

信用等级公告

联合[2013]067号

浙江盾安人工环境股份有限公司：


联合信用评级有限公司通过对浙江盾安人工环境股份有限公司主体长期信用状况和发行的2012年12亿元公司债券进行跟踪评级，确定：



浙江盾安人工环境股份有限公司主体长期信用等级为 AA

浙江盾安人工环境股份有限公司发行的2012年12亿元公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：  

分析师：  

二零一三年五月二十四日

地址：天津市和平区曲阜道80号（300042）

电话：022-58356998

传真：022-58356989

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

浙江盾安人工环境股份有限公司

2012 年公司债券跟踪评级分析报告



主体长期信用等级

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

本期债券信用等级

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

跟踪评级时间: 2013 年 5 月 24 日

上次评级时间: 2012 年 4 月 7 日

主要财务数据

项目	2011 年	2012 年	13 年 3 月
资产总额(亿元)	76.51	101.10	104.32
所有者权益(亿元)	30.88	34.82	35.33
长期债务(亿元)	4.80	13.53	13.51
全部债务(亿元)	30.24	42.05	42.58
营业收入(亿元)	50.37	75.79	12.39
净利润(亿元)	2.93	3.54	0.64
EBITDA(亿元)	5.24	7.16	--
经营性净现金流(亿元)	4.42	2.71	0.62
主营业务毛利率(%)	21.94	21.57	--
净资产收益率(%)	11.59	10.78	1.82
资产负债率(%)	59.64	65.55	66.13
全部债务资本化比率(%)	49.47	54.70	54.65
流动比率	1.15	0.82	0.82
EBITDA 全部债务比	0.17	0.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.67	3.53	--
担保方	2011 年	2012 年	
资产总额(亿元)	101.44	130.11	
所有者权益(亿元)	38.66	41.38	
营业收入(亿元)	163.34	211.49	
净利润(亿元)	4.04	5.86	
资产负债率(%)	61.89	68.19	

注: 本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 2013 年一季度财务数据未经审计。

分析师

金磊 赵卿

电话: 022-58356998

传真: 022-58356989

地址: 天津市和平区曲阜道 80 号 (300042)

Http: //www.lianhecreditrating.com.cn

评级观点

跟踪期内, 浙江盾安人工环境股份有限公司(以下简称“公司”或“盾安环境”)经营情况良好, 资产和收入规模大幅增长, 主营业务毛利水平相对稳定, 整体盈利能力有所增强, 经营活动现金流状况良好, 偿债能力正常。跟踪期内担保方浙江盾安精工集团有限公司(以下简称“盾安精工集团”)经营规模明显增长, 收入和利润水平均有所增强, 其所提供的担保对本期债券信用状况具有一定的积极影响。

综上, 联合评级维持盾安环境的主体长期信用等级为 AA, 评级展望为“稳定”, 同时维持“12 盾安债”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 公司国内制冷配件龙头企业的行业地位继续保持, 制冷配件产销量均有所增长, 规模优势依然明显。

2. 跟踪期内, 公司在制冷配件业务方面相对垄断的行业地位和领先的制造技术优势依然明显, 保证公司制冷配件业务能够获得相对稳定的利润。

3. 跟踪期内, 公司节能产业发展良好, 收入和利润规模明显增长, 盈利能力有所增强。

关注

1. 公司多晶硅项目投资规模较大, 虽然该项目具有一定的成本优势, 但多晶硅产品市场价格波动剧烈, 该项目未来的收益实现情况值得关注。

2. 公司债务规模呈上升趋势, 债务负担有所加重。

一、主体概况

浙江盾安人工环境股份有限公司（以下简称“盾安环境”或“公司”）是经浙江省人民政府企业上市工作领导小组《关于同意变更设立浙江盾安人工环境设备股份有限公司的批复》（浙上市【2001】99号）批准，由浙江盾安三尚机电有限公司于2001年12月19日整体变更设立的股份有限公司，设立时总股本为4,318.18万股。

经中国证券监督管理委员会证监发行字[2004]79号《关于核准浙江盾安人工环境设备股份有限公司公开发行股票的通知》文核准，公司于2004年6月16日在深圳证券交易所向社会公众发行人民币普通股股票2,800万股，并于2004年7月5日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“盾安环境”，证券代码为“002011”。本次发行后公司总股本变更为7,118.19万股，后经历次增发、非公开发行股票、以资本公积金转增股本等，2012年底公司总股本为83,793.75万股。

截至2012年底，公司总股本为83,793.75万股，其中浙江盾安精工集团有限公司持有42.96%股份，为公司控股股东。盾安控股集团有限公司（以下简称“盾安控股”）持有盾安精工集团75.1%的股权，并持有公司10.63%股份，为公司控股股东之母公司。姚新义先生持有盾安控股51%的股权，并持有公司0.16%股份，为公司实际控制人。

公司属通用设备制造业。经营范围为：制冷通用设备、家用电力器具部件、金属材料的制造、销售和服务，暖通空调工程的设计、技术咨询及系统工程安装；实业投资；经营进出口业务。

截至2012年底，公司合并资产总额101.10亿元，负债合计66.28亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计34.82亿元；2012年公司实现营业收入75.79亿元，净利润（含少数股东损益）3.54亿元；经营活动产生的现金流量净额2.71亿元，现金及现金等价物净增加额-6.15亿元。

截至2013年3月底，公司合并资产总额104.32亿元，负债合计68.99亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计35.33亿元；2013年1季度公司实现营业收入12.39亿元，净利润（含少数股东损益）0.64亿元；经营活动产生的现金流量净额0.62亿元，现金及现金等价物净增加额-3.03亿元。

公司注册地址：浙江省诸暨市店口工业区；法定代表人：周才良。

二、本次债券概况

2012年7月31日，公司本次债券完成发行，实际募集资金人民币120,000.00万元（募集资金净额118,705.00万元），本次公司债券票面利率为5.70%。2012年9月21日，本次公司债券在深圳证券交易所上市交易，证券简称“12盾安债”。截至2012年底，本次债券募集资金已全部按照募集资金用途用于偿还银行贷款和补充流动资金。

三、经营管理分析

1. 管理分析

2013年4月14日，公司董事长周良才先生因工作原因申请辞去公司第四届董事会董事长、董事职务，2013年5月14日，经公司董事会同意选举姚新义先生为公司第四届董事会董事长。

除以上公司董事长变更导致公司管理层变动外，公司高层管理团队未发生重大变化，经营团队保持稳定，相关管理架构、管理制度延续以往模式，同时公司的核心技术团队和人员未发生变动。

2. 经营分析

(1) 经营环境分析

2012年，受下游空调市场在政策刺激下消费提前释放，以及国内通胀紧缩政策和经济二次探底等影响，空调市场进入平台期，根据国家统计局数据，2012年国内空调总销量为13,235万台，较上年同期有所下降。同时，为应对变频空调能效标准调整，各主要空调厂商均在2012年加大了去库存力度，根据产业在线数据统计，截至2012年底我国空调库存已降至748.68万台，较上年同期下降28.74%。2012年空调市场销量和库存量同时下降，导致对上游制冷配件产品的整体需求下降，对制冷配件产业造成了一定的负面影响。

受空调市场需求下降影响，截止阀、四通阀等制冷配件产品需求规模减少，根据产业在线监测数据显示，2012年截止阀内销量同比下降9.8%；四通阀产品的市场规模经过2009年以来的多年增长，2012年开始出现下降，降幅超过10%。

从制冷配件竞争格局看，2012年的企业竞争格局较2011年变化不大，截止阀市场份额排在前五名的企业分别为盾安环境、三花股份、港利、恒基、冈山。通过相对垄断的市场地位，盾安环境、三花股份两家制冷配件寡头企业在截止阀及四通阀中的市场份额依然较高，产品的整体产销量下降幅度有限。

从原材料成本看，2012年国际大宗金属中铜价有所波动，但整体幅度不大，伦铜近期合约维持在7,700美元/吨~7,900美元/吨左右。

整体看，受刺激政策到期及消费提前释放影响，国内空调产品进入平台期，整体销量略有下滑。制冷配件产品与空调产品高度相关，受空调产品需求下降影响，制冷配件整体销量水平有所下降。

(2) 经营概况

公司主营业务收入主要由制冷设备产业、制冷配件产业和节能产业三大板块构成。2012年，公司制冷设备及配件整体收入和利润水平较上年变化不大，受可再生能源业务快速发展影响，公司节能产业收入规模大幅增长。截至2012年底，公司主营业务收入634,302.72万元，较上年增长33.03%。

表1 近两年公司主营业务收入及毛利情况（收入和成本单位：万元）

	2011年			2012年		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
制冷设备产业	101,822.09	73,675.46	27.64%	89,743.50	66,176.77	26.26%
制冷配件产业	354,401.67	283,419.70	20.03%	372,987.16	291,776.94	21.77%
节能产业	20,573.32	15,104.61	26.58%	171,572.06	139,538.57	18.67%
合计	476,797.09	372,199.78	21.94%	634,302.72	497,492.28	21.57%

资料来源：公司年报。

从毛利水平看，公司主营业务毛利率较为稳定，2012年公司主营业务毛利率为21.57%，较上年微降0.37个百分点，制冷设备及制冷配件产业毛利率水平较上年变化不大，节能产业受市场环境影响，毛利率水平较上年有所下降。

2013年一季度，公司经营业务开展良好，实现营业收入123,903.99万元，较上年下降3.22%，实现毛利28678.63万元，较上年同期微增2.55%。

总体看，受节能产业发展迅速影响，跟踪期内公司营业收入规模有所扩大，整体毛利率较为稳定。

（3）制冷配件及设备经营概况

2012年，公司制冷产业深入推进“小单元、强终端”专项工作，通过开展以降低成本增加效益为中心的技术和管理创新，不断深化精益生产，着力提高生产自动化水平，有效控制了经营成本，提升了生产效率；根据市场变化适时调整营销策略，在不利的市场形势下依然提升了公司的市场竞争力；同时以智能控制为方向，整合硅控制微电子技术，加快布局压力、温度、湿度控制元器件的三代产品。

公司制冷配件业务在制冷年度开始时会根据国内主要客户的经营计划制定初步的生产计划，在客户下达具体订单时，根据订单组织生产。公司与格力、美的等国内大型空调生产厂家合作多年，建立了稳定的战略伙伴关系，目前公司订单相对稳定，生产部门按订单实际需求组织安排生产。

近两年，公司制冷配件产品的产能变化不大、产量保持增长态势（见下表），产能利用率有所提升，并维持在较高水平。

表2 公司制冷配件产能、产量情况

产能与产量情况		2011年	2012年
制冷配件（包括截止阀、四通阀、管组件、储液器、接管螺母、管接头）	产能（万只/套）	27,000	27,000
	产量（万只/套）	25,303.09	26,839.15
	产能利用率（%）	93.72	99.40

资料来源：公司提供

公司主要原材料为铜材（包括铜棒、铜管）和钢材（占比相对偏小），2012年公司原材料成本波动幅度较小，在所属产业营业成本中的占比较上年变化不大。2012年公司制冷配件业务成本构成中原材料继续占有较大部分，占营业成本的83.66%；制冷设备原材料成本占所属业务营业成本的84.64%。

2012年公司的前五大原材料供应商合计原材料交易金额为10.63亿元，占公司年度采购总额的19.52%，较上年下降6.45个百分点，采购集中度有所下降，仍采取票据和现款两种方式结算。

从产销量上看，2012年公司制冷配件的产销量均较上年有所增长，但受销量增长幅度低于产量影响，公司制冷配件产品的产销率有所下降。从产销率上看，近两年公司制冷配件的产销率一直维持在较高水平，公司制冷配件销售情况良好。

表3 公司制冷配件产能、产量情况

产量与销量情况		2011年	2012年	同比增减
制冷配件（包括截止阀、四通阀、管组件、储液器、接管螺母、管接头）	产量（万只/套）	25,303.09	26,839.15	6.07%
	销量（万只/套）	26,005.58	26,822.57	3.14%
	产销率（%）	102.78	99.94%	下降2.84个百分点

资料来源：公司提供

总体看，公司制冷业务经营情况稳定。

（4）其他业务经营概况

可再生能源业务

公司的可再生能源业务主要由太原炬能再生能源供热有限公司（以下简称“太原炬能”）、盾安（天津）节能系统有限公司（以下简称“天津节能”）、鹤壁盾安供热有限公司（以下简称“鹤壁盾安”）及莱阳盾安供热有限公司（以下简称“莱阳盾安”）负责经营（见下表）。公司可再生能源供热（冷）系统建设项目符合节能减排的政策导向，受到政府的鼓励和支持，经营发展迅速；2012 年公司节能产业实现主营业务收入 171,572.06 万元，较上年增长 733.95%，实现业务毛利 32,033.50 万元，较上年增长 485.76%。

表 4 公司节能产业主要子公司财务概况（单位：万元）

	总资产	净资产	营业收入	净利润
盾安（天津）节能系统有限公司	111,544.99	24,483.29	94,064.52	7,144.09
鹤壁盾安供热有限公司	20,503.04	7,731.66	17,434.37	2,731.66
莱阳盾安供热有限公司	49,196.14	11,463.46	45,882.85	6,463.46
太原炬能再生能源供热有限公司	93,496.49	16,262.08	36,871.35	2,862.31
天津临港大地新能源建设发展有限公司	3,039.17	293.26	13.27	-124.33
沈阳水务热源发展有限公司	3,676.46	334.33	167.91	-99.11

资料来源：公司年报；

跟踪期内，公司凭借热泵系统的专利技术和系统集成优势，积极践行可再生能源利用的技术创新和商业模式创新，可再生能源供热（冷）项目庞大的体量使公司迅速取得了市场领先优势，同时公司通过在天津设立产业总部，快速占领了中国北方城市可再生能源利用市场的制高点，在我国节能产业中树立了良好的品牌形象。

公司节能产业主要是由下属节能子公司与地方政府签订供热项目合作协议，按照协议由下属节能子公司进行投资建设，以特许经营期内收取的供热、供暖费的形式收回投资。公司可再生能源 BOT 项目特许经营时间相对较长，投资规模相对较大，资产的整体流动性受到一定影响，但该类项目现金流较为稳定，公司节能项目的盈利能力较为稳定。

公司可再生能源供热（冷）业务快速发展。2012 年，公司下属子公司天津节能和太原炬能分别在河北定州、河南鹤壁、山西原平、山东莱阳、山西永济等地与政府签订了以污水源热泵技术为核心、利用多种可再生热源供热（冷）的合作协议（或合作合同），运营模式以 BOT 为主（见下表）。

表 5 2012 年公司可再生能源业务签订合同及协议情况

合作单位	总投资	运营模式	建筑供暖面积	特许经营期
河北省定州市人民政府	15 亿元	BOT	不小于 1000 万平方米	30 年
河南省鹤壁市人民政府	5 亿元	BOT	不小于 600 万平方米	30 年
山西省原平市人民政府	4.8 亿元	BOT	600 万平方米	30 年
山东省莱阳市人民政府	5 亿元	BOT	不小于 500 万平方米	30 年
山西省永济市人民政	3.77 亿元	BOT	民用 848 万平方米及工业供气	20 年

资料来源：公司年报；联合评级整理

除上述 BOT 合作方式外，2012 年 7 月，公司下属子公司还与中国国电集团公司霍州发电厂（以下简称“霍州电厂”）签订《国电霍州发电厂冷凝热综合利用合作合同书》，由太原炬能进行投资，通过回收霍州电厂给水泵汽轮机循环冷却水余热，并采用合同能源管理模式进行合作，共同分享余热综合利用收益，合同金额为 2.3 亿元，项目合作期限为 30 年，项目实施后太原炬能

供热收取费用归太原炬能所有，并按照系统的热量计和流量计向霍州电厂支付余汽余热使用费用。

太阳能业务

公司太阳能业务主要由下属子公司内蒙古盾安光伏电力有限公司（以下简称“盾安光伏发电”）和内蒙古盾安光伏科技有限公司（以下简称“盾安光伏科技”）负责运营。

2012年12月底盾安光伏发电实现并网发电，2012年未能实现业务收入。2012年底盾安光伏发电资产总额为18,719.71万元，所有者权益为2,842.31万元。

由于2012年光伏行业整体低迷，盾安光伏科技对在建项目计提资产减值准备规模较大，使得盾安光伏科技年内出现亏损，2012年盾安光伏科技实现净利润为-6,372.35万元。

盾安光伏多晶硅项目投资规模较大，目前处于在建中。2013年3月，公司收到内蒙古自治区人民政府2013年第4次主席办公会议纪要，同意为盾安光伏多晶硅项目在城梁井田配置1.3亿吨煤炭资源，该煤炭资源具体配置条件（包括取得方式、取得价格等）尚未明确，故公司对应的实际投资成本亦尚未确定。联合评级认为，此部分煤炭资源如能配置于盾安光伏多晶硅项目，可有效的降低盾安光伏多晶硅项目的发电成本，届时公司光伏产业的整体成本优势将得以体现。

总体看，公司节能业务经营发展良好，业务收入规模增长较快。

四、财务分析

1. 财务概况

公司2011年、2012年财务数据已经天健会计师事务所审计并出具无保留意见的审计报告，近年来公司的合并报表范围略有变化，主要新设盾安环境技术有限公司及鹤壁盾安供热有限公司、莱阳盾安供热有限公司等项目子公司，但整体看合并报表范围的变化对公司财务数据可比性影响不大。

截至2012年底，公司合并资产总额101.10亿元，负债合计66.28亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计34.82亿元；2012年公司实现营业收入75.79亿元，净利润（含少数股东损益）3.54亿元；经营活动产生的现金流量净额2.71亿元，现金及现金等价物净增加额-6.15亿元。

截至2013年3月底，公司合并资产总额104.32亿元，负债合计68.99亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计35.33亿元；2013年1季度公司实现营业收入12.39亿元，净利润（含少数股东损益）0.64亿元；经营活动产生的现金流量净额0.62亿元，现金及现金等价物净增加额-3.03亿元。

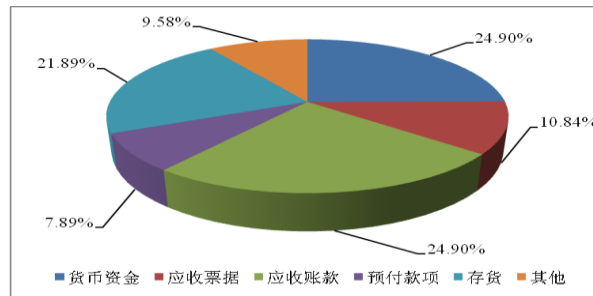
2. 资产质量

随着业务规模的扩大，2012年公司资产规模继续保持大幅增长，2012年末公司资产总额为101.10亿元，较上年末增长32.13%。从资产构成上看，受非公开募集资金用于募投项目影响，2012年公司资产构成中非流动资产超过流动资产，占资产总额的60.78%，流动资产占比由上年末的58.24%下降至39.22%。

流动资产

截至2012年底，公司流动资产构成较上年变化不大，仍以货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货为主。2012年公司流动资产构成中货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货占有较大比例（见下图）。

图 1 2012 年公司流动资产构成



数据来源：公司提供。

截至 2012 年底，公司货币资金余额为 9.87 亿元，较上年末大幅下降，主要系非公开发行募集资金投入项目后货币资金规模减少所致；公司部分销售货款以银行承兑票据结算，2012 年底应收票据账面金额为 4.30 亿元，较上年变化不大；公司应收账款净额为 9.87 亿元，较上年增长 15.71%，主要系营业收入规模增长带动应收账款同步增长所致；预付款项账面金额为 3.13 亿元，较上年下降 4.97%，主要以公司本部及下属子公司的预付设备、租金、保证金为主；2012 年底，公司存货规模较上年略有下降，主要系公司库存商品规模下降所致。

非流动资产

跟踪期内，受公司将非公开发行募集资金投入募投项目以及经营规模扩大影响，公司固定资产和无形资产规模较上年末大幅上升，截至 2012 年底，公司非流动资产合计为 61.44 亿元，较年初增长 92.32%。

从非流动资产的构成上看，公司的非流动资产中固定资产、在建工程及无形资产占有很大比例，2012 年末以上项目占流动资产的比例分别为 22.58%、27.97% 和 38.08%。

跟踪期内，受公司规模扩大影响，公司固定资产、在建工程及无形资产规模均有不同程度增长。截至 2012 年底，公司固定资产账面金额为 13.88 亿元，较上年增长 86.07%，主要系公司节能产业发展迅速，为满足各项目子公司经营需要，公司房屋建筑物及节能设备规模增长所致；在建工程账面金额为 17.19 亿元，较上年增长 14.77%，主要为内蒙古光伏科技多晶硅项目；无形资产账面金额为 23.40 亿元，较上年大幅增长 299.94%，主要系可再生能源项目所形成的特许经营权账面价值增长所致。

总体看，受经营规模扩大影响，公司资产规模增幅较大，并以非流动资产为主，整体资产质量正常。

3. 负债及所有者权益

2012 年，为满足经营发展需要，公司对外融资规模较上年明显增长，带动负债规模呈上升趋势。截至 2012 年底，公司负债总额为 66.28 亿元，较上年大幅增长 45.23%。其中流动负债 48.48 亿元，占负债总额的 73.15%，非流动负债 17.80 亿元，占负债总额的 26.85%。

公司的流动负债主要以短期借款、应付票据及应付账款为主，占流动负债比例分别为 32.72%、21.35% 和 35.22%，流动负债的其他项目占比较小。

截至 2012 年底，公司短期借款账面金额为 15.86 亿元，较上年大幅增长，主要系公司经营和投资规模扩大，对外融资规模需求增长所致；由于公司原材料结算以银行承兑汇票方式为主，使得应付票据一直保持较大规模，2012 年底公司应付票据账面金额为 10.35 亿元，较上年变动不大；公司应付账款账面金额为 17.07 亿元，较上年增长 75.67%，主要系节能产业业务规模扩大，应付工程款规模增长所致。

跟踪期内，公司发行债券募集资金，带动公司非流动负债规模大幅增长，2012 年底，公司非流动负债账面金额为 17.80 亿元，较上年增长 156.15%，主要以应付债券、长期应付款及长期借款为主，分别占非流动负债的 66.76%、9.28%和 17.02%。公司长期应付款 3.03 亿元，主要为子公司盾安光伏的应付融资租赁款；应付债券账面金额为 11.88 亿元，全部为应付本次公司债券。

跟踪期内，公司所有者权益构成变化不大，仍以股本、资本公积、盈余公积和未分配利润为主，资本公积与未分配利润占比较大，权益稳定性一般。截至 2012 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）为 34.82 亿元。

截至 2012 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 65.55%、54.70%和 27.98%，债务负担有所加重；考虑到公司节能产业以 BOT 模式运营为主，项目占用资金规模较大，但现金流较为稳定，随着公司债券的发行，公司债务结构得以优化，整体看公司的负债水平仍属正常。

总体看，公司的负债规模适中，随着本次公司债券的发行，公司债务结构有所改善。

4. 盈利能力

2012 年，公司营业收入保持增长，全年实现营业收入 75.79 亿元，较上年增长 50.46%，受节能产业毛利率下降影响，2012 年公司主营业务毛利率较上年略有下降，但仍维持在稳定范围内。

费用方面，受业务规模扩大影响，公司的期间费用呈增长趋势，2012 年公司期间费用合计为 8.57 亿元，较上年增长 11.90%，增长幅度远低于收入增长幅度；2012 年公司费用收入比为 11.31%，较上年下降 3.90 个百分点，公司整体费用控制水平有所提升。

受公司业务规模扩大，以及费用控制水平提升影响，2012 年公司实现净利润 3.54 亿元，较上年增长 20.81%，公司盈利能力有所提升。

从盈利指标看，2012 年公司净资产收益率、主营业务毛利率分别为 10.78%和 21.57%，均较上年略有下降，但仍维持在良好水平。考虑到公司节能产业 BOT 项目盈利及现金流的稳定性，未来随着公司 BOT 项目的增加，公司整体的盈利能力将逐渐提升。

总体看，受业务规模增长及费用控制水平提升影响，公司盈利能力有所增强。

5. 现金流

随着经营规模的扩大，公司销售商品提供劳务收到的现金也相应增加，2012 年销售商品、提供劳务收到的现金为 52.75 亿元，较上年增长 79.86%。从现金收入比上看，近年来公司现金收入比一直处于较低水平，主要是由于公司将一部分承兑汇票直接背书给上游原材料采购企业作为原材料采购款，在现金流方面未有体现所致。2012 年公司经营活动现金流净额为 2.71 亿元，呈净流入状态，公司经营活动现金流状况良好。

受公司经营规模扩大，非公开发行募集资金投入项目所致，2012 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 18.89 亿元，继续维持在较大规模，受此影响，公司投资活动现金流呈大幅流出状态，投资活动现金流净额为-20.05 亿元。为满足经营发展和投资需要，近年来公司筹资活动现金流一直保持在较大规模，2011 年及 2012 年筹资活动现金流净额分别为 12.03 亿元和 11.18 亿元。

总体看，公司经营现金流入规模较大，收入实现质量较好，投资活动主要体现在固定资产投资方面，投资活动资金支出规模较大，公司需通过外部融资来满足经营生产、投资的需要，整体看公司现金流状况正常。

6. 偿债能力

2012 年底公司短期偿债能力指标中流动比率、速动比率分别为 0.82 和 0.64，较上年均有所下降，主要系流动资产中货币资金投入项目，导致流动资产规模下降所致；经营现金流动负债比率 5.59%，较上年有所下降，经营活动现金流对流动负债的保障程度下降。考虑到公司现金规模较大，可再生能源 BOT 项目虽然投资规模较大，但建成后会为公司提供稳定的现金流，整体看公司短期偿债能力仍属正常。

从长期偿债能力看，2012 年公司 EBITDA 为 7.16 亿元，较上年增长 36.68%，EBITDA 全部债务比和 EBITDA 利息倍数较上年变动不大，2012 年分别为 0.17 倍和 3.53 倍，EBITDA 对公司全部债务和利息的保障程度一般。考虑到公司节能产业 BOT 项目运营预期收益相对较高，特许经营期内的项目收益能完全覆盖投资成本（包括本金及利息），公司经营活动产生的现金流对全部债务的保障程度较高。

总体看，随着业务规模和投资规模的增长，公司债务负担有所加重；考虑到节能产业 BOT 项目经营活动现金流预期良好，对全部债务的保障程度较高，整体公司偿债能力仍属正常。

五、担保人跟踪分析

本期债券由盾安精工集团提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。盾安精工集团成立于 2000 年 8 月 11 日，系由盾安控股集团有限公司、周才良、姚新泉、周学军、赵智勇、方建良等组建的有限责任公司，成立时名称为浙江盾安机械有限公司，2003 年 4 月更名为浙江盾安精工集团有限公司，盾安精工集团成立时注册资本 3,000 万元，后经历次增资，截至 2012 年底盾安精工集团的注册资本为 17,000 万元。

盾安精工集团的注册地址为浙江省诸暨市店口工业区，经营范围主要包括：研发、制造、销售：电气、电子器件、电器设备及配件、汽车农机配件、五金配件；批发零售：金属材料、建筑材料、食用农产品、化工产品（除危险化学品）；实业投资；从事货物及技术的进出口业务。

盾安精工集团系盾安环境控股母公司，截至 2012 年底，盾安环境的资产总额、营业收入和净利润分别占盾安精工集团合并报表相应数据的 77.70%、35.84% 和 60.41%，可见盾安环境占盾安精工集团资产的较大部分，且是盾安精工集团净利润的主要来源。

截至 2012 年底，盾安精工集团合并资产总额 130.11 亿元，负债合计 88.73 亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.38 亿元。2012 年盾安精工集团实现营业收入 211.49 亿元，净利润（含少数股东损益）5.86 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.03 亿元，现金及现金等价物净增加额 -6.64 亿元。

六、综合分析

跟踪期内，浙江盾安人工环境股份有限公司经营情况良好，资产和收入规模大幅增长，主营业务毛利水平相对稳定，整体盈利能力有所增强，经营活动现金流状况良好，偿债能力正常。跟踪期内，担保方浙江盾安精工集团有限公司经营规模明显增长，收入和利润水平均有所增强，其所提供的担保对本期债券信用状况具有一定的积极影响。

综上，联合评级维持盾安环境的主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”，同时维持“12 盾安债”AA 的信用等级。

附件 1-1 浙江盾安人工环境股份有限公司
2011 年~2013 年 3 月末合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：				
货币资金	170,742.63	98,742.48	-42.17	74,440.13
交易性金融资产				
应收票据	46,903.98	43,003.57	-8.32	24,935.43
应收账款	85,326.38	98,728.50	15.71	109,798.70
预付款项	32,910.00	31,275.19	-4.97	51,822.83
应收利息	79.83	3.64	-95.44	14.14
应收股利				
其他应收款	5,943.25	13,914.92	134.13	14,126.50
存货	90,857.16	86,807.78	-4.46	107,427.56
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	12885.86	24,073.82	86.82	24,500.05
流动资产合计	445,649.09	396,549.90	-11.02	407,065.34
非流动资产：				
可供出售金融资产	18,810.82	32,290.77	71.66	29,133.00
持有至到期投资				
长期应收款	0.00	15,000.00	--	15,000.00
长期股权投资	2.00	2.12	5.82	2.20
投资性房地产	1,078.13	252.75	-76.56	405.19
固定资产	74,577.58	138,770.19	86.07	299,155.79
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程	149,770.55	171,889.87	14.77	14,328.68
工程物资	3,805.12	3,746.68	-1.54	0.00
固定资产清理				
无形资产	58,510.05	234,005.52	299.94	258,595.32
开发支出				470.44
商誉	3,069.80	3,069.80	0.00	3,069.80
长期待摊费用	1,858.38	3,236.47	74.16	2,889.11
递延所得税资产	8,006.73	12,180.12	52.12	13,061.29
其他非流动资产				
非流动资产合计	319,489.17	614,444.29	92.32	636,110.83
资产总计	765,138.26	1,010,994.19	32.13	1,043,176.17

附件 1-2 浙江盾安人工环境股份有限公司
2011 年~2013 年 3 月末合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债:				
短期借款	95,544.00	158,627.81	66.03	158,482.90
应付票据	109,599.36	103,510.91	-5.56	109,148.20
应付账款	97,196.48	170,747.94	75.67	170,194.11
预收款项	8,656.71	2,396.56	-72.32	6,315.30
应付职工薪酬	4,118.55	4,551.04	10.50	3,605.45
应交税费	5,193.62	6,383.42	22.91	4,056.33
应付利息	793.77	3,214.31	304.94	5,058.76
应付股利	5,443.41	844.75	-84.48	844.75
其他应付款	9,004.02	8,172.10	-9.24	11,561.53
一年内到期的非流动负债	19,229.75	23,016.97	19.69	23,003.19
其他流动负债	32,084.98	3,329.48	-89.62	3,089.23
流动负债合计	386,864.65	484,795.28	25.31	495,359.75
非流动负债:				
长期借款	47,986.31	16,520.78	-65.57	16,274.51
应付债券	0.00	118,804.03	--!	118,861.53
长期应付款	20,000.00	30,293.08	51.47	46,665.60
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债	1,489.44	12,342.66	728.68	12,706.25
其他非流动负债				
非流动负债合计	69,475.76	177,960.55	156.15	194,507.89
负债合计	456,340.40	662,755.83	45.23	689,867.64
所有者权益:				
股本	83,793.75	83,793.75	0.00	83,793.75
资本公积	134,607.89	146,973.86	9.19	144,829.79
专项储备				
盈余公积	9,683.54	10,793.29	11.46	10,793.29
未分配利润	68,164.54	80,047.94	17.43	86,233.92
外币报表折算差额	-415.26	-170.94	-58.83	634.28
归属于母公司所有者权益合计	295,834.44	321,437.89	8.65	326,285.02
少数股东权益	12,963.41	26,800.46	106.74	27,023.51
所有者权益合计	308,797.86	348,238.35	12.77	353,308.53
负债和所有者权益总计	765,138.26	1,010,994.19	32.13	1,043,176.17

附件 2 浙江盾安人工环境股份有限公司
2011 年~2013 年 3 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
一、营业收入	503,746.24	757,930.95	50.46	123,903.99
减: 营业成本	397,163.80	623,428.30	56.97	95,225.36
营业税金及附加	3,027.04	3,345.63	10.52	647.20
销售费用	18,724.23	23,639.35	26.25	4,062.62
管理费用	46,316.38	50,305.07	8.61	11,601.78
财务费用	11,583.88	11,798.49	1.85	5,028.38
资产减值损失	1,638.58	7,449.28	354.62	0.00
加: 公允价值变动收益(损失以“—”号填列)				
投资收益(损失以“—”号填列)	449.06	296.14	-34.05	0.09
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益(损益以“—”号添列)				
二、营业利润(亏损以“—”号填列)	25,741.38	38,260.97	48.64	7,338.74
加: 营业外收入	6,351.94	7,777.55	22.44	900.63
减: 营业外支出	866.12	1,552.73	79.27	216.57
其中: 非流动资产处置损失	222.86	1,145.64	414.07	105.78
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	31,227.19	44,485.80	42.46	8,022.79
减: 所得税费用	1,918.41	9,076.47	373.12	1,623.99
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	29,308.78	35,409.33	20.81	6,398.80

附件3 浙江盾安人工环境股份有限公司

2011年~2013年3月合并现金流量表

(单位:人民币万元)

项目	2011年	2012年	变动率(%)	2013年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	293,303.84	527,525.96	79.86	86,784.83
收到的税费返还	5,732.87	4,330.50	-24.46	1,249.67
收到其他与经营活动有关的现金	6,288.50	7,309.51	16.24	848.25
经营活动现金流入小计	305,325.21	539,165.97	76.59	88,882.75
购买商品、接受劳务支付的现金	149,163.98	377,242.79	152.90	50,351.86
支付给职工以及为职工支付的现金	51,344.74	56,620.74	10.28	17,278.95
支付的各项税费	29,315.29	29,244.05	-0.24	5,585.48
支付其他与经营活动有关的现金	31,251.44	48,982.30	56.74	9,448.29
经营活动现金流出小计	261,075.46	512,089.88	96.15	82,664.58
经营活动产生的现金流量净额	44,249.76	27,076.09	-38.81	6,218.17
二、投资活动产生的现金流量:				
取得投资收益收到的现金	449.06	296.02	-34.08	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	750.49	1,596.69	112.75	336.82
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	1,499.53	--	0.00
投资活动现金流入小计	1,199.55	3,392.25	182.79	336.82
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	135,441.31	188,915.98	39.48	48,078.58
投资支付的现金	13,380.98	0.00	-100.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	57.04	0.00	-100.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	15,000.00	--	0.00
投资活动现金流出小计	148,879.34	203,915.98	36.97	48,078.58
投资活动产生的现金流量净额	-147,679.79	-200,523.73	35.78	-47,741.77
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	101,842.78	8,129.11	-92.02	0.00
发行债券所收到的现金	29,880.00	118,800.00	297.59	0.00
取得借款收到的现金	128,156.00	208,945.11	63.04	54,729.22
收到其他与筹资活动有关的现金	15,922.87	17,498.04	9.89	19,461.69
筹资活动现金流入小计	275,801.65	353,372.26	28.13	74,190.91
偿还债务支付的现金	130,112.00	208,246.54	60.05	58,174.72
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	25,094.98	33,198.71	32.29	4,577.57
支付其他与筹资活动有关的现金	250.00	95.00	-62.00	250.00
筹资活动现金流出小计	155,456.98	241,540.25	55.37	63,002.29
筹资活动产生的现金流量净额	120,344.66	111,832.01	-7.07	11,188.62
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	472.21	145.75	-69.13	51.34
五、现金及现金等价物净增加额	17,386.85	-61,469.88	-453.54	-30,283.64
加: 期初现金及现金等价物余额	106,578.39	123,965.24	16.31	62,495.36
六、期末现金及现金等价物余额	123,965.24	62,495.36	-49.59	32,211.72

附件 4 浙江盾安人工环境股份有限公司
2011 年~2012 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	29,308.78	35,409.33	20.81
少数股东权益			
加: 资产减值准备	1,638.58	7,449.28	354.62
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,445.03	9,912.86	53.81
无形资产摊销	1,384.97	1,771.24	27.89
长期待摊费用摊销	367.38	1,038.15	182.58
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	159.42	677.59	325.03
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)			
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)			
财务费用(收益以“-”号填列)	11,358.19	11,939.02	5.11
投资损失(收益以“-”号填列)	-449.06	-296.14	-34.05
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-5,400.62	-4,173.39	-22.72
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	815.82	7,483.23	817.27
存货的减少(增加以“-”号填列)	-10,331.56	4,025.29	-138.96
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-45,901.32	-4,805.12	-89.53
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	54,854.15	-43,355.27	-179.04
其他			
经营活动产生的现金流量净额	44,249.76	27,076.09	-38.81
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3. 现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	123,965.24	62,495.36	-49.59
减: 现金的期初余额	106,578.39	123,965.24	16.31
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	17,386.85	-61,469.88	-453.54

附件 5 浙江盾安人工环境股份有限公司
主要财务指标

项 目	2011 年	2012 年
经营效率		
应收账款周转次数(次)	6.72	8.24
存货周转次数(次)	4.63	7.01
总资产周转次数(次)	0.75	0.86
盈利能力		
总资本收益率(%)	8.35	7.21
总资产报酬率(%)	6.58	6.63
净资产收益率(%)	11.59	10.78
主营业务毛利率(%)	21.94	21.57
营业利润率(%)	20.56	17.30
费用收入比(%)	15.21	11.31
财务构成		
资产负债率(%)	59.64	65.55
全部债务资本化比率(%)	49.47	54.70
长期债务资本化比率(%)	13.45	27.98
偿债能力		
EBITDA 利息倍数	3.67	3.53
EBITDA 全部债务比	0.17	0.17
经营现金债务保护倍数	0.15	0.06
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.34	-0.41
流动比率	1.15	0.82
速动比率	0.92	0.64
现金短期债务比	0.86	0.50
经营现金流动负债比率(%)	11.44	5.59
经营现金利息偿还能力	3.10	1.34
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-7.24	-8.55

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	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
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
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。