

跟 踪 评 级 公 告

联合[2013] 1094 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持“12衡阳 SMECN1”信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年七月二十六日

评级业务专用章

1101030046109

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>

衡阳市中小企业2012年度第一期集合票据

跟踪评级报告

本期集合票据信用

跟踪评级结果	AAA
上次评级结果	AAA

本期集合票据要素

集合票据简称	12 衡阳 SMECN1
发行额度	1 亿元
发行时间	2012 年 10 月 17 日
期限	2 年

集合票据发行人及担保人

集合票据发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
1 衡阳恒飞电缆有限责任公司	BBB/稳定	BBB ⁺ /稳定
2 衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司	BB/稳定	BB/稳定
3 湖南裕华化工集团有限公司	BBB ⁺ /稳定	BBB ⁺ /稳定
集合票据担保人	上次评级结果	跟踪评级结果
中债信用增进投资股份有限公司	AAA	AAA

跟踪评级时间：2013 年 7 月 26 日

分析师

王丽娟 苏薇 董征 石岱
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

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

本期集合票据大部分发行主体在跟踪期内均保持了较为良好的发展势头，生产经营及财务状况保持平稳。其中衡阳恒飞电缆有限责任公司产能规模进一步扩大，资产和收入规模大幅增长，盈利能力有所提升，联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）将其主体长期信用等级由 BBB 上调至 BBB⁺。但联合资信关注到，个别发行企业受行业景气度下滑、下游需求疲软等因素，经营产生波动，盈利能力下滑，对其偿债能力造成不利影响。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）为本期集合票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。联合资信评定中债增进公司主体长期信用等级为 AAA，担保实力极强，有效提升了本期集合票据的信用水平。

综合分析，基于中债增进公司担保的持续有效，本期集合票据不能按期还本付息的风险极低，联合资信维持“12 衡阳 SMECN1”信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内，衡阳市经济稳定增长，区域内中小企业发展的外部环境良好。
2. 跟踪期内，本期集合票据大部分发行企业表现出了较好的抗风险能力，资产和收入规模持续增长，经营及财务状况较为稳定。
3. 中债增进公司担保实力极强，其担保对本期集合票据信用水平提升作用大。

关注

1. 本期集合票据的3家发行企业全部为中小企业，经营状况较易受宏观经济形势和产业政策调整的影响。跟踪期内，在国内及国外宏观经济形势严峻的背景下，中小企业经营波动风险加大。
2. 跟踪期内，个别发行企业受行业景气度下滑、下游需求疲软等因素，经营产生波动，盈利能力下滑。

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)与衡阳市中小企业 2012 年度第一期集合票据发行人构成委托关系外,联合资信、评级人员与各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,未因各发行企业和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于衡阳市中小企业 2012 年度第一期集合票据的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、基本情况

衡阳市中小企业 2012 年度第一期集合票据（以下简称“本期集合票据”或“12 衡阳 SMECN1”）由北京银行股份有限公司组织牵头，联合 3 家发行人按照“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”的方式在中国银行间债券市场于 2012 年 10 月 17 日发行。本期集合票据发行总额度为 1 亿元（各发行人申请发债额度见表 1），期限为 2 年，采用固定利率支付方式付息。还本付息方式为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。各联合发行人仅负责偿还各自本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金；对其他联合发行人本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金不承担连带责任。

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	衡阳恒飞电缆有限责任公司	6000
2	衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司	1000
3	湖南裕华化工集团有限公司	3000
合计		10000

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“中债增进公司”）就本期集合票据存续期限内发行人应偿付的 1 亿元本金及其相关利息、罚息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用提供无条件不可撤销的连带责任保证。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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

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

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持

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

2. 政策环境

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

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

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

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

减免等方式微调楼市政策。

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

四、经营环境

1. 中小企业发展概况

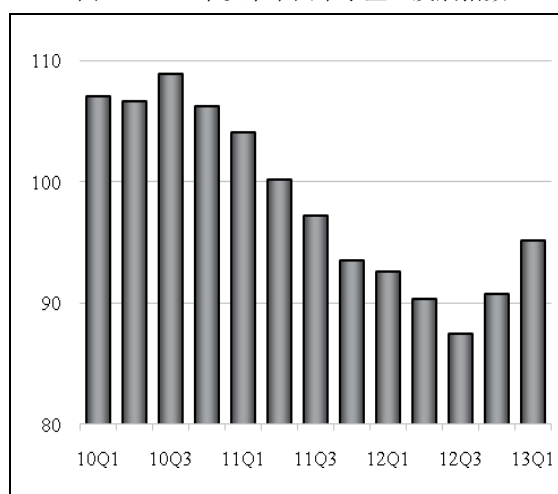
中小企业是国民经济和社会发展的重要组成部分，其在资源配置、技术创新、吸纳就业等方面发挥了举足轻重的作用。中国中小企业国际合作协会发布的《中国中小微企业健康发展报告(2012)》显示，截至2011年底，全国工商登记实有企业1253.1万户，个体工商户3756.5万户，其中中小型企业1200多万户，占全国企业总数的99.7%。其创造的社会总价值约占GDP的60%，实现税利约占全国的40%，提供了约80%的就业机会，为扩大就业和维护社会稳定做出突出贡献。中小企业已经成为中国经济发展、市场繁荣和就业扩大的主要促进力量。

从外部发展环境看，自改革开放以来，中国国民经济整体保持了快速发展势头，良好的外部环境也推动了中小民营经济的快速发展。但值得注意的是，有别于大型企业，中小企业一般业务结构相对单一，难以实行多元化经营，经营风险相对集中，一定程度上加大了企业的经营风险，其对宏观经济环境有着更强的敏感性。

2008年以来，受世界经济金融形势震荡多变、出口市场增速下滑、国内市场竞争日趋激烈、劳动力成本压力上升、人民币升值侵蚀利

润空间等多重不利因素的影响，国内中小企业也受到了较大程度的冲击。2009年外部经济环境逐步回暖。根据中国中小企业协会数据统计，2010年三季度中小企业发展指数（SMEDI）达到最高值108.9，随后在中国经济增长速度逐步回落的宏观形势下，处于市场经济弱势地位的中小企业发展的景气状况出现逐步下滑的趋势，2012年第三季度跌至最低点87.5。2012年四季度止跌回升，2013年一季度中小企业发展指数上升幅度有所加大，达95.2。

图1 2010年以来中国中小企业发展指数



资料来源：中国中小企业协会

2011年以来，原材料价格上涨、劳动力成本上升、国际市场动荡不定的多重压力以及融资更加艰难等因素，使国内中小企业步履维艰。主要表现为：

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

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

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

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

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

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

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

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

2. 政策环境及发展现状

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

2011 年 5 月，银监会出台了《中国银监会关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》，十条新政从资本占用、风险压力等多方面给商业银行发展小企业贷款“松绑”，切实调动了银行发展小企业贷款的积极性。10 月 12 日，工信部正式发布了《“十二五”中小企业成长规划》，该规划是中国第一个关于中小企业发展的国家级专项规划，主要任务包括增强中小企业创新创业活力和吸纳就业能力、优化中小企业结构、提高产业集群发展水平、提升企业管理水平和完善中小企业服务体系等。为支持中小企业发展，2011 年 12 月，财政部和工信部印发《政府采购促进中小企业发展暂行办法》，2012 年起各部门 30% 以上政府采购应面向中小企业。2012 年 4 月，国务院发布《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》，从进一步加大对小型微型企业的财税支持力度、努力缓解小型微型企业融资困难、进一步推动小型微型企业创新发展和结构调整、加大支持

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

3. 区域经济发展概况及政策环境

衡阳市经济运行情况

2012 年衡阳市实现地区生产总值（GDP）1957.70 亿元，按可比价格计算，增长 11.8%。其中，一产业实现增加值 322.89 亿元，增长 4.3%；二产业实现增加值 949.51 亿元，增长 13.2%；三产业实现增加值 685.30 亿元，增长 13.5%。一、二、三产业对全市经济增长贡献率分别为 6.2%、53.1%、40.7%，分别拉动全市 GDP 增长 0.7、6.3、4.8 个百分点。按常住人口计算，人均地区生产总值 27258 元，增长 11.4%。

2012 年衡阳市规模工业实现增加值 803.88 亿元，增长 14.8%。在规模工业中，轻工业增加值 175.60 亿元，增长 10.6%；重工业增加值 628.28 亿元，增长 16.0%。固定资产投资 1072.38 亿元（含跨区项目投资 8.63 亿元，不计增速），增长 36.3%。社会消费品零售总额 642.62 亿元，增长 15.5%。限额以上批发零售企业商品销售额 234.99 亿元，增长 23.5%。

2012 年衡阳市进出口总额 20.24 亿美元，增长 61.2%。其中，出口 13.08 亿美元，增长 28.1%；进口 7.16 亿美元，增长 205.6%。

2012 年衡阳市财政收入突破 180 亿元大关，达到 185.36 亿元，增长 20.4%；其中，一般预算收入 133.38 亿元，增长 28.2%。一般预算支出 305.69 亿元，增长 17.6%；其中农业和教育两大类支出大幅增长，农林水事务支出和教育支出分别增长 40.2%和 46.8%。2012 年财政收入占 GDP 的比重比“十一五”初期提高了 3.8 个百分点。

2012 年底衡阳市金融机构本外币各项存款余额 1793.89 亿元，增长 17.5%。其中，单位存款 459.26 亿元，增长 16.4%；居民储蓄存款

1311.98 亿元，增长 17.8%。年末金融机构本外币各项贷款余额 697.75 亿元，增长 14.1%。其中，短期贷款为 275.27 亿元，增长 5.7%；中长期贷款 381.7 亿元，增长 19.3%；中小企业贷款 226 亿元，增长 2.1%。

区域政策环境

为扶持非公经济和中小企业发展，跟踪期内，衡阳市成立了二十多个市直部门为成员的“衡阳市促进非公有制经济和中小企业发展工作领导小组”，先后出台了《关于加速推进新型工业化进程的若干意见》等一系列政策文件，并在政策、财税、资金、金融服务、平台建设等方面营造良好的企业经营环境。截至 2012 年底，衡阳市非公经济实现增加值 1216.43 亿元，增长 14.5%，发展速度快于地区生产总值，增速快 2.7 个百分点，占衡阳市地区生产总值比重达 62.1%。

总体看，衡阳市经济稳定增长，良好的外部环境推动了区域内中小企业的发展，衡阳市政府对区域内中小企业的发展给予了较大的政策支持力度。

五、发行人主体长期信用情况

跟踪期内，联合资信对本期集合票据的 3 家发行企业的主体长期信用进行了跟踪分析（详见以下各发行人主体长期信用分析）。跟踪期内，衡阳恒飞电缆有限责任公司产能规模进一步扩大，资产和收入规模大幅增长，盈利能力有所提升，联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）将其主体长期信用等级由 BBB 上调至 BBB⁺。本期集合票据其他 2 家发行企业主体长期信用等级和评级展望未发生调整。

表 2 本期集合票据发行人主体长期信用

集合票据发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
衡阳恒飞电缆有限责任公司	BBB/稳定	BBB ⁺ /稳定
衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司	BB/稳定	BB/稳定
湖南裕华化工集团有限公司	BBB ⁺ /稳定	BBB ⁺ /稳定

资料来源：联合资信整理

1. 衡阳恒飞电缆有限责任公司

(1) 主体概况

衡阳恒飞电缆有限责任公司(以下简称“恒飞电缆”)前身为原国有企业衡阳电线电缆厂,2002年11月注册成立。经过多次股权变更及增资,截至2012年底,恒飞电缆注册资本为12500万元,实收资本11000万元,股东持股情况为:何厚廷持股55%、何忠诚持股45%。何厚廷为恒飞电缆的实际控制人。

恒飞电缆经营范围:电线电缆、裸铝、铜线的生产、销售。

目前恒飞电缆设有财务部、销售服务部、市场部、直销部、采购部、生产制造部、质量管理部、导体分厂、塑缆分厂、橡缆分厂、设备部、技术研发中心、管理部等职能部门。

2012年,恒飞电缆收购衡阳恒飞特缆有限公司(以下简称“恒飞特缆”),主要生产特种电缆和电气配套橡套电缆。

截至2012年底,恒飞电缆资产总额为8.15亿元,所有者权益合计为5.72亿元。2012年恒飞电缆实现营业收入13.73亿元,利润总额1.10亿元。

截至2013年3月底,恒飞电缆资产总额为8.64亿元,所有者权益合计5.87亿元。2013年1~3月,恒飞电缆实现营业收入2.71亿元,利润总额0.20亿元。

恒飞电缆注册地址:衡阳市雁峰区黄白路121号;法定代表人:何忠诚。

(2) 管理分析

跟踪期内,恒飞电缆在高管人员、管理方面无重大变化。

(3) 经营分析

①经营概况

恒飞电缆以普通电线电缆业务为主业,同时大力发展具有高端科技含量、附加值高的特种电缆业务,主要产品包括电气装备用电线电缆、特种行业配套用电线、高铁、机车、地铁用特种电缆、橡套电缆等。2012年,恒飞电缆营业收入合计13.73亿元,较2011年增长35.67%,其中电气装备用电线电缆、特种行业配套用电线、高铁、机车、地铁用特种电缆和橡套电缆分别占53.84%、15.23%、16.18%和12.62%,电气装备用电线占比下降,主要因为恒飞电缆控股恒飞特缆后,特种电缆业务增多。

从毛利率看,受原材料价格下降影响,恒飞电缆2012年主要产品毛利率均有所上升,总体上看,特种行业用电线毛利率要高于电气装备用电线,2012年电气装备用电线、特种行业配套用电线、高铁、机车、地铁用特种电缆和橡套电缆毛利率分别为11.10%、20.29%、20.58%和15.24%,恒飞电缆整体毛利率为14.76%。

2013年1~3月,恒飞电缆实现营业收入2.71亿元,为2012年全年的19.08%,整体毛利率达到15.78%,高于2012年1.02个百分点。

表3 恒飞电缆营业收入构成及毛利率情况(单位:万元)

项 目	2011 年度			2012 年度			2013 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电气装备用电线	60365.71	59.63%	9.46%	73943.05	53.84%	11.10%	13046.27	48.17%	11.40%
特种行业配套用电线	24358.34	24.06%	16.54%	20911.08	15.23%	20.29%	5412.24	19.98%	22.00%
高铁、机车、地铁用电线	14770.59	14.59%	18.68%	22221.64	16.18%	20.58%	3424.43	12.64%	21.50%
船舶用电线	779.01	0.77%	22.95%	1166.85	0.85%	22.80%	587.49	2.17%	22.02%
矿山用电线	814.16	0.80%	21.54%	844.38	0.61%	20.47%	415.38	1.53%	21.58%
航空航天用电线	141.50	0.14%	25.04%	215.76	0.16%	24.64%	13.63	0.05%	27.67%
橡套电缆	--	--	--	17332.26	12.62%	15.24%	4028.36	14.87%	15.13%

电焊机电缆	--	--	--	704.16	0.51%	16.47%	154.39	0.57%	16.85%
合计	101229.32	100.00%	12.73%	137339.18	100%	14.76%	27082.19	100%	15.78%

资料来源：恒飞电缆提供

②原材料采购

恒飞电缆原材料成本占到总成本的 70%以上，主要原材料为铜杆、镀锡铜丝，辅料为绝缘、护层级材料和功能性高分子材料等电缆料，全部在国内采购。2012 年，恒飞电缆产品生产成本构成中，铜杆占比 91.15%，胶料占比 7.20%，其他原辅材料 1.65%。

恒飞电缆铜杆和镀锡铜丝的主要供应商为中山市天乙铜业有限公司、江西铜业股份有限公司、江西铜业铜材有限公司、江西建鑫铜业有限公司等；电缆料的主要供应商为杭州通达高分子材料有限公司和上海凯波特种电缆有限公司等，恒飞电缆与主要原材料供应商合作多年，已建立较为稳固的合作关系，较好地保证了原材料的充足供应和品位要求。采购结算方面，恒飞电缆与供应商主要采用月结方式。

表 4 恒飞电缆近年原材料采购情况（吨、万元/吨）

项目		2011 年	2012 年	13 年 1-3 月
铜杆	数量	11053	12158	3243
	价格	5.91	5.65	5.62
镀锡铜丝	数量	1024	1261	364
	价格	6.44	6.00	5.97
电缆料	数量	2394	2654	708
	价格	1.85	1.80	1.85

资料来源：恒飞电缆提供

随着生产规模的扩大，恒飞电缆原材料需求量逐年增长，2012 年，恒飞电缆铜杆、镀锡铜丝、电缆料采购量增长率分别为 10.00%、23.14%和 10.86%；同期铜杆、镀锡铜丝和电缆料采购价格均呈下降趋势，2012 年分别为 5.65 万元/吨、6.00 万元/吨和 1.80 万元/吨。2013 年 1 季度，铜杆和镀锡铜丝采购价格继续下降，电缆料采购价格有所回升。

为减小铜价大幅波动对恒飞电缆经营的负面影响，恒飞电缆随时关注铜价走向，并采用

上海期货交易所的点价或均价作为当月采购原料价格，同时根据市场行情与自身生产需求做出适当的存货决策。

③生产及销售

恒飞电缆主要产品包括电气装备用电线电缆、特种行业配套用电线、高铁、机车、地铁用特种电缆等。其中电气装备用电线电缆属于普通电缆，该产品科技含量不高，附加值相对较低，市场竞争较为激烈；其他产品为特种电缆，相比普通电缆，特种电缆科技含量和附加值较高。恒飞电缆以特种电缆为核心、塑料类产品同步发展为战略方针，不仅生产民用普通电缆，还大力发展特种电缆。恒飞电缆的特种电缆产品广泛应用在高铁、机车、地铁、船舶、矿山、航天航空等行业。

生产方面，恒飞电缆普通电线电缆采用以销定产，特种电缆按照订单安排生产。目前恒飞电缆厂房面积占地 70 亩，共有生产线 35 条。在市场需求进一步扩大下，恒飞电缆产能略显不足，近年来不断进行机器设备更新和厂房改造。另外恒飞电缆于 2012 年 3 月 30 日，以 2277 万元的价格竞拍得原参股子公司恒飞特缆另一股东宝诚投资股份有限公司 80%股权，恒飞特缆成为恒飞电缆的全资子公司。2012 年 3 月 31 日完成工商注册变更，法定代表人更改为何厚廷。股权转让价款划转及相关手续已于 7 月份完成。恒飞电缆对恒飞特缆的收购有利于恒飞电缆生产规模的进一步扩大。恒飞特缆成立于 2005 年 1 月，注册资本 2500 万元，主营电线电缆、裸铝、铜线的生产和销售。

恒飞电缆营销网络立足湖南地区，覆盖至全国。目前销售团队约 128 人，分为直销及经销团队（其中衡阳销售中心负责省外直销及湘南以南地区，长沙直销中心负责长沙及长沙以北地区）和配套团队（主要负责大型企业配套电缆销售），2012 年底直销和经销收入分别占

总收入的 40%和 60%。近几年恒飞电缆业务由湖南省内逐步扩展至京广线一带、贵阳、昆明、成都、太原、西安等地，2012 年湖南地区销售收入占 65.23%。

恒飞电缆是铁道部、国家电力总公司、国防科工委、总装部、航空航天工业总公司的定点生产电线电缆专业企业，恒飞电缆与南车株洲电力机车有限公司、三一重工、中联重科合作多年，建立了稳定的供货关系。2012 年恒飞电缆前五大销售客户为成都万科置业有限公司、南车株洲电力机车有限公司、唐山轨道客车有限公司、长沙恒达线缆销售有限公司，前五大客户占公司销售收入的 17.71%。

表 5 恒飞电缆主要电缆产品产销量情况
(单位: 公里、公里、%、元/公里)

各种电缆产品		2011 年	2012 年	13 年 1-3 月
电气装备用	产量	77678	81876	14015
	销量	77624	79582	13447
	产销率	99.93	97.20	95.95
	单价	7042	6839	6839
特种行业	产量	38621	36175	8745
	销量	39632	35160	8458
	产销率	102.62	97.19	96.72
	单价	7820	6647	6647
高铁、机车、地铁	产量	9564	15162	3557
	销量	10473	14695	3438
	产销率	109.50	96.92	96.65
	单价	14871	9897	8818

资料来源: 恒飞电缆提供

2012 年，恒飞电缆电气装备用电线电缆和高铁、机车、地铁用电缆产销量均有所增长，产量增长率分别为 5.40%和 58.53%，销量增长率分别为 2.52%和 40.31%；特种行业电线电缆由于下游三一重工、中联重科等主要客户需求减少，产销量有所下降。2013 年 1-3 月，恒飞电缆电气装备用电线电缆产销量分别为 2012 年的 17.12%和 16.90%，特种行业电线电缆产销量分别为 2012 年的 24.17%和 24.06%，高铁、机车、地铁用电缆产销量分别为 2012 年的

23.46%和 23.40%。

从产销率来看，电气装备用电缆、特种行业电缆、高铁、机车、地铁电缆 2012 年产销率均维持较高水平，但受客户订单影响略有下降。从价格上看，2012 年恒飞电缆产品价格有所下降，主要因为 2012 年铜价下降较大。2012 年高铁、机车、地铁用电缆价格下降较大，主要受需求下降和铜价下跌的双重影响。

④未来发展

恒飞电缆未来将加强中低压电力电缆的技术和市场开发，确保国内大型工程项目和电力部门的中低压电力电缆的市场份额稳步上升；同时做大做强做精铁路大功率机车电缆、高铁用电缆、地铁用电缆，力争在该领域市场份额占绝对份额，并全部取代进口电缆；另一方面，在现有“神州飞船”系列产品上，研制和开发新型的航空航天用电缆；在已经生产的矿山用和船舶用特种电缆基础上，大规模研制和开发矿山用和船舶用特种电线电缆，争取在该领域在技术和规模上具备领先地位。

恒飞电缆力争在三年内生产规模达到年产各种电线电缆 20 万公里，年产值 20 亿元，实现利润 1 亿元，力争成为湖南地区电线电缆生产企业的龙头。

总体看，未来随着恒飞电缆大功率机车产品、光伏电缆产品和风力发电用软电缆产品技术的不断研发，恒飞电缆技术实力有望进一步提升，盈利能力和市场竞争能力有望进一步增强。

(4) 财务分析

恒飞电缆 2012 年财务报表已经恒信弘正会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，2013 年一季度财务报表未经审计。2012 年，恒飞电缆新合并子公司恒飞特缆。

截至 2012 年底，恒飞电缆资产总额为 8.15 亿元，所有者权益合计为 5.72 亿元。2012 年恒飞电缆实现主营业务收入 13.73 亿元，利润总额 1.10 亿元。

截至 2013 年 3 月底,恒飞电缆资产总额为 8.64 亿元,所有者权益合计 5.87 亿元。2013 年 1~3 月,恒飞电缆实现主营业务收入 2.71 亿元,利润总额 0.20 亿元。

①盈利能力

2012 年,恒飞电缆实现营业收入 13.73 亿元,同比增长 35.67%,主要由于新合并恒飞特缆所致。同时,恒飞电缆 2012 年营业成本 11.71 亿元,同比增长 32.52%。同期,恒飞电缆营业利润率有所上升,为 14.48%。

2012 年,恒飞电缆期间费用同比增长 74.73%,为 9991.84 万元,占营业收入的 7.28%。其中,财务费用同比增长 57.13%,销售费用同比增长 52.29%,管理费用同比增长 142.91%。总体看,恒飞电缆期间费用控制能力较弱。

2012 年,恒飞电缆实现利润总额 1.10 亿元,同比增长 57.23%;净利润 0.85 亿元,同比增长 60.76%,主要由于新合并恒飞特缆所致。

从盈利指标看,2012 年恒飞电缆净资产收益率由 2011 年 12.83% 上升至 14.79%,总资本收益率由 2011 年 10.76% 上升至 12.71%,均有所上升,主要因为新合并的恒飞特缆对恒飞电缆利润贡献较大。

2013 年 1~3 月,恒飞电缆共实现营业收入 2.71 亿元、营业成本 2.28 亿元,利润总额 0.20 亿元,营业利润率上升至 15.73%。

总体看,跟踪期内恒飞电缆收入规模大幅提升,整体盈利能力增强。

②现金流量

跟踪期内,2012 年,恒飞电缆经营活动现金流入为 15.37 亿元,同比增长 30.36%,其中销售商品、接受劳务支付的现金 15.18 亿元。同期,经营活动现金流出 14.98 亿元,同比增长 27.16%,其中购买商品、接受劳务支付的现金 14.13 亿元。2012 年,经营活动产生的现金流量净额为 3892.96 万元,较 2011 年大幅提升。从现金收入质量来看,2012 年现金收入比为 129.65%,收入实现质量较好。

2012 年,恒飞电缆未发生投资活动流入;

投资活动流出全部为购建固定资产、无形资产所支付的现金(占 87.17%)和投资支付的现金(占 12.83%),恒飞电缆投资活动产生的现金流量净额为-3363.40 万元。恒飞电缆经营性活动产生的现金能够满足投资所需资金的需求。

2012 年,恒飞电缆筹资活动现金流入 3.70 亿元,其中取得借款 3.60 亿元,同比增长 61.60%。同期,筹资现金流出 3.31 亿元,主要为偿还债务支付的现金 3.07 亿元。2012 年,恒飞电缆筹资活动产生的现金流量净额 3859.61 万元。

2013 年 1~3 月,恒飞电缆经营活动现金流净额 20.60 万元,投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.05 亿元及 0.17 亿元。现金收入比上升至 143.21%。

总体看,跟踪期内,恒飞电缆经营活动获取净现金的能力增强,现金收入质量较好,经营性活动产生的现金能够满足投资所需资金的需求。

③资产质量

资产

截至2012年底,恒飞电缆资产总额为8.15亿元,同比增长40.61%,其中,流动资产占70.28%,非流动资产占29.72%。跟踪期内,流动资产占比提升较快。恒飞电缆资产大幅增长主要来自于货币资金、应收账款、应收票据以及存货的增长。

截至2012年底,应收票据为0.68亿元,同比增长107.86%,主要因为业务扩大导致的银行承兑汇票增加。

截至2012年底,应收账款为2.01亿元,同比增长57.78%,其中1年以内的款项占比为88%。主要债权人为南车株洲电力机车有限公司(占27.23%)、成都中铁蓉丰置业有限公司(占11.22%)、唐山轨道客车有限责任公司(占8.29%)、湖南湘江电力建设有限公司(占3.80%)及中铁一局集团有限公司(占3.10%),前5名合计占比53.64%,集中度较高。

截至2012年底,恒飞电缆存货净额1.84亿

元,同比增长45.23%,其中产成品占55.57%、原材料占20.72%、库存商品占23.71%。恒飞电缆未对存货计提减值准备。

截至2012年底,恒飞电缆长期股权投资0.34亿元,同比增长468.01%,主要为增资恒飞特缆(2308.08万元)和湖南恒飞进出口有限公司(500万元)所致。

截至2013年3月底,恒飞电缆资产总额为8.64亿元,较2012年底增长5.96%,主要由于货币资金大幅增加所致。其中流动资产占72.08%,非流动资产占27.92%,资本构成变化不大。

总体看,跟踪期内,恒飞电缆合并恒飞特缆,资产规模快速增长。

所有者权益

截至2012年底,恒飞电缆所有者权益5.72亿元,同比增长39.44%,归属于母公司所有者权益合计5.72亿元,其中未分配利润占56.68%,资本公积占19.73%,实收资本占19.23%,盈余公积占4.36%。截至2013年3月底,恒飞电缆所有者权益为5.87亿元,归属于母公司所有者权益为5.87亿元,较2012年底增长2.56%。总体看,恒飞电缆所有者权益以未分配利润为主,整体稳定性较弱。

负债

截至2012年底,恒飞电缆债务总额为2.28亿元,同比增长38.51%,全部为短期借款。截至2013年3月底,恒飞电缆债务总额2.68亿元,较2012年底增长17.43%。

从债务指标看,恒飞电缆资产负债率和全部债务资本化比率水平低。2012年底恒飞电缆资产负债率和全部债务资本化比率分别为29.82%和28.53%,恒飞电缆债务负担较轻。截至2013年3月底,恒飞电缆资产负债率和全部债务资本化比率均有所上升,分别为32.07%和31.37%。

总体看,跟踪期内,负债全部为流动负债,负债结构不合理,债务负担较轻,所有者权益结构稳定性较弱。

④偿债能力

从短期偿债能力指标看,2012年,恒飞电缆流动比率和速动比率均有所上升,截至2012年底,两项指标分别为235.69%和160.02%;截至2013年3月底,恒飞电缆流动比率和速动比率分别为224.75%和152.94%。2012年,恒飞电缆经营现金流负债比上升至16.02%,恒飞电缆经营净现金流对流动负债的保障能力有所提升。总体看,恒飞电缆短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看,受利润增长影响,恒飞电缆EBITDA较上年有所增长,2012年为1.33亿元;受利息支出增长影响,恒飞电缆EBITDA利息倍数有所下降,2012年为7.74倍;全部债务/EBITDA有所下降,2012年为1.72倍,EBITDA对全部债务的保障能力较强。总体看,恒飞电缆EBITDA对全部债务和利息的覆盖程度较高。

⑤债券保障能力分析

恒飞电缆参与发行了总金额为1亿元,期限为2年的中小企业集合票据,其中恒飞电缆发行6000万元。

截至2012年底,恒飞电缆现金类资产为1.52亿元,为存续债券的2.54倍;截至2013年3月底,恒飞电缆现金类资产为1.72亿元,为存续债券的2.86倍;现金类资产对存续债券的保障能力较好。2012年恒飞电缆实现EBITDA 1.33亿元,为存续债券的2.21倍,EBITDA对本期债券的保障能力较好;2012年恒飞电缆经营活动现金流入量为15.37亿元,为存续债券的25.62倍,经营活动现金流入量对存续债券的保障能力强;2012年恒飞电缆经营活动现金流量净额为0.39亿元,为存续债券的0.65倍,对存续债券的保障能力一般。

截至2013年3月底,恒飞电缆无对外担保。

截至2013年3月底,恒飞电缆共获得银行授信额度2.8亿元,尚未使用的额度为1191万元。恒飞电缆间接融资渠道有待拓宽。

⑥过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报

告，截至 2013 年 6 月 17 日，恒飞电缆无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

(5) 结论

跟踪期内，恒飞电缆收入和利润规模大幅增长，整体偿债能力进一步增强，综合考虑，联合资信将恒飞电缆的主体长期信用等级由 BBB 上调至 BBB⁺，评级展望为稳定。

2. 衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司

(1) 主体概况

衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司（以下简称“新鑫电力”）成立于 2002 年 4 月，初始注册资本 60 万元。新鑫电力从成立至今，经历多次增资和股权变更，截至 2013 年 3 月底，新鑫电力注册资本 2000 万元，股东及持股情况为：苏元久出资 1860 万元，持股 93.00%；李红燕出资 100 万元，持股 5.00%；王瑞媛出资 40 万元，持股 2.00%。苏元久为新鑫电力实际控制人。

新鑫电力经营范围：变压器、电焊机、互感器、高低压配电瓶、输变电器材生产、制造、销售；自营和代理各类商品和技术的进出口（国家限定经营或禁止进出口的商品和技术除外）。

截至 2013 年 3 月底，新鑫电力下设人力资源部、行政办公室、销售中心、供应部、技术中心、财务部、生产中心、保安部、配件经营、质检部、售后服务部 11 个职能部门；新鑫电力下属全资子公司一家，为衡阳市新鑫电力特种变压器销售有限公司。

截至 2012 年底，新鑫电力资产总额 11843.79 万元，所有者权益 5698.10 万元；2012

年公司实现主营业务收入 12425.56 万元，利润总额 376.39 万元。

截至 2013 年 3 月底，新鑫电力资产总额 13717.57 万元，所有者权益 5783.11 万元；2013 年 1~3 月，新鑫电力实现主营业务收入 2398.43 万元，利润总额 78.73 万元。

新鑫电力注册地址：衡阳市雁峰区岗荫岭 83 号附 1 号，法定代表人：苏元久。

(2) 基础素质分析和管理层变动情况

跟踪期内，新鑫电力在管理体系和管理人员方面无重大变化。

(3) 经营分析

2012 年，新鑫电力主营业务收入合计 12425.56 万元，较 2011 年增长 5.31%；收入结构变化不大。2012 年新鑫电力电炉变压器收入为 9891.94 万元，同比增长 3.50%；在收入总额中占比为 79.61%，较 2011 年下降 1.39 个百分点。2012 年电力变压器收入为 2533.62 万元，较 2011 年增长 13.02%。2013 年 1~3 月，新鑫电力实现主营业务收入 2398.43 万元，占 2012 年收入总额的 19.30%；从收入结构看，电炉变压器占比 82.00%，较 2012 年增长 2.39 个百分点，电力变压器占比相应降低。

毛利率方面，2012 年新鑫电力毛利率为 16.05%，较 2011 年相比增长 0.65 个百分点。分业务看，新鑫电力电炉变压器业务毛利率为 18.01%，同比增长 0.70 个百分点；电力变压器毛利率为 7.65%，同比增长 0.39 个百分点。2013 年 1~3 月，新鑫电力毛利率为 15.90%，较 2012 年降低 0.15 个百分点。总体看，跟踪期内新鑫电力收入稳中有升，各板块变化不大。

表 6 新鑫电力主营业务收入、成本及毛利率情况（单位：万元）

	2011 年			2012 年			2013 年 1~3 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
电炉变压器	9557.43	81.00%	17.31%	9891.94	79.61%	18.01%	1966.71	82.00%	17.81%
电力变压器	2241.80	19.00%	7.24%	2533.62	20.39%	7.65%	431.72	18.00%	7.55%
合计	11799.23	100.00%	15.40%	12425.56	100%	16.05%	2398.43	100%	15.90%

资料来源：新鑫电力提供

新鑫电力主要原材料为铜材、硅钢片、变压器油和钢材。2012年，新鑫电力主要原材料采购中铜材占比为37.19%，较2011年下降5.28个百分点；而硅钢片、变压器油以及钢材在主要原材料采购中的占比较2011年均略有小幅增长。

表7 新鑫电力主要原材料成本结构表（单位：万元）

项目	2011年	2012年	2013年1-3月
铜材	2875.69	3890.69	860.16
硅钢片	1497.98	2224.51	421.51
变压器油	1050.30	1927.52	205.19
钢材	1346.86	2419.29	516.72
合计	6770.83	10462.01	2003.58

资料来源：新鑫电力提供

从采购价格上看，跟踪期内新鑫电力主要原材料价格普遍有所增长。2012年价格增长较为显著的主要原材料为硅钢片，为2.00万元/吨，同比增长33.33%；变压器油与钢材的价格也有小幅上扬；2012年新鑫电力铜材的平均采购价格为7.00万元/吨，较2011年增长6.87%。新鑫电力原材料价格均有不同程度上涨，成本压力增加。

表8 新鑫电力主要原材料采购量（吨）

原材料项目	2011年	2012年	2013年1-3月
铜材	439.04	555.81	122.88
硅钢片	998.65	1112.26	210.76
变压器油	1050.30	1482.71	170.99
钢材	2590.12	3557.78	794.95

资料来源：新鑫电力提供

从采购量上看，跟踪期内新鑫电力主要原材料采购量普遍增长。新鑫电力变压器油与钢材的采购量增长较快，2012年分别为1482.71吨和3557.78吨，同比分别增长41.17%和37.36%；钢材与硅钢片的采购量也有小幅增长。

表9 新鑫电力特变产品产量（单位：万KVA）

产品	2010年	2011年	2012年
----	-------	-------	-------

产能	200	200	200
产量	200	200	200

资料来源：新鑫电力提供

从生产上看，跟踪期内新鑫电力产能为200KVA，产能近年来不变，主要原因是新鑫电力现有厂房位于市中心，厂房面积扩展及交通运输受到较大限制。从产量上看，跟踪期内新鑫电力产量为200万KVA，主要是由于新鑫电力产品生产主要采取订单式生产，受产能限制，新鑫电力生产基本处于满负荷状态。

伴随着订单量的不断提升，新鑫电力现有厂房和设备已不能满足生产需求。为此新鑫电力正在白沙洲工业园区进行国家级输变电产业园建设，扩大110KV特变产品生产能力，新建220KV装配车间，线圈车间8000平方米，该项目完成后，将新增变压器生产能力800万KVA，满足新鑫电力生产需求。

表10 新鑫电力近年销售情况

项目	2011年	2012年	13年1-3月
销售数量（只）	342	350	68
平均售价（万元/只）	34.50	35.50	35.20

资料来源：新鑫电力提供

从售价上看，跟踪期内新鑫电力产品价格略有上涨，2012年为35.50万元/只，同比增长2.90%；从销售量上看，2012年新鑫电力销售量为350只，较2011年增长2.34%。

从销售区域看，跟踪期内新鑫电力销售市场分布稍有变化。国内市场方面，2012年湖南地区销售额下降6.69%至4126.17万元，省外地区销售额为7739.39万元，同比增长8.15%；出口方面，跟踪期内新鑫电力产品在国外地区的销售额实现跨越式增长，2012年为560.00万元，同比增长154.55%。

表11 销售地区分布表（单位：万元）

区域	2011年	2012年	13年1-3月
湖南地区	4422.22	4126.17	711.24
省外地区	7156.98	7739.39	1687.19
国外地区	220.00	560.00	0.00

合计	11799.20	12425.56	2398.43
----	----------	----------	---------

资料来源：新鑫电力提供

从客户集中度上看，因新鑫电力产品是针对单个客户设计生产，且产品使用寿命较长，故新鑫电力客户集中度较低。

目前，新鑫电力在建工程为 220KV 特种变压器新厂房建设，该项目经衡发改备案【2009】45 号予以备案，经衡环评【2010】012 号同意建设，并取得编号衡国土预审字【2008】第 63

号建筑用地预审报告书。该项目原计划投资 7507.8 万元。受市场行情以及企业战略发展变化影响，实际投资为 1.98 亿元，截至 2013 年 3 月底，已完成投资 0.35 亿元，项目预计于 2013 年 12 月完成投资。

未来三年，新鑫电力将继续进行 220KV 新厂房建设项目第二期、第三期的建设，预计需要项目融资约 1.2 亿元，所需资金将通过银行贷款等方式获得。

表12 新鑫电力主要在建项目

项目名称	计划总投资（亿元）	截至2013年3月底已投资（亿元）	预计完成期
220KV新厂房建设	1.98	0.35	2013.12

资料来源：新鑫电力提供

总体上看，跟踪期内新鑫电力经营情况较为平稳，较 2011 年变化不大；原材料价格有所上涨，但能够经由价格的小幅增长转嫁；目前新鑫电力经营主要受制于产能，未来新厂房的建成投产将有助于提高其经营规模。

（4）财务分析

新鑫电力提供的 2012 年度财务报表经湖南良才联合会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。新鑫电力 2013 年一季度财务数据未经审计。

截至 2012 年底，新鑫电力资产总额 11843.79 万元，所有者权益 5968.10 万元；2012 年实现主营业务收入 12425.56 万元，利润总额 376.39 万元。

截至 2013 年 3 月底，新鑫电力资产总额 13737.57 万元，所有者权益 5783.11 万元；2013 年 1~3 月，新鑫电力实现主营业务收入 2398.43 万元，利润总额 78.73 万元。

① 盈利能力

跟踪期内，新鑫电力经营规模基本稳定，2012 年实现主营业务收入 12425.56 万元，同比增长 5.31%；同期新鑫电力主营业务成本为 10502.09 万元，同比增长 5.21%，基本同于主营业务收入增速。

2012 年，新鑫电力的期间费用为 1538.56 万元，同比增长 14.92%，主要是由于利息支出的增加带动的财务费用增长以及人力成本增长带动的管理费用增长。2012 年新鑫电力期间费用占主营业务收入的比重为 12.38%，较上年同期上升了 1.04 个百分点。总体看，新鑫电力对期间费用的控制能力一般。

受期间费用的影响，2012 年，新鑫电力实现利润总额和净利润分别为 376.39 万元和 320.39 万元，分别同比下降 34.63% 和 25.20%。

从盈利指标看，2012 年，新鑫电力主营业务利润率为 15.38%，较上年同期上升了 0.08 个百分点；在短期债务减少的推动下，新鑫电力总资产收益率上升 0.73 个百分点至 8.93%；新鑫电力净资产收益率为 5.37%，同比下降 2.31 个百分点。

2013 年 1~3 月，新鑫电力实现主营业务收入 2398.43 万元，利润总额 78.73 万元，分别为 2012 年总额的 19.30% 和 20.92%；主营业务利润率为 15.94%，较 2012 年小幅上升了 0.57 个百分点。

总体看，跟踪期内新鑫电力主营业务收入和成本基本无变化；但受期间费用对利润的侵蚀作用增长，新鑫电力整体盈利能力略有下降。

②现金流及保障

从经营活动看, 2012年新鑫电力经营性现金流入量15354.77万元, 同比增长15.50%; 同期, 新鑫电力经营性现金流出量为13090.28万元, 同比增长6.16%; 经营活动产生的现金流净额由上年的1135.01万元增至2264.49万元。从收入实现质量看, 2012年新鑫电力现金收入比为123.57%, 同比上升10.90个百分点, 新鑫电力收入实现质量较好。

从投资活动看, 2012年, 新鑫电力购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金358.05万元, 同比降低80.61%, 主要由于投资放缓所致; 同期, 新鑫电力无投资活动流入。筹资活动前现金流量净额为1906.44万元, 新鑫电力经营性活动产生的现金能够完全满足投资所需资金的需求。

从筹资活动来看, 2012年, 新鑫电力筹资活动现金流入量为1000.00万元, 全部为收到的其他与筹资活动有关的现金; 同期, 筹资活动产生的现金流出量为2627.84万元, 主要用于偿还债务。2012年, 新鑫电力筹资活动产生的现金流量净额为-1627.84亿元。

2013年1~3月, 新鑫电力经营活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-1094.71万元和217.28万元, 未发生投资活动。

总体看, 跟踪期内, 新鑫电力经营活动获取现金能力上升, 收入实现质量较好, 经营活动产生的现金流净额能够完全满足新鑫电力投资需求。

③资本及债务结构

资产

跟踪期内, 新鑫电力资产规模略有下降, 主要源自流动资产的减少。截至2012年底, 新鑫电力资产总额11843.79万元, 同比降低3.32%, 主要由于应收账款和其他应收款减少所致。流动资产和非流动资产在资产总额中所占比重分别为63.81%和36.19%, 流动资产占比同比下降2.26个百分点。

截至2012年底, 在销售货款收回规模较大的推动下, 新鑫电力货币资金为554.77万元, 同比增长100.87%; 新鑫电力应收账款为2615.01万元, 同比下降15.20%, 账龄全部在1年以内, 主要由应收销货款构成, 前5名欠款单位总计欠款129.72万元, 合计占比4.96%, 集中度低; 新鑫电力其他应收款为692.25万元, 同比下降25.32%, 账龄全部在1年以内, 主要欠款为新鑫电力内部人员的业务周转金及业务往来金; 新鑫电力固定资净额为1924.57万元, 同比下降6.15%, 主要由于计提折旧所致; 新鑫电力在建工程为1545.32万元, 同比增长20.05%, 全部为衡阳白沙洲工业园区厂房建设工程。

截至2013年3月底, 新鑫电力资产总额为13717.57万元, 较2012年底增长15.82%, 主要来自流动资产的增长。资产结构中流动资产和非流动资产分别占68.98%和31.02%, 流动资产占比较2012年底增长5.17个百分点; 其中流动资产的增长主要由于新鑫电力其他应收款及预付账款的增长所致。

总体看, 跟踪期内, 新鑫电力资产构成主要以流动资产和固定资产为主。流动资产中, 应收账款及存货占比较大; 非流动资产中以固定资产为主。新鑫电力整体资产质量一般。

负债和所有者权益

截至2012年底, 新鑫电力所有者权益合计为5968.10万元, 同比增长6.97%, 全部来自未分配利润的增长; 新鑫电力未分配利润2318.60万元, 同比增长18.22%, 占所有者权益的比重为38.85%; 截至2013年3月底, 新鑫电力所有者权益合计为5783.11万元, 较2012年底下降3.10%。总体看, 新鑫电力所有者权益的稳定性一般。

截至2012年底, 新鑫电力负债合计为5875.69万元, 同比下降11.93%。其中, 流动负债4875.69, 同比降低26.85%, 主要是由于短期借款同比下降69.13%至1167.00万元所致; 其他应付款增幅较大, 主要由往来款构成; 应

付债券 1000.00 万元，全部为“12 衡阳 SMECN1”集合票据。截至 2013 年 3 月底，新鑫电力负债合计为 7934.46 万元，较 2012 年底增长 35.04%，主要由于短期借款及其他应付款的较快增长所致。

截至 2012 年底，新鑫电力全部债务总额 7934.46 万元，同比增长 35.04%，其中短期债务 1167.00 万元（占 53.85%），长期债务 1000.00 万元（占 46.15%）。截至 2013 年 3 月底，新鑫电力全部债务为 3000.00 万元，较 2012 年底增长 38.44%，全部来源于短期借款的增长。

新鑫电力 2012 年底全部债务资本化比率和资产负债率分别为 26.64%和 49.61%，同比分别降低 13.75 和 4.85 个百分点。截至 2013 年 3 月底，上述指标分别为 34.16%和 57.84%。

总体看，跟踪期内，新鑫电力新鑫电力有息债务主要为短期借款，债务结构有待优化，债务负担处于合理水平。

④偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2012 年底，新鑫电力的流动比率和速动比率分别为 155.01%和 85.58%，同比分别上升 33.58 和 19.77 个百分点；2013 年 3 月底分别为 136.58%和 85.33%，较上年底分别提高 18.42 和 0.26 个百分点。2012 年新鑫电力经营现金流动负债比为 46.44%，较上年同期上升了 29.42 个百分点。总体看，新鑫电力短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2012 年新鑫电力 EBITDA 为 914.70 万元，相应的 EBITDA 利息倍数为 2.24 倍；同期，新鑫电力全部债务/EBITDA 倍数为 2.37 倍。总体看，新鑫电力 EBITDA 对全部债务的保障能力较强。

截至 2013 年 3 月底，新鑫电力共获得各家商业银行授信额度总量为 4300.00 万元，已全部使用，新鑫电力间接融资渠道有待拓宽。

截至 2013 年 3 月底，新鑫电力无重大应披露的未决诉讼事项。

截至 2013 年 3 月底，新鑫电力无对外担保。

新鑫电力参与发行了“12 衡阳 SMECN1”，

发行额度为 1000.00 万元，期限为 2 年。2012 年，新鑫电力 EBITDA 和经营活动现金流入量分别 914.70 万元和 15354.77 万元，分别为存续债券总额的 0.51 倍和 15.35 倍；截至 2013 年 3 月底，新鑫电力现金类资产为 703.22 万元，为存续债券总额的 0.70 倍。新鑫电力经营活动现金流入量对存续债券的覆盖能力较强。

⑤过往债务履约情况

根据公开信息查询，截至报告出具日期，新鑫电力无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

（5）结论

综合考虑，联合资信维持衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司 BB 的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

3. 湖南裕华化工集团有限公司

（1）主体概况

湖南裕华化工集团有限公司（以下简称“裕华化工”）原名为衡阳市裕华化工实业有限公司，2002 年 4 月在衡阳市工商行政管理局注册成立。裕华化工原始注册资本 100 万元，2004 年增资至 380 万元，2007 年增资至 3000 万元同时更名为现名。2007 年 9 月，裕华化工吸收合并衡阳市裕华化肥化工有限公司，以该公司净资产增资，变更后注册资本为 5178.75 万元。截至 2013 年 3 月底，裕华化工注册资本保持不变，股东及持股比例为：刘常松持股 55.20%、刘建军持股 27.60%、谢超群持股 9.20%、徐柏年持股 8%。其中第一大股东刘常松先生为裕华化工控股股东和实际控制人。

裕华化工经营范围：食品添加剂碳酸氢钠的生产（工业产品生产许可证有效期至 2015 年 4 月 27 日），液氨（限分支结构凭许可证经营），氯化铵，纯碱，碳酸氢铵的生产及销售，尿素（以上项目不含危险，监控化学品）的销售，建筑材料，机电产品，金属材料及铜、铅、锌的销售，自营和代理各类商品和技术的进出口业务。目前裕华化工主要从事碳酸氢钠（俗称

“小苏打”，以下简称“小苏打”)、氯化铵、工业盐和碳酸氢铵等产品的生产和销售业务。

截至 2013 年 3 月底，裕华化工拥有 4 家控股子公司：衡阳市裕华进出口有限公司、衡阳市裕华生产资料有限公司、衡阳市裕华物流有限公司、衡阳市裕华化工建材有限公司，1 家化肥化工分公司。

截至 2012 年底，裕华化工资产总额 30155.83 万元，所有者权益 17166.83 万元；2012 年裕华化工实现主营业务收入 20802.77 万元，利润总额 1507.57 万元。

截至 2013 年 3 月底，裕华化工资产总额 29203.13 万元，所有者权益 17626.02 万元；2013 年一季度裕华化工实现主营业务收入 5177.31 万元，利润总额 459.19 万元。

裕华化工注册地址：衡阳市珠晖区金甲岭；法定代表人：刘常松。

(2) 管理分析

跟踪期内，裕华化工组织结构及管理制度、高层管理人员无重大变化。

(3) 经营分析

① 经营现状

跟踪期内，裕华化工主要产品为小苏打，2012 年小苏打在裕华化工主营业务收入中占 91.07%，小苏打副产品氯化铵、工业盐和氨水等生产设备逐步投入，尚不能实现正常生产，在收入中的占比较小。2012 年裕华化工实现主营业务收入 20802.77 万元，主要受宏观经济增速放缓及下游需求减少影响，较 2011 年略有下降；2013 年 1-3 月，裕华化工实现主营业务收入 5177.31 万元，完成 2012 年全年的 24.88%，裕华化工业务构成未发生大的变化。裕华化工主要经营业务状况见表 13。

从毛利率来看，2012 年裕华化工综合毛利率为 19.86%，较 2011 年下降了 2.69 个百分点，主要是由于宏观经济放缓及下游需求减少，裕华化工主要产品小苏打价格下跌影响，毛利率有所下降。2013 年一季度，裕华化工毛利率进一步下降至 16.76%，主要是一季度为小苏打的销售淡季，以及主导产品小苏打的销售均价持续下降所致。

表 13 近年来裕华化工经营情况

分产品	主营业务收入（万元）			主营业务成本（万元）			毛利率（%）		
	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月
小苏打	19778.85	18760.99	4680.24	15138.56	15065.07	3903.32	23.46	19.70	16.60
氯化铵	1204.82	1270.11	310.53	1024.99	1009.74	262.71	14.93	20.50	15.40
工业盐	116.12	110.13	26.73	91.62	86.01	20.88	21.10	21.90	21.90
碳酸氢铵	467.74	446.58	121.65	434.21	404.15	108.76	7.17	9.50	10.60
氨水	13.86	14.96	3.64	-	-	-	-	-	-
合计	21718.88	20802.77	5177.31	16821.27	16670.36	4309.50	22.55	19.86	16.76

资料来源：裕华化工提供

② 原材料采购

裕华化工生产所需的主要原材料为煤、编织袋、碳铵和卤水。由于裕华化工地处卤水矿区，与同行业天然碱法生产企业相比，卤水在生产成本中的占比低；煤和编织袋在生产成本中分别占比 43%、7%左右。

跟踪期内，随着裕华化工生产能力的提升，煤炭采购量整体呈上升趋势，2012 年采购价格小幅下降。2013 年 1 季度，煤炭采购量是 2012 年全年的 26.80%，但煤炭平均采购价格每吨下降至 703.65 元。

编织袋基本由温州华利贸易有限公司提

供，合作时间 7 年以上，裕华化工对其依赖度较高。裕华化工按照合同实行货到付款，账期一个月的结算方式。2012 年裕华化工共购置 8846.50 万个编织袋，较 2011 年减少 20.98%，主要是裕华化工 2012 年氯化铵销量减少，以及 2011 年 12 月开始裕华化工半成品碳酸氢铵改为散装，直接用专用车装运，导致编织袋的采购量降低。编织袋 2012 年以来平均采购价格上升明显，2012 年达到 1.35 元/个。2013 年 1 季度，裕华化工编织袋采购量为 2012 年的 24.88%。

③生产经营

目前裕华化工主要产品小苏打产能 30 万吨，仅次于内蒙古博源国际（41 万吨产能，wind 资讯），居国内前列；氯化铵产能 3 万吨。2012 年小苏打产能利用率较 2011 年小幅上升，为 43.52%，主要受拉闸限电的影响，裕华化工产能仍未实现完全释放。2012 年裕华化工主导产品小苏打产量呈上升趋势，但产量提升幅度不大，2012 年小苏打产量 13.06 万吨。受市场需求下滑影响，2012 年裕华化工氯化铵产量为 2.19 万吨，较 2011 年仅增加 0.10 万吨，产能利用率小幅上升至 72.95%。2013 年 1 季度，小苏打和氯化铵产量分别为 2012 年的 23.74%和 31.96%。

表 14 裕华化工产品情况（单位：万吨）

产品	项目	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月
小苏打	产能	30.00	30.00	30.00
	产量	12.05	13.06	3.10
	产能利用率	40.17%	43.52%	--
氯化铵	产能	3.00	3.00	3.00
	产量	2.09	2.19	0.70
	产能利用率	69.65%	72.95%	--

资料来源：裕华化工提供

④产品销售

裕华化工以直销和区域代理销售为主，其中直销占销售量的 30%，区域代理占销售量的 70%。裕华化工按照小苏打应用领域分代理商，

目前全国代理商有 70 多家，裕华化工通过统一制定销售价格、销售权限划分来管理区域代理商。

从产品销售区域看，跟踪期内，产品出口占小幅上升，2012 年国内、国外销售占比分别为 72%、28%。国内销售以江浙、广东、广西、河南、福建地区为主。国外销售以东南亚、印度、日本、韩国为主，出口业务主要由子公司衡阳市裕华进出口有限公司负责，出口产品中直销和通过代理商销售分别占 40%、60%。

表 15 裕华化工主要产品销售区域情况

区域		销售额占比（%）		
		2011	2012	2013 年 1~3 月
国内销售	江浙	40	38	35
	两广	15	18	21
	河南、福建	11	10	9
	其他	0	6	7
国外出口	东南亚	18	15	14
	印巴	10	10	11
	日韩	6	3	3

资料来源：裕华化工提供

裕华化工客户较分散且不稳定，2012 年主要客户为江苏海企钟腾有限公司、大化国际、长沙凯尔盛和湖北华丽公司，2012 年以上公司占销售总量的 28%。裕华化工均衡淡旺季市场价格，参照市场情况，每月制定一次价格，由于 2012 年以来宏观经济环境恶化，裕华化工结算方式由以往主要以款到发货改为 90%的普通客户按照预收全部货款结算，其余 10%合作时间较长的客户给予一定账期的优惠。对于占销售总量 30%的国外客户，裕华化工参照汇率制定销售价格，主要以美元结算，来规避汇率风险。

2012 年以来受经济放缓的影响，跟踪期内，小苏打销售价格整体呈下降趋势，2012 年为 1406.09 元/吨，2013 年一季度小苏打销售均价进一步下降至 1309.61 元/吨。跟踪期内，裕华化工氯化铵的销售价格下降较快，2012 年均价

为 515.33 元/吨,较 2011 年下降了 30.72%;2013 年 1 季度氯化铵均价继续下降至 495.86 元/吨。跟踪期内,裕华化工主导产品小苏打的产销率较高,氯化铵产销率受市场需求下滑影响,有所下降,2012 年为 89.54%,2013 年一季度仅为 75.64%。

表 16 裕华化工主要产品销售情况
(单位:万吨、元/吨、%)

产品	项目	2011 年	2012	2013 年 1~3 月
小苏打	销量(万吨)	13.23	13.34	3.54
	均价(元/吨)	1483.05	1406.09	1309.61
	产销率(%)	109.82	102.20	98.90
氯化铵	销量(万吨)	1.99	1.96	0.53
	均价(元/吨)	743.86	515.33	495.86
	产销率(%)	95.20	89.54	75.64

资料来源:裕华化工提供

跟踪期内,受宏观经济放缓,下游需求减少影响,裕华化工主要产品销售价格持续下跌,主营业务收入小幅减少,毛利率水平有所下降。

⑤未来发展

未来裕华化工计划仍以小苏打的生产销售为支柱产业,计划通过技术改造实现小苏打及其副产品产能较大的提升,使裕华化工形成以高科技为龙头、产品多样、结构合理的集团企业。

2011 年 6 月,为提高生产线自动化程度,降低生产成本,裕华化工将原有 10 万吨的食品添加剂小苏打生产线进行技术改造。该项目从 2011 年 6 月开始,该项目总投资 1200 万元,截至 2013 年 3 月底该项目已完成工艺的设计、设备选型及订购工作,已投资 1100 万元。

未来裕华化工计划投资 100 万吨工业盐--硝项目,该项目建设规模为年产工业盐 100 万吨、年产无水芒硝 8 万吨。该项目拟建于衡阳市茶山工业园区金甲岭农场,利用园区内已有盐卤资源,采用国内最先进的机械热压缩回收利用二次蒸汽与多效蒸发相结合的方式,浓缩母液结晶生产工业盐并副产无水芒硝。项目总

投资 2.85 亿元,其中自筹 1.5 亿元,其余资金欲通过引进战略投资者来筹集。项目投产后可实现销售收入 4.80 亿元,实现利润 1.5~1.8 亿元,项目的静态投资回收期为 3.6 年(含建设期)。该项目已取得发改委的批复,目前正在办理相关手续。

总体看,裕华化工主业突出,未来投资支出大;随着裕华化工生产线改造工程的完成,以及未来投资项目的顺利实施,未来裕华化工盈利能力有望大幅提升。

(4) 财务分析

裕华化工 2010~2012 年度财务报告已经衡阳良才联合会计师事务所审计,均出具了标准无保留意见审计结论的审计报告。2013 年 1 季度财务报表未经审计。裕华化工 2010~2013 年 1 季度财务报表按照旧会计准则编制。

截至 2012 年底,裕华化工资产总额 30155.83 万元,所有者权益 17166.83 万元;2012 年裕华化工实现主营业务收入 20802.77 万元,利润总额 1507.57 万元。

截至 2013 年 3 月底,裕华化工资产总额 29203.13 万元,所有者权益 17626.02 万元;2013 年一季度裕华化工实现主营业务收入 5177.31 万元,利润总额 459.19 万元。

①盈利能力

2012 年裕华化工实现主营业务收入 20802.77 万元,较 2011 年下降 4.22%。2012 年裕华化工主营业务成本同比下降 0.90%,降幅明显低于收入降幅,同期裕华化工主营业务利润率有所下降,为 19.37%。2012 年,受期间费用大幅增长 36.95%,裕华化工营业利润合计 706.88 万元,较 2011 大幅减少 71.09%。从盈利指标看,2012 年总资产收益率和净资产收益率较上年大幅下降,分别为 8.90% 和 8.78%。

2013 年 1~3 月,裕华化工实现主营业务收入 5177.31 万元,利润总额 459.19 万元,分别为 2012 年全年的 24.89% 和 30.46%;主营业务利润率进一步下降至 16.26%。

跟踪期内,裕华化工主营业务收入大幅下

降，盈利水平有所降低。

②现金流及保障

2012年，裕华化工销售商品和提供劳务收到的现金为24667.10万元，同比下降1.22%。2012年经营活动产生的现金流入量为25368.94万元，同比下降1.96%，2012年裕华化工现金收入比小幅上升至118.58%，整体收入实现质量较好。2012年，由于预收账款和应付账款的大幅增加使裕华化工经营现金流明显改善，2012年裕华化工经营活动产生的现金净流入1608.38万元，较2011年增长292.92%。2013年1-3月经营活动产生现金净流入287.02万元。

2012年裕华化工投资活动现金流出为1896.27万元，同比减少31.91%，为固定资产投资增加所致。2012年裕华化工投资活动产生的现金流净额为-1896.27万元。

2013年1~3月裕华化工投资活动现金流量全部为现金流出，为裕华化工购建固定资产等长期资产所支付的现金，投资活动现金流量净额为-203.47万元。

筹资活动方面，2012年裕华化工筹资活动现金流入及流出分别为7161.00万元和6368.58万元。2012年筹资活动流量净额为792.42万元，表现为净流入。2013年1-3月裕华化工筹资活动现金流入及流出分别为600.00万元和502.63万元。2013年1-3月，筹资活动流量净额为97.37万元，表现为净流入。

总体看，跟踪期内，裕华化工经营活动获现能力较好，投资规模有所下降，但经营性现金净流量无法满足投资需求，裕华化工存在对外筹资需求。

③资本及债务结构

截至2012年底，裕华化工资产总额合计30155.83万元，较上年增长19.53%，其中流动资产合计占66.76%，长期资产合计占33.24%。裕华化工资产以流动资产为主。

截至2012年底，裕华化工流动资产合计16848.22万元，较上年增长27.46%，主要由应收账款、预付账款、其他应收款和存货构成。

截至2012年底，裕华化工货币资金947.85万元，主要为银行存款，较2011年增长113.81%，主要是由于2012年以来裕华化工经营活动及筹资活动产生的现金净流入增加较多所致；截至2012年底，裕华化工应收账款2792.32万元，较2011年增长41.40%，主要系裕华化工针对部分信誉较好的大型客户的信贷政策有所放松所致。裕华化工应收账款客户为开封华夏物资公司、裕湘化工公司、景源化工公司、郑州红梅化工公司以及湖北华丽染料工业公司，前五大欠款客户占全部应收账款的12.92%，应收账款集中度不高。截至2012年底，裕华化工预付账款7221.24万元，较2011年增长53.64%，主要是由于2012年底购煤发票、安装设备发票尚未收到，以及购矿过户手续未办完，但款项均已支付所致。截至2012年底，裕华化工存货3846.93万元，较上年底增长12.02%，主要为库存商品的增长。

长期资产方面，2012年裕华化工长期资产合计10023.21万元，较2011年基本持平，主要为固定资产和无形资产构成。裕华化工非流动资产结构较上年变动不大。

截至2013年3月底，裕华化工资产总额29203.11万元，较2012年底变化不大，其中流动资产合计占62.03%，长期资产合计占37.97%，裕华化工流动资产结构占比小幅下降。

截至2012年底，裕华化工负债总额合计12989.00万元，以流动负债为主，较上年增长35.72%，主要是由于应付账款、预收账款和其它应付款大幅增加，以及裕华化工2012年通过衡阳市中小企业第一期集合票据募集3000万元（计入应付债券）所致。2012年宏观经济不景气导致裕华化工现金流偏紧，故年末应付账款增多；2012年以来，裕华化工为了控制普通客户的回款风险，将结算方式由原来的款到发货改为全额预收货款，导致2012年预收账款增加较多；通过衡阳市担保公司担保向国家开发银行融资2000万元，以前年度记入短期借款，后因中国人民银行的征信报告未显示该笔借款，故2012年底裕华化工将该笔借款由短期借款转入

其他应付款（报表中已调整计入短期债务）科目。

截至2013年3月底，裕华化工负债总额合计11577.11万元，较2012年底减少10.87%，主要是由于长短期借款合计1200万元到期偿还所致，其中流动负债8577.11万元（占74.09%），非流动负债3000.00万元（占25.91%）。截至2013年3月底，流动负债主要由于短期借款和其它应付款构成；长期负债为应付债券3000.00万元，为裕华化工2012年发行的中小集合票据。

截至2012年底，裕华化工全部债务8861.00万元，其中短期债务占比61.63%，长期债务占比38.37%，裕华化工资产负债率由2011年的37.93%上升至2012年的43.07%，全部债务资本化比率由2011年34.31%小幅下降至2012年的34.04%；截至2013年3月底，裕华化工全部债务8761.00万元，短期债务占65.76%。裕华化工资产负债率及全部债务资本化比例均有所下降，分别为33.20%和39.64%；裕华化工整体债务负担较轻。

截至2012年底，裕华化工所有者权益合计17166.83万元，较2011年增长9.63%，主要来自未分配利润的增加。裕华化工实收资本占30.17%，资本公积占比0.65%，盈余公积占9.50%，未分配利润占59.68%，所有者权益结构中未分配利润占比较大，稳定性较弱。

受未分配利润增加影响，截至2013年3月底，裕华化工所有者权益合计17626.02万元，较上年末增长2.67%。

跟踪期内，裕华化工资产结构仍以流动资产为主，存货、预付账款及其他应收款占比较大，货币资金占比较小，资产质量与流动性一般；债务负担较轻；所有者权益稳定性较弱。

④偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内，由于短期借款减少较多，裕华化工流动比率和速动比率提升较快，截至2012年底裕华化工流动比率和速动比率分别为209.96%和169.84%；截至2013年3月底，裕华化工流动比率和速动比率分别为

211.20%和167.71%。2012年，裕华化工经营现金流动负债比为16.77%，受经营活动产生的现金净流入的增加和流动负债减少较快影响，该指标较2011年上升了12.10个百分点，经营活动现金流对流动负债的保护能力一般。总体看，裕华化工短期偿债能力指标较高，但考虑到流动资产中存货占比较高，货币资金占比较小，短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2012年裕华化工EBITDA为4195.62万元，较上年减少10.82%。2012年，裕华化工EBITDA利息保障倍数较上年有所下降，全部债务/EBITDA有所上升，分别为5.18倍和2.11倍。

截至2013年3月底，裕华化工不存在对外担保。

截至2013年3月底，裕华化工共获得银行授信6900万元，未使用额度3400万元，裕华化工具备间接融资渠道。

截至2012年底，裕华化工现金类资产1071.04万元，扣除受限资金后为571.04万元，是存续期集合票据发行额度3000万元的0.19倍；截至2013年3月底，裕华化工现金类资产1518.21万元，是存续期集合票据发行额度的0.51倍。2012年裕华化工经营活动产生的现金流入和EBITDA分别为25368.94万元和4195.62万元，分别为存续期集合票据发行额度3000万元的8.46倍和1.40倍。裕华化工经营活动产生的现金流净额1608.38万元，为存续期集合票据发行额度3000万元的0.54倍。整体看，裕华化工经营活动产生的现金流入量和EBITDA对存续期集合票据的保障能力较强。

⑤过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》（报告编号：B-201302920139），截至2013年4月28日，裕华化工无未结清和已结清的不良贷款或利息，过往债务履约情况良好。

（5）结论

综合考虑，联合资信维持裕华化工BBB⁻的

主体长期信用等级，评级展望为稳定。

六、担保能力分析

1. 担保条款

中债增进公司就本期票据存续期限内发行人应偿付的 1 亿元本金和其相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证。

在本期票据存续期内，如果发行人未按照本期票据募集说明书的要求将本期当期应付本息支付投资人，则中债增进公司在本期票据兑付日代发行人偿付本期票据当期应付利息。

保证期为自本期票据存续期本期票据兑付日起两年。票据持有人在保证期间内未要求中债增进公司承担担保函规定的责任，则中债增进公司将免除相关责任。

本期票据的集合票据持有人依法将所持有的本期票据转让和出资给第三人的，中债增进公司将继续承担担保函规定的责任。

2. 担保人担保能力分析

中债增进公司成立于 2009 年 9 月 21 日，是国内首家专业债券信用增进机构，接受中国人民银行监管，由中国银行间市场交易商协会联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立，注册资本 60 亿元。其中，中国石油天然气集团公司、国网英大国际控股集团有限公司、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首钢总公司、中银投资资产管理有限公司各持 16.50% 股份，中国银行间市场交易商协会持 1.00% 股份，中债增进公司是国内首家专业债券信用增进机构，业务接收中国人民银行监管。

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

中债增进公司内设业务营运部、投资部、风险管理部、综合部、计划财务部、法律合规

部六个部门。目前中债增进公司共有员工 101 人，其中拥有硕士及以上学历的员工比重约 87%。

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

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

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

本期集合票据发行额度(1.00 亿元)占 2013 年 3 月底中债增进公司资产总额的 1.04%、所有者权益的 1.32%，所占比例较低；立即偿付本期集合票据对中债增进公司影响很小。

七、结论

综合考虑，基于中债增进公司担保的持续有效，联合资信维持“12 衡阳 SMECN1”AAA 的信用级别。

附件 1 集合票据发行人的主要财务数据

公司名称	项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
恒飞电缆	现金类资产(万元)	4094.48	7807.21	15246.56	17161.14
	资产总额(万元)	45272.84	57965.15	81505.57	86363.78
	所有者权益(万元)	33361.48	41022.68	57201.61	58664.72
	短期债务(万元)	11546.00	16482.00	22829.00	26809.00
	全部债务(万元)	11546.00	16482.00	22829.00	26809.00
	营业收入(万元)	68245.96	101229.32	137339.19	27082.20
	利润总额 (万元)	4652.80	7014.93	11029.63	1950.82
	EBITDA(万元)	5783.02	8417.11	13273.75	--
	经营性净现金流(万元)	99.94	49.49	3892.96	20.60
	营业利润率(%)	11.75	12.48	14.48	15.73
	净资产收益率(%)	10.46	12.83	14.79	--
	资产负债率(%)	26.31	29.23	29.82	32.07
	全部债务资本化比率(%)	25.71	28.66	28.53	31.37
	流动比率(%)	219.00	213.58	235.69	224.75
	全部债务/EBITDA(倍)	2.00	1.96	1.72	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	11.72	9.08	7.74	--
	经营现金流动负债比(%)	0.84	0.29	16.02	--
新鑫电力	现金类资产(万元)	457.71	376.18	554.77	703.22
	资产总额(万元)	10493.02	12251.01	11843.79	13717.57
	所有者权益(万元)	5150.99	5579.32	5968.10	5783.11
	短期债务(万元)	3771.95	3780.20	1167.00	2000.00
	全部债务(万元)	3780.24	3780.20	2167.00	3000.00
	主营业务收入(万元)	10726.57	11799.23	12425.56	2398.43
	利润总额 (万元)	668.26	575.82	376.39	78.73
	EBITDA(万元)	912.21	1097.48	914.70	--
	经营性净现金流(万元)	270.43	1135.01	2264.49	-1094.71
	主营业务利润率(%)	15.29	15.29	15.37	15.94
	净资产收益率(%)	10.37	7.68	5.37	--
	资产负债率(%)	50.91	54.46	49.61	57.84
	全部债务资本化比率(%)	42.33	40.39	26.64	34.16
	流动比率(%)	138.74	121.43	155.01	136.58
	全部债务/EBITDA(倍)	4.14	3.44	2.37	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	6.22	3.23	2.24	--
	经营现金流动负债比(%)	5.07	17.03	46.44	--
裕华化工	现金类资产(万元)	142.38	683.97	1071.04	1518.21
	资产总额(万元)	18752.77	25229.61	30155.83	29203.13

	所有者权益(万元)	12360.19	15659.26	17166.83	17626.02
	短期债务(万元)	3000.00	7380.00	5461.00	5761.00
	全部债务(万元)	4000.00	8180.00	8861.00	8761.00
	主营业务收入(万元)	18177.96	21718.88	20802.77	5177.31
	利润总额 (万元)	3064.45	3275.10	1507.57	459.19
	EBITDA(万元)	3954.15	4704.53	4195.62	--
	经营性净现金流(万元)	17.18	409.34	1608.38	287.02
	主营业务利润率(%)	22.10	22.10	19.37	16.26
	净资产收益率(%)	24.79	20.91	8.78	--
	资产负债率(%)	34.09	37.93	43.07	39.64
	全部债务资本化比率(%)	24.45	34.31	34.04	33.20
	流动比率(%)	211.78	173.59	209.96	211.20
	全部债务/EBITDA(倍)	1.01	1.74	2.11	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	15.98	9.87	5.18	--
	经营现金流动负债比(%)	0.33	4.67	16.77	--

注：各发行人 2013 年度一季度财务数据未经审计。

附件 2 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，中长期债券信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。