



信用等级通知书

信评委函字[2011]跟踪049号

四川长虹电器股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“四川长虹电器股份有限公司2009年认股权和债券分离交易的可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级上调至AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一一年九月二十七日

四川长虹电器股份有限公司 认股权与债券分离交易的可转换公司债券 2011 年跟踪评级报告¹

发行主体	四川长虹电器股份有限公司		
担保主体	绵阳市投资控股(集团)有限公司		
发行规模	人民币 30 亿元		
存续期限	2009/07/31~2015/07/30		
上次评级时间	2010/05/31		
上次评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA ⁻	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定

概况数据

四川长虹	2008	2009	2010	2011.H1
所有者权益(亿元)	126.21	134.33	146.09	149.20
总资产(亿元)	287.25	365.36	445.56	481.35
总债务(亿元)	99.05	138.73	190.38	215.34
营业总收入(亿元)	279.30	314.58	417.12	229.88
营业毛利率(%)	17.49	18.48	16.32	15.84
EBITDA(亿元)	10.11	15.03	18.16	-
所有者权益收益率(%)	2.08	4.01	3.27	1.69
资产负债率(%)	56.06	63.23	67.21	69.00
总债务/EBITDA(X)	9.79	9.23	10.49	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.98	4.58	3.88	-

注: 1、2011.H1 所有者权益收益率指标经年化;

2、所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益

绵阳控股	2008	2009	2010
所有者权益(亿元)	69.60	70.91	111.60
总资产(亿元)	107.16	152.15	242.72
总债务(亿元)	27.66	65.02	97.85
营业总收入(亿元)	7.46	7.31	16.50
营业毛利率(%)	59.65	49.62	27.82
EBITDA(亿元)	3.44	4.30	4.57
所有者权益收益率(%)	2.91	1.72	1.84
资产负债率(%)	34.34	52.90	54.02
总债务/EBITDA(X)	8.05	15.11	21.39
EBITDA 利息倍数(X)	2.60	1.19	3.51

分析师

张丹 dzhang@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

2011年9月27日

www.ccxr.com.cn

基本观点

2010年,四川长虹电器股份有限公司(简称“四川长虹”或“公司”)积极参与家电下乡,不断拓展海外市场,实现营业收入稳步增长,并且来自于投资收益及财政补贴的利润贡献,使公司保持了良好的盈利水平。彩电业务作为公司收入及利润的主要来源,具有较强的竞争优势,而且公司平板电视的产能布局已基本完成,同时向上游核心器件产业链延伸,为其未来盈利能力的提升奠定了基础。2011年8月,5.65亿份认股权证行权募资29.49亿元,对其综合财务实力起到较明显提升作用。同时,我们也关注到家电行业竞争激烈,上游原材料价格波动以及持续较大规模的资本支出等因素也将对公司未来的经营带来一定挑战。

综上,中诚信证评将四川长虹电器股份有限公司主体信用等级调至AA,评级展望稳定;维持“四川长虹电器股份有限公司认股权与债券分离交易的可转换债券”的信用等级为AA。

正面

- 家电下乡政策拉动业绩增长作用明显。借助完善的销售网络,公司积极参与家电下乡活动,取得了很好的销售业绩,进一步拓展了彩电、冰箱、空调等主要产品的销售市场。
- 多元化战略有助于公司缓解产品单一风险,保持经营业绩的稳定。除彩电外,公司还涉及空调、冰箱、关键器件、IT产品、通讯产品、电池等多项产品的生产销售。
- 公司平板电视产业布局基本完成,有利于其减小成本波动风险。公司液晶及等离子平板电视产能已具有一定规模,并且运营稳定性不断提高,加之公司在液晶模组及PDP显示屏及模组生产线的量产,上游关键原材料的供应保障程度明显提高。
- 股东支持。公司控股股东四川长虹电子集团有限公司作为一家地方国资委监管的大型企

业，对公司在业务发展、资金、技术等方面提供了有力支持。

关 注

- PDP 项目全面量产，但对公司未来盈利的影响仍不确定。公司 PDP 项目于 2010 年全面量产，但未来 PDP 产品的竞争力仍存在一定不确定性，对公司盈利水平的影响仍有待进一步观察。
- 市场竞争激烈，成本上涨压力加大，影响了公司的盈利水平。2010 年彩电市场降价竞争现象严重，加之铜、铝、钢材等主要原材料价格走高，均对公司的盈利能力提出挑战。
- 随着资本支出增大，公司债务压力增加。近年来，公司资产负债率和总资本化比率不断上升，财务杠杆较高。

¹ 2011 年 6 月 30 日，中诚信证评信用评级委员会对“四川长虹电器股份有限公司认股权与债券分离交易的可转换债券”进行了审定。由于随后本期债券所附的“长虹 CWB1”认股权证处于行权期，中诚信证评对该事项进行了持续跟踪，经综合判断，中诚信证评认为此次行权对公司提升资本实力、改善财务结构有较为明显的影响。2011 年 9 月 27 日，经中诚信证评信用评级委员会再次审定，将四川长虹电器股份有限公司主体信用级别调至 AA。

募集资金使用情况

2009年7月，公司发行30亿元分离交易可转换债券，扣除相关费用后实际募集资金净额29.23亿元。根据公司2009年7月11日刊登的《四川长虹电器股份有限公司认股权和债券分离交易的可转换公司债券募集说明书》，债券募集资金用于PDP显示屏及模组项目，数字电视项目，偿还银行贷款及补充流动资金。截至2010年12月31日，募集资金已全部使用完毕，资金投向符合募集说明书的规定。

表 1: 募集资金使用情况

项目	募集资金投入金额 (亿元)	项目进展
PDP 显示屏及模组项目	10	目前该项目进入全面量产阶段
数字电视项目	5	已完成对网络公司的增资
偿还银行贷款	10	-
补充流动资金	4.23	-
合计	29.23	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

认股权证

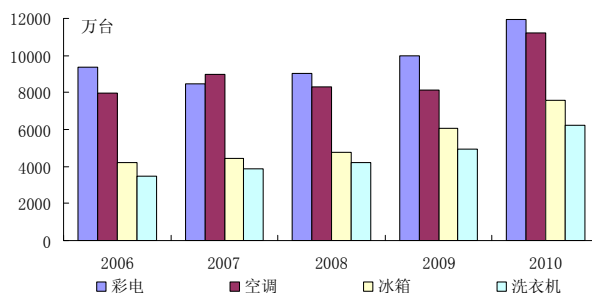
公司2009年8月19日上市的5.73亿份权证“长虹CWB1”在2011年8月18日行权期结束时，共计5.65亿份认股权证成功行权，募集资金总额29.49亿元。

行业关注

2010年，在经济稳定增长和相关政策的共同作用下，家电市场持续高速增长，但由于市场竞争激烈且原材料价格上涨明显，行业利润水平受到影响

2010年，随着家电下乡及以旧换新政策的全面推广，家电消费，尤其是农村市场的消费，带动了家电行业景气度的回升，主要家电产品的产销规模均呈现大幅增长。彩电、空调、冰箱、洗衣机等主要家电产品的产量分别达到11,938万台、11,220万台、7,546万台及6,208万台，分别同比增长19.79%、37.61%、24.45%和25.78%。其中，家电下乡产品累计销售7,718万台，同比增长123.31%。

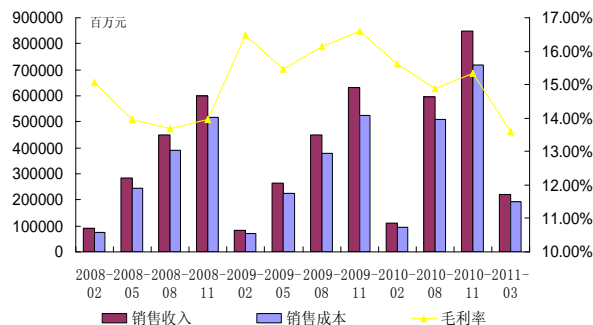
图 1: 2006~2010 年中国家电行业主要产品产量统计



资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

在产销规模持续增长的推动下，中国家电行业收入规模大幅增长，2010年1-11月行业累计实现营业收入8,470亿元，同比增长34.43%，但由于原材料价格上涨，导致销售成本同比增幅达36.46%，行业毛利率降至15.33%，同比下降1.26个百分点。

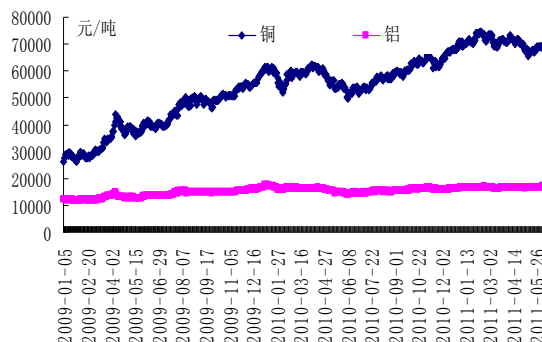
图 2: 2008.2~2011.3 中国家电行业收入及毛利率情况



资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

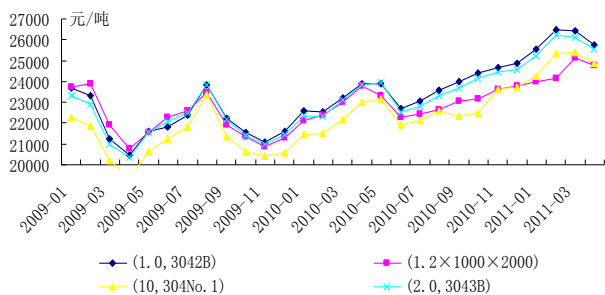
白色家电方面，由于全球流动性过剩和资源稀缺性影响，作为主要原材料的铜、铝、钢材价格均出现了不同程度增长。2010年上海期货交易所铜期货日均价较2009年增长了约40%，不锈钢均价也上涨了约20%。进入2011年以来，铜、钢材等原材料价格仍居高不下，白色家电生产企业将面临更为严峻的成本压力。

图 3: 2009.1~2011.5 上海期货交易所铜、铝日期货价格走势



资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

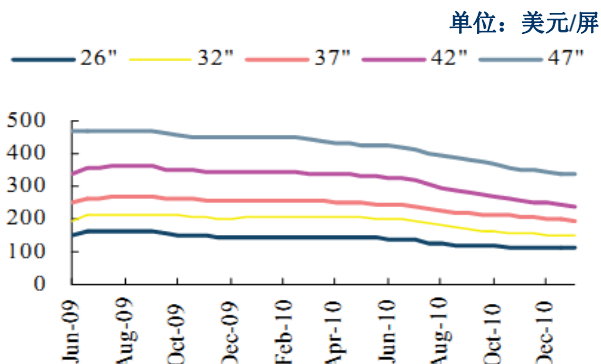
图 4：2009.1~2011.5 中国不锈钢市场成交价格走势



资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

黑色家电方面，由于主导技术变迁速度较快，近年彩电产品迅速升级。目前在中国的彩电产品结构中，液晶电视占比在 80% 以上。随着液晶电视的快速发展，其主要原材料液晶显示屏的产能也逐年增加，自 2009 年以来呈现明显供过于求态势，造成液晶显示屏的价格持续下降。以 32 寸液晶屏为例，2010 年的平均价格较 2009 年下降了约 10%。

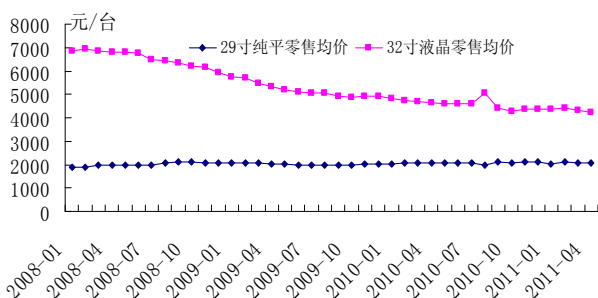
图 5：2009 年以来液晶电视面板价格变动



资料来源：DisplaySearch，中诚信证评整理

2010 年由于美国和欧洲经济复苏基础仍较薄弱，外资彩电品牌将大量资源集中到中国市场，并采取降价销售抢占市场份额。外资品牌的主动降价也带动中国企业进一步降价，液晶电视销售价格大幅下滑。2010 年 32 寸液晶电视的零售均价同比下降 11.5%，下降幅度高于采购成本的降幅，造成彩电企业利润空间被挤压。

图 6：2008.1~2011.4 中国彩电市场零售价格走势



资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

整体看，由于家电行业向下游转嫁成本的能力相对有限，白色家电行业原材料价格上涨对其盈利影响较为明显，而黑色家电市场由于市场竞争加剧，降价竞争也造成了企业利润空间被挤压，此外，劳动力成本上升以及人民币升值也给家电企业的盈利带来了一定影响。

新节能环保政策的出台进一步引导节能降耗产品的生产，节能产品占比较高的企业将获得更多发展机会

为推动环保政策的实施，推广低碳经济运行，2010 年 3 月，国家质量监督检验检疫总局、国家标准化管理委员会发布了新的《房间空气调节器能效限定值及能效等级》强制性国家标准。按照新标准，空调产品的新能效比分三级，其中 1 级标准最高。新标准比之前实施的旧标准的要求整体提高了一个级别，反映出国家对于节能降耗的指引。同时，为配合新标准的出台，国家对于空调产品的补贴向 1~2 级倾斜，这将增强节能产品占比较大的生产企业的整体竞争力。

彩电方面，平板电视价格的降低使得消费者对电视的消费倾向基本以平板电视为主。为适应目前平板电视占比为主的新格局，2010 年 12 月，国家强制性标准《平板电视能效限定值及能效等级》正式实施，促进了传统液晶电视迅速向 LED 产品过渡。节能效果显著的 LED 产品将得到更大的政策支持。

整体上看，中国在推动低碳经济、节能降耗方面相关行业政策的出台，将对家电行业产品结构升级带来显著的影响。同时我们也关注到，节能产品结构不同的企业受相关政策的影响各有差异，节能产品能效等级高、节能产品占比较高的企业将获得更多发展机会。

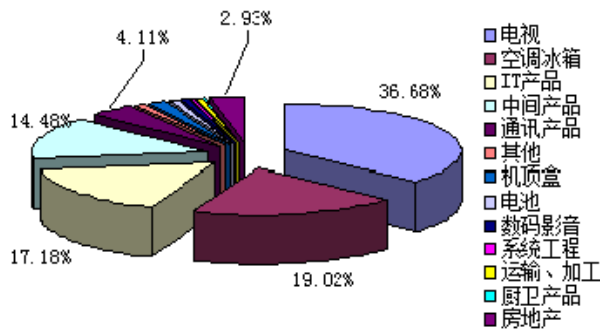
业务运营

作为中国家电行业的主要生产企业之一，近年在家电行业政策的扶持及国内外市场需求的支撑下，公司收入规模呈现稳步增长态势。2010 年公司实现营业收入 417.12 亿元，同比增长 32.60%。

从产品结构看，彩电类产品的收入占比为 36.68%，依然是公司收入的第一大来源。其次为空

调冰箱及 IT 产品，这三者合计占比为 72.88%。

图 7：2010 年公司收入构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

原材料采购

公司主要原材料包括 LCD/PDP 屏、CRT 显像管、工程塑料、钢材、纸张等。近年随着平板电视对 CRT 产品的替代，公司逐步淘汰 CRT 产品，同时加大平板电视的生产，因此，CRT 显像管的采购量逐年缩小，而 LCD/PDP 屏的采购量相应大增。2010 年，公司 CRT 显像管的采购量仅为 32.3 万台，同比降幅达到 84.69%；LCD/PDP 屏采购量达到 420.8 万屏（其中 47% 为进口），同比增加 48.17%。未来，随着公司等离子及液晶电视产能的扩大，LCD/PDP 采购量仍将进一步增长。加之空调、冰箱等产品产能的增加，公司钢材、工程塑料等产品的采购量也将与公司整体产量保持同步增长。

表 2：2008~2010 年公司主要原材料采购情况

单位：万台,万件,吨,元/台,件,吨

主要原材料	2008		2009		2010	
	采购量	单价	采购量	单价	采购量	单价
CRT 显像管	468	315	211	191	32.3	181
LCD/PDP 屏	91	2,375	284	1,944	420.8	1,437
工程塑料	28,186	11,613	24,052	10,636	11,240	14,638
钢材	23,000	5,652	28,591	5,685	29,879	5,287
纸张	23,649	2,941	30,856	2,746	23,270	2,802

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从采购单价看，CRT 显像技术逐渐被平板成像技术替代，CRT 显像管的采购价格持续下降；液晶面板因为市场供过于求造成价格下滑，而且在采购量大幅上升的带动下，公司的规模采购优势也逐步显现，2010 年公司 LCD/PDP 屏采购单价同比下降了 26.08%。目前随着电视业务向平板电视转型的基本完成，2010 年公司 LCD/PDP 屏的采购成本已占原材料采购总成本的 90% 以上。同时，我们也关注

到，公司平板电视面板主要从外部供应商采购，这也给公司营业成本的控制带来一定挑战。

产品生产

公司以彩电产品起步，逐步完善了白色家电产品系列。目前公司在四川、广东、吉林、安徽、江西等地拥有多个生产基地。

电视业务方面，随着平板电视对 CRT 电视的逐步替代，公司陆续淘汰普通电视产能，同时积极推进产品技术升级，加大在液晶、PDP 等平板电视方面的研发力度。目前公司在平板电视的生产上已掌握了一定的核心技术，部分相对高端的业务品种有助于公司整体竞争力的提升。同时，公司的平板电视产能也已具备相当规模，截至 2010 年末，公司已拥有平板电视专用生产线 20 多条，具备 LCD 产品 600 万台、PDP 产品 300 万台的生产能力。2011 年公司在合肥新增了 1 条 LCD/PDP 兼容的整机生产线，在长春新增一条 LCD 整机生产线，同时通过对原有生产线的技术改造，未来公司的 LCD 产品产能将达到 1,100 万台。

对于电视业务，公司的发展战略是打通产业链上游，大力发展 PDP、LCD、OLED 等核心显示器件产业，构建平板电视核心部件产业链集群，同时，通过与屏厂家的战略合作，实现市场份额的持续提升以及资源的有效保障。为保证原材料的稳定供应，公司与全球液晶面板主要生产厂商台湾友达光电达成战略合作伙伴关系，共同投资成立了长智光电（四川）有限公司（公司持股 49%），该公司 2009 年 9 月投产，拥有 4 条液晶模组生产线，具有 360 万片的液晶模组生产能力，保障了公司液晶电视生产的关键资源供给。此外，2007 年，公司投资了四川虹欧显示器件有限公司，开始涉足 PDP 屏的生产，一期年产能 216 万片（按 42 寸计），扩能改造完成后，可达到年产能 300 万片（按 42 寸计）。

PDP 产业链的建设是公司高端化的主要体现。公司计划通过 PDP 屏的自行生产，以加快推进 PDP 模组自制，从而降低采购成本，未来公司一体化设计产品的毛利率将可达到 35% 以上。然而从实际的情况来看，由于之前 PDP 电视整机生产企业较少，宣传力度不够，造成其市场接受度远不及 LCD 电

视,国内 PDP 整体市场规模较 LCD 市场偏小。2010 年公司 PDP 屏处于量产初期,产能释放不足,当年处于亏损状态。近期在 3D 电视兴起的带动下,PDP 电视的竞争地位有所提升,但由于 3D 电视的普及速度仍存在一定的不确定性,未来公司 PDP 电视及屏业务的盈利水平仍有待进一步观察。

白色家电业务方面,公司目前已具备空调 260 万台、冰箱 500 万台的生产能力。2010 年在市场需求旺盛的带动下,公司的空调冰箱产品产量实现了 30% 左右的增长。目前公司的产能利用率尚未达到 80%,因此,2011 年除冰箱新增 70 万台(30 万台冰柜+40 万台冰箱)产能外,其他白色家电产品基本无新增产能计划。

整体来看,近年来,公司主要致力于家电产品产业链的延伸和产品的多元化,涉足家电上游部件的制造,并加大高端化产品的生产。目前来看,公司高端化和多元化框架已基本搭建完成,但在价格等方面的竞争优势体现上尚不充分,未来仍有待各业务的进一步发展和整合效应的提高。

产品销售

依靠持续不断的技术创新,公司在彩电市场的竞争优势较明显,主要产品市场占有率位居前列。2010 年公司的彩电业务市场份额由 2009 年的第四位上升至第三,仅次于海信和创维,2010 年市场占有率为 13.2% (前两名的市场占有率分别为 14.3% 和 14%)。其中,PDP 产品是公司相对高端的业务品种,与松下形成了“双寡头”的竞争格局,2010 年公司 PDP 等离子电视市场占有率为 45.8% (松下占 37.2%); LCD 电视方面,在低碳环保的发展趋势下,公司实现了从 CCFL 背光向 LED 的快速升级。

公司产品主要面向国内市场。2010 年,得益于家电下乡等政策的带动,公司主要产品销售旺盛、增长明显。其中,LCD 电视销量同比增长 40.80%,PDP 电视销量同比增长 71.21%;空调销量同比增长 39.93%;冰箱销量同比增长 25.41%。出口方面,尽管海外市场经济的恢复较缓,但公司不断拓展市场,2010 年在澳洲、印尼等地区取得突破,品牌销售稳步提升,2010 年海外市场销售收入同比增长

45.45%。在公司主要产品销售量稳定增长的带动下,2010 年公司营业收入规模大幅增长 32.60%,其中彩电、冰箱空调、IT 产品三大业务板块的收入增长率分别为 18.36%、28.62% 和 51.88%。

从利润构成上看,公司电视业务毛利贡献最大,2010 年其毛利占比为 40.29%。尽管电视业务板块的毛利水平略有上升,但由于铜、钢材等原材料价格上涨,造成公司空调冰箱业务毛利下跌至 26.14%。此外,公司积极介入新产品领域,完善产品结构,多元化的业务结构有助于保持公司盈利水平的稳定增长。然而,我们也关注到,家电行业尤其是电视生产行业竞争激烈,公司平板电视市场面临的竞争压力明显,一定程度上影响了公司主营产品的盈利水平。同时,2011 年有色金属、钢材等价格仍不断上涨,将对公司主要家电产品的盈利水平带来挑战。

表 3: 2009 年、2010 年公司收入、盈利情况比较

单位: %

	2010			2009		
	收入占比	毛利率	毛利占比	收入占比	毛利率	毛利占比
电视	36.68	18.00	40.29	40.14	17.71	38.97
空调冰箱	19.02	26.14	30.35	19.15	30.76	32.31
IT 产品	17.18	5.35	5.61	14.56	6.40	5.14
中间产品	14.48	10.00	8.84	11.02	16.40	9.91
通讯产品	4.11	10.45	2.63	6.05	15.20	5.04
其他	0.63	17.94	0.69	1.94	7.37	0.78
机顶盒	1.87	20.66	2.35	2.58	20.65	2.92
电池	1.12	38.70	2.64	1.42	28.04	2.19
数码影音	0.83	3.49	0.18	0.84	10.75	0.49
系统工程	0.22	18.22	0.25	0.27	5.39	0.08
运输、加工	0.59	9.80	0.35	0.38	11.97	0.25
厨卫产品	0.35	7.74	0.17	0.29	7.36	0.12
房地产	2.93	31.67	5.65	1.27	25.64	1.79

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

在产品定价方面,由于公司家电产品销售主要采取分销模式,而家电连锁渠道销售商在价格谈判上具有较大的议价能力,因而影响到公司的产品定价权以及对市场的掌控能力。为此,公司逐步开始以三级市场为中心,通过自建、加盟等方式建设长虹-美菱专卖店。截至 2010 年底,公司共在全国范围内建立了近 2000 家长虹-美菱专卖店。

整体看,公司多元化业务结构有助于缓解产品单一带来的市场风险。但由于家电行业竞争激烈,

公司面临较大的市场竞争压力，同时，PDP 产品的优势尚未得到市场的充分认可，未来的发展趋势及盈利水平仍有待进一步观察。

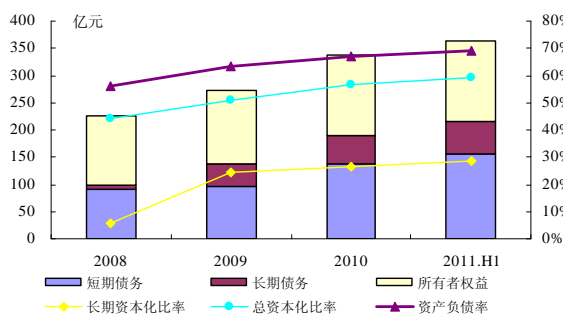
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2008~2010 年财务报告及未经审计的 2011 年上半年合并财务报表。

资本结构

随着业务拓展及投资项目的不断推进，截至 2010 年底，公司资产总额为 445.56 亿元，同比增加 21.95%，负债总额同比增加 29.63%，达到 299.47 亿元。公司负债及债务水平不断增加，而所有者权益保持相对稳定使得公司资产负债率及总资本化比率同比分别增加 3.98 和 5.78 个百分点，分别达到 67.21% 和 56.58%。

图 8：2008~2011.H1 公司资本结构

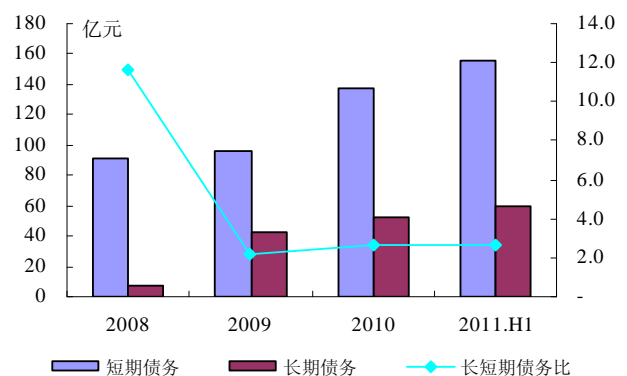


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产构成方面，截至 2010 年底，公司应收票据和应收账款分别为 63.69 亿元和 46.24 亿元，同比分别增加 33.87% 和 54.19%，主要因家电下乡及销售旺盛所致；而由于不断进行产品升级、新品开发以及工艺改进，公司相关的生产设备大幅增加，使得固定资产及开发支出逐年增长，截至 2010 年底分别为 83.97 亿元和 2.77 亿元，同比增加 13.44% 和 55.11%。

债务结构方面，2009 年公司发行了分离交易可转债，而且逐步加大银行长期借款的规模，债务结构得以优化。截至 2010 年底，公司总债务规模为 190.38 亿元，其中短期债务 137.65 亿元，同比增长 44.02%；长期债务 52.73 亿元，同比增长 22.21%。

图 9：2008~2011.H1 公司长短期债务情况

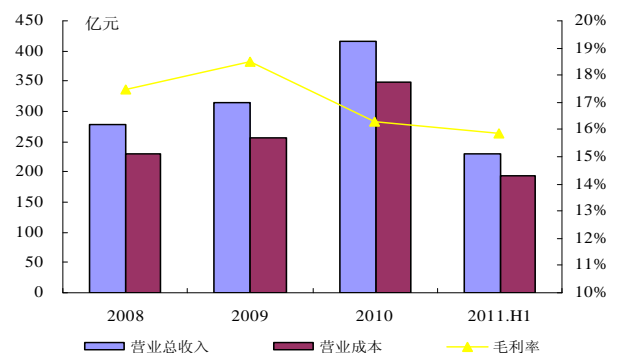


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

盈利能力

2010 年公司主要产品收入均有较大幅度的增长，其中收入占比最大的电视业务同比增长 18.36%；空调冰箱业务收入同比增长 28.62%；IT 产品及中间产品同比增长 51.88% 和 70.10%，最终带动公司营业收入增长 32.60%，达到 417.12 亿元。然而受有色金属等原材料价格上涨的影响，公司营业成本为 349.06 亿元，同比增加 36.12%，增幅高于营业收入，造成公司 2010 年营业毛利率同比下降 2.17 个百分点，为 16.32%。

图 10：2008~2011.H1 公司盈利情况

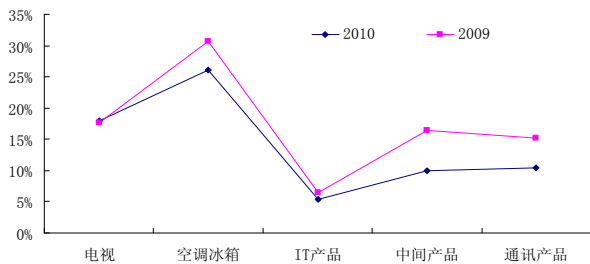


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

分产品看，虽 2010 年显示屏的价格相对低位，但由于行业降价竞争现象严重，加上公司 PDP 屏项目量产时间尚短，规模效应未充分体现，公司的电视业务 2010 年毛利率为 18%，较 2009 年的 17.71% 有小幅增加；而空调冰箱、IT 产品等则因为有色金属等原材料采购成本上升，毛利率均较 2009 年呈现不同幅度下降。整体看，由于主要业务品种盈利下滑，造成公司整体毛利率下降。未来，随着公司 PDP 生产线良品率的进一步提升，公司将通过屏与整机的一体化制造降低成本，从而提高公司的毛利

率水平。

图 11: 2009 年和 2010 年公司主要业务品种毛利率情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

三费方面, 2010 年公司三费合计为 60.75 亿元, 同比增长 21.38%。其中销售费用为 43.24 亿元, 同比增长 19.51%, 主要原因在于公司为进一步细分市场, 拓展渠道、网点, 增强营销力度, 使得公司市场支持费、广告费、人工费、运输及仓储费等费用增加。除销售费用外, 公司 2010 年管理费用及财务费用则分别增加 25.01% 和 44.22%。管理费用增加主要因为研发费用、折旧摊销、工资及社保等其他日常开支增加; 财务费用增加主要因为公司总债务规模增加, 造成利息支出大幅度增加。

我们关注到, 公司近年来一直保持较高的存货。截至 2010 年底, 公司存货为 88.52 亿元, 占总资产的比重为 19.87%, 主要包括库存商品 52.96 亿元、原材料 14.62 亿元、房地产开发成本 14.65 亿元等。较高的存货水平使得公司在 2010 年主要产品, 尤其是彩电价格下跌时发生存货跌价损失 6.02 亿元, 资产减值损失达到 6.57 亿元。

2010 年公司实现投资收益 4.33 亿元, 同比增长 82.36%, 主要是出售了安徽科大讯飞信息科技股份有限公司 3,703,000 股法人股股票以及出售长城证券有限责任公司股权所致。此外, 公司营业外收入为 4.88 亿元, 同比大幅增长 215.58%, 主要系政府补贴收入, 其中空调节能补贴为 2.1 亿元。在投资收益及政府补贴收入的补充下, 公司 2010 年实现了 4.77 亿元的净利润。但由于主要产品盈利状况下滑, 且投资收益及财政补贴的不确定性较大, 中诚信证评将继续关注公司整体资产的盈利水平及其对公司信用水平带来的影响。

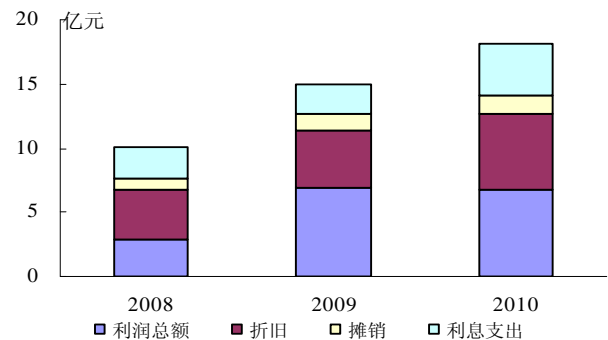
偿债能力

随着公司投资项目的推进, 债务规模不断增

加。截至 2010 年底, 公司总债务达到 190.38 亿元, 同比增加 37.23%。未来, 随着公司生产规模的扩大, 较大的资本支出或将进一步增加公司债务规模。

现金流方面, 随着公司 2010 年业务规模扩大, 应收票据、应收账款及存货均大幅增加, 导致 2010 年公司经营活动现金流出 400.24 亿元, 同比增加 21.48%, 经营活动净现金流为 -7.39 亿元; 同时, 公司投资项目的展开使得 2010 年投资活动净现金流为 -8.06 亿元。由于 2010 年 PDP 项目为第一年折旧, 加之较大规模的利息支出, 公司 2010 年 EBITDA 同比增长 20.83%, 达到 18.16 亿元。

图 12: 2008~2010 年公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

偿债指标方面, 2010 年由于公司债务规模增大, 导致总债务/EBITDA 指标上升, 并且 EBITDA 利息倍数有所回落。未来, 若公司能够进一步强化应收票据及存货的管理, 经营活动产生的现金流有望好转。

表 4: 2008~2011.H1 公司债务及偿债指标

	2008	2009	2010	2011.H1
总债务 (亿元)	99.05	138.73	190.38	215.34
净债务 (亿元)	25.18	19.98	23.84	44.21
经营活动净现金流 (亿元)	35.65	-24.11	-7.39	-9.14
EBITDA (亿元)	10.11	15.03	18.16	-
总债务/经营净现金流 (X)	2.78	-5.75	-25.78	-23.55
总债务/EBITDA (X)	9.79	9.23	10.49	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.98	4.58	3.88	-

注: 总债务/经营净现金流指标经过年化

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

授信方面, 公司与主要商业银行保持良好的合作关系, 银行授信水平很高。截至 2010 年底, 公司共获得 144.79 亿元人民币及 3.69 亿美元 (折合人民币约 24.44 亿元), 尚未使用的额度约计人民币

46.66 亿元，财务弹性较好。

或有事项方面，截至 2010 年底，公司本部涉及未决诉讼 7 宗，其中公司为原告的案件 3 宗，公司为被告的案件 4 宗。涉及公司为原告的标的总额 150 万元，涉及公司为被告的标的总额 139.64 万元。根据目前的诉讼情况，公司尚不能可靠估计承担诉讼赔偿的金额。

关于公司与美国 APEX 公司贸易纠纷事项，2010 年未有新进展。2011 年 1 月 28 日，四川长虹电子集团有限公司向公司出具了《关于收购四川长虹电器股份有限公司 APEX 应收账款的承诺函》，承诺将于 2011 年 12 月 31 日前收购该债权。

子公司或有事项方面，公司子公司华意压缩机股份有限公司涉及诉讼案件 2 起，一是与江西鑫新实业股份有限公司的诉讼，涉及金额 2,375 万元，目前该诉讼仍处于二审调解过程中；二是与荆州市九鑫建设发展有限公司的诉讼，涉及金额 300 余万元，目前该案件正等待二审开庭。此外，四川快益点电器服务连锁有限公司涉及员工劳资纠纷，涉及金额人民币 23.68 万元，该案件处于已上诉尚未开庭阶段。

担保方面，截至 2010 年底，公司对外担保（不包含对子公司以及子公司对子公司的担保）为 1.5 亿元，基本为华意压缩机股份有限公司的对外子公司加西贝拉压缩机有限公司和美菱股份对外担保。

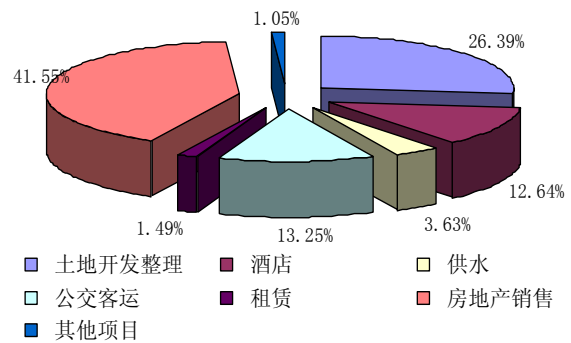
担保实力

绵投控股为公司本次分离交易可转换债券提供了全额不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体基本情况

绵投控股是绵阳市政府的综合性投融资平台，代表政府实施交通、城市基础设施建设和社会公益性项目的建设投资、融资和资产运营。目前主要业务包括城市公共基础设施、重点工程建设，宾馆、旅游项目的投资、经营，房地产综合开发及物业管理等。2010 年，绵投控股共实现主营业务收入 16.27 亿元，取得净利润 2.06 亿元。

图 13：2010 年绵投控股主营业务收入构成



资料来源：绵投控股提供，中诚信证评整理

土地开发整理

作为绵阳市政府的综合性投融资主体，绵投控股负有政府授权的土地开发整理职能。2010 年该板块实现收入 4.29 亿元，占绵投控股主营业务收入的 26.39%，一直是绵投控股收入和利润的主要来源。

根据绵府函〔2008〕176 号文规定，绵阳市政府授权绵投控股为绵阳城南新区会客厅及其涉及范围内土地整理和前期开发（包括基础设施配套建设等）的业主，面积共计 10,054 亩。相关出让收入按收支两条线原则，土地收入上缴财政，扣除相关税费后，其余部分按相关程序全部划归绵投控股，用于前期投入的还本付息和后期再投入。另外，根据绵阳市委、市政府安排，将仙海旅游区的土地整体交由绵投控股运作（可供出让净地面积 12,230 亩），并授权绵投控股为丰谷电站赵家脊片区和电站其他规划控制范围内土地一级开发整理业主（面积约为 3,000 亩），绵投控股将享有这两个区域土地出让市级全部收益。

截至 2011 年 3 月，扣除已出让土地，绵投控股仍有 21,907 亩土地可用于出让，土地储备较为丰富，且收益可观。未来随着绵阳市城市开发的不断推进，绵投控股的土地整理收入将成为其可持续发展的重要支撑。

房地产开发

绵投控股具有房地产二级开发资质，目前的房地产项目主要由其分公司嘉来置业运作。该公司近年大力推进保障性住房建设，加大旧城改造和商品房的开发力度，使绵投控股的房地产开发收入得到大幅增长。2010 年，该业务实现收入 6.76 亿元，较 2009 年增长了近 13 倍。目前绵投控股的在建项

目有 7 个，建筑面积共计 51.89 万平方米，未来随着相关项目收入的陆续实现，该业务将成为绵投控股收入及利润的重要来源。

公交客运及酒店业务

绵投控股的酒店和公交客运业务主要由其全资控股的绵阳旅游集团（简称“旅游集团”）有限公司运营。目前，旅游集团拥有绵阳市唯一 1 家五星级酒店、2 家四星级酒店和 1 家三星级酒店，总建筑面积为 13.5 万平方米，共有套房 771 套，2010 年全年接待 140 万人，入住率达到 75%。受益于绵阳市经济的发展和频繁的商务活动，旅游集团下属酒店经营业绩较突出。2010 年该业务板块实现营业收入 2.06 亿元，同比增加 34.48%。截至 2010 年末，旅游集团拥有公交线路 91 条，车辆 951 辆，线路全长 1,380 公里，日发车 6,900 次。2010 年公交业务实现收入 2.16 亿元，占整体收入的比重为 13.25%，是绵投控股的第四大收入来源。

供水业务

绵投控股的供水业务主要由其全资子公司绵阳市水务（集团）有限公司（简称“水务集团”）承担，2010 年市级供水量 5,056 万立方米，实现营业收入 0.59 亿元。水务集团目前拥有 5 座自来水厂，日供水能力 30 万立方米，供水管网总长度 810 公里，供水区域 80 万平方米。随着绵阳市城市经济的发展以及城市用水需求的增加，绵投控股供水业务将保持稳定的增长的态势。

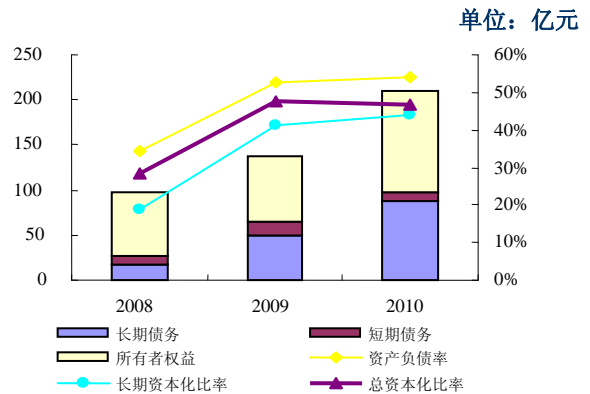
担保主体财务表现

以下分析基于绵投控股提供的经北京兴华会计师事务所审计，并出具标准无保留意见的 2008~2010 年财务报告。

资本结构方面，由于业务规模的不断扩大，基础设施及房地产在建项目的逐步开展，绵投控股的资产总额不断增加。截至 2010 年底，绵投控股的总资产为 242.72 亿元，同比增加 59.53%。然而，在建项目的不断开展造成资金需求增多，导致绵投控股对外部融资的需求加大，负债及债务规模均有明显增加。截至 2010 年底，绵投控股资产负债率及总资本化比率分别为 54.02% 和 46.72%。未来，随着绵投控股在建工程项目的继续推进，相关资本

支出或将进一步推高其负债水平。

图 14：2008~2010 年绵投控股资本结构情况



资料来源：绵投控股提供，中诚信证评整理

盈利能力方面，随着土地开发整理收入的逐步体现和房地产开发项目收入的陆续结转，绵投控股 2010 年主营业务收入 16.27 亿元，同比增长 123.80%。从盈利水平上看，由于收入占比最大的土地开发整理毛利率水平较高，对绵投控股的整体利润贡献较大。而酒店、供水、公交等业务板块较稳步发展，对绵投控股保持收入的稳定性也起到了积极的作用。长期看，绵投控股在城市开发、基础设施建设等方面具有较大的优势，目前的土地储备能为其未来收入规模的扩大提供保障，从而保障了其盈利能力的快速提升。而且随着在建项目的逐步完工和结转收入，房地产开发业务也将成为绵投控股未来收入及利润的主要来源。

偿债能力方面，随着在建项目的不断推进，2010 年绵投控股的债务规模大幅增加，总债务达到 97.85 亿元，同比上涨 50.49%。但在土地储备及房地产等收入增长的带动下，绵投控股的获现水平有所提升，偿债指标有所好转。然而，未来随着对城内新区会客厅项目、仙海旅游度假区等项目的继续投入，绵投控股的资金需求仍然较大。同时绵投控股参与交通枢纽、二环路建设、永安北路等基础设施项目建设，预计未来的资本支出将继续增加，偿债指标或将有所弱化。

表 5: 2008~2010 年绵投控股主要偿债指标

财务指标	2008	2009	2010
短期债务 (亿元)	11.23	15.06	9.98
长期债务 (亿元)	16.43	49.96	87.87
总债务 (亿元)	27.66	65.02	97.85
EBITDA 利息倍数 (X)	2.60	1.19	3.51
经营净现金流利息倍数 (X)	4.57	0.64	3.53
总债务/EBITDA (X)	8.05	15.11	21.39
经营净现金流/总债务 (X)	0.22	0.04	0.05

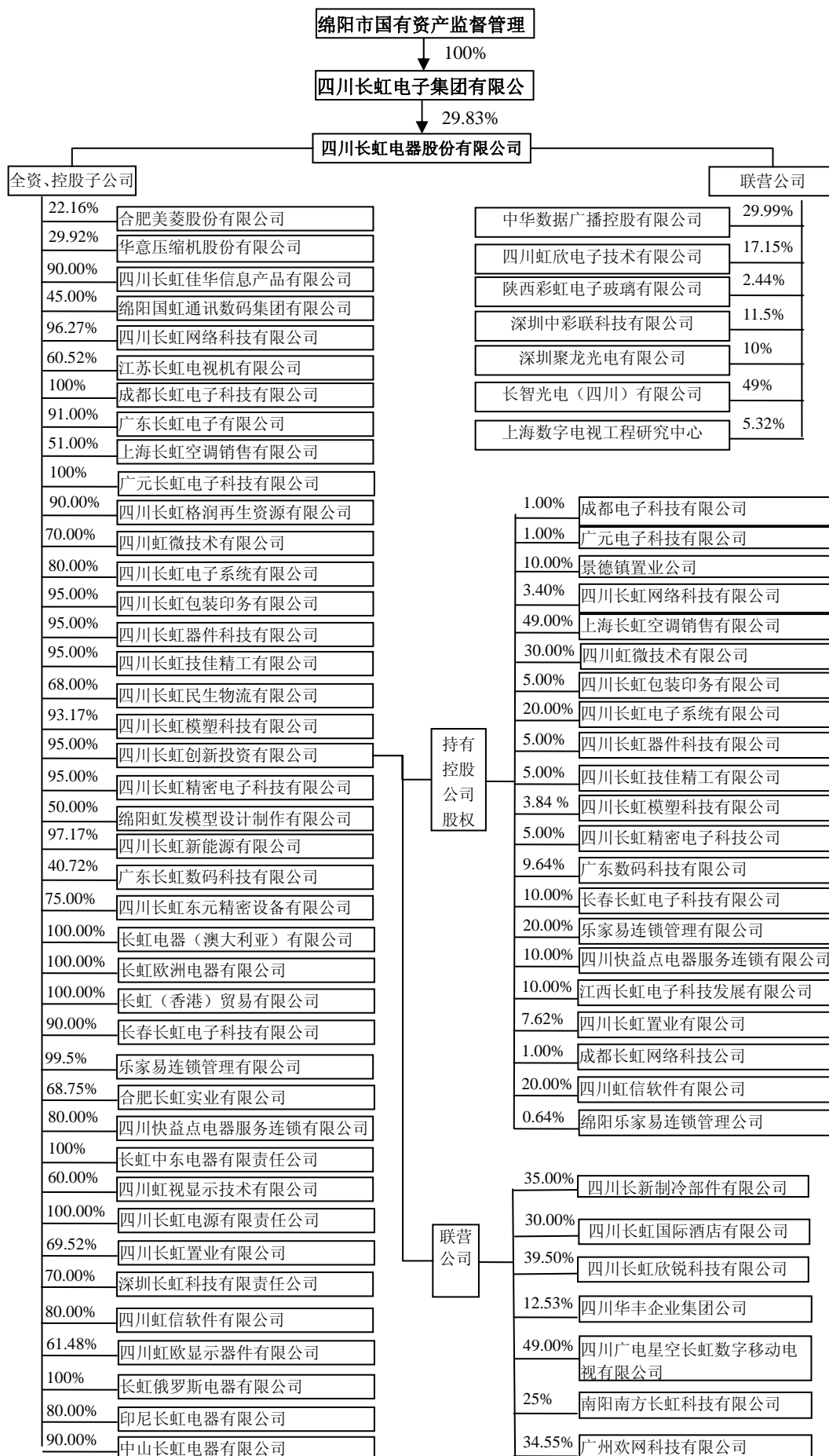
资料来源: 绵投控股提供, 中诚信证评整理

总体来看, 中诚信证评认为, 绵投控股作为地方政府的融资平台, 获得的政府支持及相关资源有利于其长期发展, 加之其主要业务与发行人四川长虹的业务相关度较低, 抗风险能力较强, 因此其对于本次分离债券的还本付息具有一定的保障作用。

结 论

中诚信证评将四川长虹电器股份有限公司主体信用等级调至 **AA**, 评级展望稳定; 维持“四川长虹电器股份有限公司认股权与债券分离交易的可转换债券”的信用等级为 **AA**。

附一：四川长虹电器股份有限公司股权结构图（截至 2010 年 12 月 31 日）



附二：四川长虹电器股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2008	2009	2010	2011.H1
货币资金	522,982.61	705,176.69	1,023,546.79	975,338.39
应收账款净额	253,336.63	299,917.60	462,436.90	494,739.37
存货净额	600,782.32	829,634.67	885,190.35	1,056,297.10
流动资产	1,708,438.09	2,427,081.26	3,127,998.59	3,449,850.80
长期投资	65,675.57	71,034.41	58,221.47	61,090.63
固定资产合计	758,543.68	796,356.55	891,679.34	908,895.63
总资产	2,872,514.08	3,653,609.31	4,455,594.38	4,813,516.21
短期债务	912,077.57	955,770.07	1,376,457.18	1,561,271.49
长期债务	78,419.82	431,506.00	527,335.52	592,147.63
总债务（短期债务+长期债务）	990,497.39	1,387,276.08	1,903,792.71	2,153,419.13
总负债	1,610,370.21	2,310,271.25	2,994,722.81	3,321,511.12
所有者权益（含少数股东权益）	1,262,143.87	1,343,338.06	1,460,871.57	1,492,005.09
营业总收入	2,793,022.09	3,145,799.92	4,171,180.89	2,298,799.73
三费前利润	478,724.62	567,416.97	660,892.63	349,113.33
投资收益	11,715.04	23,742.15	43,272.67	-124.07
净利润	26,264.97	53,931.20	47,731.20	25,202.10
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	101,132.81	150,272.64	181,553.63	38,351.88
经营活动产生现金净流量	356,549.55	-241,122.87	-73,853.70	-91,422.32
投资活动产生现金净流量	-161,098.84	-72,352.43	-80,632.85	-37,380.43
筹资活动产生现金净流量	19,706.17	475,285.67	393,374.03	-45,826.49
现金及现金等价物净增加额	212,895.98	161,261.48	237,771.93	-173,956.77
财务指标	2008	2009	2010	2011.H1
营业毛利率（%）	17.49	18.48	16.32	15.84
所有者权益收益率（%）	2.08	4.01	3.27	1.69
EBITDA/营业总收入（%）	3.62	4.78	4.35	-
速动比率（X）	0.74	0.89	0.95	0.91
经营活动净现金/总债务（X）	0.36	-0.17	-0.04	-0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	0.39	-0.25	-0.05	-0.06
经营活动净现金/利息支出（X）	10.50	-7.34	-1.58	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.98	4.58	3.88	-
总债务/EBITDA（X）	9.79	9.23	10.49	-
资产负债率（%）	56.06	63.23	67.21	69.00
总资本比率（%）	43.97	50.80	56.58	59.07
长期资本化比率（%）	5.85	24.31	26.52	28.41

注：1、所有者权益含少数股东权益，净利润含少数股东损益；

2、2011.H1 所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

附三：绵阳市投资控股（集团）有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2008	2009	2010
货币资金	93,184.77	244,052.19	405,699.68
应收账款净额	17,288.11	9,069.02	49,741.61
存货净额	184,255.81	181,191.51	117,080.73
流动资产	484,849.44	756,753.83	1,036,822.79
长期投资	10,492.43	28,852.76	87,541.85
固定资产合计	555,623.74	709,269.97	1,274,815.02
总资产	1,071,619.33	1,521,470.42	2,427,192.96
短期债务	112,282.11	150,591.02	99,808.89
长期债务	164,308.74	499,628.03	878,698.22
总债务（短期债务+长期债务）	276,590.85	650,219.05	978,507.11
总负债	367,997.83	804,864.07	1,311,208.29
所有者权益（含少数股东权益）	695,951.43	709,071.59	1,115,984.67
营业总收入	74,592.72	73,104.19	164,982.37
三费前利润	42,730.80	34,052.83	39,969.39
投资收益	-969.07	658.78	550.87
净利润	20,279.94	12,225.85	20,555.49
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	34,378.44	43,033.56	45,749.39
经营活动产生现金净流量	60,308.22	22,995.93	46,079.79
投资活动产生现金净流量	-100,865.75	-171,290.14	-207,718.17
筹资活动产生现金净流量	106,313.74	344,032.79	323,264.65
现金及现金等价物净增加额	65,756.20	195,738.59	161,627.49
财务指标	2008	2009	2010
营业毛利率（%）	59.65	49.62	27.82
所有者权益收益率（%）	2.91	1.72	1.84
EBITDA/营业总收入（%）	46.09	58.87	27.73
速动比率（X）	1.52	2.15	2.66
经营活动净现金/总债务（X）	0.22	0.04	0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	0.54	0.15	0.46
经营活动净现金/利息支出（X）	4.57	0.64	3.53
EBITDA 利息倍数（X）	2.60	1.19	3.51
总债务/EBITDA（X）	8.05	15.11	21.39
资产负债率（%）	34.34	52.90	54.02
总资本化比率（%）	28.22	47.57	46.72
长期资本化比率（%）	18.93	41.08	44.05

注：1、所有者权益含少数股东权益，净利润含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$

$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$

$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$

$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$

$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$

$$\text{长短期债务比} = \text{短期债务} / \text{长期债务}$$

$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$

$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$

$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金支出} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$

$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$

$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$

$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$

$$\text{营业毛利率} = (\text{营业总收入} - (\text{营业成本} + \text{利息支出}^2 + \text{手续费及佣金支出} + \text{退保金} + \text{赔付支出净额} + \text{提取保险合同准备金净额} + \text{保单红利支出} + \text{分保费用})) / \text{营业总收入}$$

$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$

$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$

$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{期末所有者权益合计}$$

$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$

$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$

$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$

$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$

$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$

$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$

$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$

$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

² 该处的“利息支出”为“营业总成本”下的“利息支出”科目，非“财务费用”下“利息支出”科目。

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。