

跟踪评级公告

联合[2015] 782 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持太原重工股份有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“12太重MTN1”及“12太重MTN2” AA的信用等级。

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>

太原重工股份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
12 太重 MTN1	5 亿元	2012/2/9- 2017/2/9	AA	AA
12 太重 MTN2	10 亿元	2012/3/28- 2017/3/28	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 12 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	23.26	23.57	28.58	28.73
资产总额(亿元)	206.10	237.72	276.01	274.48
所有者权益合计(亿元)	53.83	54.08	54.16	54.20
长期债务(亿元)	29.06	28.68	34.47	37.20
全部债务(亿元)	66.00	84.74	118.61	122.23
营业收入(亿元)	93.60	95.51	90.23	13.19
利润总额(亿元)	-3.49	0.10	0.20	0.29
EBITDA(亿元)	0.55	5.39	7.23	--
经营性净现金流(亿元)	-6.65	-8.27	-14.42	-3.30
营业利润率(%)	9.69	14.39	15.45	19.04
净资产收益率(%)	-6.16	0.49	0.61	--
资产负债率(%)	73.88	77.25	80.38	80.25
全部债务资本化比率(%)	55.08	61.04	68.77	69.28
流动比率(%)	121.45	112.73	110.65	113.19
全部债务/EBITDA(倍)	120.88	15.74	16.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.19	1.51	1.45	--
经营现金流/负债(%)	-5.52	-5.49	-7.87	--

注: 1. 2015 年一季度财务数据未经审计; 2. 将其他流动负债中短期融资券计入短期债务, 将长期应付款中的一年以上到期的融资租赁款计入长期债务。

分析师

马 栋 谭心远

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

太原重工股份有限公司(以下简称“公司”)主要从事重型机械制造。公司作为中国主要的重型机械制造企业之一, 研发实力强。跟踪期内, 公司综合毛利率回升, 产品结构不断调整, 整体盈利状况有所改善。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 煤炭、钢铁等下游行业装备需求持续低迷, 公司营业收入下滑较快, 应收账款规模大, 存货持续增长, 债务负担加重等因素对公司信用基本面造成不利影响。

未来, 随着在建项目陆续投产, 公司产品结构有望进一步优化, 火车轮轴与轮对有望成为新的利润增长点。

综合考虑, 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“12 太重 MTN1”、“12 太重 MTN2” AA 的信用等级。

优势

1. 公司是国内大型重型机械设备主要制造企业之一, 大型矿用挖掘机、大型起重机等产品在国内具备竞争优势。
2. 跟踪期内, 公司主要产品毛利率回升, 盈利状况有所改善。
3. 跟踪期内, 公司产品结构有所调整, 有利于分散经营风险。

关注

1. 跟踪期内, 公司收入下滑, 存货增长快且规模大, 运营风险增加。
2. 公司应收账款规模大, 期限长, 减值计提比例低。
3. 公司债务负担加重, 债务结构有待改善。
4. 跟踪期内, 公司经营活动现金流持续为负。
5. 公司对全部债务的保护能力指标弱化。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与太原重工股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与太原重工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，未因太原重工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太原重工股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

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太原重工股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

太原重工股份有限公司（以下简称“公司”或“太重股份”）是 1998 年经山西省人民政府晋政函[1998]50 号文批准，由太原重型机械集团有限公司（以下简称“太重集团”）、山西大同齿轮集团有限责任公司（前身为大同齿轮厂，以下简称“大齿集团”）、山西省经贸资产经营有限责任公司共同发起，通过向社会公开募股设立的股份有限公司。公司 1998 年 7 月 6 日在山西省工商行政管理局登记注册，1998 年 9 月 4 日在上海证券交易所挂牌交易（公司 A 股代码为 600169，为中国重机行业第一家上市公司）。2001 年 9 月公司原第一大股东太重集团根据国家对于国有大中型骨干企业实施债转股的政策，将其持有的全部股份公司股份作为出资，与中国华融资产管理公司合资组建太原重型机械（集团）制造有限公司（以下简称“太重制造”），太重集团持股 70.94%。随后，太重集团将其持有的占太重股份公司总股本 45.5% 的股份 16931 万股转由太重制造持有，并经财政部财企（2002）320 号《财政部关于太原重工股份有限公司国有股划转有关问题的批复》同意，办理了股权过户手续，使得太重制造成为太原重工的第一大股东，是公司的实际控制人。因此，公司最终母公司为太原重型机械集团有限公司，最终控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会（详见附件 1-1）。

公司经营范围包括制造销售火车轴、冶金、轧钢、锻压、起重、非标准设备、加压气化炉、压力容器、工矿配件、油膜轴承、精密锻件、结构件、齿轮及汽车变速箱；机电技术服务；机械设备安装、调试、修理、改造；经营自产

产品的出口业务和自产所需的机械设备、零配件、原辅材料的进口业务（国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外）；公路汽车货运；挖掘设备、减速机、钢轮产品的销售；国际货物运输代理业务。

公司下设综合部、生产部、财务部、经销部、质量部、安全环保部、物流采控办公室、信息化办公室、物资采购部、理化检定中心等职能部门，21 个分子公司，1 个技术中心（详见附件 1-2）。截至 2015 年 3 月底，公司拥有 6 家全资子公司，1 家控股公司。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 276.01 亿元，所有者权益 54.16 亿元；2014 年实现营业收入 90.23 亿元，利润总额 0.20 亿元；2014 年公司经营活动产生的现金流净额为 -14.42 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 274.48 亿元，所有者权益 54.20 亿元；2015 年 1~3 月实现营业收入 13.19 亿元，利润总额 0.29 亿元；2015 年 1~3 月公司经营活动产生的现金流净额为 -3.30 亿元。

公司注册地址：太原市万柏林区玉河街 53 号；法定代表人：王创民。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生

产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增

8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

公司主要生产产品包括起重机、轧锻设备、挖掘焦化设备等冶金矿山设备，火车轮轴、轮对等铁路设备，铸件、锻件等大型锻铸件。从主要产品类型来看，公司属于重型机械行业。重型机械行业是装备制造业中从事大型、重型和成套、成线的重大技术装备的产业，属典型的重大技术装备产业。重大技术装备制造业是为国民经济和国防建设提供各类技术装备的制造业，具有产业关联度高、带动能力强和技术含量高等特点，是一个国家和地区工业化水平与经济技术总体实力的标志，是关系国家、民族长远利益的基础性和战略性产业，是国家经济安全和军事安全的重要保障，在国民经济发展中占据着重要位置。

2013 年，重型机械行业实现主营业务收入 1.12 万亿元，同比增长 10.8%，较上年下降 0.5 个百分点。其中，冶金机械行业同比增长 2.93%，较 2012 年增长 3.4 个百分点；矿山机械同比增长 10.8%；物料搬运机械同比增长 12.5%；行业全年经济运行指标较上年有小幅下滑。出口方面，根据重型机械协会数据，2013 年重型机械产品出口额为 175.50 亿美元，同比

增长 8.80%，增速较上年下降 6.60 个百分点；进口同比下降 7.40%，出口保持良好发展势头，顺差规模持续增加。

从上游原材料价格看，2014 年，钢材价格总体保持了下滑的趋势。2015 年一季度，钢材价格进一步下滑，延续了震荡走低的态势。整体看，跟踪期内，钢铁行业景气度持续减弱，重型机械行业成本压力有所缓解。

从下游行业需求看，中国固定资产投资增速放缓，行业阶段性需求有所波动。根据中商情报网数据，2014 年，中国全社会固定资产投资 51.28 万亿元，同比名义增长 15.3%，增速较上年进一步下滑；2015 年 1~3 月，全社会固定资产投资（不含农户）7.75 万亿元，同比名义增长 13.5%，中国固定资产投资增速总体呈现下降趋势，但仍处于高位。

从行业竞争看，行业内规模较大的国内企业主要包括中国第一重型机械集团公司、中国第二重型机械集团公司、大连重工起重集团有限公司、北方重工集团有限公司、太原重型机械集团有限公司（公司母公司）、中信重工机械股份有限公司、上海重型机械厂有限公司等七大重工企业。七大重工企业凭借丰富的行业经验、多元化的产品群和主导产品市场占有率高等优势实现了经营规模和市场影响力的较大发展；参与行业竞争的国外重型机械企业，主要包括德国西马克集团、西门子奥钢联、总部位于意大利的达涅利集团、韩国最大的发电设备制造厂商斗山重工、世界知名的综合机械设备制造商三菱重工等，他们的产品线丰富，从炼钢、铸锻件到设计制造发电设备、冶金设备、水泥设备、起重设备，并承建工程项目，其技术水平、工艺装备以及规模明显强于中国主要重型机械企业。

国内主要重工企业的主导产品各有侧重，在各自细分市场具备优势，形成差异化竞争的格局，公司在大型矿用挖掘机、大型冶金起重机、大型液压锻造压机和挤压机等方面具有优势，市场竞争态势相对较为平缓。

总体看，跟踪期内面对严峻的经济环境，重型机械行业增长速度下滑，但总体仍保持了相对平稳的发展趋势。

五、基础素质分析

公司为太原重型机械（集团）制造有限公司控股子公司，最终控制人是山西省人民政府国有资产监督管理委员会。公司是中国高端重型机械制造龙头，拥有中国最大的起重设备生产基地、最大的挖掘设备生产基地、最大的航天发射装置生产基地、最大的大型轧机油膜轴承生产基地、最大的矫直机生产基地、最大的多功能旋转舞台生产基地、唯一的管轧机定点生产基地、唯一的火车轮对生产基地、国内品种最全的锻压设备生产基地。

公司为首批入选国家火炬计划重点高新技术企业，技术中心在国家认定企业技术中心排名前列，技术实力雄厚。

六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构及高管人员无重大变化。

七、经营分析

2014 年，公司实现主营业务收入 88.88 亿元，其中成套设备、火车轮轴及轮对、起重机械、轧锻设备、煤化工设备以及铸锻件是主要收入来源，分别占到主营业务收入的 25.00%、20.31%、10.99%、9.74%、7.36% 和 6.92%。

跟踪期内，受部分下游行业景气度下降影响，公司收入出现下滑，2014 年主营业务收入较去年下滑 6.00%。公司主要产品收入增长分化明显，其中起重机械、挖掘焦化设备、轧锻设备收入连续两年下滑，并且下滑幅度有所扩大，主要受下游行业装备需求下降，订单减少所致；风电设备收入大幅下降至 0.13 亿元，

主要由于公司将风电设备收入重新分类至成套设备板块；火车轮轴及轮对收入实现快速增长，2014 年较上年增长 19.93%；为提高盈利能力，公司开展了成套设备制造业务，目前包括风电成套设备制造和焦化成套设备制造。

从毛利率看，2014 年公司整体毛利率 15.54%，较上年提高 1.23 个百分点，其中火车

轮轴及轮对提高 7.36 个百分点，主要受益于原材料价格下降。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 13.19 亿元，较上年同期下滑 14.71%。公司继续加大制造成本控制和非生产性支出控制，综合毛利率上升至 19.51%。

表1 公司主要产品销售情况（亿元、%）

产品名称	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
轧锻设备	15.11	7.21	12.85	11.98	8.66	11.49	0.96	16.63
起重设备	12.92	2.54	11.81	17.49	9.77	18.08	2.08	15.22
挖掘焦化设备	24.56	17.57	18.76	21.81	7.85	25.32	1.89	40.48
火车轮轴及轮对	17.03	15.76	15.05	10.01	18.05	17.37	4.30	16.25
铸锻件	5.06	-6.26	6.90	1.25	6.15	2.61	0.63	8.80
油膜轴承	1.61	-3.44	1.12	21.43	0.89	28.83	0.10	30.42
煤化工设备	3.73	4.38	6.92	8.17	6.54	8.16	0.09	6.88
齿轮传动机械	4.18	7.91	3.08	13.21	3.48	26.24	0.31	32.2
风电设备	6.51	8.30	13.01	16.40	0.13	13.87	-	-
成套设备	--	--	--	--	22.22	14.44	1.94	7.74
其他产品收入	2.49	2.33	5.04	17.7	5.14	16.30	0.46	45.45
合 计	93.21	9.80	94.55	14.31	88.88	15.54	12.76	19.51

资料来源：公司提供

注：其他产品收入包括热处理件、制模、包装、精铸设备、综合技术开发服务、货物运输、机电产品配套工程设计、建筑工程设计、机电技术开发及转让、电气自动化成套设备、机械设备设计、制造、安装及销售等业务收入。

跟踪期内，公司主要产品销量有所分化，其中挖掘焦化设备、煤化工设备销量持续下滑，主要由于市场需求下降；公司火车轮轴及轮对、铸锻件销量明显上升。

表2 公司主要产品产量情况

主要产品	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年一季度	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
挖掘焦化设备（台）	58	59	52	52	25	17	3	4
起重设备（台）	162	168	223	202	198	190	23	24
火车轮轴及轮对（件）	421365	418485	422193	427384	478927	489318	114336	108752
轧锻设备（台）	26	26	25	22	42	40	2	9
齿轮传动机械（台）	422	430	405	592	578	545	63	48
油膜轴承（台）	22	22	94	94	36	36	2	2
煤化工设备（台）	163	163	149	145	239	96	3	2
风电设备（台）	42	76	142	119	146	146	-	-
铸锻件（吨）	24666	20074	33065	31799	39912	36565	4282.73	3374.18

资料来源：公司提供

产品订单方面，2014年，公司全年订货109.58亿元，较上年下滑34.66%，从细分产品看，除轮轴产品、轧钢设备订单有所增长外，

其余产品订单出现不同程度下滑。2015年1~3月，公司签订订单20.25亿元，同比下降41.96%。

表3 公司主要产品订单状况（单位：亿元，%）

产品类别	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1-3 月	
	金额(亿元)	占比 (%)	金额(亿元)	占比 (%)	金额(亿元)	占比 (%)	金额(亿元)	占比 (%)
挖掘机	33.12	19.07	24.24	14.46	9.31	8.50	0.96	4.72
焦炉设备	7.76	4.47	16.29	9.71	13.65	12.46	0.48	2.36
轧钢设备	7.38	4.25	4.35	2.59	5.18	4.72	0.98	4.86
锻压设备	17.13	9.86	9.81	5.85	5.82	5.31	3.58	17.66
起重产品	22.31	12.85	15.11	9.01	7.03	6.41	3.11	15.33
轮轴产品	20.00	11.52	20.52	12.23	25.51	23.28	6.54	32.30
减速机产品	6.85	3.94	8.78	5.23	3.93	3.59	0.44	2.16
油膜轴承	2.68	1.55	1.56	0.93	0.80	0.73	0.35	1.73
锻铸件	7.71	4.44	12.17	7.26	8.95	8.17	1.55	7.66
其他	48.72	28.05	54.89	32.73	29.40	26.83	2.27	11.20
合 计	173.66	100.00	167.72	100.00	109.58	100.00	20.25	100.00

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司重视科研投入和自主创新能力的提升。2014年，公司共完成各类科技项目430项，其中产品开发完成68项；申请专利142项，其中发明专利116项；授权专利152项，其中发明专利40项。“3MW风力发电机组”通过了山西省科技厅组织的成果鉴定；“WK系列大型矿用机械正铲式挖掘机”获山西省科技进步一等奖、机械工业科学技术一等奖；“干熄焦提升机系列”获机械工业科学技术二等奖、

第四届绿色制造科学技术进步优秀奖；“新型双动短行程铝挤压机”获机械工业科学技术二等奖。

项目建设上，截至2015年3月底，公司在建工程包括天津临港基地、兆瓦级风力发电机组关键部件制造建设两个项目。公司在建工程大部分投资已经完成，未来两年公司在建项目的投资支出较少，但考虑到公司项目投产运营资金将快速增长，公司对外融资需求仍然较大。

表4 截至15年3月底公司主要在建项目建设情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资总额	截至15年3月底投资额	2015年4~12月计划投资额	2016年计划投资金额	资金来源及筹集情况
天津临港基地项目	20.00	16.88	1.45	1.67	自有资金9.2亿，其余银行借款，已筹集17亿。
兆瓦级风力发电机组关键部件制造建设项目	2.00	1.35	0.45	0.20	全部自有资金；已全部到位
合 计	22.00	18.23	1.90	1.87	--

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司 2013 年及 2014 年财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论，公司提供的 2015 年第一季度财务报表未经审计。

1. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 90.23 亿元，同比下滑 5.53%。同期公司营业利润率为 15.45%，较 2013 年上升 1.06 个百分点。2014 年公司期间费用总额为 13.34 亿元，占营业收入比重为 14.78%，该比重较 2013 年提高 1.46 个百分点，主要由于财务费用增长所致。

2014 年，公司资产减值损失 1.39 亿元，同比略有下降，其中坏账损失 1.38 亿元、存货跌价损失 41.54 万元。

2014 年，公司营业利润为亏损 0.78 亿元，营业利润有所下滑；实现利润总额 0.20 亿元，较上年有所增长，主要由于营业外收入增加所致。2014 年，公司营业外收入 1.05 亿元，其中政府补助 0.82 亿元、赔款收入 0.18 亿元。2014 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.07% 和 0.61%，较上年有所提高。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 13.19 亿元，占到 2014 年全年的 14.61%，较上年同期下滑 14.71%；公司营业利润率上升至 19.04%，主要由于产品毛利率提高所致；2015 年 1~3 月，实现利润总额 0.29 亿元，上年同期仅为 0.02 亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入下滑，期间费用增长较快，运营风险加大。

2. 现金流及保障

2014 年公司经营活动现金流入量为 53.25 亿元，同比下降 19.39%。2014 年公司现金收入比为 56.27%，较 2013 年下降 10.63 个百分点。同期，公司经营活动现金流出为 67.67 亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成。

公司经营活动现金净流量为 -14.42 亿元，经营活动现金净流出规模进一步扩大，主要受下游部分行业持续不景气影响。

投资活动方面，2014 年公司投资活动现金流入量为 0.44 亿元，流出量为 10.30 亿元，投资活动现金净流出 9.86 亿元，投资活动现金净流出规模进一步扩大。

筹资活动方面，2014 年公司筹资活动现金流入 81.62 亿元，同比增长 82.84%，其中取得借款获得的现金 78.61 亿元，同比增长 76.19%。同期，公司筹资活动现金流出量为 58.78 亿元，同比增长 107.61%，主要由于偿还债务支付的现金大幅增长所致。2014 年，公司筹资活动现金净流量表现为净流入，流入规模为 22.84 亿元，较上年增长 107.61%。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量为 18.59 亿元，较上年同期增长 20.16%；经营活动现金流出规模为 21.90 亿元，较上年增长 12.05%，净流量为 -3.30 亿元，仍然表现为净流出。同期，公司投资活动现金流入仅为 0.01 亿元，投资流出 1.46 亿元，主要是购建固定资产、无形资产导致的资本支出；公司筹资活动现金流入量 16.95 亿元，流出量 13.14 亿元，筹资活动现金流量净额为 3.81 亿元。

总体看来，公司经营活动现金流持续恶化，经营获现能力有待改善；公司投资活动现金流出规模有所上升，对外部筹资依赖性较强。

3. 资产及负债结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额为 276.01 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占 73.42% 和 26.58%。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产为 202.65 亿元，主要为货币资金（占 10.93%）、应收账款（占 43.69%）和存货（占 32.88%）。

截至 2014 年底，公司货币资金 22.15 亿元，主要为人民币存款，其中受限制货币资金 12.29

亿元。剔除受限制货币资金后，公司货币资金占流动资产的 4.87%。

截至2014年底，公司应收账款88.54亿元，较上年底下滑1.67%。公司应收账款规模大，主要由于：①公司销售多集中于大型钢铁厂及矿山企业，公司大型设备多采用五阶段分期结算的方式（预收款约20%~30%，工程进度款约20%~30%，发货款约10%~30%（发货前收货款的70%~80%），安装调试款10%~20%，质保金占10%）；②大型设备往往需要较长的设计阶段、安装验收期和质保期；③部分工程受开工进度影响，未能按期安装验收；④下游行业景气度下滑，客户还款存在一定困难。从账龄分析看，1年以内的占应收账款余额的47.00%，1~2年的占25.34%，2~3年的占15.73%，3~4年的占7.12%，4~5年的占2.48%，5年以上的占2.33%，账龄较长。从坏账计提比例看，公司对5年以上的账款按50%比例计提，4~5年的按30%计提，3~4年的按20%计提，2~3年的按10%计提，1~2年的按5%计提，1年以内的按1%计提；2014年公司计提坏账准备6.30亿元，占欠款总额的6.64%，计提比例较低。公司应收账款前五名占全部应收账款的18.92%，集中度低。

截至2014年底，公司存货账面价值66.63亿元，较上年大幅增长60.87%，计提跌价准备41.54万元。其中，在产品占存货账面价值的41.41%，在产成品占比较高主要由于公司大部分产品根据客户订单生产，生产周期较长（基本在6个月以上）。

非流动资产

截至2014年底，公司非流动资产73.36亿元，主要由固定资产（占69.88%）、在建工程（占21.60%）和无形资产（占6.98%）构成。

截至2014年底，公司固定资产51.26亿元，较上年增长5.92%，主要由通用设备（占52.29%）和房屋及建筑物（占46.46%）构成。

截至2014年底，公司在建工程15.85亿元，较上年增长39.14%。截至2014年底，公司在建工程主要包括天津临港基地建设（9.61亿

元）、高速列车轮轴国产化(二期)项目（4.17亿元）、兆瓦级风力发电机组关键部件制造建设项目（0.21亿元）以及技改技措项目（1.86亿元）。

截至2014年底，公司无形资产5.12亿元，较上年略有下降，主要由土地使用权构成。

截至2015年3月底，公司资产总额合计274.48亿元，较2013年底略有下降。截至2015年3月底，公司存货71.64亿元，较上年增长5.01%。总体来看，公司整体资产构成变化不大。

总体看，公司资产规模有所增长，以流动资产为主，应收账款和存货规模大，对公司资金占用明显，整体资产质量一般。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益合计54.16亿元，归属母公司所有者权益54.13亿元，其中股本、资本公积和未分配利润分别占44.78%、22.71%和27.50%。

截至2015年3月底，公司所有者权益合计54.17亿元，与上年末基本相当。同期，公司所有者权益结构变化不大，其中股本24.24亿元，资本公积12.29亿元，未分配利润14.92亿元。

总体来看，公司所有者权益以股本、资本公积为主，所有者权益稳定性较好。

负债

2014年底，公司负债总额221.84亿元，其中流动负债占82.56%，非流动负债占17.44%，流动负债比重较上年提高0.49个百分点。截至2015年3月底，公司负债总额220.28亿元，其中流动负债占81.20%，非流动负债占18.80%，负债总额有所下降，非流动负债比重略有上升。

截至2014年底，公司流动负债183.15亿元，较上年增长21.53%，主要为应付账款（占比47.99%）、短期借款（占比19.66%）、应付票据（占比10.34%）和预收款项（占比3.10%）。

截至2014年底，公司非流动负债38.69亿元，较上年增长17.49%；其中长期借款占44.72%，应付债券占38.68%，递延收益占10.03%。截至2014年底，公司其他非流动负债

下降至零，递延收益大幅增长，其他综合收益和未分配利润均发生较大变化，主要由于公司依据 2014 年财政部发布的企业会计准则第 30 号的要求将利润表中其他综合收益项目分别以后会计期间在满足规定条件时将重分类进损益的项目与以后会计期间不能重分类进损益的项目分别进行列报。

截至 2014 年底，公司全部债务 118.61 亿元，较去年增长 39.96%，主要由于公司短期债务大幅增长所致。截至 2014 年底，公司短期债务占比 70.93%，长期债务占比 29.07%。截至 2014 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 80.38%、68.65% 和 38.89%，分别较上年提高 3.13、7.61 和 4.24 个百分点。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计为 220.28 亿元，较 2014 年底略有下降；公司全部债务为 122.23 亿元，较 2014 年底增加 3.62 亿元，长期债务占比略有上升；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 80.25% 和 69.28%。

总体来看，公司整体债务增长明显，债务负担加重，债务结构有待改善。

4. 偿债能力

从长期偿债能力指标看，2013、2014 年，公司 EBITDA 分别为 5.39 亿元和 7.23 亿元，EBITDA 利息倍数分别为 1.51 倍和 1.45 倍；2013、2014 年公司全部债务/EBITDA 分别为 15.74 倍和 16.40 倍。总体来看，公司对全部债务的保护能力指标弱化。

截至 2015 年 5 月底，公司共获得授信额度总量为 115.57 亿元，其中尚未使用的额度为 57.31 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司作为 A 股上市公司具备直接融资渠道。

截至 2015 年 3 月底，公司对外提供担保 3.55 亿元，担保比率为 6.55%，被担保公司为安达市老虎岗风电场有限公司，担保到期日为 2030 年 12 月 2 日。公司存在或有负债风险。

5. 对存续期内债券偿还能力分析

2014 年，公司 EBITDA 为“12 太重 MTN1”、“12 太重 MTN2”发行额度的 0.48 倍；经营现金流入量为“12 太重 MTN1”、“12 太重 MTN2”发行额度的 3.55 倍；经营现金流量净额为负。公司经营现金流入量对“12 太重 MTN1”、“12 太重 MTN2”保障程度较高，EBITDA 及经营活动现金流量净额对“12 太重 MTN1”、“12 太重 MTN2”的覆盖较差。

截至 2014 年底，公司现金类资产 28.58 亿元，扣除使用受限制货币资金 12.29 亿元，为“12 太重 MTN1”、“12 太重 MTN2”发行额度的 1.09 倍；截至 2015 年 3 月底，公司现金类资产 28.73 亿元，扣除使用受限制货币资金 12.10 亿元，为“12 太重 MTN1”、“12 太重 MTN2”发行额度的 1.11 倍。公司现金类资产对“12 太重 MTN1”、“12 太重 MTN2”保护能力较好。

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（报告编号：B201505270080732001），截至 2015 年 5 月 27 日，公司无未结清不良信贷信息记录和已结清信贷中有 1 笔不良和关注类贷款，为公司 2009 年 11 月兴业银行一笔 3000 万贷款，经兴业银行说明，公司并未出现欠息、逾期、不良等情况。总体看，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

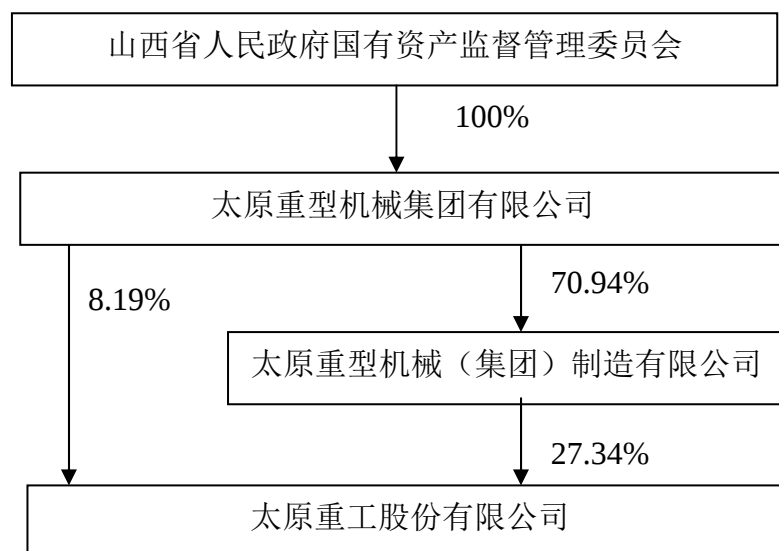
公司为中国主要的重型机械制造企业之一，在大型矿用挖掘机、大型起重机等细分领域具有领先优势。公司研发实力雄厚，产品种类日益丰富。跟踪期内，公司产品结构不断调整，整体盈利状况有所改善，但公司营业收入下滑较快，存货和应收账款持续增长，债务负担有所加重。

总体看，公司丰富产品种类有利于增强整体抗风险能力，但短期运营风险增加。

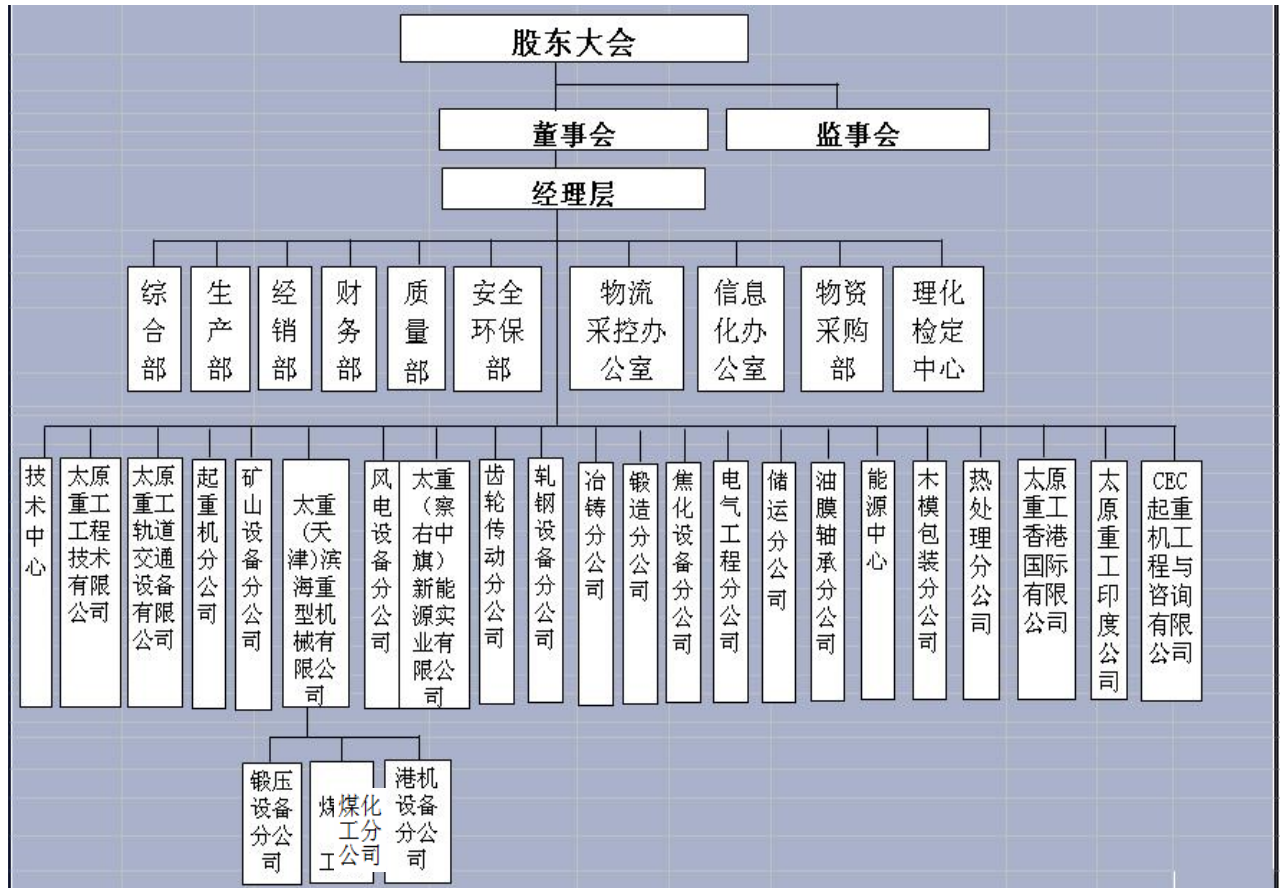
九、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望稳定，并维持“12 太重 MTN1”、“12 太重 MTN2” AA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权关系图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.26	23.57	28.58	28.73
资产总额(亿元)	206.10	237.72	276.01	274.48
所有者权益(亿元)	53.83	54.08	54.16	54.20
短期债务(亿元)	36.95	56.07	84.13	85.03
长期债务(亿元)	29.06	28.68	34.47	37.20
全部债务(亿元)	66.00	84.74	118.61	122.23
营业收入(亿元)	93.60	95.51	90.23	13.19
利润总额(亿元)	-3.49	0.10	0.20	0.29
EBITDA(亿元)	0.55	5.39	7.23	--
经营性净现金流(亿元)	-6.65	-8.27	-14.42	-3.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.10	1.06	0.95	--
存货周转次数(次)	3.24	2.33	1.41	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.43	0.35	--
现金收入比(%)	85.90	66.90	56.27	136.78
营业利润率(%)	9.69	14.39	15.45	19.04
总资本收益率(%)	-0.31	2.76	3.07	--
净资产收益率(%)	-6.16	0.49	0.61	--
长期债务资本化比率(%)	35.06	34.65	38.89	40.70
全部债务资本化比率(%)	55.08	61.04	68.65	69.28
资产负债率(%)	73.88	77.25	80.38	80.25
流动比率(%)	121.45	112.73	110.65	113.19
速动比率(%)	97.53	85.25	74.27	73.14
经营现金流流动负债比(%)	-5.52	-5.49	-7.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.19	1.51	1.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	120.88	15.74	16.40	--

注：1. 2015 年一季度财务数据未经审计；

2. 将其他流动负债中短期融资券计入短期债务，将长期应付款中的一年以上到期的融资租赁款计入长期债务。

附件 3 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
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (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
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%

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
 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 4 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。