

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1836 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持“14 许昌 SMECNII001”信用等级为AAA。

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>

河南省许昌市 2014 年度第一期区域集优中小企业 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	14 许昌 SMECNII001
发行额度	0.6 亿元
发行时间	2014 年 6 月 25 日
期限	3 年

集合票据发行人及担保人主体长期信用等级

集合票据发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
禹州神龙发制品有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
河南金阳铝业有限公司	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/稳定	AAA/稳定

跟踪评级时间：2014 年 9 月 29 日

分析师

张丽 荣毅 杨学慧
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

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，中小企业景气度整体好于 2012 年，但呈震荡波动态势。同时，国家和地方政府对中小企业的扶持政策持续推出，为中小企业的发展提供了良好支撑。

河南省许昌市 2014 年度第一期区域集优中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”）发行人在跟踪期内表现出了较好的抗风险能力，整体经营状况良好。联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）维持两家发行人主体长期信用等级和评级展望。但同时联合资信也关注到发行人禹州神龙发制品有限公司对外担保比率较高，被担保企业行业较集中，存在或有负债风险。

本期集合票据采用区域集优模式发行，得到了许昌市政府的大力支持。本期集合票据参与发行主体为许昌市中小企业，行业关联度较低，同时联合资信也关注到本期集合票据参与企业家数少，风险的分散作用有限。

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不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评估有限公司评定，中债增进公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。中债增进公司担保实力很强，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，本期集合票据不能还本付息的风险很低，联合资信维持“14 许昌 SMECNII001”信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内，许昌市经济平稳增长，为区域

内中小企业的发展提供了较好的外部环境。

2. 本期集合票据采用区域集优模式发行，得到了许昌市政府的大力支持。
3. 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，有效提升本期集合票据本息偿还的安全性。

关注

1. 本期集合票据的发行人中小企业，经营状况易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响。尤其 2011 年以来，国内外经济形势波动导致中小企业面临的经营风险逐步加大。
2. 本期集合票据发行人河南金阳铝业有限公司原铝价格持续下行，对其销售收入有所影响，该公司债务结构有待优化。
3. 本期集合票据发行人禹州神龙发制品有限公司对外担保比率较高，被担保企业行业较集中，存在或有负债风险。

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）与河南省许昌市 2014 年度第一期区域集优中小企业集合票据发行人构成委托关系外，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，未因集合票据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集合票据发行人提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、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《关于河南省许昌市 2014 年度第一期区域集优中小企业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

河南省许昌市 2014 年度第一期区域集优中小企业集合票据(以下简称“本期集合票据”)于 2014 年 6 月 25 日发行,发行总额度 0.60 亿元,期限为 3 年。本期集合票据由许昌市人民政府金融工作办公室组织协调,联合 2 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一次性集合发行。本期集合票据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	禹州神龙发制品有限公司	4000
2	河南金阳铝业有限公司	2000
合计		6000

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不超过 0.60 亿元本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证。中债增进公司的信用增进责任项下的本金及利息以本期票据的实际募集金额及相应票面利息为准。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响;从短期看,全面深化改革的各项细则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算,2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元,同比增长 7.7%。

2013 年,中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%;同期,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)实现利润总额 62831 亿元,同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速减缓。具体而言:消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元,同比名义增长 13.1%;投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资(不含农户)436528 亿元,同比增长 19.6%;三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%;对外贸易增速进一步下滑。2013 年,中国进出口总额为 41600 亿美元,同比增长 7.6%;其中出口金额增长 7.9%,进口金额增长 7.3%,贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面,继续实施积极的财政政策,结合税制改革完善结构性减税政策,促进经济结构调整;适当增加财政赤字和国债规模,保持必要的支出力度;进一步优化财政支出结构,保障和改善民生。2013 年,中国财政累计收入为 129143 亿元,同比增长 10.1%,各项民生政策得到较好落实,医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面,自 8 月 1 日起,在全国范围内开展交通运输业和部分现代服

务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能

过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

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。

据全国工商联在 28 日举办的“2014 中国民营经济大家谈”活动中公布数据显示,截至 2013 年底,中国登记注册的私营企业达到 1253.9 万户,个体工商户达到 4436.3 万户,同比增长 15.5%和 9.3%。截至 2013 年底,中国私营企业注册资金 39.3 万亿元,户均注册资金达 313.5 万元,同比分别增长 26.4%和 9.4%。个体工商户注册资金超过 2.4 万亿元,户均注册资金达到 5.5 万元,分别增长 23.1%和 12.2%。个体、私营企业户数和注册资金增长率均为近年来的最高点。民营经济吸纳就业稳步提高。截至 2013 年底,全国个体、私营经济从业人员实有 2.19 亿人,较上年同期增长 9.7%。其中私营企业 1.25 亿人,增长 10.85%,个体工商户 0.93 亿人,增长 8.2%。持续、高效、大量地吸纳就业,依然是民营经济对国民经济发展的重要贡献之一。

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。

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。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。

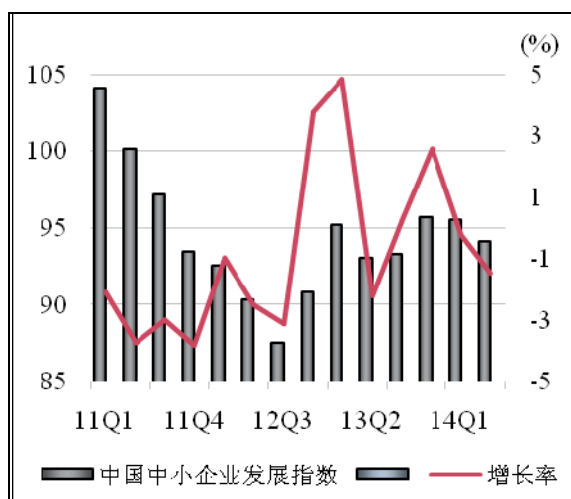
五是企业面临用工缺口。近年来,企业结构性“用工荒”已经从珠三角、长三角等经济发达地区波及主要的内陆省份,招工难已由地区性、季节性难题,演变为普遍性、常态化的难题。

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。

根据中国中小企业协会数据统计，中小企业发展指数（SMEDI）在 2011 年第一季度达到最高值 104.1，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，到 2013 年第三季度达到近几个季度以来最好水平，随后呈波动震荡下行态势，2014 年第二季度为 94.1。

图 1 2011 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

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。2013 年以来，中小企业景气度整体好于 2012 年，但呈震荡态势。

2.政策环境

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。

2013年7月，国务院发布《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》（国办发[2013]67号），指导意见指出，整合金融资源支持小微企业发展。为贯彻《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》，落实全国小微企业金融服务经验交流电视电话会议精神和工作部署，拓宽小微企业融资渠道，缓解小微企业融资困难，加大对小微企业的支持力度，2013年7月，国家发改委颁布《国家发展改革委关于加强小微企业融资服务支持小微企业发展的指导意见》（发改财金[2013]1410号），提出十一点意见。

2013年12月31日，工业和信息化部、国家发展和改革委员会、财政部、人力资源和社会保障部、商务部、海关总署、国家税务总局、国家工商行政管理总局、中国银行业监督管理委员会联合发布《关于促进劳动密集型中小企业健康发展的指导意见》（工信部联企业〔2013〕542号），《意见》提出，把轻工、纺织、机械、电子、批发和零售业、住宿和餐饮业、居民服务业、养老服务业以及现代服务业等行业中百万元固定资产就业人数13人以上（含13人）、人均年营业收入45万元以下（含45万元）的中小企业作为当前引导扶持的重点，努力营造良好的政策环境和社会氛围，促进劳动密集型中小企业转型升级和健康发展；同时提出了8项政策措施。

3. 区域经济发展概况

许昌市位于河南省中部，河南经济强市，“中原五小虎”之一，中原城市群、中原经济区核心城市。许昌市距郑州国际机场40公里，107国道贯穿南北，311国道横穿东西，“米”字型高速公路网已经构成；京港高铁、京昆高铁、郑合高铁穿境而过；同时在建中的许昌航空客货枢纽港产业园集航空枢纽港核心区、空港商业

区、空港商务区、高档生活区四大功能为一体，未来许昌市航空物流将有长足发展。

根据《2013年许昌市国民经济和社会发展统计公报》，2013年全年全市生产总值1903.3亿元，比上年增长10.6%。其中：第一产业增加值184.9亿元，增长4.0%；第二产业增加值1284.2亿元，增长12.0%；第三产业增加值434.2亿元，增长8.5%。三次产业结构为9.7：67.5：22.8。全年居民消费价格比上年上涨2.4%，其中，食品类上涨5.9%。服务项目价格上涨2.0%。工业品价格上涨0.1%。农业生产资料价格上涨1.7%。

2013年全年全市地方公共财政预算收入108.5亿元，比上年增长20.1%。其中，税收收入81.6亿元，增长17.2%，占全市公共财政预算收入的75.2%。地方公共财政预算支出202.2亿元，比上年增长13.3%。

2013年许昌市全年全市工业增加值1201.5亿元，比上年增长12.0%。其中，规模以上工业（年主营业务收入2000万元及以上）增加值1060.3亿元，增长14.8%。产品产销率97.9%。其中有色金属冶炼及压延业增加值33.4亿元，增长9.8%。2013年许昌市规模以上工业企业主营业务收入4189.8亿元，比上年增长14.4%；实现利润366.9亿元，增长3.9%，其中有色金属冶炼及压延业主营业务收入268.8亿元，增长12.3%

总体看，跟踪期内，许昌市经济平稳增长，为本期集合票据发行人提供了良好的外部发展环境。

五、发行人主体长期基本情况

跟踪期内，联合资信对本期集合票据的2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，本期集合票据2家发行企业信用基本面未发生根本变化，生产经营及财务状况较为稳定。跟踪期内，2家发行人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
禹州神龙发制品有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
河南金阳铝业有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定

资料来源：联合资信整理

1. 禹州神龙发制品有限公司

(1) 主体概况

禹州神龙发制品有限公司（以下简称“神龙发制品”）是河南省大型发制品生产企业，神龙发制品创立于 2000 年 6 月，由禹州市神龙发制品有限公司和香港国润中国有限公司共同出资组建，初始注册资本 426 万元；后经多次增资及股权变更，截至 2014 年 6 月底，神龙发制品注册资本为 1755 万元人民币，其中自然人申纪洲持股 75%、申阳持股 25%，神龙发制品实际控制人为第一大股东申纪洲先生。

神龙发制品经营范围：生产发制品相关产品，销售自产产品，从事非配许可证管理、非专营商品的出口业务。

截至 2014 年 6 月底，神龙发制品本部下设行政部、财务部、采购部、生产部、国贸部等部门。

截至 2013 年底，神龙发制品资产总额为 48947.85 万元，所有者权益 29292.54 万元。2013 年神龙发制品实现主营业务收入为 38525.67 万

元，利润总额为 5580.27 万元。

截至 2014 年 6 月底，神龙发制品资产总额为 52691.58 万元，所有者权益 31338.66 万元。2014 年 1~6 月，神龙发制品实现主营业务收入 18428.91 万元，利润总额 2728.15 万元。

神龙发制品注册地址：禹州市滨河路东段。
法定代表人：申纪洲。

(2) 管理分析

跟踪期内，神龙发制品在管理体制方面无重大变化。

(3) 经营分析

①经营概况

跟踪期内，受益于产销规模的提升及销售区域的扩大，神龙发制品主营业务收入同比增长 14.10%，为 38525.67 万元；收入构成基本无变化，工艺发条产品依旧为主要收入来源，2013 年占比 86.83%。2013 年神龙发制品整体毛利率小幅上升 0.78 个百分点，为 20.98%，其中工艺发条毛利率为 21.13%，较 2012 年小幅上涨 0.90 个百分点，主要系销售均价略有上升所致；化纤发条和发套产品毛利率与 2012 年持平。

2014 年 1~6 月，神龙发制品实现主营业务收入 18428.91 万元，占 2013 年的 47.83%，整体毛利率小幅上升至 21.07%，主要系发制品销售均价略有上升所致；其中，化纤发条的收入只占 2013 年全年的 33.33%，主要是神龙发制品根据市场需求调整产品结构。

表 3 神龙发制品主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元；%）

分产品	2012 年			2013 年			2014 年 1-6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工艺发条	2.93	86.67	20.23	3.34	86.83	21.13	1.63	88.70	21.12
化纤发条	0.35	10.43	20.00	0.39	10.10	20.00	0.13	6.88	20.39
发套	0.10	2.90	20.00	0.12	3.07	19.97	0.08	4.42	21.13
合计	3.38	100.00	20.20	3.85	100.00	20.98	1.84	100.00	21.07

资料来源：神龙发制品提供

②原材料采购

神龙发制品生产所需的原材料主要为毛发

和化纤丝。跟踪期内，毛发采购占总成本的比重约为 80.00%，毛发 99%自国内采购，采购区

域和主要供应商无变化；1%从印度进口。2013 年化纤丝采购量的 50.28%从日本进口，均价为 58 元/公斤；49.72%自国内购买；综合均价为 50 元/公斤。神龙发制品主要根据订单及市场行情变化进行原材料采购，采购价格以市价结算为主，付款方式为现款现货。

从毛发采购来看，2013 神龙发制品毛发采购量大幅上升（为 527375 公斤），是 2012 年采购量的 2.39 倍，主要由于近年来毛发采购单价随市场价逐年上升（已由 2012 年的 586 元/公斤攀升至 2014 年的 692 元/公斤），神龙发制品在采购低位储备原材料；2014 年 1~6 月毛发采购量为 206514 公斤，是 2013 年全年采购量的 39.16%。从化纤丝采购来看，跟踪期内化纤丝采购数量小幅下降，采购均价较为平稳。

表 4 神龙发制品近年原材料采购情况

采购状况		2012 年	2013 年	2014 年 1-6 月
毛 发	采购数量（公斤）	220615	527375	206514
	采购均价（元/公斤）	586	682	692
	采购总价（万元）	12928	35967	14291
化 纤 丝	采购数量（公斤）	159000	143000	51000
	采购均价（元/公斤）	50	50	50
	采购总价（万元）	795	715	255

资料来源：神龙发制品提供

③生产经营

跟踪期内，各产品产能情况无变化；随着工人熟练度的提高以及销售的扩大，神龙发制品各产品产量均有所增加，产能利用率相应提升。目前实际的年生产能力为生产工艺发 480 万条，化纤发 130 万条，男女假发 16 万套。由于化纤发条透气性差，在市场中畅销度逐渐下降，因此神龙发制品于 2014 年对产品结构进行调整，减少化纤发条的生产数量。

跟踪期内，神龙发制品主要产品产量持续稳定增长，工艺发条、化纤发条和发套产量 2013 年均分别增长 11.14%、2.36%和 6.67%；2013 年，工艺发条、化纤发条和发套产量分别为 479

万条、130 万条和 16 万套。2014 年 1~6 月，工艺发条、化纤发条和发套产量分别占 2013 年产量 41.34%、32.31%和 68.75%（受益于员工劳动熟练度提高），产能与 2013 年的相比基本持平。

产品结构方面，2013 年工艺发条、化纤发条和发套产量占比分别为 76.64%、20.80%和 2.56%，产品结构较 2012 年变化不大。2014 年上半年，化纤发条占比下降至 16.73%，工艺发条和发套产量占比分别小幅上升至 78.89%和 4.38%。

表 5 神龙发制品近年主要产品生产情况

产品		2012 年	2013 年	2014 年 1-6 月
工 艺 发 条	产量（万条）	431	479	198
	占比	75.22%	76.64%	78.89%
	产能利用率	86.20%	95.80%	82.50%
化 纤 发 条	产量（万条）	127	130	42
	占比	22.16%	20.80%	16.73%
	产能利用率	84.67%	86.67%	64.62%
发 套	产量（万套）	15	16	11
	占比	2.62%	2.56%	4.38%
	产能利用率	37.50%	40.00%	55.00%
产品产量合计		573	625	251

资料来源：神龙发制品提供

④产品销售

跟踪期内，神龙发制品产品生产依旧采用以销定产的模式，产销率达到 99.79%左右。结算模式方面，神龙发制品原则上采取现款现货的结算模式，但对于长期合作的优质客户给予约 40 天的账期。

2013 年，神龙发制品主要产品销量保持增长，工艺发条、化纤发条和发套销量分别同比增长 11.16%、3.17%和 14.29%；三种主要产品的销售均价均较 2012 年上升 2 元；2013 年销售额分别同比增长 14.31%、10.51%和 20.92%。2014 年 1~6 月，神龙发制品工艺发条、化纤发条和发套销量分别占 2013 年总销量的 47.49%、32.31%和 68.75%，工艺发条和发套平

均销售价格均较 2013 年有所上升。

表 6 神龙发制品近年主要产品销售情况

产品	2012 年	2013 年	2014 年 1-6 月
工艺发条	销量(万条)	430	478
	平均价格(元)	68	70
	销售额(万元)	29264	33451
化纤发条	销量(万条)	126	130
	平均价格(元)	28	30
	销售额(万元)	3520	3890
发套	销量(万条)	14	16
	平均价格(元)	72	74
	销售额(万元)	980	1185

资料来源：神龙发制品提供

神龙发制品产品全部出口，直接与客户建立合作关系，将产品销往欧洲、美国、非洲等地。2013 年，神龙发制品在欧洲、美洲、非洲的销售额分别占出口总额的 32%、25%、43%。受国际经济复苏以及神龙发制品大力拓展销售区域和高端产品的影响，2013 年各区域销售量均有所提升，其中美洲市场实现销售收入 9508 万元，同比上升 4.30%；欧洲市场实现销售收入 12417 万元，同比上升 8.16%；非洲市场实现销售收入 16601 万元，同比大幅增长 26.07%。

⑤在建项目

为配合禹州市“退二进三”政策，神龙发制品计划将原厂区迁址至经济开发区，截至 2014 年 6 月底，神龙发制品主要在建项目为新厂区建设，新厂位于禹州市经济开发区，占地面积 200 亩，目前已完成建设进展 98%，已投入金额 6113 万元，后续需增加流动资金，资金需求量不大。目前此项目已经基本完工，神龙发制品正处于搬迁状态。

此项目能带来产能扩张，项目投产后，可每年增加 400 万条（套）的生产能力，预计增加销售收入近 3 亿元，增加出口创汇 4500 万美元，新安排劳动就业 1500 人，新增利税 4616 万元。

⑥未来发展

未来神龙发制品计划加大新兴市场的开发力度，实现多元化市场战略，主要通过稳定欧美市场，深度挖掘非洲市场。欧美市场，通过加强与客户的沟通和联系，积极开发满足消费者需求的新产品，并及时将新产品推向市场；非洲市场，在尼日利亚、加纳原有市场的基础上，进一步扩大销售网络，大力开发高端产品市场，并深度挖掘非洲地区其他国家新兴市场，在刚果金、刚果布下设销售子公司，不断提高非洲市场销售比重。

未来神龙发制品将继续加大科技投入，促进技术进步。一是要加快产品结构调整和产品升级的步伐，持续提高产品的附加值和神龙发制品的整体盈利能力；二是利用现代技术改造传统产业，实现发制品工业化生产，缓解发制品生产对人力资源的依赖，降低劳动成本在制造成本中的比重，保持产品质量的稳定性和整体水平的持续提升。

总体看，神龙发制品未来仍将专注于发制品的生产和销售，在发挥目前国外销售优势基础上，拓展国外，尤其是非洲市场，进一步加大市场占有率。同时神龙发制品将通过科研投入，进一步提升盈利能力。

（4） 财务分析

神龙发制品提供了经河南豫永信联合会计师事务所审计并出具标准无保留意见审计结论的 2012 年和 2013 年财务报表，神龙发制品财务报表按照《企业会计准则》（旧版）规定编制。2014 年 1~6 月财务报表未经审计。

①盈利能力

2013 年，受益于产销规模的提升及销售区域的扩大，神龙发制品主营业务收入同比增长 14.10%，为 38525.67 万元。同期，主营业务成本 30443.76 万元，同比增长 12.99%，增幅低于主营业务收入增幅。受此影响，2013 年神龙发制品主营业务利润率较 2012 年相比小幅上升 0.92 个百分点，为 20.63%。

期间费用方面，受 2013 年发行区域集优中

小企业集合票据的影响，神龙发制品财务费用增长较快，2013 年为 1870.48 万元，同比增长 25.12%；受益于销售合同中价格核算方式的变动，神龙发制品将不再承担出口货物的运费和保险费，2013 年营业费用同比大幅下降 44.54%；2013 年期间费用占主营业务收入的 6.60%，较 2012 年小幅下降 0.24 个百分点。总体看，跟踪期内，神龙发制品期间费用控制能力较好。

2013 年，神龙发制品收到政府补贴 3.55 万元，收到出口先进企业奖金 1.00 万元，出口信用专项扶持资金 2.55 万元；2013 年，神龙发制品营业外收入为 174.96 万元，主要是收到的水利局付给神龙发制品的利息收入 153.00 万元。

2013 年，受整体收入以及营业外收入增长的影响，神龙发制品利润总额较 2012 年增长 27.68%，为 5580.27 万元。

从盈利指标看，受营业利润增加所致，神龙发制品 2013 年总资本收益率和净资产收益率均有所上升，分别为 11.78%和 15.24%，同比分别上升 1.26 个百分点和 2.04 个百分点；神龙发制品整体盈利能力有所提升。

2014 年 1~6 月，神龙发制品实现主营业务收入 18428.91 万元，占 2013 年全年的 47.87%；实现利润总额 2728.15 万元，是 2013 年全年水平的 48.89%；主营业务利润率 20.67%，基本与 2013 年持平。

总体看，跟踪期内，神龙发制品主营业务收入规模保持持续增长，期间费用控制能力较强，整体盈利能力有所提升。

②现金流及保障

经营活动方面，2013 年神龙发制品经营活动现金流入量主要由销售商品提供劳务收到的现金构成，2013 年为 38783.18 万元，同比增长 15.33%；现金收入比为 100.67%，现金收入质量一般。经营活动现金流出量主要由购买商品接受劳务支付的现金构成，2013 年为 37295.75 万元，同比增长 37.58%，增速大幅高于主营业务成本的增速，主要系神龙发制品于 2013 年毛

发成本低位时为即将投产的生产线储备原材料所致。受此影响，神龙发制品 2013 年经营活动现金流量净额为-1415.07 万元。

跟踪期内，神龙发制品投资活动全部体现为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金，2013 年为 117.17 万元。

2013 年，神龙发制品筹资活动主要表现为借款收到的现金和偿还本息，其中短期借款以流动资金贷款和贸易融资为主，贸易融资期限一般三个月，期间还款和贷出贷款较频繁，带动神龙发制品 2013 年“借款收到现金”规模远大于“短期借款”。2013 年神龙发制品筹资活动现金流量净额为-548.28 万元。

2014 年 1~6 月，神龙发制品经营活动产生的现金流量净额 2934.70 万元；投资活动和筹资活动现金流量净额分别是-113.09 万元、602.91 万元。

总体看，跟踪期内，由于神龙发制品大量购买原材料导致经营活动现金流净额为负，根据未来发展计划，神龙发制品未来投资支出不大，筹资压力主要来自日常经营活动。

③资本及债务结构

资产

截至2013年底，神龙发制品资产总额为48947.85万元，较2012年增长11.43%，其中流动资产合计占68.12%，固定资产合计占16.43%，无形资产及其他资产合计占15.45%。神龙发制品资产结构以流动资产为主。

截至2013年底，神龙发制品流动资产合计33342.77万元，较2012年增长18.26%，增长主要来自存货净额的增加。截至2013年底，神龙发制品货币资金为1449.35万元，较2012年大幅下降58.94%，主要系使用货币资金支付原材料购买款项所致；2013年新增预付账款201.64万元，全部是由于发票未收到而形成的原材料预付款。截至2013年底，神龙发制品存货净额26129.77万元，同比增长47.17%；其中原材料25138.75万元（占96.21%），产成品136.14万元（占0.52%），在产品854.89万元（占3.27%），

由于原材料毛发产品价格近年来一直处于上涨通道，存货跌价风险小，因此神龙发制品未计提存货跌价准备。

截至 2013 年底，神龙发制品固定资产原值合计 7348.29 万元，主要由房屋建筑物（占比 51.39%）和机械设备（占比 38.81%）构成；与 2012 年基本无变化。截至 2013 年底，神龙发制品在建工程 1898.93 万元，主要是新厂区的建设工程。

截至 2014 年 6 月底，神龙发制品资产总额为 52691.58 万元，较 2013 年底增长 7.65%，增长的主要原因为货币资金的增加。资产构成中，流动资产合计占 70.40%，占比小幅提高 2.28 个百分点；固定资产合计占 15.36%；无形资产及其他资产合计占 14.25%。截至 2014 年 6 月底，神龙发制品货币资金共计 4873.86 万元，增加主要来自于神龙发制品发行集合票据筹集到的资金。2014 年上半年，随着新厂区逐渐建设，神龙发制品在建工程中约有 1403.20 万元转入固定资产，新增在建工程 36.59 万元，受此影响，截至 2014 年 6 月底，神龙发制品固定资产原值 8827.99 万元，较 2013 年底增加 1479.70 万元；在建工程 532.32 万元，较 2013 年底减少 1366.61 万元。

整体看，跟踪期内，神龙发制品资产规模保持增长，资产构成以流动资产为主，存货占比较大，整体资产流动性一般。

所有者权益

跟踪期内，神龙发制品所有者权益结构保持增长，2013 年底所有者权益合计 29292.54 万元，同比增长 17.98%，增加全部来自于未分配利润（2013 年增加 4464.21 万元）。构成方面，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 5.99%、26.90%、0.18%、66.93%。

截至 2014 年 6 月底，神龙发制品所有者权益合计 31338.66 万元，较 2013 年增加了 2046.13 万元，增加全部来自于未分配利润的增长。

总体看，跟踪期内，神龙发制品所有者权益规模持续增长，但所有者权益稳定较弱。

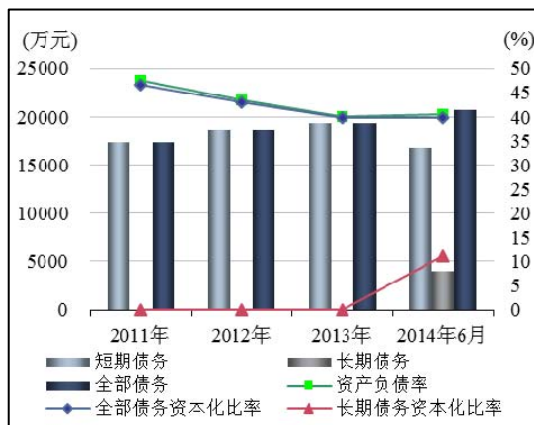
负债

截至 2013 年底，神龙发制品负债总额为 19655.30 万元，同比增长 2.92%，全部为流动负债。受运营需求和新厂区建设资金需求的影响，跟踪期内，神龙发制品短期借款同比增长 3.87%，2013 年底为 19415.89 万元，占流动负债的 98.78%。

债务指标方面，2013 年神龙发制品全部债务同比增长 3.87%，为 19415.89 万元，均来自于短期债务。受益于净资产的快速增长，2013 年神龙发制品资产负债比率和全部债务比率均有所下降，分别为 40.16% 和 39.86%，较 2012 年底相比分别下降 3.32 个和 3.09 个百分点。

截至 2014 年 6 月底，神龙发制品负债和全部债务分别为 21352.92 万元和 20712.36 万元；负债总额较 2013 年增长 6.68%，主要系神龙发制品于 2014 年 6 月参与发行“河南省许昌市 2014 年度第一期区域集优中小企业集合票据”，募集到 4000.00 万元资金所致。同期，神龙发制品资产负债率、全部债务资本化比率分别为 40.52% 和 39.79%，债务负担略有上升。

图 2 近年来神龙发制品债务情况



资料来源：神龙发制品提供

总体看，跟踪期内，神龙发制品负债规模小幅上升，债务负担较轻。但有息债务大部分来自于短期借款，债务结构有待改善。

⑤ 债券保障能力分析

2014 年神龙发制品参与发行“14 许昌 SMECNII001”，募集资金 4000.00 万元，发行

期限3年。截至2014年6月底，募集资金已按计划使用完毕。

2013年，神龙发制品实现EBITDA7097.05万元，是“14许昌SMECNII001”发债额度的1.77倍；2013年经营活动现金流入量为42195.86万元，为“14许昌SMECNII001”发债额度的10.55倍。神龙发制品的EBITDA和经营活动现金流入量对“14许昌SMECNII001”发债额度覆盖程度较高。

截至2014年6月底，神龙发制品对外担保12026万元，担保期限均在1年以内，担保比率为41.05%，担保比率高。目前，被担保企业生产经营正常，对发制品企业的担保额度占对外担保总额的46.07%，行业集中度较高。总体看，神龙发制品对外担保比率较高，被担保企业行业较集中，存在或有负债风险。

表7 2014年6月底对外担保情况表

担保单位	担保余额 (万元)	担保期限
河南瑞美真发股份有限公司	3200	2013-11-11---2014-11-10
许昌市昶和瑞发业有限公司	2340	2013-09-30---2014-09-29
河南省荣昌钧瓷坊有限责任公司	1500	2014-05-09---2015-05-08
	2000	2014-06-12---2015-05-08
禹州市国泰建工科技有限公司	1386	2013-12-06---2014-12-03
	1000*	2013-09-13---2014-09-13
禹州市思源实业有限公司	600	2014-04-01---2015-03-31
合计	12026	

资料来源：神龙发制品提供

注：对禹州市国泰建工科技有限公司的1000万元担保已于2014年9月13日到期。

截至2014年6月底，神龙发制品共获银行授信额度21900万元，未使用授信额度5140万元，神龙发制品间接融资渠道畅通。

⑥过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码：G1041108110504500A），截至2014年7月15日，神龙发制品当前债务中，有一笔1900万元

的关注类贷款；已还清的债务信息中有2笔关注类贷款，合计3400万元。根据中国农业银行禹州市支行出具的《关于禹州神龙发制品有限公司贷款分类形态说明》，由于银行系统原因，神龙发制品在该行发生的1900万元和3400万元贷款被分类为关注，神龙发制品自与该行建立信用关系以来，无逾期、无欠息，偿还本息及时。总体看，神龙发制品过往债务履约情况较好。

⑦抗风险能力

神龙发制品是专业从事发制品生产和销售民营企业，地处全国最大的发制品集散地，经过多年发展，购销渠道畅通。跟踪期内，神龙发制品收入规模保持持续增长，期间费用控制能力较强，整体盈利能力有所提升。神龙发制品负债规模有所增长，但整体债务负担较轻。总体看，神龙发制品整体抗风险能力一般。

（6）结论

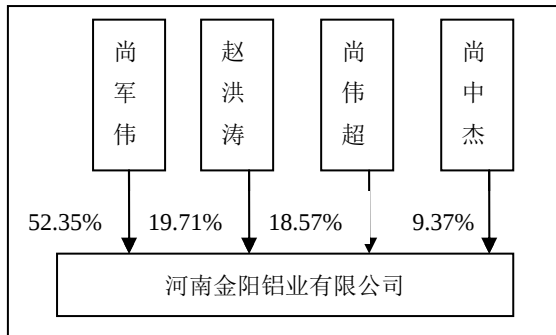
综合考虑，联合资信维持禹州神龙发制品有限公司BBB的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

2. 河南金阳铝业有限公司

（1）主体概况

河南金阳铝业有限公司（以下简称“金阳铝业”）于2002年11月7日在河南省长葛市工商行政管理局注册成立，初始注册资本80万元，由尚午央、尚军伟、冀喜梅、尚现忠4位自然人以货币出资。经过2004年11月、2006年3月、2006年6月和2009年4月四次增资和股东变更，截至2014年6月底，金阳铝业注册资本7000万元，自然人尚军伟、赵洪涛、尚伟超、尚中杰均以货币资金出资，分别持股52.35%、19.71%、18.57%、9.37%，金阳铝业实际控制人为第一大股东尚军伟先生。

图3 截至2014年6月底，金阳铝业股权结构图



资料来源：金阳铝业提供

金阳铝业经营范围：铝板、不锈钢制品、铜制品、铝合金加工销售；经营炉料（以上设计及专项审批的凭批准手续经营）；从事货物和技术进出口业务（国家法律法规规定应经审批方可经营或禁止的货物和技术除外）。目前金阳铝业以生产和销售铝铸轧卷、铝板、铝带、铝箔为主。

截至2014年6月底，金阳铝业下设综合部、财务部、销售部、供应部、生产技术部、设备保障部6个职能部门。

截至2013年底，金阳铝业资产总额60315.18万元，所有者权益合计36855.35万元；2013年实现营业收入117965.69万元，利润总额7150.53万元。

截至2014年6月底，金阳铝业资产总额67176.76万元，所有者权益合计39111.83万元；2014年1~6月，实现营业收入53493.93万元，利润总额2851.31万元。

金阳铝业注册地址：河南省长葛市大周镇新尚庄村；法定代表人：尚军伟。

（2）管理层变动情况

跟踪期内，金阳铝业在管理制度和高管人员方面无重大变化。

（3）经营分析

①经营概况

金阳铝业是利用铝锭和再生铝（废铝）生产高精度铝板带箔的铝加工企业。2013年，受铝产品下游需求不旺盛、价格持续下跌影响，金阳铝业实现营业收入117965.69万元，较2012年小幅下降0.31%。

从收入构成来看，铝板和铝带箔一直是金阳铝业收入的主要来源，2013年，铝板和铝带箔销售收入占金阳铝业营业收入的比重分别为35.61%和64.39%。跟踪期内，金阳铝业调整了产品销售结构，毛利率较低的铸轧卷不再直接对外销售，全部用于铝板和铝带箔的坯料。

从毛利率来看，由于主要产品铝板、铝带箔是通过铸轧卷的压延、轧制而成，加工过程较简单，使得金阳铝业整体毛利率较低，2013年为8.39%，较上年上升0.31个百分点。分产品来看，受铝板投资门槛低、产能过剩影响，毛利率小幅下降，2013年7.02%，较上年减少0.99个百分点；铝带、箔需求相对旺盛，毛利率为9.15%，较上年提高了0.66个百分点。

2014年1~6月，金阳铝业实现营业收入53493.93万元，同比下降2.77%，为2013年全年营业收入的45.35%，主要由于铝材价格的持续下降所致。同期，金阳铝业综合毛利率为8.00%，较2013年小幅减少0.39个百分点。

表8 金阳铝业营业收入构成及毛利率

分产品	营业收入（万元）				毛利率（%）			
	2011年	2012年	2013年	2014年1-6月	2011年	2012年	2013年	2014年1-6月
铸轧卷	11127.38	8049.77	--	--	5.56	5.11	--	--
铝板	34338.56	44711.9	42013.31	16744.18	9.62	8.01	7.02	6.37
铝带、箔	42918.66	65576.29	75952.38	36749.75	10.58	8.49	9.15	8.75
无氧铜杆	17815.18	--	--	--	1.99	--	--	--
合计	106199.78	118337.96	117965.69	53493.93	8.30	8.08	8.39	8.00

资料来源：金阳铝业提供

②原材料采购

金阳铝业生产所需的原材料主要是铝锭和废铝，另外需要少量的合金（锰剂、铁剂、铜剂等）。2013年，铝锭和废铝采购成本分别占总采购额的52.32%和32.74%。

金阳铝业实行“以销定产、以产定采”的采购模式，对铝锭和废铝进行集中采购，一方面可保证原材料质量，另一方面规模化采购可适当降低采购成本，同时在货源紧张的情况下，可获得优先购买权。

对于铝锭的采购，金阳铝业与具有一定规模和经济实力的铝锭供应商签订了长期采购协议，铝锭采购渠道畅通；对于废铝的采购，受益于公司所在地大周镇是长江以北最大的废旧金属集散地、国家循环经济试点园区、国家“城市矿产”示范基地，废旧资源充足，每年废铝交易量大约为90万吨，有效保证了金阳铝业的废铝供应。2013年，金阳铝业前五大供应商分别为陕西恒康铝业有限公司、河南浙川铝业集团有限公司、河南广泰铝业有限公司、长葛市广源废旧金属有限公司、巩义市济华物资贸易有限公司，向前五大供应商的采购额合计占金阳铝业采购总额的69.74%，集中度较高。

跟踪期内，金阳铝业的采购定价方式无变化。铝锭定价方式：主要以提货当天上海长江有色金属现货铝价格为基础；废铝定价方式：以上海长江有色金属现货铝价格为基础下浮1500-2000元/吨。采购结算方式根据采购合同约定，废铝一般采用现汇方式结算，铝锭采用现汇或承兑+现汇等方式履行付款。

表9 近年来金阳铝业采购情况

原材料	采购量（万吨）			
	2011年	2012年	2013年	2014年1-6月
铝锭	2.73	4.35	4.16	1.91
废铝	1.74	2.59	2.92	1.59
原材料	采购价格（不含税）（元/吨）			
	2011年	2012年	2013年	2014年1-6月
铝锭	14447.89	13070.04	12425.22	11297.38
废铝	13110.39	11539.24	10850.57	9963.06

资料来源：金阳铝业提供

从采购量来看，2013年金阳铝业铝锭采购量为4.16万吨，较2012年小幅下降4.37%；废铝采购量为2.92万吨，同比增长12.74%。2014年1~6月铝锭和废铝的采购量分别是2013年全年的45.91%和54.45%。从采购价格来看，2013年铝锭和废铝的采购均价分别为12425.22元/吨、10850.57元/吨，同比分别下降4.93%和5.97%，2014年上半年铝锭和废铝的采购均价持续走低。

总体看，金阳铝业采购策略清晰，采购渠道畅通。跟踪期内，原材料采购量有所波动，采购价格持续走低。

③生产与销售

截至2014年6月底，金阳铝业铸轧卷、铝板和铝带、箔的生产能力分别为7.20万吨、5.00万吨和7.00万吨。

表10 近年来金阳铝业生产情况（单位：万吨）

产品		2011年	2012年	2013年	2014年1-6月
铸轧卷	产能	3.60	7.20	7.20	7.20
	产量	3.51	6.24	6.87	3.43
铝板	产能	5.00	5.00	5.00	5.00
	产量	2.14	2.81	2.92	1.30
铝带、箔	产能	5.00	7.00	7.00	7.00
	产量	2.62	3.83	4.94	2.65

资料来源：金阳铝业提供

跟踪期内，金阳铝业根据订单安排生产，其中产品铸轧卷全部用于铝材产品的坯料，不再直接对外销售。2013年，铸轧卷、铝板和铝带箔的产量分别为6.87万吨、2.92万吨和4.94万吨，同比分别增长10.10%、3.91%和28.98%；同期，上述产品的产能利用率分别为95.42%、58.40%和70.57%，其中铝板和铝带箔的产能利用率较低，但较上年有所提高。2014年1~6月，铸轧卷、铝板和铝带箔的产量分别是2013年全年的49.93%、44.52%和53.64%。

表 11 近年来金阳铝业销售情况 (单位: 万吨, 元/吨)

销量	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-6 月
铸轧卷	0.71	0.56	--	--
铝板	2.09	2.83	2.92	1.28
铝带、箔	2.45	3.97	4.93	2.62
平均价格 (含税)	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-6 月
铸轧卷	18336.00	16818.00	--	--
铝板	19223.10	18484.83	16834.10	15364.87
铝带、箔	20496.06	19349.46	17990.19	16392.66

资料来源: 金阳铝业提供

销售方面, 金阳铝业的销售区域主要集中在珠江三角洲和长江三角洲, 约占总销量的 80% 以上, 其余产品销往中原地区; 客户群体主要是铝产品加工企业和铝材经销商, 通过经销商销售的产品约占总销量的 20%, 其余产品则通过直销方式销售。

跟踪期内, 金阳铝业产品销售仍然采取“铝锭价格+加工费”的定价原则, 加工费根据产品性能和市场供求等因素确定。对于印刷铝板基等高附加值、高精度产品的加工费标准, 金阳铝业有较强的定价能力; 对于普通板带箔材的加工费标准, 主要根据市场价确定。从销售结算方式来看, 一般以现汇为主, 如果承兑结算, 需要支付承兑到期前的贴现利息。

2013 年, 金阳铝业铝板和铝带、箔的销量分别为 2.92 万吨和 4.93 万吨, 较 2012 年分别增长 3.18% 和 24.18%, 产销率很高, 基本为 100%; 从销售价格来看, 2013 年铝板和铝带箔的销售均价分别为 16834.10 元/吨、17990.19 元/吨, 较 2012 年销售均价分别下降 8.93% 和 7.02%, 以上两种产品的平均销售价格与铝锭的市场价格波动趋势一致。2014 年 1~6 月, 铝板、铝带箔的销量分别是 2013 年全年的 43.84% 和 53.14%; 销售价格较 2013 年进一步下滑。

目前, 金阳铝业在华东和华南地区设有两个办事处, 主要负责市场拓展业务; 金阳铝业客户较稳定, 2013 年前五大客户分别为东莞昌

盛铝业有限公司、嘉兴佳源多彩铝业有限公司、苏州多彩铝业有限责任公司、武汉兴环铝业有限公司、上海豪瑞金属制品有限公司, 以上客户销售额占总销售额的比重为 46.51%, 销售集中度较高。

总体看, 跟踪期内, 金阳铝业生产规模保持稳定, 产品产量有所增长, 铝板、铝带箔的产能利用率较上年有所提高, 但仍有较大上升空间; 金阳铝业销售渠道畅通, 产品产销率高。

④未来发展

未来, 金阳铝业仍将以铝加工为主业, 通过不断加强技术革新和提升装备水平, 进一步扩大公司产品生产规模, 提高产品技术含量和附加值, 优化产品结构; 同时, 充分发挥业已形成的规模、技术及市场优势, 进一步完善销售网络, 提升产品的市场占有率, 巩固和加强金阳铝业在国内同行业中的竞争地位。

(4) 募集资金使用情况

金阳铝业参与发行了“14 许昌 SMECNII001”, 发行额度 2000 万元, 期限为 3 年。其中, 1000 万元用于归还银行贷款 (归还中信银行郑州分行 500 万元, 浦发银行许昌分行 500 万元), 优化债务结构; 1000 万元用于补充公司营运资金, 购买原材料铝锭。目前, 募集资金 2000 万元已按规定全部投入使用。

(5) 财务分析

金阳铝业提供的 2013 年度财务报表已经郑州众信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。金阳铝业 2014 年上半年财务数据未经审计。

截至 2013 年底, 金阳铝业资产总额 60315.18 万元, 所有者权益合计 36855.35 万元; 2013 年实现营业收入 117965.69 万元, 利润总额 7150.53 万元。

截至 2014 年 6 月底, 金阳铝业资产总额 67176.76 万元, 所有者权益合计 39111.83 万元; 2014 年 1~6 月, 实现营业收入 53493.93 万元, 利润总额 2851.31 万元。

① 盈利能力

跟踪期内，受铝产品价格持续下跌影响，2013年金阳铝业实现营业收入117965.69万元，同比下降0.31%；同期营业成本为108069.40万元，同比下降0.65%，略高于营业收入降幅；受此影响，金阳铝业营业利润率有所上升，2013年为8.30%，较上年增加0.32个百分点。

2013年，金阳铝业的期间费用为2657.17万元，同比下降1.10%，其中，财务费用同比增长6.04%，销售费用和管理费用分别同比下降5.89%和6.97%；同期，金阳铝业期间费用占营业收入的比重为2.25%，较上年同期降低了0.02个百分点。总体看，金阳铝业期间费用控制能力强。

2013年，金阳铝业实现利润总额和净利润分别为7150.53万元和5362.90万元，同比均上升5.12%。从盈利指标看，2013年金阳铝业总资产收益率为11.81%，较2012年上升0.46个百分点；净资产收益率为14.55%，较上年下降0.70个百分点。

2014年1~6月，金阳铝业实现营业收入53493.93万元，利润总额2851.31万元，营业利润率为7.92%，较2013年下降了0.38个百分点。

总体看，跟踪期内受铝产品销售价格持续下降影响，金阳铝业营业收入有所下滑；但受益于原材料采购成本同时下降以及对期间费用的控制，金阳铝业盈利能力保持稳定。

② 现金流及保障

从经营活动看，2013年金阳铝业经营活动现金流入量为136997.27万元，同比小幅下降0.48%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金（占99.99%）；受2013年存货金额同比小幅下降以及原材料采购成本降低共同作用的影响，2013年金阳铝业购买商品、接受劳务支付的现金较上年下降3.61%，使得经营活动现金流出量同比下降3.41%，为130919.75万元。2013年金阳铝业经营活动现金净流量为6077.52万元，较2012年增加3954.30万元，同比增长186.24%。

2013年现金收入比为116.12%，同2012年基本持平，金阳铝业收入实现质量较好。

从投资活动来看，2013年金阳铝业现金流出量为1416.73万元，全部为购建固定资产和无形资产支付的现金。近三年金阳铝业投资活动产生的现金流量均表现为净流出，2013年-1416.73万元。

筹资活动方面，2013年金阳铝业筹资活动现金流入量为17258.98万元，同比增长12.11%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出量为21637.81万元，主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。同期，金阳铝业筹资活动现金流量净额为-4378.84万元。

2014年1~6月，金阳铝业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和筹资活动产生的现金流量净额分别为1930.86万元、-136.15万元和969.80万元。

总体看，跟踪期内，金阳铝业收入实现质量较好，经营活动产生的现金流净额大幅增长，能够满足投资需求，对外融资压力小。

③ 资本及债务结构

资产

跟踪期内，金阳铝业资产规模保持平稳增长。截至2013年底，资产总额60315.18万元，同比增长3.16%，其中，流动资产占84.50%，非流动资产占15.50%，流动资产占比略有提高。

截至2013年底，金阳铝业流动资产合计50963.43万元，较上年增长3.67%，主要来自其他应收款的增长；流动资产构成以货币资金（占17.72%）、应收票据（占16.51%）、应收账款（占15.77%）和存货（占44.18%）为主。

截至2013年底，金阳铝业货币资金为9029.68万元，同比增长3.22%，其中银行存款占比98.62%。

截至2013年底，金阳铝业应收票据合计8411.85万元，全部为银行承兑汇票，同比增长10.12%，主要因为销售商品收到的银行承兑汇

票增加所致。

截至 2013 年底，金阳铝业应收账款为 8034.56 万元，较 2012 年增长 3.44%，账龄全部在 1 年以内；前五名债务人单位合计欠款 3743.06 万元，占比为 46.59%，集中度较高。

截至 2013 年底，金阳铝业其他应收款为 2143.42 万元，同比增长 148.11%，主要为长葛市金财国有资产经营有限公司向金阳铝业的借款 1500 万元，以及一些日常往来款项。

截至 2013 年底，金阳铝业存货为 22516.77 万元，同比小幅下降 0.80%，主要由原材料（占 57.22%）、库存商品（占 24.96%）和生产成本（17.82%）构成。原材料主要为铝锭和废铝，产成品为铝压延产品，近年来以上产品价格波动较大，但公司未计提存货跌价准备，存在一定存货跌价风险。

非流动资产方面，2013 年金阳铝业非流动资产合计 9351.76 万元，主要由固定资产（占 96.44%）和无形资产（占 3.56%）构成。截至 2013 年底，金阳铝业固定资产原值 18300.63 万元，较上年底增加 1083.43 万元，主要为新购入的机器设备的增加，2013 年底，金阳铝业累计提取折旧 9282.17 万元，固定资产账面价值为 9018.46 万元。

截至 2014 年 6 月底，金阳铝业资产总额为 67176.76 万元，较 2013 年底增加 6861.58 万元，主要来自流动资产的增加。资产结构中流动资产和非流动资产分别占 86.78%和 13.22%，流动资产占比进一步上升，其中货币资金、存货分别较 2013 年底增加 2764.51 万元和 2330.27 万元。

跟踪期内，金阳铝业资产规模保持稳定增长，流动资产在资产中的比重较高，流动资产以存货为主，资产流动性一般；非流动资产以固定资产为主。整体看，金阳铝业资产质量一般。

负债和所有者权益

截至 2013 年底，金阳铝业所有者权益合计 36855.35 万元，同比增长 10.19%，主要来自未

分配利润的增长；其中，实收资本占 18.99%、资本公积占 4.83%、盈余公积占 10.21%、未分配利润占 65.97%。截至 2014 年 6 月底，金阳铝业所有者权益合计为 39111.83 万元，较 2013 年底增长 6.12%，主要来自未分配利润的进一步增长。总体看，金阳铝业所有者权益稳定性较弱。

截至 2013 年底，金阳铝业负债合计 23459.83 万元，全部由流动负债构成，同比下降 6.23%。流动负债中短期借款、应付票据、应付股利分别占 50.24%、32.18%和 9.75%，其中，短期借款为 11786.44 万元，同比下降 9.28%；应付票据 7550.00 万元，全部为银行承兑汇票，同比下降 4.43%；应付股利 2000 万元，同 2012 年持平。

截至 2014 年 6 月底，金阳铝业负债总额为 28064.93 万元，较上年底增长 19.63%，主要来自短期借款、应付票据和应付债券的增加；其中，应付债券为 2000 万元，系金阳铝业于 2014 年 6 月 26 参与发行的“14 许昌 SMECNII001”。

截至 2013 年底，金阳铝业全部债务总额 19336.44 万元，同比下降 7.45%，全部为短期债务，债务结构有待改善。截至 2014 年 6 月底，金阳铝业全部债务为 26234.96 万元，较 2013 年底增长 35.68%，其中短期债务 24234.96 万元（占 92.38%），长期债务 2000 万元（占 7.62%）。

从债务指标来看，2013 年底金阳铝业全部债务资本化比率和资产负债率分别为 34.41%和 38.90%，同比分别减少 4.04 和 3.89 个百分点，债务负担较轻。2014 年 6 月底，金阳铝业全部债务资本化比率和资产负债率分别为 40.15%和 41.78%，指标值较上年底有所上升，但仍属于适宜水平。

总体看，跟踪期内，金阳铝业所有者权益持续增长，但稳定性较弱；有息债务负担处于合理水平，但债务结构有待改善。

④偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2013 年底，金阳铝业的流动比率和速动比率分别为

217.24%和 121.26%，同比分别上升 20.75 和 15.49 个百分点。2014 年 6 月底上述指标进一步上升，分别为 223.65%和 128.32%。2013 年，金阳铝业经营现金流动负债比为 25.91%，较上年同期增加了 17.42 个百分点。总体看，金阳铝业短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2013 年金阳铝业 EBITDA 为 9796.55 万元，EBITDA 利息倍数为 7.69 倍，较上年略有下降；同期，金阳铝业全部债务/EBITDA 倍数为 1.97 倍，较上年同期小幅下降。总体看，金阳铝业 EBITDA 对全部债务及利息的保障能力较好。

截至 2014 年 6 月底，金阳铝业共获得各家商业银行授信额度总量为 29500.00 万元，其中尚未使用的额度为 12915.04 万元，金阳铝业具备间接融资渠道。

截至2014年6月底，金阳铝业对外担保金额 1136.00 万元，担保比率为 2.90%，担保比率较低。被担保的企业是长葛市润阳铝业有限公司（下称“润阳铝业”），截至2014年6月底，润阳铝业资产总额 18522.26 万元，所有者权益 16045.09 万元，资产负债率为 13.37%；2014 年 1~6 月润阳铝业实现营业收入 16952.17 万元，利润总额 822.33 万元。总体看，被担保企业债务负担轻，盈利能力较好，金阳铝业或有负债风险较小。

③债券保障能力分析

金阳铝业于 2014 年 6 月 26 日参与发行了总金额为 6000 万元，期限为 3 年的区域集优中小企业集合票据（“14 许昌 SMECNII001”），其中，金阳铝业发行 2000 万元（以下简称“存续债券”）。存续债券每年付息一次，到期一次还本。

截至 2013 年底，金阳铝业现金类资产为 17441.53 万元，为存续债券的 8.72 倍；截至 2014 年 6 月底，金阳铝业现金类资产为 20291.82 万元，为存续债券的 10.15 倍；现金类资产对存续债券的保障能力好。2013 年金阳铝业实现 EBITDA 9796.55 万元，为存续债券的 4.90 倍，EBITDA 对存续债券的保障能力好；2013 年金阳

铝业经营活动现金流入量为 136997.27 万元，为存续债券的 68.50 倍，经营活动现金流入量对存续债券的保障能力好。2013 年金阳铝业经营活动现金净流量为 6077.52 万元，为存续债券的 3.04 倍，经营活动现金净流量对存续债券的保障能力好。

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（机构信用代码：G1041108200002730V），截至 2014 年 8 月 29 日，金阳铝业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。

（6）抗风险能力

金阳铝业地处“国家城市矿产”示范基地，外部经营环境较好，采购销售渠道畅通。跟踪期内，金阳铝业资产规模稳定增长，营业收入小幅下降，整体盈利能力一般。总体看，金阳铝业整体抗风险能力一般。

（7）结论

综合考虑，联合资信维持金阳铝业的主题长期信用等级为 BBB，评级展望为稳定。

六、增信能力分析

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不超过 0.60 亿元本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证。中债增进公司的信用增进责任项下的本金及利息以本期票据的实际募集金额及相应票面利息为准。

在本期集合票据存续期内，如果发行人未按照本期集合票据募集说明书的要求将本期票据当期应付本息足额偿还票据持有人，则中债增进公司在本期集合票据付息日代发行人偿付本期票据当期应付未付的票面利息；如果发行人未按照本期集合票据募集说明书的要求将本期票据本金和当期应付本息足额偿还票据持有人，则中债增进公司在本期集合票据兑付日代发行人偿付本期票据当期应付未付的本金和当期应付未付的票面利息。

保证期间为本期票据存续期及本期票据兑付日起两年。票据持有人在本保证期间内未要求中债增进公司承担信用增进函规定的责任，则中债增进公司将免除相关责任。

集合票据持有人依法将所持有的本期票据转让和出质给第三人的，中债增进公司将继续对随后获得本期票据的受让人或质权人承担信用增进函规定的责任。

经联合资信评估有限公司评定，中债增进公司主体长期信用等级为AAA，该评级结论反映了中债增进公司的综合代偿能力极强。中债增进公司主体长期信用评级报告见附件。

七、结论

综合考虑，基于中债增进公司担保的持续有效，本期集合票据不能还本付息的风险很低，联合资信维持“14 许昌 SMECNII001”信用等级为AAA。

附件 1 集合票据发行人的主要财务数据

公司名称	项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
禹州神龙	现金类资产(万元)	1494.76	3529.87	1449.35	4873.86
	资产总额(万元)	37655.48	43925.92	48947.85	52691.58
	所有者权益(万元)	19774.07	24828.33	29292.54	31338.66
	短期债务(万元)	17283.15	18691.72	19415.89	16760.36
	全部债务(万元)	17283.15	18691.72	19415.89	20712.36
	主营业务收入(万元)	29355.24	33764.27	38525.67	18428.91
	利润总额(万元)	3902.50	4370.50	5580.27	2728.15
	EBITDA(万元)	5285.77	5921.98	7097.05	--
	经营性净现金流(万元)	1225.82	1049.90	-1415.07	2934.70
	主营业务利润率(%)	20.28	19.71	20.63	20.67
	净资产收益率(%)	14.80	13.20	15.24	--
	资产负债率(%)	47.49	43.48	40.16	40.52
	全部债务资本化比率(%)	46.64	42.95	39.86	39.79
	流动比率(%)	132.90	147.63	169.64	213.17
	全部债务/EBITDA(倍)	3.27	3.16	2.74	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	4.42	4.55	5.58	--
金阳铝业	现金类资产(亿元)	1.66	1.64	1.74	2.03
	资产总额(亿元)	5.26	5.85	6.03	6.72
	所有者权益(亿元)	3.00	3.34	3.69	3.91
	短期债务(亿元)	1.88	2.09	1.93	2.42
	全部债务(亿元)	1.88	2.09	1.93	2.62
	营业收入(亿元)	10.62	11.83	11.80	5.35
	利润总额 (亿元)	0.65	0.68	0.72	0.29
	EBITDA(亿元)	0.84	0.93	0.98	--
	经营性净现金流(亿元)	0.42	0.21	0.61	0.19
	营业利润率(%)	8.22	7.98	8.30	7.92
	净资产收益率(%)	16.37	15.25	14.55	--
	资产负债率(%)	43.03	42.79	38.90	41.78
	全部债务资本化比率(%)	38.56	38.45	34.41	40.15
	流动比率(%)	187.81	196.49	217.24	223.65
	全部债务/EBITDA(倍)	2.25	2.26	1.97	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	12.70	8.68	7.69	--

注：各发行人 2014 年上半年财务数据未经审计

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，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