

华西能源工业股份有限公司

2012 年公司债券 2015 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。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【202】号

债券剩余规模: 6 亿元

债券到期日期: 2017 年
11 月 05 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 到期一次还本

分析师

姓名:
孙月忠 雷巧庭

电话:
0755-82871099

邮箱:
sunyzh@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

华西能源工业股份有限公司 2012 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 06 月 05 日	2014 年 05 月 21 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 5 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2015 年度跟踪评级结果为: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。该评级结果是考虑到跟踪期内公司营业收入稳定,资本实力进一步增强,投资收益较好,技术水平不断提高;但我们也关注到,公司煤粉锅炉市场持续低迷,已投项目未达到预期收益,营运资金压力较大等风险因素。

正面:

- 公司煤粉锅炉销售收入相对稳定,特种锅炉和锅炉配套产品收入大幅增长。在行业环境低迷的情况下,2014 年公司煤粉锅炉收入 123,737.58 万元,与去年持平;特种锅炉产品及锅炉配套产品收入 114,768.24 万元,同比增长 153.46%。
- 2014 年公司非公开发行普通股成功,资本实力进一步增强。公司于 2014 年 2 月 17 日非公开发行普通股 3,800 万股,扣除发行费用募集资金净额 84,727.81 万元,为业务拓展和项目建设提供了资金支持。
- 公司投资自贡市商业银行,取得较好的投资收益。2014 年,公司对自贡市商业银行股份有限公司投资 4.94 亿元,并在当年取得 4,437.39 万元的投资收益。
- 公司技术研发水平持续提高。跟踪期内,公司新取得授权专利(实用新型)10 项,研发费用支出总额 10,072.09 万元,占 2014 年净资产的 3.67%、占营业总收入的 3.09%。

关注：

- 近年来我国火电投资呈明显的下降态势，对上游的锅炉行业产生一定负面影响。2014 年我国火电基本建设投资完成额为 952 亿元，与 2013 年基本持平，较 2010 年下降了 33.25%，对公司煤粉锅炉造成一定的负面影响。
- 公司发行普通股募集资金所投项目效益未达预期。2014 年，公司首次上市募集资金所投项目“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”分别实现效益 136.03 万元和 865.10 万元；非公开发行普通股募集资金所投项目“组建的华西能源工程公司”和“投资建设张掖市生活垃圾焚烧发电项目”分别实现效益-1,948.60 万元和-33.80 万元。所投项目效益均低于预期。
- 公司应收账款和存货规模较大，营运资金压力较大，经营活动现金流表现不佳。2014 年末，公司应收账款和存货合计 45.66 亿元，占总资产比例为 63.74%，占比较高，给公司带来较大的营运资金压力，经营活动现金流状况欠佳。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	716,450.53	522,373.46	498,233.81
所有者权益合计（万元）	274,266.29	176,441.36	164,682.22
有息债务（万元）	166,170.88	157,177.57	159,917.55
资产负债率	61.72%	66.22%	66.95%
流动比率	1.43	1.31	1.49
速动比率	0.80	0.83	1.05
营业收入（万元）	326,858.54	313,697.40	244,924.31
营业利润（万元）	15,749.24	12,746.54	10,134.56
利润总额（万元）	16,866.99	14,953.24	11,900.79
综合毛利率	18.69%	18.69%	20.07%
总资产回报率	3.88%	4.24%	3.53%
EBITDA（万元）	28,315.01	24,929.68	14,443.12
EBITDA 利息保障倍数（万元）	3.95	3.74	4.64
经营活动现金流净额（万元）	-54,092.80	-135.18	-12,636.63

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

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《关于核准华西能源工业股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可〔2012〕1203号）核准，公司于2012年11月5日公开发行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2015年3月底，本期债券本息支付情况如下表所示：

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
2014年11月5日	0	3,600	60,000

资料来源：公司提供

本期债券募集资金用于补充流动资金。截至报告日，募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，经中国证券监督管理委员会证监许可〔2014〕70号文核准，公司于2014年2月17日非公开发行普通股3,800万股，发行价格每股22.91元，募集资金总额87,058万元，扣除发行费用募集资金净额847,278,113.21元，新增注册资本3,800万元，公司注册资本变更为20,500万元。公司于2014年4月30日公司以资本公积金向全体股东每10股转增8股。新增注册资本16,400万元，公司注册资本变更为36,900万元。

截至2015年3月31日底，公司前三大股东分别为黎仁超、赖红梅和东海基金-工商银行-东海基金-工行-鑫龙16号资产管理计划，持股比例分别为21.00%、4.06%和3.21%。公司实际控制人为黎仁超。

表 2 截至 2015 年 3 月 31 日末公司前五大股东情况

股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)	股本性质
------	-------------	---------------	------

黎仁超	77,490,840	21.00	限售流通 A 股,A 股流通股
赖红梅	14,965,760	4.06	A 股流通股
东海基金-工商银行-东海基金-工行-鑫龙 16 号资产管理计划	11,862,000	3.21	A 股流通股
鹏华资产-平安银行-鹏华资产瑞祥 11 期专项资产管理计划	10,278,000	2.79	A 股流通股
鹏华资产-平安银行-鹏华资产瑞祥 10 期专项资产管理计划	10,278,000	2.79	A 股流通股
合计	124,874,600	33.85	-

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主营业务无变化。2014年公司新纳入财务报表合并范围的子公司5家，无减少合并子公司，具体情况如表2所示；截至2014年底公司拥有合并子公司共8家（见附录五）。

表 3 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
华西能源工程有限公司	100%	20,000	工程总包	新设
自贡华西能源工业有限公司	100%	30,000	锅炉制造	新设
华西能源张掖生物质发电有限公司	100%	28,560	项目管理	新设
四川鼎慧商贸有限公司	100%	1,000	商品贸易	新设
四川易迪泰网络有限公司	100%	500	互联网	新设

资料来源：公司 2014 年审计报告、鹏元整理

截至2014年12月31日，公司资产总额为71.65亿元，所有者权益合计为27.43亿元，资产负债率为61.72%；2014年度，公司实现营业收入32.69亿元，利润总额1.69亿元，经营活动现金流净流出5.41亿元。

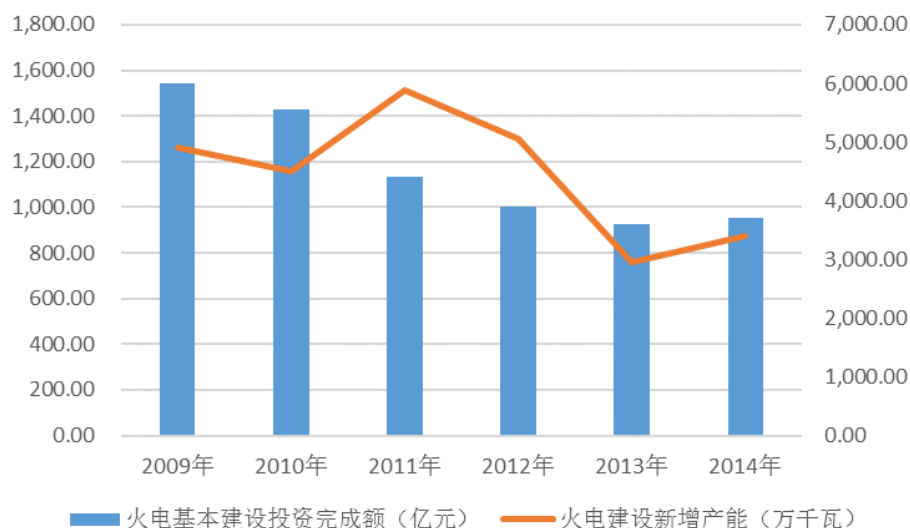
三、运营环境

近年来我国火电投资呈明显的下降态势，对上游的锅炉行业产生一定负面影响

受经济结构调整等因素的影响，近两年我国经济增速放缓，用电量增速处于较低水平，加之新建电源项目的不断投产，给发电行业新增投资带来一定压力。根据中国能源研究会披露的数据，2014年我国电源投资总额3,646亿元，同比下降5.8%。具体来看，2014年我国火电基本建设投资完成额为952亿元，与2013年基本持平，较2010年下降了33.25%。

火力发电投资增速下滑，对上游的电站锅炉行业造成一定负面影响。2013年和2014年，我国电站锅炉产量分别为46.98万蒸吨和47.80万蒸吨，与2011年和2012年的53.88万蒸吨和53.82万蒸吨相比有明显下降。

图 1 2009-2014 年我国火电建设投资及新增产能情况



资料来源：wind 资讯

2014年，我国锅炉及原动设备制造行业主营业务收入5,086.31亿元，同比提高2.79%，其增速较前两年出现较大的降幅；利润总额308.48亿元，则比2013年下降了9.98%。

表 4 2011-2014 年我国锅炉及原动设备制造行业盈利指标（单位：亿元）

年份	主营业务收入		利润总额	
	金额	同比增减	金额	同比增减
2011年	3,650.78	28.50%	272.61	33.74%
2012年	4,098.85	12.27%	296.86	8.89%
2013年	4,948.27	20.72%	342.68	15.44%
2014年	5,086.31	2.79%	308.48	-9.98%

资料来源：wind 资讯

钢材价格整体处于下降趋势，对业内企业的盈利产生积极影响

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，钢材既是锅炉制造直接用原材料，又是外包部件的主要组成部分。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锅炉行业原料或产品价格波动并导致业务利润波动的风险。从下图可知，2014年主要钢材价格均出现明显的下降态势，至2014年底相关钢材价格指数降至近五年的新低，有利于锅炉生产企业降低成本。

图 2 2010-2014 年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

四、经营与竞争

公司主营业务为高效节能锅炉、环保锅炉、新能源综合利用锅炉及其配套产品的设计、制造和销售，以及基于节能环保、可再生能源、新能源综合利用电源建设等领域提供设计、采购供货、施工、安装调试、竣工验收等部分或全过程的工程总承包服务。2014年，公司营业总收入32.69亿元，同比增长4.20%，其中主营业务收入32.58亿元，占营业总收入的99.68%，同比增长4.04%。2014年公司煤粉锅炉收入与去年持平；特种锅炉产品市场得到巩固和发展，收入大幅增长79.41%；总包项目收入和毛利率降幅较大。2014年公司收入规模和毛利率水平与2013年基本持平。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
煤粉锅炉	123,737.58	21.97%	124,625.70	19.96%
总包项目	87,304.22	14.81%	143,255.53	18.19%
特种锅炉	68,499.62	16.90%	38,179.67	15.77%
锅炉配套产品	46,268.62	18.73%	7,101.45	19.26%
主营业务收入合计	325,810.04	18.52%	313,162.35	18.63%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

跟踪期内，公司煤粉锅炉销售收入相对稳定，特种锅炉和锅炉配套产品收入大幅增长

2014年，在国内经济持续低迷的宏观环境下，电力需求增速持续放缓，火电投资持续下降，但随着行业内各主要在建项目投入运营，产能的提升导致火电装备出现产能过剩、竞争日益加剧；国际市场上，公司重点出口地区南亚、东南亚等地区市场经济增速持续放缓、电力投资增速明显下降。受上述诸多不利因素的影响，尤其是海外市场拓展未取得预期突破，全年新增订单未能达到年初预订目标，导致公司煤粉锅炉业务缺乏增长动力，收入与去年持平。

公司特种锅炉产品市场得到巩固和发展。2014年，公司中小机组及余热锅炉产品市场开拓取得进展，成功签订了多台煤气锅炉、生物质锅炉、大型燃气轮机余热利用锅炉、EPC工程总包供货合同；公司承接制造的安德利茨GP大型碱回收锅炉项目模块制造完工并顺利交付客户，国内同类产品首次进入美国本土市场。

公司海外工程总包印度MARUTI和TRN项目相继进入合同执行尾期，对销售收入的贡献明显下降；同时，海外新增订单未取得突破，公司工程总包类主营业务收入占比大幅下降。

2013年公司新增订单30.06亿元，年末在手订单净额34.96亿元。2014年，公司新增订单21.85亿元，新签订单在2014年度的执行比例45%，2014年末公司在手订单余额21.01亿元。2014年末公司在手订单余额较2013年下降39.90%。但是截至2014年底，公司存货中已完工未结算金额达到19.55亿元，未来收入较有保障。

表 6 公司 2013-2014 年锅炉及锅炉配套产品订单情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2013 年
煤粉锅炉当年新增订单	7.91	13.01
特种锅炉当年新增订单	4.2	8.43
锅炉配套产品当年新增订单	9.74(含总包)	8.62(含总包)
煤粉锅炉年末在手订单	5.76	-
特种锅炉年末在手订单	3.97	-
锅炉配套产品年末在手订单	11.28(含总包)	-

资料来源：公司提供

受海外订单下降影响，2014年公司总包项目收入下降明显，但2015年初公司相继获得两笔大额订单，未来收入较有保障

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TRN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。2014年，公司TRN项目进入合同执行尾期，对销售收入的贡献明显下降，而海外新增订单未取得突破，全年

工程总包类主营业务收入大幅下降39.06%。

截至2014年底，公司总承包项目在手订单有9个，海外订单合同金额与2013年相比大幅下降，总承包项目的在手订单未来可确认收入8.35亿元，与2013年基本持平。

但2015年1月公司与德国DoRex咨询股份有限公司、德国Payer工程有限公司签署了《西非1000t/h热力供汽EPC工程总包项目授标函》（以下简称“授标函”），根据授标函，公司中标西非1000t/h热力供汽EPC工程总包项目，公司是其选定的非洲项目设计、供货、施工等服务的唯一总承包服务供应商，合同总金额1.63亿欧元，项目建设期为两年。2015年3月，公司与巴基斯坦GrangePowerLimited公司签署了《巴基斯坦GrangePower150MW电站项目EPC工程总包合同》，合同总金额1.93亿美元，合同履约期限29个月。这些重大合同的签订为公司未来的收入提供了保障。

表 7 截至 2014 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	累计已确认收入（不含税）	预计未来可确认收入	预计完成时间
盐亭盈基生物质能源开发有限公司	29,000.00	3,050.12	22,613.60	2016 年
四川省能投华西生物质能开发有限公司	28,300.00	12,353.18	4,543.88	2015 年
华西能源张掖生物质发电有限公司	29,600.00	11,398.16	14,796.53	2016 年
四川泰丰集团有限公司	11,600.00	6,600.00	5000	2015 年
广东省水利水电第三工程局宜宾项目	2,800.00	2,100.50	699.5	2015 年
广东省水利水电第三工程局雅安项目	3,600.00	810.07	2,789.93	2015 年
广东省水利水电第三工程局广元项目	6,600.00	-	6,600.00	2015 年
宁夏天煜供热有限公司	12,800.00	-	11,327.43	2016 年
泰国 VKE 垃圾发电总包项目	17,079.67		15,114.75	2016 年
合计	141,379.67	36,312.03	83,485.62	-

注：合同金额=累计已确认收入+预计未来可确认收入+质保金。

资料来源：公司提供

公司技术研发水平持续提高，并通过收购、投资的方式拓展新业务，培育新的利润增长点

2014年度，公司重点完成了350MW等级超临界煤粉锅炉技术开发、300MW等级CFB、350MW等级超临界PC等产品的工艺研发，以及光热热工、高压加热器的工艺设计；完成安德里茨GP超大型碱回收锅炉模块制造工艺攻关等多项技术研发。跟踪期内，公司研发费用投入10,072.09万元（占2014年度营业总收入的3.08%），新取得授权专利（实用新型）10项，公司技术研发水平持续提高。公司自主研发制造的自贡垃圾焚烧发电项目顺利通过四川省科技厅省级科技成果鉴定。

近年来，公司基于传统锅炉制造业务，开始从事火电站、垃圾发电、生物质发电、余

热发电站的工程总包和投资运营业务，同时投资自贡商业银行形成金融配套平台，顺利完成“装备制造+工程总包+投资运营+金融平台”的构架打造。

2014年，公司首次上市募集资金所投项目“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”分别实现效益136.03万元和865.10万元，效益低于预期。公司非公开发行普通股募集资金净额84,727.81万元，专项用于投资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、组建华西能源工程公司、投资建设张掖市生活垃圾焚烧发电项目。其中，组建的华西能源工程公司和投资建设张掖市生活垃圾焚烧发电项目分别亏损1,948.60万元和33.80万元，低于预期效益。

2014年11月公司宣布，将用2.6亿元收购广东博海昕能环保有限公司（以下简称“博海昕能”）50%的股份，博海昕能主要从事垃圾焚烧发电及污水处理业务，已中标、签订6个垃圾处理焚烧发电BOT项目，合计日垃圾处理量达7,150吨/天，其中60%分布在广东沿海经济发达地区。通过收购，公司跨区域发展目标初步实现，公司中标的垃圾焚烧发电总量达到日处理1.2万吨，进一步拓展了垃圾焚烧发电业务。截止2015年4月30日，博海昕能股权转让已完成工商变更登记。

2014年11月，公司宣布与安能热电集团有限公司（以下简称“安能集团”）签订框架协议，计划出资3亿元与其合资组建生物质新能源公司，公司将持有新公司65%的股权。安能集团拟对其下属的5家生物质发电子公司进行整合、并以其所持有的5家子公司的股权作为出资。安能集团5家子公司已建成生物质电厂合计装机容量15万千瓦。新能源公司成立后，所有投资项目的设备供货、工程建设将由公司负责承接和组织实施，将有利于公司装备制造和工程总包业务板块的发展，开拓公司生物质新能源领域。截止2015年4月30日，上述协议尚未实施。

另外，公司对自贡市商业银行股份有限公司新增投资4.94亿元，公司持有自贡市商业银行16.60%的股份，成为自贡商业银行的单个第一大股东。该银行截至2014年底资产总额261.30亿元、利润总额3.76亿元，经济效益较好，2014年公司该笔投资取得4,437.39万元的投资收益。

五、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2013年至2014年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2014年新纳入财务报表合并范围的子公司5家，无减少合并子公司，具体情况见表2。

资产结构与质量

公司资产规模持续增加，但资产整体流动性一般

截至2014年底，公司资产总额71.65亿元，同比增长37.15%，其中增长幅度较大的科目为应收账款、存货、长期股权投资。

应收账款涉及锅炉业务和总包项目的回款，业务期较长，账龄以1-3年为主，同时涉及客户较多，且部分客户为国外客户，存在一定坏账风险；公司根据账龄的不同计提了不同比例的坏账准备，截至2014年底坏账准备共有2.95亿元；应收账款前五名欠款合计9.22亿元，占比36.70%。

存货较2013年底增加10.30亿元，主要是由于项目结算滞后，导致2014年存货中建造合同形成的已完工未结算资产新增10.42亿元，达到19.55亿元；该部分资产未来结算后将为公司提供较大规模的收入。另外存货中包含一定规模的原材料和在产品，考虑到钢材价格波动较大，公司部分存货有一定跌价风险。

长期股权投资较2013年底增加5.18亿元，主要是公司对自贡市商业银行股份有限公司新增投资4.94亿元，并在当年取得4,437.39万元的投资收益。

另外，公司货币资金3.64亿元，其中受限资金占比较大，合计3.09亿元，主要为银行承兑汇票保证金和履约保函保证金。在建工程主要为华西能源科技工业园，期末余额为1.40亿元，该项目当期转固定资产7,566.77万元。龙泉技术营销中心与特种锅炉研制基地项目于2014年完工，并在当期转入固定资产5,599.22万元。

截至2014年底，公司抵质押资产主要包括固定资产中的5.49亿元和无形资产中的0.42亿元，占资产总额的比重为8.25%。

总体而言，公司资产规模持续增加，但业务回款期较长，应收账款和存货规模较大，资产整体流动性不高。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	531,150.54	74.14%	361,799.97	69.26%
货币资金	36,372.78	5.08%	40,290.20	7.71%
应收账款	220,960.67	30.84%	152,594.95	29.21%
存货	235,673.38	32.89%	132,671.49	25.40%
非流动资产合计	185,299.99	25.86%	160,573.49	30.74%

长期股权投资	59,234.38	8.27%	7,470.69	1.43%
固定资产	95,692.80	13.36%	84,647.97	16.20%
在建工程	14,133.01	1.97%	4,559.60	0.87%
资产总额	716,450.53	100.00%	522,373.46	100.00%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

资产运营效率

公司货款回收较慢，存货规模较大，使得整体资产运营效率较低

公司应收账款涉及锅炉业务和总包项目的回款，账龄以1-3年为主，同时涉及客户较多，回款时间较慢。由于项目结算滞后，公司存货中含有大量已完工未结算资产，使得公司流动资产及整体资产运营效率较低。

2014年公司营业总收入较2013年小幅增长，收入规模未达预期，但应收账款、存货等各项资产增幅较大，使得公司各项资产运营效率有所下降。

表 9 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2014 年	2013 年
应收账款周转天数	205.72	152.75
存货周转天数	249.46	175.18
应付账款周转天数	226.54	172.79
净营业周期	228.64	155.14
流动资产周转天数	491.75	431.87
固定资产周转天数	99.31	76.72
总资产周转天数	682.22	585.63

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2014年公司营业收入规模变化不大，利润的增加主要依赖于投资收益贡献

2014年公司营业收入32.69亿元，同比小幅增长，其中煤粉锅炉收入与上年基本持平，受火电装备产能过剩、火电投资增速持续放缓等影响，传统煤粉锅炉的业绩增长存在一定压力。2014年特种锅炉收入增幅较大，要是得益于中小机组及余热锅炉产品市场开拓取得进展。另外，由于金额较大海外项目进入合同执行尾期，而海外新增订单未取得突破，2014年总包项目收入大幅下滑。截至2014年底，公司存货中已完工未结算金额达到19.55亿元，2015年初公司相继获得两笔金额较大的订单，未来收入较有保障。

2014年公司利润总额同比增长12.80%，综合毛利率和期间费用率与2013年持平，利润的增长主要系投资自贡市商业银行取得4,437.39万元的投资收益，预计2015年该项投资仍将

为公司带来不错的投资收益。值得注意的是，公司其余投资多为亏损，且应收账款规模增加导致2014年公司资产减值损失较2013年增加了0.23亿元。

总体而言，公司收入和利润仍相对稳定，未来收入较有保障。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
营业收入	326,858.54	313,697.40
营业利润	15,749.24	12,746.54
利润总额	16,866.99	14,953.24
其中：投资净收益	3,636.47	-564.54
净利润	14,910.35	13,140.46
综合毛利率	18.69%	18.69%
期间费用率	12.27%	12.45%
营业利润率	4.82%	4.06%
总资产回报率	3.61%	3.58%
净资产收益率	6.62%	7.70%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营现金流表现较差，投资支出较大，公司面临一定的资金压力

2014年公司经营性应付项目较2013年增加9亿元，但存货和经营性应收项目分别较2013年增加10.30亿元和6.88亿元，导致公司营运资本压力大幅提高。公司锅炉业务及总包项目业务的回款期较长，加上部分项目前期垫资建设，以及客户采用应收票据方式结算导致经营现金流表现较差。随着业务的发展，公司将面临越来越大的营运资金需求。

2014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”3.06亿元，导致当年投资活动出现较大的净流出。截至2014年底公司仍有华西能源科技工业园等在建项目，未来仍有较大投入。

2014年公司筹资活动现金呈现大额净流入，主要是非公开发行成功普通股获得募集资金净额8.47亿元。近几年公司通过银行贷款、发行债券和股票增发等方式持续获得融资，总体而言融资渠道较为畅通，但公司经营活动和投资活动均有较大的资金需求，未来仍面临一定的资金压力。

表 11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
净利润	14,910.35	13,140.46
营运资本变化	-81,797.70	-28,263.90

其中：存货减少（减：增加）	-103,001.89	-17,104.45
经营性应收项目的减少（减：增加）	-68,773.31	-33,745.83
经营性应付项目的增加（减：减少）	89,977.50	22,586.38
经营活动产生的现金流量净额	-54,092.80	-135.18
投资活动产生的现金流量净额	-28,349.95	-55,526.38
筹资活动产生的现金流量净额	79,848.14	-19,253.80
现金及现金等价物净增加额	-2,951.25	-74,916.09

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模进一步攀升，负债率偏高，债务偿还压力较大

截至2014年底，公司负债总额44.22亿元，同比增长21.77%；所有者权益合计27.43亿元，同比增长26.36%。公司负债与所有者权益有所下降，但仍处于较高水平，净资产对总负债不能形成覆盖。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014 年	2013 年
负债总额	442,184.24	345,932.11
所有者权益	274,266.29	176,441.36
负债与所有者权益比率	161.22%	196.06%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

截至2014年底，公司流动负债和非流动负债分别占比83.92%和16.08%。流动负债中增幅较大的为应付账款，较2013年底增加6.58亿元，主要是本年采购增加所致。公司有息负债合计16.62亿元，占负债总额的比重为37.58%，其中10.60亿元为一年内到期，6.02亿元为应付债券，将于2017年一次到期还本。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	39,500.00	8.93%	31,300.00	9.05%
应付票据	62,501.22	14.13%	57,846.83	16.72%
应付账款	200,178.64	45.27%	134,329.32	38.83%
预收款项	54,807.11	12.39%	43,735.03	12.64%
流动负债合计	371,098.84	83.92%	276,259.61	79.86%
长期借款	-	0.00%	4,000.00	1.16%
应付债券	60,169.66	13.61%	60,030.74	17.35%
非流动负债合计	71,085.40	16.08%	69,672.50	20.14%

负债合计	442,184.24	100.00%	345,932.11	100.00%
其中：有息债务	166,170.88	37.58%	157,177.57	45.44%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

截至2014年底，公司资产负债率为61.72%，较2013年底有所下降。公司流动比率和速动比率偏低，存货和应收账款虽规模较大但流动性有限，对流动负债的保障程度不高。公司EBITDA为2.83亿元，EBITDA利息保障倍数为3.95。2015年和2016年公司预计偿还本息分别为11.46亿元、6亿元，债务偿还压力较大。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2014 年	2013 年
资产负债率	61.72%	66.22%
流动比率	1.43	1.31
速动比率	0.80	0.83
EBITDA（万元）	28,315.01	24,929.68
EBITDA 利息保障倍数	3.95	3.74
有息债务/EBITDA	5.87	6.30

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项

公司与重庆万盛煤化有限责任公司供货合同纠纷案，涉案金额4,199.4万元。截止2015年4月8日，该诉讼没有实质进展，双方尚在协商和解中。

公司与中机新能源开发有限公司供货服务合同纠纷案，涉案金额2,565万元。截止2015年4月8日，本案正在审理中。

七、评级结论

跟踪期内，国内经济增速放缓，火电投资下降，抑制了上游产业的需求，导致公司煤粉锅炉产品收入增长乏力，但公司特种锅炉及锅炉配套产品取得突破，收入大幅增长。公司总承包业务受海外订单下降影响，收入大幅下降，但2015年初，公司相继取得两笔海外大额订单，保障了公司未来两年的收入。2014年公司成功进行股票非公开发行，为在建项目及业务拓展提供了资金支持，但相关项目预期效益不佳。另外，公司增资自贡市商业银行，取得了较好的投资收益。

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 资产负债表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
货币资金	36,372.78	40,290.20	116,814.12
应收票据	4,037.72	12,379.21	10,910.92
应收账款	220,960.67	152,594.95	113,608.54
预付款项	18,025.04	17,761.86	27,937.96
其他应收款	16,004.58	5,965.69	5,969.72
应收股利	76.37	136.57	36.57
存货	235,673.38	132,671.49	115,567.04
流动资产合计	531,150.54	361,799.97	390,844.86
可供出售金融资产	289.24	157.13	202.13
长期股权投资	59,234.38	7,470.69	5,985.14
固定资产	95,692.80	84,647.97	49,064.02
在建工程	14,133.01	4,559.60	42,252.46
无形资产	9,603.28	9,764.55	6,427.10
递延所得税资产	6,347.27	4,589.59	3,458.10
其他非流动资产	-	49,383.97	-
非流动资产合计	185,299.99	160,573.49	107,388.95
资产总计	716,450.53	522,373.46	498,233.81
短期借款	39,500.00	31,300.00	42,000.00
应付票据	62,501.22	57,846.83	50,028.96
应付账款	200,178.64	134,329.32	110,524.18
预收款项	54,807.11	43,735.03	58,425.80
应付职工薪酬	726.05	721.10	696.10
应交税费	5,320.24	1,106.53	-3,210.29
应付利息	369.43	377.62	642.58
其他应付款	3,599.64	2,675.07	3,378.44
一年内到期的非流动负债	4,000.00	4,000.00	-
其他流动负债	96.50	168.10	268.95
流动负债合计	371,098.84	276,259.61	262,754.72
长期借款	-	4,000.00	8,000.00
应付债券	60,169.66	60,030.74	59,888.59
预计负债	4,368.30	3,542.49	2,886.25
递延所得税负债	33.44	15.27	22.02
递延收益-非流动负债	6,514.00	-	-
其他非流动负债	-	2,084.00	--
非流动负债合计	71,085.40	69,672.50	70,796.87
负债合计	442,184.24	345,932.11	333,551.59
股本	36,900.00	16,700.00	16,700.00
资本公积	162,420.14	97,892.32	97,869.48
其它综合收益	169.28	63.66	-
专项储备	333.33	202.17	-

盈余公积	8,865.34	7,177.17	5,878.01
未分配利润	65,504.92	54,330.87	44,157.54
归属于母公司所有者权益合计	274,193.01	176,366.19	164,605.03
少数股东权益	73.29	75.17	77.19
所有者权益合计	274,266.29	176,441.36	164,682.22
负债和所有者权益总计	716,450.53	522,373.46	498,233.81

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
一、营业总收入	326,858.54	313,697.40	244,924.31
其中：营业收入	326,858.54	313,697.40	244,924.31
二、营业总成本	314,745.78	300,386.31	234,718.40
其中：营业成本	265,783.09	255,075.47	195,759.13
营业税金及附加	1,615.48	1,335.00	2,020.66
销售费用	6,239.20	6,373.28	7,734.25
管理费用	24,628.83	24,201.28	20,067.94
财务费用	9,232.35	8,469.86	4,525.53
资产减值损失	7,246.84	4,931.42	4,610.89
投资净收益	3,636.47	-564.54	-71.35
三、营业利润	15,749.24	12,746.54	10,134.56
加：营业外收入	1,150.27	2,462.45	1,793.03
减：营业外支出	32.52	255.75	26.79
四、利润总额	16,866.99	14,953.24	11,900.79
减：所得税	1,956.64	1,812.78	1,560.71
五、净利润	14,910.35	13,140.46	10,340.08

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
销售商品、提供劳务收到的现金	184,630.80	189,146.88	149,773.17
收到的税费返还	2,132.54	14,197.10	4,011.08
收到其他与经营活动有关的现金	4,521.17	3,719.39	6,999.48
经营活动现金流入小计	191,284.51	207,063.37	160,783.73
购买商品、接受劳务支付的现金	207,197.83	175,362.89	145,768.06
支付给职工以及为职工支付的现金	14,587.80	13,341.36	11,647.85
支付的各项税费	8,453.31	9,669.07	6,982.54
支付其他与经营活动有关的现金	15,138.37	8,825.23	9,021.92
经营活动现金流出小计	245,377.30	207,198.56	173,420.36
经营活动产生的现金流量净额	-54,092.80	-135.18	-12,636.63
取得投资收益收到的现金	-	-	2.69
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.34	994.08	3,426.98
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	4,718.46	2,912.50	705.69
投资活动现金流入小计	4,718.80	3,906.59	4,263.03
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	30,568.75	7,193.99	30,416.05
投资支付的现金	-	52,238.98	3,360.00
支付其他与投资活动有关的现金	2,500.00	-	-
投资活动现金流出小计	33,068.75	59,432.97	33,776.05
投资活动产生的现金流量净额	-28,349.95	-55,526.38	-29,513.02
吸收投资收到的现金	84,727.81	-	-
取得借款收到的现金	57,500.00	34,300.00	116,309.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	147.65	-
筹资活动现金流入小计	142,227.81	34,447.65	116,309.00
偿还债务支付的现金	53,300.00	45,000.00	48,416.96
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9,079.67	8,464.44	4,422.05
支付其他与筹资活动有关的现金	-	237.01	385.09
筹资活动现金流出小计	62,379.67	53,701.45	53,224.10
筹资活动产生的现金流量净额	79,848.14	-19,253.80	63,084.90
汇率变动对现金的影响	-356.65	-0.73	-
现金及现金等价物净增加额	-2,951.25	-74,916.09	20,935.25

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料 （单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
净利润	14,910.35	13,140.46	10,340.08
加：资产减值准备	7,246.84	4,931.42	4,610.89
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,019.02	3,127.11	2,351.19
无形资产摊销	267.51	188.85	191.14
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-7.67	12.42	-757.35
财务费用	6,663.03	6,300.99	3,644.01
投资损失	-3,636.47	1,269.44	-71.35
递延所得税资产减少	-1,757.69	-1,131.49	-794.47
递延所得税负债增加		-	2.82
存货的减少	-103,001.89	-17,104.45	-16,826.32
经营性应收项目的减少	-68,773.31	-33,745.83	-33,100.14
经营性应付项目的增加	89,977.50	22,586.38	17,772.87
其他	-	289.50	-
经营活动产生的现金流量净额	-54,092.80	-135.18	-12,636.63

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2014 年	2013 年	2012 年
综合毛利率	18.69%	18.69%	20.07%
期间费用率	12.27%	12.45%	13.20%
营业利润率	4.82%	4.06%	4.14%
总资产回报率	3.61%	3.58%	2.64%
净资产收益率	6.62%	7.70%	6.45%
负债与所有者权益比率	161.22%	196.06%	202.54%
资产负债率	61.72%	66.22%	66.95%
流动比率	1.43	1.31	1.49
速动比率	0.80	0.83	1.05
EBITDA 利息保障倍数	3.95	3.74	4.64
有息债务/EBITDA	5.87	6.30	11.07

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至 2014 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
重庆东工实业有限公司	1,900	94.74%	化工、五金等销售
重庆市华西耐火材料有限公司	600	100.00%	耐火材料的生产、销售
华西能源（印度）有限公司	924,220（印度卢比）	100.00%	工程总包、安装、测试
华西能源工程有限公司	20,000	100.00%	工程总包
自贡华西能源工业有限公司	30,000	100.00%	锅炉制造
华西能源张掖生物质发电有限公司	28,560	100.00%	项目管理
四川鼎慧商贸有限公司	1,000	100.00%	商品贸易
四川易迪泰网络有限公司	500	100.00%	互联网

资料来源：2014 年公司审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	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
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录七 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体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（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。

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。