

华西能源工业股份有限公司
2012 年 6 亿元公司债券
2014 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



华西能源工业股份有限公司

2012年6亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余规模：6亿元

债券到期日期：2017年11月05日

跟踪日期：2014年05月21日

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余规模：6亿元

评级日期：2013年06月27日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对华西能源工业股份有限公司（以下简称“华西能源”或“公司”）及其2012年11月05日发行的6亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2014年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	522,373.46	498,233.81	401,847.97
所有者权益合计（万元）	176,441.36	164,682.22	155,796.14
有息负债（万元）	99,330.74	109,888.59	41,431.85
资产负债率	66.22%	66.95%	61.23%
营业收入（万元）	313,697.40	244,924.31	191,023.40
营业利润（万元）	12,746.54	10,134.56	11,053.12
利润总额（万元）	14,953.24	11,900.79	11,853.10
综合毛利率	18.69%	20.07%	22.12%
总资产回报率	4.24%	3.53%	4.28%
EBITDA（万元）	24,929.68	18,407.73	16,233.75
EBITDA 利息保障倍数	3.74	4.64	6.92
经营活动现金流净额（万元）	-135.18	-12,636.63	-3,016.56

资料来源：公司审计报告

正面：

- 跟踪期间，公司 IPO 募投项目完工投产，产能有所增加，同时持续加强研发，为业务提供了良好的技术支持；
- 公司煤粉锅炉业务相对稳定，总承包业务发展较快，收入大幅增长；
- 2014 年公司非公开发行股票成功，资本实力进一步增强，为项目建设提供了资金支持；
- 公司增资自贡市商业银行，该银行经营状况良好，未来有望形成公司新的盈利增长点。

关注：

- 跟踪期间，受整体经济环境和下游产业等因素的影响，公司特种锅炉收入有所下滑；
- 公司工程总承包在手订单的可确认收入空间不大，存在持续的市场开拓压力；
- 钢材价格波动较大，对公司业务的盈利稳定性产生影响；
- 公司相关在建项目投资规模较大，存在产能消化风险，预期效益的实现存在不确定性；
- 公司业务回款期较长，应收账款和存货规模较大，有回款和跌价风险，且存在一定的营运资金压力，经营活动现金流状况欠佳；
- 公司整体债务水平偏高，短期债务偿付能力偏弱。

分析师

姓名：雷巧庭 王一峰

电话：0755-82872806

邮箱：leiqt@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2012]1203号”文核准，公司于2012年11月5日公开发行人5年期6亿元公司债券，票面利率为6.0%。

本期债券附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本。债券发行首日2012年11月5日即为起息日。在计息期间内，每年11月5日为上一计息年度的付息日（如遇法定及政府指定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。若投资者行使回售选择权，则2013年至2015年每年的11月5日为回售部分债券上一个计息年度的付息日期（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。截至2014年3月底，本期债券本息兑付情况如下表所示：

表1 本期债券本息兑付情况（单位：万元）

兑付时间	本金兑付金额	利息兑付金额	期末本金余额
2013年11月5日	0	3,600	60,000

资料来源：公司提供

本期债券募集资金全部用于补充公司流动资金。截至2014年3月底，募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期间，公司注册资本无变化。截至2013年底，公司前两大股东分别为黎仁超和赖红梅，持股比例分别为27.77%和8.09%，其中赖红梅持股比例较2012年底下降3.59个百分点。公司2013年新增合并子公司1家，系新设成立的华西能源（印度）有限公司。截至2013年底，公司合并子公司共3家。

表2 截至2013年底公司纳入合并范围的子公司情况

子公司名称	简称	注册资本（万元）	公司持股比例	经营范围
重庆东工实业有限公司	东工实业	1,900	94.74%	化工、五金等销售
重庆市华西耐火材料有限公司	华西耐火	600	100.00%	耐火材料的生产、销售
华西能源（印度）有限公司	华西印度	924,220 (印度卢比)	100.00%	工程总包、安装、测试

资料来源：公司2013年审计报告

截至2013年底，公司资产总额52.24亿元，归属于母公司所有者权益为17.64亿元，资

产负债率 66.22%。2013 年度，公司实现营业收入 31.37 亿元，利润总额 1.50 亿元，经营活动现金净流出 135.18 万元。

三、经营与竞争

跟踪期间，公司收入结构有一定变化，其中总承包项目收入大幅增加，成为公司最大的收入来源；煤粉锅炉收入基本稳定，但特种锅炉收入下滑明显；受此影响，锅炉配套产品收入也有所减少。另外，由于市场竞争导致产品价格下降，以及具体订单情况的不同，公司锅炉产品和总承包项目的毛利率有所下降。

表 3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品类型	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
煤粉锅炉	124,625.70	19.96%	125,957.18	21.31%
特种锅炉	38,179.67	15.77%	65,001.81	17.21%
锅炉配套产品	7,101.45	19.26%	10,319.90	12.88%
总承包项目	143,255.53	18.19%	42,149.03	21.01%
合计	313,162.36	18.63%	243,427.92	19.81%

资料来源：公司审计报告

得益于 IPO 募投项目的完工投产，公司产能有所增加，但受整体经济增速放缓和下游产业需求不振等因素的影响，公司锅炉收入有所下滑

公司 IPO 募投项目“技术营销中心与特种锅炉研制基地”和“垃圾炉排研发制造基地建设项目”分别于 2013 年 3 月 31 日和 2012 年 12 月 31 日达到预定可使用状态，公司年产能从 2012 年底的 9,000 蒸吨增加到 2013 年底的 11,000 蒸吨。值得注意的是，受国内经济增速放缓的影响，传统电力装备制造投资需求增长乏力，进而减少了对锅炉产品的需求量；同时，锅炉行业内各主要企业的产能持续提升，竞争日益加剧，导致锅炉产品价格有所下降；另外，在国际市场上，印度等新兴经济体增速持续放缓、货币贬值、通胀压力居高不下、投资增速明显下降。

受上述诸多因素的影响，公司锅炉产量及销售收入有所下滑。2013 年，“技术营销中心与特种锅炉研制基地”和“垃圾炉排研发制造基地建设项目”分别实现效益 347.80 万元和 901.06 万元，低于预期。

表 4 2012-2013 年公司锅炉产能及产销情况

年份	产品	产能 (蒸吨/年)	产量 (蒸吨)	产能利用率	销售额 (亿元)
2013 年	煤粉锅炉	11,000	12,202	176%	12.5
	特种锅炉		4,268		3.8
	配套产品及总包项目		2,935		15.0
2012 年	煤粉锅炉	9,000	13,672	230%	12.60
	特种锅炉		5,962		6.50
	配套产品及总包项目		1,074		5.24

注：实际产量因具体生产状态会大于设计产能，因此产能利用率较高。

资料来源：公司提供

具体来看，煤粉锅炉市场相对成熟，收入基本稳定，但毛利率有所下降，主要是市场竞争较大导致价格有所下滑。特种锅炉品种多样，包括垃圾焚烧锅炉、生物质燃料锅炉等类型，可应用在多个领域，但单一领域的市场容量规模与煤粉锅炉相比偏小，且市场上对特种锅炉的采购主要涉及地方或企业的固定资产投资，在整体经济增速放缓的环境下，其市场稳定性较弱，面临持续的业务开拓压力。受此影响，2013 年公司特种锅炉的收入下滑幅度较大，另外，其毛利率的变化主要取决于具体订单的情况。

2013年，公司新增订单30.06亿元，较2012年有所提高，但主要得益于总承包项目订单的增长。公司年末在手订单净额34.96亿元，未来收入空间依然良好。

表 5 2012-2013 年公司订单情况（单位：亿元）

项目	2013 年	2012 年
当年完工订单	31.36	24.0
当年新增订单	30.06	23.8
年末在手订单净额	34.96	-

资料来源：公司提供

跟踪期间，公司总承包业务发展较快，但仍存在持续的市场开拓压力

公司于 2012 年开展了项目总承包的新业务类型，2013 年得到了较大的发展，全年实现总承包项目收入 14.33 亿元，同比增长 239.88%，其中贡献较大的项目为 BTG 电站锅炉岛工程总包印度 T 项目。该项目合同履行期间 2011 年 5 月至 2014 年 6 月，合同金额 1.86 亿美元，折合人民币 11.65 亿元；截至 2013 年底该项目已累计确认收入 10.72 亿元。

截至 2013 年底，公司总承包项目在手订单有 8 个，其中 TRN ENERGY PVT.LTD 和自贡能投华西环保发电有限公司的订单分别由 2 个子订单构成。另外，海外订单合同金额较大，

但相关项目已接近尾声，已确认收入占合同金额比重较高，后续收入空间不大，未来可确认收入以枣阳安能生物质发电有限公司、自贡能投华西环保发电有限公司和庆华集团新疆煤化工有限公司三个项目为主，按现有汇率粗略测算，所有总承包项目的在手订单未来可确认收入超过 8 亿元。与 2013 年的收入相比，公司工程总承包的未来可确认收入规模偏小，仍有持续的市场开拓压力。

表 6 截至 2013 年底公司总承包项目在手订单情况（单位：万元）

项目名称	合同金额	已确认收入 (不含税)	预计未来可确认收入	预计完成时间
枣阳安能生物质发电有限公司	14,500	8,051.09	6,448.91	2014 年 11 月
TRN ENERGY PVT.LTD	\$9,305	107,226.05	8,714.25	2014 年 04 月
TRN ENERGY PVT.LTD	\$9,305			2014 年 05 月
IOT Infrastructure& Energy Services Limited	\$9,136.40	55,682.57	1,237.20	2014 年 03 月
自贡能投华西环保发电有限公司	12,407.1	12,172.29	12,641.91	2014 年 01 月
自贡能投华西环保发电有限公司	12,407.1			2014 年 01 月
THAI EKALUCK POWER CO.,LTD (泰国)	\$930	2,272.55	3,521.35	2014 年 10 月
庆华集团新疆煤化工有限公司	27,200	0	27,200.00	2015 年 06 月
E-SAAN BIO POWER CO., LTD (泰国)	2,637.19	0	2,637.19	2014 年 12 月
张掖市生活垃圾焚烧发电项目(不含厂外供、排水等外围工程的投资)	29,411	0	29,411	2015 年 12 月
合计	-	-	91,811.81	-

注：预计未来可确认收入中，美元金额按 1: 6.23 的汇率换算成人民币进行测算。

资料来源：公司提供

跟踪期间，公司持续加强研发，为业务提供了良好的技术支持

公司注重锅炉产品的研发投入，现拥有一个四川省级企业技术中心，各类专业技术人员 300 余名，约占公司全部人员的 20%。2013 年度，公司重点完成了泰国乌泰他尼 130T/H 蔗渣锅炉（固定炉排）开发、安潞项目生物质 CFB 炉等多项技术研发，获得授权专利（实用新型）15 项和科技进步奖 6 项。报告期内，公司研发费用支出总额 1.04 亿元，占 2013 年末净资产的 5.90%，占 2013 年度营业收入的 4.25%。

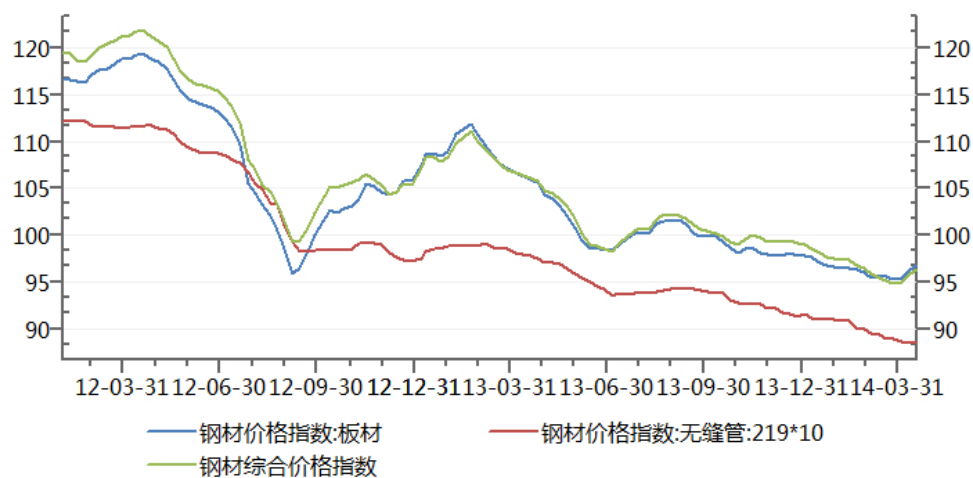
公司是目前市场上除了东方锅炉股份有限公司、哈尔滨锅炉厂有限责任公司和上海锅炉厂有限公司三大锅炉厂家以外，拥有 350MW 超临界高等级锅炉生产能力的少数厂家之一，并于 2013 年获得了 350MW 超临界煤粉锅炉供货合同，市场认可度进一步提高。同时，

自主研发的 360MW 高比例掺烧准东煤亚临界煤粉锅炉技术研发取得重要进展，成功运用于新疆其亚项目。

钢材价格波动较大，对公司业务的盈利稳定性产生影响

锅炉产品的主要原材料包括钢板、合金钢、钢管、型材以及外包部件，钢材既是公司直接用原材料，又是外包部件的主要组成部分。公司直接用各类钢材及外包件合计占生产成本的比例约 90%。由于锅炉产品的生产周期和总承包项目的工程周期较长，生产用主要原材料价格在此期间可能发生变化从而导致公司业务利润波动的风险。

图 1 2012 年至 2014 年 3 月国内钢材价格指数图



注：1994 年 4 月价格指数为 100；
资料来源：wind 资讯

公司 2014 年非公开发行股票成功，资本实力进一步增强，为项目建设提供了资金支持；但相关项目存在产能消化风险和预期效益的不确定性

2014 年 2 月 17 日公司向 8 名特定投资者非公开发行普通股 3,800 万股，募集资金总额 8.71 亿元，扣除发行费用后实际募集资金净额 8.47 亿元，其中公司新增注册资本 3,800 万元，资本公积 8.09 亿元。此次非公开发行进一步增强了公司的资本实力。

截至 2013 年底，公司在建项目包括 4 个，具体情况见下表：

表 7 截至 2013 年底公司在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	总投资	已投资	资金来源	计划使用募集资金
项目 1	华西能源科技工业园-低排放余热高效节能锅炉产业化项目	3.85	0.36	非公开发行股票	3.85
项目 2	组建华西能源工程有限公司	2.00	0.00	非公开发行股票	2.00
项目 3	增资四川省能投华西生物质能开发有限公司	2.86	0.14	公司自筹	-

项目 4	张掖市生活垃圾焚烧发电项目	2.94	0.01	非公开发行股票	2.86
合计		11.65	0.51	-	-

注：根据《华西能源工业股份有限公司关于变更非公开发行股票募集资金部分投资项目的公告》，公司对原募集资金用途作出变更。

资料来源：公司提供

根据《华西能源工业股份有限公司 2013 年非公开发行股票募集资金运用可行性分析报告》，3 个项目的情况如下所示：

项目 1 总投资 3.85 亿元，建设内容为年产能 1.8 万吨水冷壁的生产项目，以及燃气轮机联合循环余热炉、煤化工汽化设备、煤化工余热利用装置、干熄焦、烧结机余热炉、高炉煤气炉等生产内容。项目达产后预计可实现年销售收入 5.87 亿元，净利润 4,862 万元，投资净利率 12.63%。

项目 2 计划使用 2 亿元作为注册资本组建新公司，计划经营火力发电厂、热电联产电站等电站建设及其配套项目的工程总承包等业务。项目达产后预计可实现年销售收入 5 亿元，净利润 3,100 万元，投资净利率 15.5%。

项目 3 计划投入 2.86 亿元对四川省能投华西生物质能开发有限公司（以下简称“能投华西”）进行增资，增资前公司持股 42%，四川省能源投资集团有限责任公司持股 51%，自贡市国有资产经营投资有限责任公司持股 7%；增资后各公司持股比例不变，三方计划此次共增资 7.8 亿元。能投华西目前主要经营垃圾焚烧发电 BOT 运营项目，已中标自贡市垃圾发电项目、广安市垃圾发电项目、射洪市垃圾发电项目及广西玉林垃圾发电项目，涉及投资总额为 15.5 亿元。此次增资的 7.8 亿元资本金全部投入的垃圾焚烧发电项目达产后，预计年收入达到 4.75 亿元，净利润 9,683 万元，投资利润率 12.41%。该项目资金来源现已改为公司自筹，公司将根据市场状况等因素对后续投资进行灵活安排。

另外，根据《张掖市生活垃圾焚烧发电项目可行性研究报告》，项目 4 总投资 2.94 亿元，建设内容为两台 300t/d 循环流化床焚烧炉，2 台 6MW 凝汽式汽轮发电机组，主要用于处理张掖市甘州区的生活垃圾，设计年处理能力为 18.3 万吨。该项目采用 BOT 模式，公司拥有 28 年的特许经营期（不含建设期）。该项目投资财务内部收益率（所得税后）为 8.61%。

目前，项目 1 和项目 4 处于建设前期，华西能源工程有限公司的组建工作已完成。相关项目投产后，公司业务规模将进一步扩大，但项目投资规模较大，公司后续投资及运营所需资金较大。同时，项目 1 主要是增加锅炉产能，项目 2-4 主要集中在发电厂等工程总包项目上。在国内经济增速下滑的整体背景下，锅炉市场竞争加大，存在一定的产能消化风险；而工程总包业务存在持续的订单开拓压力，相关项目建成后的运营效益也存在不确定性。另外，

锅炉及工程总承包项目，均对公司的资金提出了更高的要求。

2013 年公司增资自贡市商业银行，未来有望形成新的盈利增长点

2013 年公司增资自贡市商业银行股份有限公司（以下简称“自贡市商业银行”），增资价格为 2.97 元/股，公司增持 16,627.6 万股，投入资金总额为 4.94 亿元。本次增资完成后，公司累计持有自贡商业银行的股份为 16.60%，成为自贡商业银行的单个第一大股东。截止 2013 年 12 月 31 日，由于自贡市商业银行还未办理本公司上述增资的工商变更手续，公司将该投资款计入其他非流动资产科目核算。

自贡市商业银行于 2001 年 12 月 28 日在自贡市城区六家城市信用社的基础上组建成立。经过多年发展，已形成了以城市区居民、政府、团体和中小企业为基本客户群体，以人民币存款、结算业务为主，同业拆借、票据、银行卡业务及其他中间业务并存的较为完善的经营体系。自贡市商业银行下设十七个总部管理部门、二十九个支行（营业部），全市安装自助设备 60 余台，并于 2010 年控股组建了“四川金堂汇金村镇银行”。

截至 2013 年 12 月末，自贡市商业银行资产总额 167.43 亿元，同比增长 57.01%；存款余额 129.32 亿元，同比增加 30.95 亿元，增幅达到 34.09%；贷款余额 63.83 亿元，同比增长 20.82%。另外，其资本充足率为 23.65%，拨备覆盖率为 555.79%，贷款损失准备充足率为 278.52%。

在中国，银行业属于高收益行业，2012 年自贡市商业银行收入为 3.27 亿元，随着存贷款规模的增加，未来收入将进一步增长。公司增资自贡市商业银行，能够在锅炉和总包业务之外，拓展盈利渠道。

四、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012-2013 年审计报告。2013 年公司新增合并子公司 1 家，系新设成立的华西能源（印度）有限公司。截至 2013 年底，公司合并子公司共 3 家（见表 2）。

财务分析

跟踪期间，公司资产规模持续增长，但业务回款期较长，导致应收账款和存货规模大，

面临一定的坏账和跌价风险；营业收入增长较快，收入空间良好，但利润存在波动风险；受业务模式影响，公司经营活动现金流状况欠佳，存在一定的资本支出压力；另外，公司整体债务水平偏高，短期债务偿付压力较大

跟踪期间，公司资产规模小幅提高。从结构看，流动资产所占比重较大，但规模有所下降，固定资产则大幅提高。

得益于IPO和公司债券的相继发行，2012年公司货币资金相对充裕，随着资金的使用，2013年底货币资金大幅减小，同时2.18亿元为银行承兑汇票保证金和保函保证金等受限资金。应收账款大幅增加，主要是因为总承包项目收入大幅增加，该类业务建设期较长，回款相对滞后；另外，款项账龄偏长，涉及客户较多，且部分客户系国外客户，因此存在一定的回款风险，公司2013年底坏账准备共2.42亿元。存货主要为原材料、在产品 and 建造合同形成的存货，其中后者因总承包业务的快速发展而大幅增加；考虑到钢材价格波动较大，公司部分存货有一定跌价风险。

公司固定资产大幅增加，主要是IPO募投项目“技术营销中心与特种锅炉研制基地”的完工转固，另外，其他非流动资产系增资自贡市商业银行，但工商变更手续未办理完毕。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	361,799.97	69.26%	390,844.86	78.45%
货币资金	40,290.20	7.71%	116,814.12	23.45%
应收账款	152,594.95	29.21%	113,608.54	22.80%
存货	132,671.49	25.40%	115,567.04	23.20%
非流动资产合计	160,573.49	30.74%	107,388.95	21.55%
固定资产净额	84,647.97	16.20%	49,064.02	9.85%
其他非流动资产	49,383.97	9.45%	0.00	-
资产总计	522,373.46	100.00%	498,233.81	100.00%

资料来源：公司审计报告

2013年，公司营业收入持续提高，收入结构有明显变化，其中总承包项目收入比2012年增加10.11亿元，成为最大的收入来源；煤粉锅炉收入基本稳定，特种锅炉收入受整体经济及下游产业影响大幅下滑。另外，受产品价格波动和具体订单情况的影响，锅炉产品和总承包项目毛利率有小幅下滑，导致综合毛利率下降。

随着业务规模的提升和公司债券的发行，公司管理费用和财务费用有一定增长，但收入的提高使期间费用率呈下降状态。2013年公司营业外收入中的政府补助大幅增加，主要与项

目建设和科技研发相关，表明公司获得了较好的政府支持。

总体而言，得益于收入的提高，公司2013年利润总额和净利润有所增长。截至2013年底公司在手订单总额为34.96亿元，未来收入空间良好，但利润存在波动风险。

表 9 公司主要盈利能力指标

盈利能力	2013 年	2012 年
营业收入（万元）	313,697.40	244,924.31
营业利润（万元）	12,746.54	10,134.56
营业外收入（万元）	2,462.45	1,793.03
利润总额（万元）	14,953.24	11,900.79
净利润（万元）	13,140.46	10,340.08
综合毛利率	18.69%	20.07%
期间费用率	12.45%	13.20%
总资产回报率	4.24%	3.53%

资料来源：公司审计报告

2013 年公司 FFO 有所提高，但由于存货和经营性应收项目增加较大，公司经营活动现金流呈现净流出。公司总承包业务快速发展，项目周期偏长，回款有一定滞后性，同时需要预留 5%-10%的质保金，因此经营活动现金流状况受到影响。另外，公司 2013 年的存货和经营性应收项目均有一定规模的提升，营运资金压力加大。

2013 年公司持续进行项目建设，投资活动呈现大额净流出。华西能源科技工业园-低排放余热高效节能锅炉产业化项目和张掖市生活垃圾焚烧发电项目未来将有超过 6 亿元的投资支出，因此投资活动仍将呈现净流出状态。2013 年公司银行借款减少，筹资活动呈现净流出。

表 10 公司主要现金流指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
净利润	13,140.46	10,340.08
FFO	27,839.20	19,516.96
营运资本变化	-28,263.90	-32,153.59
存货减少（减：增加）	-17,104.45	-16,826.32
经营性应收项目的减少（减：增加）	-33,745.83	-33,100.14
经营性应付项目增加（减：减少）	22,586.38	17,772.87
经营活动产生的现金流量净额	-135.18	-12,636.63
投资活动产生的现金流量净额	-55,526.38	-29,513.02
筹资活动产生的现金流量净额	-19,253.80	63,084.90
现金及现金等价物净增加额	-74,916.09	20,935.25

资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司负债总额34.59亿元，较2012年小幅提高。从结构看，公司银行借款和应付债券等债务规模较大，同时由于业务规模的提高，应付票据及应付账款等经营性负债亦有较大增长。

截至2013年底公司有息债务合计9.93亿元，其中短期债务3.53亿元，存在一定的短期偿付压力；应付债券的6亿元本金为2017年到期一次还本，未来三年偿付压力不大。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	276,259.61	79.86%	262,754.72	78.77%
短期借款	31,300.00	9.05%	42,000.00	12.59%
应付票据	57,846.83	16.72%	50,028.96	15.00%
应付账款	134,329.32	38.83%	110,524.18	33.14%
预收款项	43,735.03	12.64%	58,425.80	17.52%
非流动负债合计	69,672.50	20.14%	70,796.87	21.23%
长期借款	4,000.00	1.16%	8,000.00	2.40%
应付债券	60,030.74	17.35%	59,888.59	17.95%
负债总额	345,932.11	100.00%	333,551.59	100.00%

资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司资产负债率为66.22%，相对偏高；流动比率和速动比率分别为1.31和0.83，短期债务偿付保障程度偏弱；同时EBITDA利息保障倍数有所下降。

表 12 公司主要偿债能力指标

偿债能力	2013 年	2012 年
资产负债率	66.22%	66.95%
流动比率	1.31	1.49
速动比率	0.83	1.05
EBITDA（万元）	24,929.68	18,407.73
EBITDA 利息保障倍数	3.74	4.64

资料来源：公司审计报告

五、评级结论

跟踪期内，公司IPO募投项目完工投产，产能有所增加，但国内经济增速放缓，抑制了下游产业的投资，导致公司锅炉产品收入下降。公司总承包业务发展较快，但仍存在持续的市场压力。2013年公司成功进行股票非公开发行，为在建项目提供了资金支持，但相关项目

存在产能消化风险和预期效益的不确定性。另外，公司增资自贡市商业银行，未来有望形成新的盈利增长点。

财务方面，公司资产规模有所增加，但应收账款和存货规模较大，面临一定的坏账和跌价风险，同时存在较大的营运资金压力，经营活动现金流状况欠佳。另外，公司整体债务水平偏高，短期债务偿付压力较大。

基于以上分析，公司2014年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	40,290.20	116,814.12	100,893.65
应收票据	12,379.21	10,910.92	5,862.40
应收账款	152,594.95	113,608.54	96,328.23
预付款项	17,761.86	27,937.96	21,427.05
应收股利	136.57	36.57	28.34
其他应收款	5,965.69	5,969.72	3,091.91
存货	132,671.49	115,567.04	98,740.72
流动资产合计	361,799.97	390,844.86	326,372.31
可供出售金融资产	157.13	202.13	183.31
长期股权投资	7,470.69	5,985.14	4,045.54
固定资产净额	84,647.97	49,064.02	43,650.70
在建工程	4,559.60	42,252.46	17,560.99
无形资产	9,764.55	6,427.10	7,371.49
递延所得税资产	4,589.59	3,458.10	2,663.63
其他非流动资产（其他长期资产）	49,383.97		
非流动资产合计	160,573.49	107,388.95	75,475.66
资产总计	522,373.46	498,233.81	401,847.97
短期借款	31,300.00	42,000.00	26,431.85
应付票据	57,846.83	50,028.96	35,734.82
应付账款	134,329.32	110,524.18	78,928.95
预收款项	43,735.03	58,425.80	75,697.20
应付职工薪酬	721.10	696.10	663.89
应交税费	1,106.53	-3,210.29	8,057.74
应付利息	377.62	642.58	60.84
其他应付款	2,675.07	3,378.44	2,987.72
一年内到期的非流动负债	4,000.00		3,000.00
其他流动负债	168.10	268.95	
流动负债合计	276,259.61	262,754.72	231,563.01
长期借款	4,000.00	8,000.00	12,000.00
应付债券	60,030.74	59,888.59	
预计负债	3,542.49	2,886.25	2,469.62
递延所得税负债	15.27	22.02	19.20
其他非流动负债	2,084.00		
非流动负债合计	69,672.50	70,796.87	14,488.82
负债合计	345,932.11	333,551.59	246,051.83
实收资本（股本）	16,700.00	16,700.00	16,700.00

资本公积	97,956.72	97,869.48	97,653.48
盈余公积	7,177.17	5,878.01	4,815.32
未分配利润	54,330.87	44,157.54	36,544.31
专项储备	202.17		
外币报表折算差额	-0.73		
归属于母公司所有者权益合计	176,366.19	164,605.03	155,713.11
少数股东权益	75.17	77.19	83.02
所有者权益合计	176,441.36	164,682.22	155,796.14
负债和所有者权益总计	522,373.46	498,233.81	401,847.97

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业收入	313,697.40	244,924.31	191,023.40
减：营业成本	255,075.47	195,759.13	148,765.15
营业税金及附加	1,335.00	2,020.66	376.60
销售费用	6,373.28	7,734.25	6,932.33
管理费用	24,201.28	20,067.94	17,047.25
财务费用	8,469.86	4,525.53	2,590.44
资产减值损失	4,931.42	4,610.89	4,647.27
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-564.54	-71.35	388.76
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	12,746.54	10,134.56	11,053.12
加：营业外收入	2,462.45	1,793.03	908.17
减：营业外支出	255.75	26.79	108.19
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	14,953.24	11,900.79	11,853.10
减：所得税费用	1,812.78	1,560.71	1,607.58
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	13,140.46	10,340.08	10,245.53
减：* 少数股东损益	-2.02	-5.83	-0.44
五、归属于母公司所有者的净利润	13,142.49	10,345.91	10,245.97

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
销售商品、提供劳务收到的现金	189,146.88	149,773.17	149,283.64
收到的税费返还	14,197.10	4,011.08	3,741.21
收到其他与经营活动有关的现金	3,719.39	6,999.48	5,432.12
经营活动现金流入小计	207,063.37	160,783.73	158,456.97
购买商品、接受劳务支付的现金	175,362.89	145,768.06	129,381.34
支付给职工以及为职工支付的现金	13,341.36	11,647.85	9,676.81
支付的各项税费	9,669.07	6,982.54	4,963.87
支付其他与经营活动有关的现金	8,825.23	9,021.92	17,451.52
经营活动现金流出小计	207,198.56	173,420.36	161,473.54
经营活动产生的现金流量净额	-135.18	-12,636.63	-3,016.56
取得投资收益收到的现金		2.69	2.15
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	994.08	3,426.98	14.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		127.67	
收到其他与投资活动有关的现金	2,912.50	705.69	394.14
投资活动现金流入小计	3,906.59	4,263.03	410.29
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	7,193.99	30,416.05	19,758.69
投资支付的现金	52,238.98	3,360.00	1,109.34
投资活动现金流出小计	59,432.97	33,776.05	20,868.03
投资活动产生的现金流量净额	-55,526.38	-29,513.02	-20,457.74
吸收投资收到的现金			66,402.00
取得借款收到的现金	34,300.00	116,309.00	32,650.00
收到其他与筹资活动有关的现金	147.65		12.02
筹资活动现金流入小计	34,447.65	116,309.00	99,064.02
偿还债务支付的现金	45,000.00	48,416.96	23,682.18
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,464.44	4,422.05	2,297.62
支付其他与筹资活动有关的现金	237.01	385.09	438.89
筹资活动现金流出小计	53,701.45	53,224.10	26,418.68
筹资活动产生的现金流量净额	-19,253.80	63,084.90	72,645.33
汇率变动对现金的影响	-0.73		-8.74
现金及现金等价物净增加额	-74,916.09	20,935.25	49,162.28

附录三-2 合并现金流量补充表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	13,140.46	10,340.08	10,245.53
加：资产减值准备	4,931.42	4,610.89	4,647.27
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,127.11	2,351.19	1,871.44
无形资产摊销	188.85	191.14	163.11
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	12.42	-757.35	1.29
财务费用	6,300.99	3,644.01	2,178.27
投资损失	1,269.44	-71.35	-388.76
递延所得税资产减少	-1,131.49	-794.47	-784.99
递延所得税负债增加		2.82	
存货的减少	-17,104.45	-16,826.32	-22,382.18
经营性应收项目的减少	-33,745.83	-33,100.14	-46,705.46
经营性应付项目的增加	22,586.38	17,772.87	48,137.91
其他	289.50		
经营活动产生的现金流量净额	-135.18	-12,636.63	-3,016.56
现金的期末余额	36,505.48	111,421.57	90,486.32
减：现金的期初余额	111,421.57	90,486.32	41,324.03
现金及现金等价物净增加额	-74,916.09	20,935.25	49,162.28

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{财务费用}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2)$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / ((\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2)$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / ((\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2)$
	存货周转率	$\text{营业成本} / ((\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2)$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / ((\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2)$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

附录 五信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。