

跟 踪 评 级 公 告

联合[2012] 607 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持阳谷祥光铜业有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“11祥光CP002”、“12祥光CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

阳谷祥光铜业有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 祥光 CP002	5 亿元	2011/11/3-2012/11/3	A-1	A-1
12 祥光 CP001	5 亿元	2012/7/27-2013/7/27	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2012 年 8 月 1 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	12 年 3 月
现金类资产(亿元)	16.68	26.51	28.80
资产总额(亿元)	108.47	154.55	158.66
所有者权益(亿元)	39.80	59.08	60.05
短期债务(亿元)	35.11	55.89	62.09
全部债务(亿元)	68.89	96.06	101.86
营业收入(亿元)	142.85	248.96	58.63
利润总额(亿元)	3.18	4.00	1.08
EBITDA(亿元)	8.19	12.67	--
经营性净现金流(亿元)	-6.11	-20.26	0.58
营业利润率(%)	5.45	4.56	6.42
净资产收益率(%)	7.31	5.82	--
资产负债率(%)	63.31	61.77	62.15
全部债务资本化比率(%)	63.38	61.92	62.91
流动比率(%)	167.70	180.25	174.55
全部债务/EBITDA(倍)	8.41	7.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.83	2.08	--
经营现金流动负债比(%)	-17.52	-36.63	--

注: 公司 2012 年一季度财务数据未经审计。

分析师

陈 明

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

阳谷祥光铜业有限公司(以下简称“公司”)是国内大型电解铜生产企业之一。跟踪期内,公司阴极铜二期工程投产,现有产能达到40万吨,由此带动公司产销规模不断扩大,公司收入规模呈现快速增长态势;期间,公司股东支持力度较大,对公司连续增资,债务负担有所下降;同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司原材料自给率低、主业盈利能力较弱、经营活动现金流量净额波动大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司积极开发上游资源,参股西班牙矿业公司已有实质性进展,有望缓解原材料自给率低的现状。

综上,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)维持公司主体长期信用等级为 AA⁻,评级展望为稳定,并维持“11祥光CP002”、“12祥光CP001” A-1的信用等级。

优势

1. 公司作为国内大型电解铜生产企业之一,现有产能已达 40 万吨,具有一定规模优势。
2. 伴随公司产销规模扩张,公司收入规模快速增长。
3. 公司股东连续增资,对公司支持力度较大。
4. 公司经营活动现金流入量大,对存续债券的保障能力强。

关注

1. 铜价波动性强,公司原材料自给率低,盈利易受市场因素影响,稳定性有待增强。
2. 公司债务规模较大,债务负担较重。
3. 公司流动资产中的存货占比较大,资产流动性一般。
4. 公司经营活动现金流量净额波动性大。

一、企业概况

阳谷祥光铜业有限公司由阳谷宏祥投资有限公司和山东凤祥（集团）有限责任公司（以下简称“凤祥集团”）共同发起设立，于 2005 年 1 月 6 日在阳谷县工商行政管理局注册成立，初始注册资本 1600 万元。经过多次增资及扩股，截至 2011 年底，公司注册资本 473000 万元，实收资本 473000 万元，股东及持股比例为：阳谷宏祥投资有限公司出资 264880 万元，持股 56%；凤祥集团出资 184470 万元，持股 39%；聊城盛富企业管理有限公司出资 23650 万元，持股 5%，该股东为私募投资者。股东阳谷宏祥投资有限公司和凤祥集团法人均为刘学景先生，公司实际控制人为刘学景先生。

公司主要从事有色金属、贵金属、有色金属合金及相关副产品的冶炼、压延、加工与深加工、销售业务，是国内大型的铜生产企业之一。

公司下设总经办、采购部、生产部、物流中心、安全环保部、技术部、财务部、人力资源部、设备部、商务部、信息管理部和保卫部，现有员工 1685 人。

截至2011年底，公司资产总额154.55亿元，所有者权益合计59.08亿元；2011年公司实现营业收入248.96亿元，利润总额4.00亿元。

截至2012年3月底，公司资产总额158.66亿元，所有者权益合计60.05亿元；2012年1~3月公司实现营业收入58.63亿元，利润总额1.08亿元。

公司注册地址：山东省阳谷县石佛镇祥光路 1 号；法定代表人：刘学景。

二、经营管理分析

1. 经营状况

公司主要从事阴极铜、硫酸、金、银等的生产和销售业务。

铜是重要的工业原材料，被广泛的用于电气设备、机械制造、电子信息、国防工业、日

用消费品、建筑等领域，其在中国有色金属材料的消费中仅次于铝。

2011 年世界铜矿产量 1610.00 万吨，同比增长 1.26%，精炼铜产量和消费量分别为 1963.00 万吨、1998.80 万吨，供需缺口为 35 万吨。

随着中国经济的快速发展，中国已成为铜的第一大消费国，但中国铜矿产量仅占全球总产量的7.39%，因此大量的铜原材料依赖进口。2011年，中国累计进口铜1513.48万吨，其中铜精矿、废铜、精炼铜分别占比45.13%、30.97%、18.74%。2011年中国精炼铜产量517.90万吨，同比增长13.25%，精炼铜消费量730.00万吨，同比增加7.00%，中国铜行业需求仍然较大。

从铜价来看，受美国经济持续低迷及欧洲债务危机影响，2011 年铜价呈现出前高后低的走势。2011 年上半年铜价在 70000 元/吨附近上下波动，从八月份开始，铜价开始出现快速下跌，最低下跌至 52000 元/吨，随后铜价在 54000-60000/元吨区间震荡。

图 1 上海期货交易所阴极铜期货收盘价



资料来源: Wind 资讯

整体而言，作为重要的基础工业原材料，未来随着全球经济的逐渐复苏和下游需求的恢复，精炼铜消费量将继续保持增长态势，铜行业未来发展前景向好。

公司年产 40 万吨阴极铜一期工程项目（20 万吨）于 2007 年底进行试投产，2008 年 9 月初步达产，2010 年基本实现了满负荷生产。二期工程于 2011 年 5 月 26 日开始试生产。2011

年公司实现阴极铜产量 26.01 万吨，硫酸 81.84 万吨，黄金产量 5340 千克，白银产量 81700 千克。由于 2011 年一二期工程对接期间停炉 2 个月，加之对接后为试生产，故现有产能未完全释放。

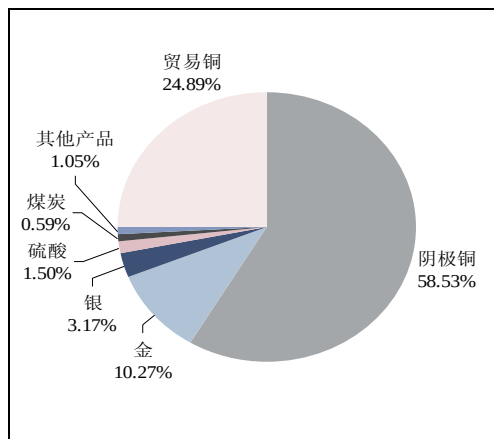
表 1 公司产品产量情况

产品	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
阴极铜（万吨）	20.74	26.01	8.44
硫酸（万吨）	66.56	81.84	28.04
金（千克）	3750	5340	1015
银（千克）	70977	81700	17364

资料来源：公司提供

跟踪期内，为了给公司未来产能完全释放后提供稳定的销售渠道，提高市场占有率，公司加大了贸易铜买卖，从海亮金属贸易集团有限公司、上海晋金实业有限公司、上海物资贸易有限公司有色金属分公司等公司共采购贸易铜 10.39 万吨，全部实现销售，贸易铜业务收入占公司营业收入的 24.89%，贸易铜采购和销售结算方式均为现汇。

图 2 公司 2011 年收入构成状况



资料来源：公司提供

在公司阴极铜产量、贸易铜规模扩大及铜价上升等多重因素的带动下，跟踪期内公司营业收入出现大幅增长。2011 年，公司实现营业收入 248.96 亿元，同比增长 74.28%。从收入构成看，主要来源于阴极铜（占比 58.53%）（见图 1），公司主营业务收入突出。2012 年 1~3

月，公司实现营业收入 58.63 亿元，同比增长 28.91%。

2. 原料采购

公司的营业成本主要由原材料铜精矿构成。公司无自有矿山，铜精矿全部依赖进口，其中一期项目年需要铜精矿约 76 万吨，二期实现达产后年需要铜精矿约 150 万吨。

跟踪期内，随着公司产量的提高，铜精矿采购量逐步增大。2011 年，公司采购铜精矿 103.08 万吨，采购平均价格较 2010 有所下降。公司原材料的储备原则是满足生产所需安全库存量（一般至少满足 15 天的投入量）。

表 2 公司铜精矿采购情况

铜精矿	2010 年	2011 年	2012 年 3 月底
采购量(万吨)	72.96	103.08	25.00
采购价格(元/吨)	17437	15246	12680

资料来源：公司提供

目前公司已与马克瑞士贸易公司等多家供应商签订了长期供货合同（如表 3 所示），2011 年度长期合同供应总量在 87.62 万吨，占总采购量的 85%，前五名供应商采购金额合计 115.92 亿元，占总采购量的 73.70%。原材料结算方式为信用证结算，结算周期为 3 个月。目前公司采购基本能够满足生产经营需要。

表 3 2011 年底公司铜精矿前五名供应商情况

供应商	金额（万元）	占比 (%)
马克瑞士矿业有限公司	445642	28.3
杰德（RBS Sempra metals & Concentrates LLC）	268497	17.08
嘉能可	168918	10.75
托克	168697	10.74
LD	107408	6.83
总计	1159162	73.70

资料来源：公司提供

由于二期项目达产后阴极铜产能将达到 40 万吨，每年需要铜精矿 150 万吨，为保障铜

精矿的供给，公司目前正积极开展投资收购海外矿山资源，以确保资源供给，提高产能利用率，有效降低生产成本。另外，公司还通过收购部分股权，以及预付款等贸易手段来进行矿山资源的锁定。

为规避铜价波动风险，公司原材料采购主要采取自然保值^[1]和期货保值两种方法，以自然保值为主的方式，以有效规避价格波动风险。

3. 产品销售

公司销售模式以最终用户直销为主，辅以贸易商面向最终用户销售。公司以大力拓宽销售渠道，开拓最终用户为销售策略，偏重需求量大、生产稳定、盈利能力强的用户，以保持公司产品销售的稳定性。产品定价以长江有色现货市场和上海有色金属网 1#铜价为主要定价参考，严格依照市场供求关系进行定价，有效地利用期货市场对产品进行套期保值锁定利润。公司销售结算一般为现汇。

在明确销售策略和有效销售模式的支持下，跟踪期内，公司阴极铜销售保持较快增长速度。2011 年，公司销售阴极铜 26.31 万吨、硫酸 82.86 万吨、金 6666 千克、银 84207 千克。

表 4 近三年公司主要产品销售情况

产品销量	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
阴极铜（万吨）	20.59	26.31	7.75
硫酸（万吨）	63.66	82.86	27.12
金（千克）	3781	6666	1014
银（千克）	71341	84207	19359
平均价格（含税）	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
阴极铜（元/吨）	58777	64723	58699
硫酸（元/吨）	458	525	432
金（万元/千克）	27.09	33.12	34.64
银（万元/千克）	0.33	0.75	0.66

资料来源：公司提供

[1] “自然保值”是为规避原材料价格波动带来的风险，采用锁定结算期的方式，购进原料采用 M+3、M+4（QP 月）的结算周期，保证销售该批次铜精矿所产的产品购、销价期基本一致，做到稳健经营

从销售价格上来看，跟踪期内，阴极铜，金锭，银和硫酸的价格均呈上升趋势，金、银市场价格上升较快。2011 年阴极铜价格较 2010 年上涨了 10.12%，金锭价格上涨了 22.25%，银的价格上涨了 63.86%，硫酸价格上涨了 14.63%。2012 年 1~3 月，阴极铜、硫酸和银的价格出现一定回落，金价保持稳定。

跟踪期内，公司营业利润率呈下降趋势，2011 年为 4.56%，较 2010 年下降 0.89 个百分点，主要是公司当年阴极铜贸易量加大，而该项业务毛利率较低，所以导致当年整体营业利润率有所下降，2012 年 1~3 月，公司阴极铜贸易量占比减少，营业利润率恢复至 6.42%。

目前，公司主要产品阴极铜覆盖了华北市场（包括河南、河北、山东、天津）、华东市场（包括上海、浙江、江苏、安徽、湖北）、华南市场（主要为广东、广西）和东北市场（主要为辽宁）。2011 年公司产品在华北市场占有率 74.63%，华东市场占有率逐步增长，华南和东北市场也在逐步进入。

跟踪期内，公司前五大客户变化不大，销售额占总销售的比重在 40%以上，2011 年为 40.5%。2012 年 1~3 月，前五大客户销售额占总销售额的 44.36%，主要是常州金源铜业有限公司、天津大无缝铜材有限公司、中色奥博特铜铝业有限公司、全威铜陵铜业科技有限公司、中铝国际贸易有限公司。公司客户较稳定，集中度较高。

4. 未来发展

公司未来的发展战略是“开发双重资源，发展多种金属。做大做优冶炼，适度延伸下游”。未来 5 年，计划做成以铜矿山、铜冶炼、铜加工、多金属回收和废铜回收利用的综合型铜业集团，奠定在国内主板上市的基础。

资源开发方面，公司近年来一直将控制上游铜矿资源作为公司主要战略目标之一，为此组建了专业的团队，进行矿山并购工作。目前，公司已出资 1500 万美元认购 EMED 在伦敦

AIM 市场上为公司定向增发的股票，约占 EMED 增发后 11% 的股份，同时取得矿山复产后约占总储量 25% 的铜精矿供应。EMED 拥有西班牙最大的铜矿力拓（Rio Tinto）铜矿 100% 的股权。此外，母公司山东祥光集团有限公司成立了祥光矿业有限公司，积极开展境外铜矿资源投资开发。

发展多种金属方面，公司计划建设稀贵金属项目部，项目总投资 12880 万元，截至 2012 年 3 月份已投入 2000 余万元。建成后将形成：高纯碲 20 吨/年、二氧化硒 100 吨/年、精硒 30 吨/年、精铋 260 吨/年、铈 0.67 吨/年、电铅 1200 吨/年、金银锌壳 92 吨/年、铂 76kg/年、钯 482kg/年的生产规模。项目将于 2013 年竣工达产。

做大做优冶炼方面，公司继二期电解车间采用与 Mettop 公司联合开发并成功采用铜电解平行流技术后，将继续对一期电解车间进行改造，改造后原来的年产 20 万吨阴极铜提高至 40 万吨。至此，公司总产能将达到年产 60 万吨，该项目计划总投资 8000 万。

总体而言，公司在上游资源开发方面取得实质性进展、产能的进一步扩大和发展多种金属，将一定程度上解决公司原材料自给率低、业务结构单一、盈利能力和稳定性不强等问题，提高公司的抗风险能力。

三、财务分析

公司提供的 2010~2011 年财务报表已经山东舜天信诚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。公司提供的 2012 年一季度财务报表未经审计。

截至 2011 年底，公司合并资产总额 154.55 亿元，所有者权益合计为 59.08 亿元。2011 年，公司实现营业收入 248.96 亿元，利润总额 4.00 亿元。

截至 2012 年 3 月底，公司资产总额 158.66 亿元，所有者权益合计 60.05 亿元；2012 年 1~3 月公司实现营业收入 58.63 亿元，利润总额 1.08 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司产销规模不断扩大，伴随着贸易铜规模加大及铜价稳步上升，公司营业收入增长迅速。2011 年公司实现营业收入 248.96 亿元，同比增长 74.28%。同期，公司营业成本增幅略高于营业收入，导致营业利润率呈下降趋势，2011 年为 4.56%。由于公司贸易铜收入占比有所上升，其较低的毛利率导致公司整体营业利润率有所下降。

从期间费用来看，2011 年公司期间费用占营业收入的比例为 3.11%，期间费用占营业收入的比重处于下降状态，公司期间费用控制水平提高。

跟踪期内，公司营业利润及利润总额均呈快速增长趋势，2011 年公司营业利润和利润总额分别为 3.61 亿元、4.00 亿元，同比增长 43.69%、25.95%。

从主要盈利指标看，跟踪期内，公司总资产收益率有所上升，由 2010 年的 5.34% 上升至 2011 年的 6.14%；由于公司股东连续进行增资，公司净资产收益率有所下降，由 2010 年的 7.31% 下降至 5.82%。

2012 年 1~3 月，公司实现营业收入 58.63 亿元，同比增长 28.91%；利润总额 1.08 亿元，净利润 0.97 亿元，同比分别增长 20.87%、20.24%，公司继续保持良好发展势头。

总体看，在公司产销量扩张、贸易铜规模上市、铜价稳步上升等因素带动下，公司营业收入增长迅速；公司收入结构中贸易铜占比有所上升，其较低的毛利率导致公司整体营业利润率有所下滑。

2. 现金流

从经营活动来看，随着公司营业收入的增长，公司经营活动产生的现金流入量增长较快，2011 年为 288.44 亿元，同比增长 74.94%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金；随着公司二期工程投产，经营规模的扩张导致公司存货规模快速上升，由此导致经营活动现金流呈现净流出，经营活动产生的现金流量净额为

-20.26 亿元。

从收入实现质量来看，公司经营业务现金收现状况较为稳定，2011 年公司现金收入比为 115.16%，公司的现金收入情况正常。

从投资活动来看，跟踪期内公司投资活动产生的现金流量全部为购买固定资产、无形资产等支付的现金，投资活动产生的现金流量净额分别为-6.92 亿元、-6.27 亿元。随着公司二期工程建成投产，公司投资规模有下降趋势。

由于公司经营活动现金流为净流出，为满足投资资金需求，公司加大了对外筹资力度。从筹资活动来看，公司筹资方式主要为借款、吸收股东投资和发行短期融资券。2011 年公司筹资活动现金流量净额为 34.92 亿元，较上年大幅提高。

2012 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.58 亿元，实现由负转正；2012 年 1~3 月，公司投资活动体现为现金流出，主要为公司认购欧洲 EMED 矿业有限公司在伦敦 AIM 市场上定向增发的股票；2012 年 1~3 月，为偿还债务和利息，补充投资活动支出，公司从外部取得借款 64.68 亿元，公司筹资活动现金流量净额为 2.72 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入量大，为满足阴极铜二期工程建设资金需求，公司加大了对外筹资力度。

3. 资本及债务结构

跟踪期内，公司资产规模保持较快增长态势，主要是公司经营规模扩大引起的存货、货币资金，以及阴极铜二期工程项目导致的在建工程增加所致。截至2011年底，公司资产总额154.55亿元，同比增长42.48%；流动资产占比进一步提高，资产以流动资产为主，流动资产占64.49%，非流动资产占35.51%。

截至2011年底，公司流动资产为99.67亿元，同比增长70.41%；从流动资产构成来看，公司流动资产以货币资金（26.59%）、预付款项（9.47%）、其他应收款（5.76%）和存货

（55.35%）为主。

截至2011年底，公司货币资金26.51亿元，同比增长59.45%，主要是公司为扩张业务规模，筹资活动不断增加所致。公司货币资金以银行存款和信用证保证金为主，信用证保证金占比66.43%，剔除信用证保证金，公司未受限货币资金为8.90亿元；预付账款9.44亿元，同比增长148.09%，主要是公司二期工程建设的预付款项；其他应收款5.74亿元，同比增长282.23%，主要为期货保证金，前五名欠款单位欠款金额占其他应收款余额的10.51%，包括广发期货有限公司、迈科期货经纪有限公司、鲁证期货有限公司、格林期货有限公司、山东瀚霖生物技术有限公司等；公司存货为55.17亿元，主要由原材料7.07亿元（占12.82%）、库存商品3.95亿元（占7.17%）、半成品15.63亿元（占28.33%）、在制品27.54亿元（占49.92%）构成。公司采用对阴极铜做空进行套期保值来规避铜价格波动风险，以此来保证库存的价值安全，相应未计提存货跌价准备。2011年公司存货较2010年增加了20.63亿元，主要是公司业务扩张导致的半成品及在制品增加。

截至 2012 年 3 月底，公司流动资产合计 102.71 亿元，主要以货币资金（占 28.04%）、存货（占 54.40%）和预付账款（占 9.24%）为主。

总体来看，公司流动资产中存货占比大，流动性一般。

跟踪期内，公司非流动资产变化不大。截至2011年底，公司非流动资产54.87亿元，构成主要以固定资产（占64.36%）、在建工程（占27.03%）、无形资产（占7.61%）为主。

跟踪期内，公司在建工程快速增长。截至2011年底，公司在建工程为14.83亿元，同比增长139.82%，主要是公司在建阴极铜二期工程。目前二期项目已经投产，但由于尚未完成结算，因此未转入固定资产；除在建工程外，非流动资产其余科目变动不大。

截至2012年3月底，公司非流动资产55.95

亿元，以固定资产（占62.17%）、在建工程（占27.78%）和无形资产（占7.61%）为主。

综合来看，跟踪期内，随着公司生产规模的不断扩大，存货规模迅速增长，带动公司流动资产在总资产中的比重持续提升。目前，公司资产构成以流动资产为主，流动资产以存货为主，流动性一般；非流动资产以固定资产和在建工程为主，符合公司经营特性。资产整体质量较好。

跟踪期内，公司所有者权益增长较快。2011年，公司股东阳谷宏祥投资有限公司、凤祥集团和聊城盛富企业管理有限公司分别增资96530万元、57160万元、2500万元，公司注册资本增加至473000万元。截至2011年底，公司所有者权益59.08亿元，主要构成为实收资本（占80.06%）、资本公积（占3.71%）、未分配利润（占16.23%）。截至2012年3月底，公司所有者权益60.05亿元，除未分配利润较2011年底略有增长外，其余科目均与2011年相同。总体看，公司所有者权益稳定性好。

跟踪期内，随着公司规模的不扩张及在建工程的持续开展，公司负债规模也呈现较快增长趋势，增长主要来自流动负债增加。负债结构变化不大，仍以流动负债为主。截至2011年底，公司负债总额95.47亿元，其中流动负债和非流动负债分别占57.92%和42.08%。

截至2011年底，公司流动负债为55.30亿元，同比增长58.54%，流动负债以短期借款（占76.47%）和其他流动负债（占18.08%）为主。

截至2011年底，公司短期借款42.29亿元，同比增长28.51%，主要是从中国工商银行阳谷支行、中国银行阳谷支行、中国农业银行阳谷支行、法国巴黎银行等银行的借款；公司其他流动负债主要为2011年发行的二期短期融资券。截至2011年底，公司其他流动负债10亿元。

公司非流动负债均为长期借款。截至2011年底，公司长期借款40.17亿元，同比增长18.88%。

截至2011年底，公司全部债务为96.06亿

元，同比增长39.43%，其中短期债务和长期债务分别占比58.18%、41.82%。由于公司股东注资，公司债务负担有所下降，2011年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为61.77%、61.92%和40.47%，较2010年分别下降1.54、1.47、5.44个百分点。

截至2012年3月底，公司债务总额101.86亿元，其中短期债务占60.96%，长期债务占39.04%；2012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62.15%、62.91%和39.84%，较2011年底变化不大。

整体而言，跟踪期内公司资本与债务结构有所变化，但总体保持稳定。资产以流动资产为主，流动资产以存货为主，流动性一般；非流动资产以固定资产和在建工程为主，符合公司经营特性；负债以流动负债为主，债务结构有待改善；受公司股东注资影响，公司债务负担有所下降，但仍处于较重水平。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于公司流动资产增速高于流动负债的增长速度，流动比率呈上升趋势，2011年底为180.25%。由于公司存货在流动资产中占比较大，速动比率较低，2011年底为80.48%。2011年，公司经营活动现金流呈现净流出。截至2012年3月底，流动比率、速动比率分别为174.55%和79.59%。总体看，公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力指标看，2011年公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA倍数分别为2.08倍、7.58倍，EBITDA对公司整体债务保障能力较弱。

5. 待偿债券偿还能力分析

2011年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额是“11祥光CP002”、“12祥光CP001”合计额度的28.84倍、-2.03倍；截至2012年3月底，公司现金类资产合计28.80亿元，

剔除信用证保证金，未受限现金类资产为8.90亿元，为“11祥光CP002”、“12祥光CP001”合计额度的0.89倍。公司经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力强。考虑到“11祥光CP002”、“12祥光CP001”两期短期融资券将分别在2012年和2013年兑付，公司对待偿债券实际保障能力可能高于测算值。

截至2012年3月底，公司共获得银行授信232.65亿元，其中已使用183.67亿元，未使用额度48.98亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至2012年3月底，公司对外担保余额1.56亿元，担保比率为2.64%，担保比率较低。

综上，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“11祥光CP002”、“12祥光CP001” A-1的信用等级。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
流动资产：				
货币资金	166242.85	265077.24	59.45	287974.74
交易性金融资产				
应收票据	550.00		-100.00	66.13
应收账款	19643.30	28144.75	43.28	26969.79
预付款项	38042.87	94382.07	148.09	94865.97
应收利息				
应收股利				
其他应收款	15020.49	57413.04	282.23	58472.98
存货	345405.28	551717.32	59.73	558706.92
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产		11.51		
流动资产合计	584904.79	996745.93	70.41	1027056.53
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				9357.28
投资性房地产				
固定资产	374419.69	353136.17	-5.68	347849.58
在建工程	61843.20	148312.26	139.82	155410.21
工程物资	17693.53		-100.00	
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	42670.07	41764.91	-2.12	42594.60
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用	3139.81	5518.01	75.74	4312.96
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	499766.30	548731.35	9.80	559524.62
资产总计	1084671.09	1545477.28	42.48	1586581.16

附件 1-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
流动负债：				
短期借款	329056.65	422885.52	28.51	478877.08
交易性金融负债				
应付票据	22000.00	36000.00	63.64	42000.00
应付账款	3511.42	5411.46	54.11	10823.83
预收账款	507.98	2542.35	400.48	5597.42
应付职工薪酬	492.19	524.39	6.54	534.79
应交税费	-7975.98	-15600.02	95.59	-53412.59
应付利息				184.90
应付股利				
其他应付款	505.11	1221.91	141.91	3810.83
预计负债				
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	691.68	100000.00	14357.59	100000.00
流动负债合计	348789.03	552985.61	58.54	588416.26
非流动负债：				
长期借款	337892.07	401696.02	18.88	397696.02
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	337892.07	401696.02	18.88	397696.02
负债合计	686681.10	954681.63	39.03	986112.29
所有者权益：				
实收资本（或股本）	316810.00	473000.00	49.30	473000.00
资本公积	19645.35	21895.35	11.45	21895.35
减：库存股				
盈余公积				
未分配利润	61534.63	95900.30	55.85	105573.52
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	397989.98	590795.65	48.44	600468.87
少数股东权益				
所有者权益合计	397989.98	590795.65	48.44	600468.87
负债和所有者权益总计	1084671.09	1545477.28	42.48	1586581.16

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~3 月
一、营业收入	1428467.58	2489559.51	74.28	586294.90
减: 营业成本	1350368.45	2375303.02	75.90	548368.03
营业税金及附加	294.89	646.35	119.18	288.40
营业费用	1793.72	3517.36	96.09	1401.02
管理费用	16401.60	12510.88	-23.72	5975.04
财务费用	34499.50	61502.37	78.27	19386.01
资产减值损失				
加: 公允价值变动收益				
投资收益				
其中: 对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	25109.42	36079.54	43.69	10876.39
加: 营业外收入	6688.28	4519.63	-32.42	
减: 营业外支出	2.10	551.44	26169.92	28.15
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额	31795.60	40047.73	25.95	10848.23
减: 所得税费用	2688.17	5682.07	111.37	1175.01
四、净利润	29107.44	34365.66	18.06	9673.22
其中: 归属于母公司的净利润	29107.44	34365.66	18.06	9673.22
少数股东损益				

附件 3 合并现金流量表
 （单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 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	1641933.00	2866865.70	74.60	681173.79
收到的税费返还	1230.92	1230.92		
收到其他与经营活动有关的现金	5611.74	16257.92	189.71	4565.48
经营活动现金流入小计	1648775.66	2884354.54	74.94	685739.27
购买商品、接受劳务支付的现金	1686290.84	3043501.50	80.48	661087.73
支付给职工以及为职工支付的现金	5842.83	8037.20	37.56	2297.14
支付的各项税费	6585.00	13822.88	109.91	4714.13
支付其他与经营活动有关的现金	11172.28	21551.26	92.90	11834.61
经营活动现金流出小计	1709890.95	3086912.83	80.53	679933.61
经营活动产生的现金流量净额	-61115.29	-202558.29	231.44	5805.67
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				
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				
购建固定资产、无形资产等支付的现金	69203.72	62687.40	-9.42	6049.51
投资支付的现金				9357.28
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	69203.72	62687.40	-9.42	15406.79
投资活动产生的现金流量净额	-69203.72	-62687.40	-9.42	-15406.79
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	80017.35	158440.00	98.01	
取得借款收到的现金	1303077.54	2542376.62	95.11	646848.52
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金		100000.00		
筹资活动现金流入小计	1383094.89	2800816.62	102.50	646848.52
偿还债务支付的现金	1200340.87	2384743.80	98.67	594856.95
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	28664.79	66908.45	133.42	24753.57
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计	1229005.67	2451652.25	99.48	619610.51
筹资活动产生的现金流量净额	154089.22	349164.37	126.60	27238.00
四、汇率变动对现金的影响	5337.57	14915.70	179.45	5260.62
五、现金及现金等价物净增加额	29107.79	98834.39	239.55	22897.50
加：期初现金及现金等价物余额	137135.06	166242.85	21.23	265077.24
六、期末现金及现金等价物余额	166242.85	265077.24	59.45	287974.74

附件 4 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~3 月
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	29107.44	34365.66	18.06	9673.22
加: 资产减值准备				
固定资产折旧及其他	18632.58	22821.53	22.48	5733.04
无形资产摊销	1159.37	905.16	-21.93	239.66
长期待摊费用摊销	1347.65	2025.77	50.32	1205.05
处置固定资产、无形资产等损失				
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	23327.22	39951.11	71.26	14927.47
投资损失				
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加	225.65	-691.68	-406.53	184.90
存货的减少	-160252.34	-206312.04	28.74	-6989.61
经营性应收项目的减少	-17402.11	-48309.63	177.61	5116.71
经营性应付项目的增加	43764.61	-47314.19	-208.11	-24284.78
其他	-1025.36		-100.00	
经营活动产生的现金流量净额	-61115.29	-202558.29	231.44	5805.67
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	166242.85	265077.24	59.45	287974.74
减: 现金的期初余额	137135.06	166242.85	21.23	265077.24
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	29107.79	98834.39	239.55	22897.50

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	107.31	103.01	--
存货周转次数(次)	5.09	5.30	--
总资产周转次数(次)	1.52	1.89	--
现金收入比(%)	114.94	115.16	116.18
盈利能力			
营业利润率(%)	5.45	4.56	6.42
总资本收益率(%)	5.34	6.14	--
净资产收益率(%)	7.31	5.82	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	45.92	40.47	39.84
全部债务资本化比率(%)	63.38	61.92	62.91
资产负债率(%)	63.31	61.77	62.15
偿债能力			
流动比率(%)	167.70	180.25	174.55
速动比率(%)	68.67	80.48	79.59
经营现金流动负债比(%)	-17.52	-36.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.83	2.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.41	7.58	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.19	-0.28	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.50	-4.35	--

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

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。