体、凸轮、齿轮和形体等空间型面的测量，还可以划线、定中心孔、光刻集成电路等，具有通用性强、测量范围大、精度高、效率高、性能好的特点，并能与柔性制造系统相连接。非接触式三坐标测量机采用摄像测头，通过对工件的照相，将工件成像在摄像系统的 CCD 界面上，通过影像处理技术而得到测量目标的棱边及表面的采样点，用于微小尺寸、易变形工件、精密零件、电路板等的测量。现代的多维坐标测量机是集计算机数控技术、计算机数据处理技术、影像处理技术、光学技术、激光技术、精密技术、机器人技术、测量技术于一体的测量中心，它在工业中的应用和普及程度直接反映了国家的加工业水平。

2. 竞争格局

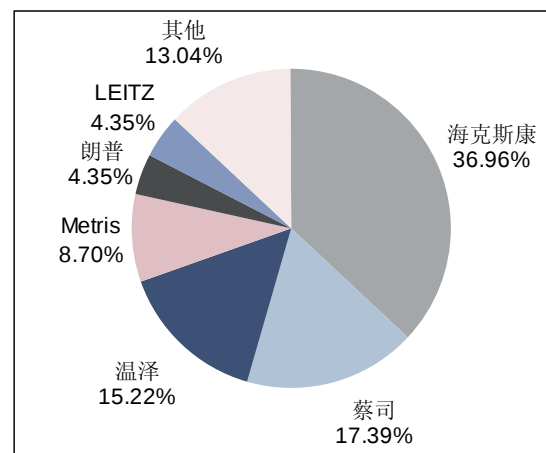
国外三坐标测量机主要生产厂家为德国蔡司（ZEISS）集团、瑞典海克斯康（Hexagon）集团、日本三丰（Mitutuyo）、比利时 Metris 集团、德国温泽（Wenzel）。瑞典 Hexagon 集团旗下包括美国朗普（Brown & Sharpe）公司、意大利 DEA 公司、德国 LEITZ 公司、瑞典 CE JOHANSSAN 公司、中国海克斯康（青岛）有限公司。在全球市场上国外厂商占据主要市场份额，其中德国蔡司、瑞典海克斯康、日本三丰市场占有率在 20% 以上。

国内市场上市场占有率最大的是海克斯康集团旗下的海克斯康测量技术（青岛）有限公司（以下简称“青岛海克斯康”），青岛海克斯康是瑞典海克斯康集团与中国航空工业集团公司下属青岛前哨精密机械公司在中国的合资公司，提供海克斯康旗下美国朗普（Brown & Sharpe）公司、意大利 DEA 公司、德国 LEITZ 公司的产品，青岛海克斯康的产品覆盖航空航天、国防军工、汽车工业、电子和模具等行业，市场占有率 50% 以上。除公司外，其他厂商有

北京航空精密研究所（303 所）（已被海克斯康收购）、南航高科等。

国内三坐标测量机 90% 由国外进口，10% 左右国产，高端市场主要由蔡司、海克斯康、温泽、三丰占据。三坐标测量机作为汽车工业、模具、数控机床等机械加工工业质量控制、产品设计、逆向工程的必备产品，下游行业对质量控制、产品改进方面的需求以及下游行业的景气程度会对三坐标测量机的市场需求产生影响。2008 年下半年金融危机下三坐标测量机需求减少，2009 年下半年随着国内经济逐步好转需求开始逐步回升。

图 2 2009 年中国三坐标测量机国际招标市场统计



资料来源：必联市场研究中心、中国国际招标网

3. 行业关注

国内配套比例低制约机械工业发展

在汽车工业、模具制造、航空航天等领域，国内机械工业企业配备三坐标测量机等精密测量仪器比例较低，与发达国家配备比例相差较大，制约着国内装备制造业的产品质量、性能和等级。

国内企业竞争力弱

国内三坐标测量机市场绝大部分由外资产品占据，国内众多三坐标测量机生产企业自主研发能力普遍较弱，自主知识产权缺失，市场占有率低，竞争力较弱，主要提供中低端产品，高端产品主要由外资厂商提供。

4. 行业政策

2009年1月国务院在全国范围内推行增值税改革，增值税由生产型向消费型转变，允许企业购进固定资产的进项税额可以在销项税额中抵扣，增值税改革大幅降低了资本密集型企业的固定资产投资的税收负担，鼓励企业进行设备投资和技术升级。三坐标测量机在模具、机床、汽车、电子、航空航天等资本和技术密集型行业的质量控制、技术研发中的应用将更广泛。总体看，增值税改革对公司下游行业的需求有提升作用。

2009年5月国务院发布《装备制造业产业振兴规划》规划目标中提到“提高基础配套水平，通用零部件基本满足国内市场需求，关键自动化测控部件填补国内空白”。在实施装备自主化产业的船舶工业、汽车工业、电子信息产业、国防军工行业中提到零部件制造、模具生产工艺的提高。配套产品制造的基础部件中重点发展大功率电力电子元件、精密轴承，高精度齿轮传动装置，加快发展工业自动化控制系统及仪器仪表、中高档传感器等，加工副局中，重点发展大型精密型腔模具、精密冲压模具、高精度、智能化、数字化量仪。公司主要产品三坐标测量机、齿轮测量中心等属于国家产业政策支持和着重发展的细分行业之一，在装备制造业中居于重要地位。

5. 行业发展

未来随着汽车工业、模具制造、数控机床、航空航天、国防军工等行业的发展，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。

三坐标测量机在技术上将呈现以下发展趋势：（1）测量精度和测量速度不断提高，通过测量机的结构优化以提高刚性，减轻运动部件的质量；同时采用新材料如铝、陶瓷、人工合成材料逐步代替花岗石等传统材料来降低运动惯性。高速的动态性要求提高动态补偿能力以

实现高速测量和高精度测量的共同实现。（2）探测技术发展的趋势是非接触探头将得到广泛运用，非接触探测避免接触式探测时的频繁加速、减速、碰撞，可以提高测量速度和可靠性。尤其是在微电子工业，如大规模集成电路。国外光学三坐标测量机发展十分迅速。光学三坐标测量机的核心就是非接触测量。（3）配备开放式控制系统的三坐标测量机具有更大的柔性，现代制造系统中测量的目的不仅仅局限于成品验收检验，而是向整个制造系统提供有关制造过程的信息，为控制提供依据。三坐标测量机能与其他生产机器联网、通信，完成计算机辅助设计、制造、工艺规划。（4）测量软件向智能化发展，包括能进行自动编程、按测量任务对测量机进行优化、故障自动诊断等方面。测量机的功能主要由软件决定。测量机每一项新技术的发展，都必须配套相应的软件技术。三坐标测量机未来将纳入制造系统需要发展与网络通信、建模、CAD、实现反向工程的软件；增强通用测量软件（DMIS）与CAD/CAM的数据交换，应用于不同类型工件的专用测量软件将逐步完善。

四、基础素质

1. 企业规模与竞争力

公司位于西安高新技术产业开发区，总面积达10400平方米的研发制造基地已经陆续投入使用，其中恒温间和精调间面积为4000平方米以上，温控均达到 20 ± 0.5 摄氏度的生产环境要求，近千平方米的测量机演示与培训中心，硬件基础和配套设施已达到国际标准，使公司的年生产能力提高到850台以上，成为规模较大的坐标测量机制造企业。

公司全资子公司西安德翼测量软件有限公司（以下简称“西安德翼”）主要负责测量软件的研发和销售。西安德翼成立于2007年6月8日，注册资本100万元。公司所需测量软件向西安德翼进行采购。

目前公司可以生产 5 大类别 12 大系列 180 多个型号的几何测量产品，在华东地区拥有 55% 以上的市场占有率。公司是拥有全套自主知识产权的高新技术企业，公司品牌“爱德华”获得“西安市著名商标”和“陕西省著名商标”称号。公司通过了 ISO9000 质量体系认证和欧洲 CE 安全认证。公司具有自主知识产权的“AC-DMIS”测量软件经过了德国物理研究院 PTB 认证。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员 8 人。公司董事长兼总经理宋建忠先生，1957 年出生，博士学位，1982 年毕业于西安理工大学精密仪器系，1986 年赴德国德累斯顿工业大学攻读博士学位，师从于世界著名的三坐标测量技术专家 W. Lotze，研究方向为三坐标测量技术及相关数学处理方法。1991 年起在德国 Wegu 公司从事三坐标测量机的生产开发，主要从事关键技术的攻克，1995 年为台湾鸿海精密公司开发专用三坐标测量机。1997 年创办西安爱德华测量设备有限公司之前拥有德国测量仪器行业十年的学习研发经验。公司副总经理兼总工程师徐少臣先生，1957 年出生，高级工程师。1984 年大学毕业进入哈尔滨量仪研究所从事精密测量仪器设计工作。2000 年加入公司，负责产品的设计开发、质量及生产管理工作。

截至 2009 年底，公司在职工 226 人，按教育程度分类，大专以下、大专学历和本科及以上学历分别占 22.56%、46.90% 和 30.54%；按年龄构成划分，公司员工 30 岁以下、30 岁至 50 岁和 50 岁以上分别占 51.77%、43.36% 和 4.87%；按岗位构成看，管理人员、生产技术人员和销售人员分别占 15.04%、65.93% 和 19.03%。

总体看，公司高管拥有较丰富的管理经验和技术研发经验，公司员工素质较高。

3. 技术研发水平

公司是拥有全套自主知识产权的坐标测量机行业高新技术企业，拥有 50 多人的专家研发团队，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 2010 年 3 月公司拥有专利四项。2007 年~2009 年公司研发投入分别为 84.36 万元、108.49 万元和 108.76 万元，占营业收入比重分别为 1.42%、2.23% 和 2.12%。技术研发部负责追踪世界三坐标测量机的最新、最先进的技术并将其产品化。公司企业技术中心设立在公司研发部，设高管一名，副总工程师二名，分别由公司总工程师、副总工程师兼任，分别负责研发体系的运筹规划，经营目标策划，研发项目论证，项目实施计划，过程监控，中试研究计划及控制等。研发中心体系高管由公司副总经理兼任，保证了研发体系各项资源有效配置。同时公司与西北工业大学、西安理工大学、西安工业大学、天津大学建立了良好的合作关系，推动企业技术水平不断向前发展。

4. 税收优惠

根据《高新技术企业认定管理办法》（国科发火[2008]172 号）、《高新技术企业认定管理工作指引》（国科发火[2008]362 号）和《陕西省高新技术企业认定管理实施细则》有关规定，陕西省科技厅、陕西省财政厅、陕西省国税局、陕西省地税局于 2008 年 12 月 30 日联合发文（陕科高发[2009]10 号文），认定公司为陕西省 2008 年第一批高新技术企业，认定有效期为 3 年。依据相关规定，公司自获得高新技术企业认定后三年内（含 2008 年），公司所得税按 15% 的比例征收。

西安德翼根据《鼓励软件产业和集成电路产业发展有关税收的政策问题》的通知（财税[2000]25 号）和《财政部、国家税务总局关于企业所得税若干优惠政策的通知》（财税[2008]1 号），自开始获利年度起，第一年和第

二年免征企业所得税，第三年至第五年减半征收企业所得税。对增值税一般纳税人销售其自行开发生产的软件产品，按 17% 的法定税率征收增值税后，对其增值税实际税负超过 3% 的部分实行即征即退政策。

五、管理分析

1. 治理结构

公司按照《中华人民共和国中外合资经营企业法》的要求和《公司章程》，设立了股东会、董事会、监事会和经营管理机构。公司的最高权力机构是股东会，公司实行董事会领导下的总经理负责制。董事会由 5 人组成，设董事长 1 人。监事会设监事 1 人。主管副总、总经理助理、财务负责人选由总经理提名，董事会讨论通过后，总经理下发任命书。宋建忠任董事长和总经理，公司所有权和经营权未实现分离。

2. 管理水平

公司设有技术开发部、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，部门职责明确。

财务管理方面，公司根据《中华人民共和国会计法》、《企业会计制度》、《会计基础工作规范》以及财政部颁布的新会计准则中的有关规定，结合公司生产经营的特点制定了《西安爱德华测量设备有限公司会计核算管理办法》、《财务管理制度》等制度以规范会计核算和财务管理行为。公司同时实施了预算管理制度。

投融资管理方面，公司根据发展规划和项目可行性报告提出固定资产投资计划，根据审

批权限履行审批程序，管理层根据审批结果负责组织实施，相关部门按公司有关规定办理项目建设手续。公司成立投资并购小组负责对外投资，并制定相应的决策程序。

资金管理方面，财务部统一协调管理公司资金，制定了《现金管理制度》和《预算管理制度》，同时通过提高资金周转时间，加强综合管理，降低使用成本；对公司各项资金使用进行事前计划、事中监督、事后分析，有效地防范资金风险。

总体看，公司法人治理结构较完善，部门职能明确，内部管理机制较为规范。

六、经营分析

1. 经营现状

公司产品主要是三坐标测量机，占营业收入比重在 95% 左右。2007 年-2009 年公司营业收入出现波动，主要是受金融危机影响，下游客户需求减少所致，近三年分别为 5935.94 万元、4870.96 万元和 5119.14 万元，其中近三年主营业务收入比重分别为 97.95%、96.02% 和 96.16%，公司主营业务突出。

从产品来看，公司销售的三坐标测量机产品属于中型机和小型机等中低端产品。2008 年起公司推出附加值更高的大型机 ATLAS 系列。总体来看，目前公司产品定位仍是中低端市场。

从产品盈利情况来看，公司产品毛利率有所波动，受下游需求影响，2008 年毛利率出现下降，随着政府出台经济刺激政策和装备制造业产业振兴规划，公司下游如汽车、模具、机械等行业出现复苏，需求回暖，公司产品毛利率有所回升，但略低于金融危机前水平。

表1 2007年至2009年公司主营业务收入构成及产品盈利情况

产品	2007 年			2008 年			2009 年		
	主营业务收入 (万元)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	主营业务收入 (万元)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	主营业务收入 (万元)	收入占比 (%)	毛利率 (%)
三坐标系列	5671.00	97.53	43.59	4508.00	96.35	33.34	4835.00	98.20	37.58
影像测量仪	49.00	0.84	38.78	55.00	1.17	21.82	36.00	0.75	13.89
维修服务	95.00	1.63	36.84	114.00	2.43	19.30	51.00	1.05	25.49
合计	5815.00	100.00	43.44	4677.00	100.00	32.86	4922.00	100.00	37.28

注：毛利率=（主营业务收入-主营业务成本）/营业收入×100%

资料来源：公司提供

2010年1-3月,公司实现营业收入1002.55万元,合同签订额1368.68万元,同比增长33.63%。2010年第一季度公司实现利润总额-253.22万元,出现亏损原因是公司订单正在生产,前期费用支出较高。

总体分析,公司主营业务突出,但受下游行业需求影响,经营状况波动较大。

2. 原材料采购

公司的主要原材料有测头、探针、钢构件、花岗石、电脑及软件等。测头、探头等属于高精度部件,主要供应商是母公司德国AEH公

司,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济南华腾精密机械有限公司、西安德翼等,除受外汇市场欧元汇率波动的影响外,采购价格较为稳定。

公司采购供应商集中度较高,2009年前五大供应商采购额合计占公司总采购额51.65%。测头、探针等部件由母公司德国AEH公司在欧洲市场采购。

表2 原材料采购金额及成本占比情况

成本	2007年度		2008年度		2009年度	
	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占成本比(%)
进口材料	2124.28	54.56	1917.96	52.85	1616.76	46.78
委托加工材料	241.98	6.17	294.86	5.21	386.06	8.86
外购材料	1052.29	23.86	929.54	22.35	1008.57	11.51
测量软件	117.95	5.85	188.44	9.05	763.51	23.65

资料来源:公司提供

表3 原材料采购价格变化情况

成本	2007年度		2008年度		2009年度	
	单价(元)	涨幅(%)	单价(元)	涨幅(%)	单价(元)	涨幅(%)
测头	29000	5.65	28420	-2.00	28000	-1.48
探针	825	12.50	785	-4.85	800	1.91
钢构件	14200	13.70	15800	11.27	15000	-5.06
花岗石	48600	8.60	49500	1.85	48000	-3.03
电脑及软件	51800	10.80	53200	2.70	53000	-0.38

资料来源:公司提供

表4 原材料主要供应商情况(2009年)

	供应商名称	占比(%)
1	德国AEH公司	37.85
2	济南华腾精密机械有限公司	8.50
3	深圳费斯托公司	2.15
4	北京SMC(中国)有限公司	2.10
5	西安飞迅数码科技有限公司	1.05
	合计	51.65

资料来源:公司提供

总体看,公司原材料供应稳定,价格波动不大,但采购关联交易规模较大,集中度较高。

3. 生产经营

公司于2006年迁入高新区新厂房,目前公司具备年生产能力850台三坐标测量机的能

力,目前公司三坐标测量机销售量与产能有较大的差距,公司将加大营销和市场拓展的力度,一方面加强与经销商合作,另一方面积极筹备参加全国性展览会。

公司主要根据订单制定生产计划,其程序为:收到客户30%定金后开始投料生产,累计收到货款70%后发货,安装调试完毕再收20%货款,其余10%尾款在产品正常运行半年或一年内收回。从投料到完工平均生产周期为三个月。除部分电器控制板卡由公司组织生产外,其余零部件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。最后公司统一装配、统一包装、统一验收后发给客户。

为缩短供货时间，公司增加了在产品库存，在产品经过较短时间调试后可以发货。

从产销量来看，公司产能利用率还有较大提升空间，由于公司一般是按照订单进行生产，2008 年生产和销售规模受金融危机影响下滑较大，2009 年随着宏观经济环境的好转，公司产销量出现回升，但未达到金融危机前的水平。从产品结构来看，MQ 系列占比减小，DAISY 系列占比逐步升高，公司产品结构有所优化，高附加值产品占比有所增加。

表 5 2007-2009 年公司三坐标测量机产销统计

(单位：台)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1 季度
产能	300	300	850	220
产量	263	237	199	62
销量	233	163	209	48

资料来源：公司提供

总体看，公司产能规模较大，但受营销和市场拓展影响，产能利用率较低；同时公司为缩短供货时间，增加了产量，产销量存在一定差距。

4. 产品销售

公司主要产品为三坐标测量机产品，涵盖大、中、小型三坐标测量机，公司产品谱系逐步拓宽，由于大型机营业利润率较高，公司在逐步扩大高附加值产品在产品结构中的比例。

公司产品销售以直销为主，占比约为 65%，直销方式包括通过参加下游客户招投标方式和参加展会等，同时公司发展地域经销商进行销售，占比约为 35%。公司已在北京、天津、上海、苏州、宁波、广州、东莞、重庆等地建立多个销售服务机构和分销合作伙伴。2009 年公司实现合同签订额 6955 万元，较 2008 年增加近 1000 万元，2010 年 1-3 月份合同签订额 1369 万元，比上年同期增加 344 万元，增长幅度 33.63%。

公司保持充足的半成品，能保证客户在 7 天至 4 个月完成产品的安装调试，同行厂家其供货时间为 4-6 个月，在供货时间上具有一定

的优势。

公司产品在江浙等制造业相对发达区域销售占比较大，一定程度上反映了国内机械工业、模具、机床行业逐渐增加了三坐标测量机等测量仪器在产品生产和质量控制中的应用。在国外市场上，公司向新加坡、越南、马来西亚、土耳其、美国、德国、韩国、印度、俄罗斯德国出口。三坐标测量机近三年出口数量分别为 35 台、45 台和 21 台。出口额占销售收入比重分别为 10.04%、14.19%和 8.39%。2008 年出口占比增加原因为公司 DAISY 系列出口量增长所致，2009 年 MQ 系列出口较少。

表 6 2009 年公司主要产品主要销售区域

区域(省份)	销售金额(万元)	比例(%)
江 苏	1153.6	22.54
四 川	1095.1	21.39
浙 江	856.7	16.74
上 海	656.5	12.82
陕 西	508.3	9.93
合 计	4270.2	83.42

资料来源：公司提供

总体看，公司在区域市场存在市场优势，同时逐步扩大高附加值产品在产品结构中的比例，但营销渠道建设和销售有待加强。

5. 经营效率

从经营效率指标看，2007 年-2009 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数略微下降，三年平均值分别为 5.03 次、0.83 次和 0.63 次，2009 年公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为 3.51 次、0.74 次和 0.50 次，总体看，公司经营效率一般。

6. 未来发展

在资产收购方面，公司对德国 MORA 公司资产收购已经陕西省发改委审批通过（陕发改外资[2010]637 号），目前正在接受陕西省商务厅审批。收购资产情况为：（1）设备等固定资产作价 57.80 万欧元；（2）原材料、低值易耗品、在产品作价 57.75 万欧元；（3）客户资

源信息作价 0.8 万欧元；（4）产品专利、商标作价 3.65 万欧元；资产合计 120 万欧元。收购资金通过公司自筹方式解决。德国 MORA 公司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，年销售规模在 1000 万欧元左右，国内客户包括上汽大众、北汽福田、北京现代、长春一汽及通用电气研发中心等，具有较高的市场认可度。

公司对德国 MORA 公司收购完成后将在德国设立新公司实现对资产的整合接受，同时将筹划建立产品研发中心，该研发中心将对控股股东德国 AEH 公司研发团队和德国 MORA 公司研发团队进行整合，依托德国 MORA 公司的品牌和技术优势在德国成立三坐标测量仪器的世界研发中心，重点研发专有技术密集型、高端小批量型产品和世界级测量仪器的前沿技术产品。收购 MORA 公司资产有望增强公司研发实力和产品竞争力。

在三坐标测量机产品系列上，公司将逐步形成经济实用型产品（以 MQ、高精度 Daisy 系列为主）、高端产品（以 ML、ATLAS 系列为主）、专用产品（关节臂测量机、MORA 水平臂测量机等）等产品大类，同时公司将加大齿轮测量中心、软件产品（三坐标专用测量软件、计量管理 ERP 软件、影像处理软件等）研发力度和实现产品化，有望增强公司的竞争力，并形成公司新的利润增长点。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007 年-2009 年财务报表已经中喜会计师事务所有限责任公司审计，均出具标准无保留意见的审计结论。公司自 2007 年起执行财政部 2006 年颁布的《企业会计准则》（下称“新会计准则”）。合并报表范围包括全资控股子公司西安德翼测量软件有限公司，2010 年第一季度财务报表未经审计。

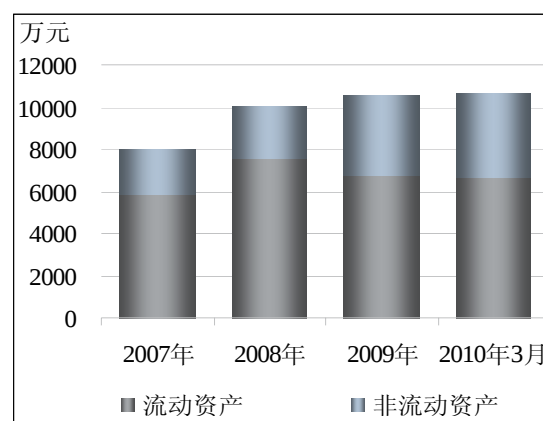
截至 2009 年底，公司资产总额 10613.06 万元，所有者权益 6302.11 万元；2009 年公司

实现营业收入 5119.14 万元，利润总额 889.03 万元。

截至 2010 年 3 月底，公司资产总额 10710.75 万元，所有者权益 6048.88 万元；2010 年 1-3 月公司实现营业收入 1002.55 万元，利润总额-253.22 万元。

2. 资产质量

图 3 公司资产构成及增长情况



资料来源：公司年报

随着经营规模的不断扩大，公司资产稳步增长，2007-2009 年，公司资产总额年均增长 15.00%，其中流动资产年均增长 43.55%，非流动资产年均增长 7.27%；截至 2009 年底，公司资产总额 10613.06 万元，其中流动资产占 63.93%，非流动资产占 36.07%。近三年公司资产结构有所波动，但总体以流动资产为主。

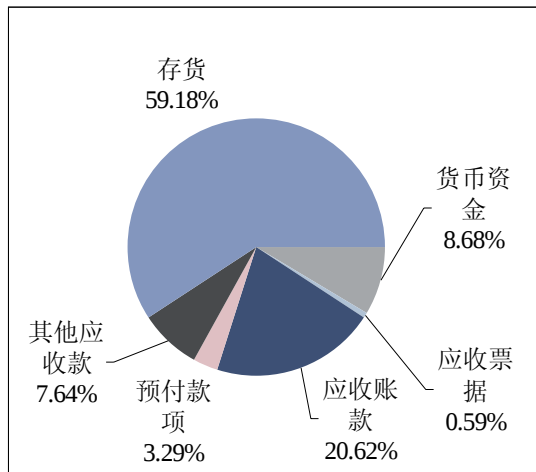
截至 2009 年底，公司流动资产 6785.04 万元，主要由货币资金、应收账款和存货构成，分别占 42.66%、33.07%和 20.51%。

截至 2009 年底，公司货币资金为 589.23 万元，较 2008 年底下降 36.54%，主要因为公司偿还银行借款所致。截至 2010 年 3 月底，公司银行借款全部偿还，货币资金为 240.53 万元。

截至 2009 年底，公司存货为 4015.41 万元，主要为在产品 and 原材料，分别占比 76.03%和 22.38%。公司在接受客户订单后约四个月以内的时间对在产品安装调试再进行发货。公司产品价格较为稳定，部分系列产品价格有上涨趋

势，因此未提取存货跌价准备。

图 4 公司 2009 年底流动资产构成情况



资料来源：公司年报

截至 2009 年底，公司应收账款余额为 1399.07 万元。从账龄结构来看，1 年以内占 93.22%，账龄较短；2009 年公司前五名欠款单位合计占应收账款的 25.68%，集中度低。2009 年，公司计提坏账准备 78.98 万元，计提比例为 5.34%。

表7 2009年底公司应收账款前五名欠款单位

项 目	占比 (%)
西安西航莱特航空制造技术有限公司	10.32
上海智赢精密设备有限公司	4.75
江苏金方圆数控机床有限公司	3.72
西安航空动力股份公司	3.62
苏州爱迪克国际贸易公司	3.26
合计	25.68

资料来源：公司提供

截至 2009 年底公司其他应收款为 518.38 万元，从账龄分析，1 年以内占 97.85%，账龄较短，2009 年公司前五名欠款单位合计占应收账款的 60.63%，集中度高。2009 年，公司计提坏账准备 29.16 万元，计提比例为 5.63%。

表8 2009年底公司其他应收款前五名欠款单位

项 目	占比 (%)
投标保证金	23.35
西安天道实业有限公司	18.26
西安亚欧机电设备有限公司	9.13
东莞德鑫光学仪器有限公司	5.31
韩雪芳	4.58
合计	60.63

资料来源：公司提供

截至 2009 年底，公司非流动资产 3828.02 万元，主要为无形资产、固定资产和在建工程，分别占 55.10%、24.81%和 36.19%。

公司无形资产主要是 G 系列齿轮检测中心生产技术、多位光学坐标测量机生产技术和土地使用权，近三年年均复合增长率为 46.00%。截至 2009 年底，公司无形资产为 2109.38 万元，其中 2009 年新增 G 系列齿轮检测中心生产技术 1400.00 万元。

截至 2009 年底，公司固定资产原价 1288.00 万元，主要是房屋与建筑物（占比 68.87%）、机器设备（占比 10.46%）、电子设备（占比 9.71%），成新率分别为 85.84%、57.26%和 39.70%。2009 年公司累计计提折旧 338.18 万元。近三年固定资产变动不大，平均净值为 961.50 万元。

公司在建工程近三年年均复合增长率为 128.52%，在建工程主要是高新区的一号厂房、二号厂房和在建设备，分别占比 18.47%、76.26%和 5.27%。截至 2009 年底，公司在建工程为 752.31 万元。

2008 年底公司流动资产较 2007 年底增长 28.80%，主要是公司增加短期借款，货币资金增加，同时公司存货同比增长 16.54%，非流动资产变化不大。2009 年公司无形资产新增 G 系列齿轮检测中心生产技术 1400.00 万元，非流动资产同比增长 55.30%。2009 年公司偿还银行借款，存货下降使流动资产同比减低 10.67%。综合作用下 2009 年底公司资产总额与 2008 年底相比变化不大。

截至 2010 年 3 月底，公司资产总额 10710.65 万元，较 2009 年底增长 0.92%。其中流动资产中货币资金由于偿还银行借款同比减少 59.18%，非流动资产中在建工程同比增长 37.30%。

总体来看，公司资产以流动资产为主，流动资产中存货和应收账款所占比例较大，非流动资产中无形资产所占比例较大，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2007 年-2009 年公司所有者权益年均复合增长率为 27.33%。2008 年所有者权益同比增长 3.51%，2009 年公司以 G 系列齿轮检测中心的生产技术作价 1400.00 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，公司实收资本由 2000.00 万元增至 5000.00 万元。

截至 2009 年底，公司所有者权益 6302.11 万元，主要是实收资本、未分配利润和盈余公积，分别占比 79.33%、15.02%和 5.64%。所有者权益稳定性较好。截至 2010 年 3 月底，公司所有者权益 6048.88 万元，较 2009 年底减少 4.02%，主要是 2010 年第一季度公司出现亏损。

2007 年-2009 年公司负债总额年均复合增长率为 2.07%。截至 2009 年底，公司负债总额 4310.96 万元，其中流动负债 4073.23 万元，占比 94.49%；非流动负债 237.73 万元，占比 5.51%。流动负债波动较大，2007 年-2009 年公司流动负债分别为 4137.92 万元、5817.25 万元和 4073.23 万元，主要是 2008 年公司增加银行借款 950 万元，同时应付账款和预收款项增加。

截至 2009 年底，公司流动负债主要是预收账款 2459.30 万元（占比 60.38%）、其他应付款 738.31 万元（占比 18.13%）、应付账款 589.90 万元（占比 14.48%）、银行借款 300 万元（占比 7.37%）。截至 2010 年 3 月，公司已全部偿还银行借款。非流动资产主要是专项应付款 237.73 万元。专项应付款包括高新管委会西安高新技术发展专项无偿资助配套 70%资助 140 万元、市财政局西安高新技术发展专项无偿资助配套专项 70%经费 70 万元、专项资助基金 27.73 万元。

2007 年-2009 年公司三年平均资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为 50.73%、0、和 7.88%。截至 2010 年 3 月公司资产负债率为 43.53%，公司没有有息债务。总体看，公司债务负担较轻。

4. 盈利能力

2007 年-2009 年公司营业收入波动较大，分别为 5935.94 万元、4870.96 万元和 5119.14 万元。受金融危机影响，公司下游行业对三坐标测量机支出削减对营业收入影响较大。公司营业成本变化不大，2007 年-2009 年分别为 3341.60 万元、3211.25 万元和 3194.64 万元。公司主营业务利润率出现波动，三年分别为 43.71%、34.07%和 38.47%，主营业务盈利能力较强。

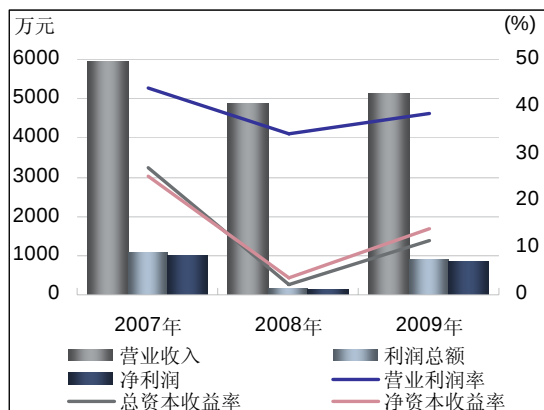
2007 年-2009 年公司期间费用占营业收入比重分别为 24.15%、30.46%和 23.89%。2008 年销售收费较 2007 年增长 6.95%，略有增长，2009 年销售费用较 2008 年下降 26.35%，主要是 2008 年公司营销体系建设支出增长，2009 年对销售人员采取销售费用控制激励措施，销售费用明显下降。管理费用三年年均复合增长率为 12.62%，主要是因为 2008 年公司缴纳土地税，2009 年无形资产摊销增加所致。财务费用呈下降趋势，公司债务负担较轻，三年利息支出分别为 25.33 万元、36.48 万元和 59.18 万元。汇兑收益增长较快，近三年汇兑收益分别为 -49.29 万元、78.74 万元和 104.97 万元。公司对管理费用控制力度有待加强。

2009 年公司营业外收入增加较大，主要是政府补助，近三年营业外收入分别为 4.52 万元、7.72 万元和 161.54 万元。

受营业收入波动影响，2007 年-2009 年公司利润总额分别为 1058.60 万元、155.50 万元和 889.03 万元。2007 年-2009 年公司净利润分别为 978.47 万元、140.84 万元和 878.84 万元。

从盈利指标看，2007 年-2009 年公司总资产收益率、净资产收益率出现较大波动，近三年总资产收益率分别为 25.83%、3.57%和 14.21%，近三年净资产收益率分别为 25.17%、3.50%和 13.95%。公司盈利能力受宏观经济波动影响较大。

图5 2007年至2009年公司盈利情况



资料来源：公司年报

2010年1-3月，公司实现营业收入1002.55万元，利润总额-253.22万元，主要原因是公司部分新签订单尚未确认收入，前期费用支出较高。

总体分析，公司营业收入受宏观经济和下游行业需求影响较大，盈利状况波动较大。

5. 现金流

从经营活动看，2007年-2009年公司经营活动现金流入主要是销售商品、提供劳务收到的现金，近三年呈下降趋势，分别为5524.51万元、5038万元和4957.50万元，2009年公司收到的税费返还和其他与经营活动有关的现金较大分别为112.10万元和617.97万元，对公司2009年经营活动产生的现金流入量有一定贡献，近三年经营活动产生的现金流入量分别为5819.54万元、5053.95万元和5687.57万元。近三年公司现金收入比分别为93.07%、103.43%和96.84%。2010年1-3月现金收入比为104.19%，收入获现能力一般。经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金，近三年经营活动现金流出量为5616.68万元、5179.80万元和5223.76万元，经营活动产生的现金流量净额出现波动，近三年分别为202.86万元、-125.85万元和463.81万元。2010年1-3月，公司经营活动现金流入量为1044.52万元，经营活动现金流出量为993.04万元，经营活动

产生的现金流量净额为229.89万元，占2009年全年经营活动现金流量净额的49.57%。

从投资活动看，2007年-2009年，公司投资活动产生的现金流入量相对较少；2008年公司高新区厂房建设投资支出增加，近三年投资活动产生的现金流量净额分别为-27.22万元、-119.11万元和-116.30万元。2010年1-3月公司没有投资活动产生的现金流入量，投资活动产生的现金流出量为278.59万元，主要是购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，公司投资活动产生的现金流量净额为-278.59万元。

从筹资活动看，2007年-2009年公司筹资活动现金流入主要是银行借款；2008年和2009年分别发生950.00万和1200.00万元的银行借款，2009年公司偿还债务1850.00万元，2010年1-3月偿还剩余的300.00万元借款。近三年筹资活动产生的现金流量净额为-510万元、937.00万元和-686.82万元。2010年1-3月筹资活动产生的现金流量净额为-300.00万元。

总体看，公司经营活动产生的现金流入量呈小幅下降趋势，经营活动产生的现金流量净额出现较大波动，2009年以来呈上升趋势。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2007年-2009年公司流动比率出现波动，速动比率呈上升趋势，存货所占比例较高，2009年底流动比率和速动比率分别为166.58%和68.00%，近三年平均值分别为146.55%和56.96%。2010年3月底分别为154.93%和60.76%。受经营活动产生的现金流量净额大幅波动影响，公司经营现金流动负债比呈现同向变化，近三年分别为4.90%、-2.16%和11.39%；流动负债中预收账款比例较高，经营活动现金净流量对流动负债覆盖程度要好于指标。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2007年-2009年公司EBITDA波动较大，近三年分别为1230.91万元、339.00万元和1207.73万元。由于公司债

务负担较轻，近三年 EBITDA 利息倍数分别为 48.59 倍、9.29 倍和 20.41 倍，EBITDA 对利息覆盖程度较高。全部债务/EBITDA 有较大波动，近三年分别为 0、2.80 倍和 0.25 倍。总体看，公司整体债务负担很轻，EBITDA 对全部债务保障能力适宜。

截至2010年3月底，公司无对外担保。

八、本期集合票据偿债能力分析

公司计划发行集合票据 2500 万元，对公司现有债务结构影响很大。

截至 2010 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 43.53%和 0。以 2010 年 3 月底财务数据为基础，本期集合票据发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率和全部债务资本化比率将升至 54.21%和 29.24%。公司债务水平存在大幅上升压力。

2007年-2009年公司现金类资产分别为本期集合票据的0.13倍、0.40倍、0.25倍，2010年3月底为0.15倍，公司现金类资产对本期票据的保障能力较低。

2007年-2009年，公司经营活动现金流入量对本期集合票据保护倍数分别为2.33倍、2.02倍和2.28倍。经营活动现金流量净额对本期集合票据保护倍数分别为0.08倍、-0.05倍和0.19倍。经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对计划发行的集合票据覆盖程度较低。2007年-2009年公司EBITDA/本期发债额度分别为0.51倍、0.11倍和0.41倍，公司EBITDA对本期集合票据保障程度较弱。

九、综合评价

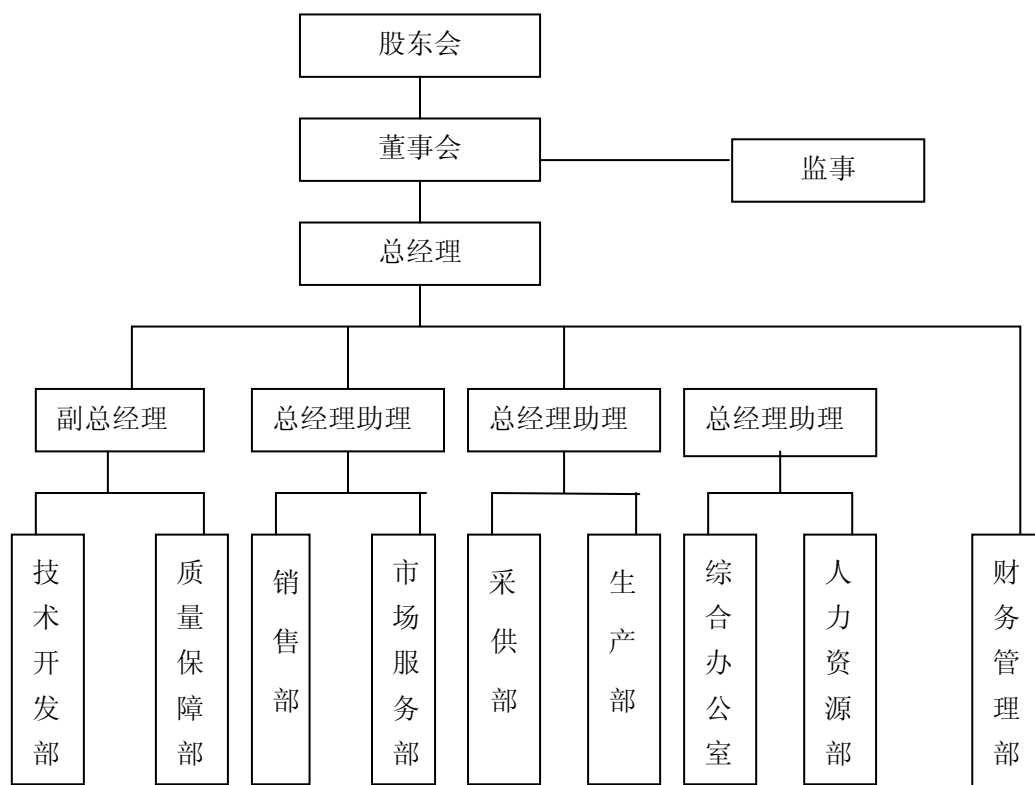
三坐标测量机属于工业测量仪器，工业测量仪器在汽车工业、模具、机床等机械工业产品设计和质量控制中居于重要地位，未来发展空间较大，但产品需求受下游行业景气程度影响较大。公司作为拥有自主知识产权的三坐标测量机厂商，产品谱系较宽，并逐步增加高附

加值产品比重。

公司主营业务利润率较高，但期间费用控制能力有待加强；作为高新技术企业，公司享受优惠的所得税税率和政府补助政策。公司整体资产质量一般，以流动资产为主，存货占比较大；债务负担较轻，经营活动现金流量净额波动性较大；短期偿债能力一般，长期偿债能力适宜。

总体看，公司主体信用风险一般。

附件 1 西安爱德华测量设备有限公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2008 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动资产：					
货币资金	236.50	928.53	589.23	57.84	240.53
交易性金融资产					
应收票据	100.01	61.20	40.00	-36.76	139.82
应收账款	1322.29	1418.48	1399.07	2.86	1482.00
预付款项	121.98	155.62	222.94	35.19	204.05
应收利息					
应收股利					
其他应收款	266.00	544.51	518.38	39.60	549.56
存货	3850.26	4487.22	4015.41	2.12	4054.12
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产			0.02		
流动资产合计	5897.04	7595.55	6785.04	7.27	6670.08
非流动资产：					
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	987.42	947.27	949.82	-1.92	936.52
在建工程	144.06	587.51	752.31	128.52	1032.92
工程物资					
无形资产	989.53	911.79	2109.38	46.00	2055.87
开发支出					
商誉					
长期待摊费用		8.65	4.14		3.01
递延所得税资产	6.77	9.75	12.38	35.21	12.35
其他非流动资产					
非流动资产合计	2127.78	2464.96	3828.02	34.13	4040.67
资产总计	8024.82	10060.52	10613.06	15.00	10710.75

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2008 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动负债：					
短期借款		950.00	300.00		
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	1166.66	1304.76	589.90	-28.89	879.79
预收款项	2092.69	2699.80	2459.30	8.41	2609.74
应付职工薪酬					
应交税费	25.73	1.87	-14.29		-31.40
应付利息					
应付股利					
其他应付款	852.85	860.83	738.31	-6.96	847.10
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	4137.92	5817.25	4073.23	-0.78	4305.24
非流动负债：					
长期借款					
应付债券					
长期应付款					
专项应付款	220.00	237.73		356.63	220.00
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计		220.00	237.73		356.63
负债合计	4137.92	6037.25	4310.96	2.07	4661.87
所有者权益：					
实收资本(或股本)	2000.00	2000.00	5000.00	58.11	5000.00
资本公积					
减：库存股					
盈余公积	337.48	346.59	355.25	2.60	355.25
未分配利润	1549.42	1676.67	946.85	-21.83	693.63
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	3886.90	4023.26	6302.11	27.33	6048.88
少数股东权益					
所有者权益合计	3886.90	4023.26	6302.11	27.33	6048.88
负债和所有者权益总计	8024.82	10060.52	10613.06	15.00	10710.75

附件 3 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1-3 月
一、营业收入	5935.94	4870.96	5119.14	-7.13	1002.55
减: 营业成本	3341.60	3211.25	3149.64	-2.91	746.84
营业税金及附加					
销售费用	791.93	846.96	623.80	-11.25	194.22
管理费用	567.52	665.30	719.76	12.62	312.61
财务费用	74.28	-28.36	-120.61		1.85
资产减值损失	90.75	19.83	17.56	-56.01	
加: 公允价值变动收益					
投资收益					
二、营业利润	1069.86	155.98	729.00	-17.45	-252.97
加: 营业外收入	4.52	7.72	161.54	497.82	0.25
减: 营业外支出	15.79	8.20	1.51	-69.10	0.51
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	1058.60	155.50	889.03	-8.36	-253.22
减: 所得税费用	80.13	14.66	10.18		
四、净利润	978.47	140.84	878.84	-5.23	-253.22
其中: 归属于母公司的净利润	978.47	140.84	878.84	-5.23	-253.22
少数股东损益					

附件 4-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1-3 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	5524.51	5038.20	4957.50	-5.27	1044.52
收到的税费返还		2.49	112.10		
收到其他与经营活动有关的现金	295.03	13.27	617.97	44.73	178.41
经营活动现金流入小计	5819.54	5053.95	5687.57		1222.93
购买商品、接受劳务支付的现金	3962.60	2476.53	2600.94	-18.98	397.63
支付给职工以及为职工支付的现金	545.11	572.24	491.32	-5.06	121.32
支付的各项税费	490.00	672.91	635.49	13.88	139.30
支付其他与经营活动有关的现金	618.96	1458.13	1496.02	55.47	334.79
经营活动现金流出小计	5616.68	5179.80	5223.76	-3.56	993.04
经营活动产生的现金流量净额	202.86	-125.85	463.81	51.21	229.89
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			3.30		
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		210.00			
投资活动现金流入小计		210.00	3.30		
购建固定资产、无形资产等支付的现金	27.22	329.11	119.10	109.17	218.59
投资支付的现金					60.00
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			0.50		
投资活动现金流出小计	27.22	329.11	119.60	109.61	278.59
投资活动产生的现金流量净额	-27.22	-119.11	-116.30	106.69	-278.59
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金					
取得借款收到的现金		950.00	1200.00		
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		950.00	1200.00		
偿还债务支付的现金	510.00		1850.00		300.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金			36.82		
支付其他与筹资活动有关的现金		13.00			
筹资活动现金流出小计	510.00	13.00	1886.82	92.34	300.00
筹资活动产生的现金流量净额	-510.00	937.00	-686.82	16.05	-300.00
四、汇率变动对现金的影响	-0.01				
五、现金及现金等价物净增加额	-334.37	692.04	-339.30	0.74	-348.70
加: 期初现金及现金等价物余额	570.86	236.50	928.53	27.54	589.23
六、期末现金及现金等价物余额	236.50	928.53	589.23	57.84	240.53

附件 4-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 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	978.47	140.84	878.84	-5.23
加: 计提的资产减值准备				
固定资产折旧	68.91	69.28	52.60	-12.64
无形资产摊销	78.07	77.74	202.40	61.01
长期待摊费用摊销			4.51	
待摊费用减少(减:增加)			3.30	
预提费用增加(减:减少)				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)				
固定资产报废损失	74.28	-28.36	-119.76	
财务费用	8.71			
投资损失(减:收益)				
递延所得税资产减少(减:增加)				
存货的减少(减:增加)	-813.24	-636.95	-321.65	-37.11
经营性应收项目的减少(减:增加)	-1567.87	-793.35	-822.21	-27.58
经营性应付项目的增加(减:减少)	1213.25	1150.18	98.62	-71.49
其他	162.28	-105.23	487.15	73.26
经营性活动产生的现金流量净额	202.86	-125.85	463.81	51.21
三、现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	236.50	928.53	589.23	-36.54
减: 现金的期初余额	570.86	236.50	928.53	292.62
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	-334.37	692.04	-339.30	-149.03

附件 5 主要计算指标

财务指标	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	8.23	3.36	3.51	--
存货周转次数(次)	0.97	0.77	0.74	--
总资产周转次数(次)	0.84	0.54	0.50	--
现金收入比(%)	93.07	103.43	96.84	104.19
盈利能力				
营业利润率(%)	43.71	34.07	38.47	25.51
总资本收益率(%)	25.83	3.57	14.21	--
净资产收益率(%)	25.17	3.50	13.95	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	0.00	19.10	4.54	0.00
资产负债率(%)	51.56	60.01	40.62	43.53
偿债能力				
流动比率(%)	142.51	130.57	166.58	154.93
速动比率(%)	49.46	53.43	68.00	60.76
经营现金流动负债比(%)	4.90	-2.16	11.39	5.34
EBITDA 利息倍数(倍)	48.59	9.29	20.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	2.80	0.25	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.07	-0.26	1.16	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	6.93	-6.72	5.87	--
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.49	0.14	0.48	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.33	2.02	2.28	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.08	-0.05	0.19	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.07	-0.10	0.14	--

注：公司从 2007 年开始执行《企业会计准则（2006）》。2010 年 3 月数据未经审计。

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+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