



# 信用等级通知书

信评委函字[2012]跟踪089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公司已发行的“四川长虹电器股份有限公司2009年认股权与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为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

二零一二年七月十一日

## 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 2012 年跟踪评级报告

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	2011/09/27		
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	2009	2010	2011	2012.Q1
所有者权益(亿元)	134.33	146.09	178.70	180.19
总资产(亿元)	365.36	445.56	516.51	516.56
总债务(亿元)	138.73	190.38	213.66	208.50
营业总收入(亿元)	314.58	417.12	520.03	108.80
营业毛利率(%)	18.48	16.32	15.62	14.55
EBITDA(亿元)	15.03	18.16	24.26	0.00
所有者权益收益率(%)	4.01	3.27	1.81	0.87
资产负债率(%)	63.23	67.21	65.40	65.12
总债务/EBITDA(X)	9.23	10.49	8.81	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.58	3.88	3.04	-

注: 1、2012.Q1 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	2009	2010	2011
所有者权益(亿元)	70.91	112.64	118.32
总资产(亿元)	152.15	244.46	269.40
总债务(亿元)	65.02	98.17	105.84
营业总收入(亿元)	7.31	16.48	15.62
营业毛利率(%)	49.62	28.19	33.81
EBITDA(亿元)	4.30	3.42	2.84
所有者权益收益率(%)	1.72	1.73	2.06
资产负债率(%)	52.90	53.92	56.08
总债务/EBITDA(X)	15.11	28.69	37.24
EBITDA 利息倍数(X)	1.19	2.63	25.52

### 分析师

刘子峰 [zliu@ccxr.com.cn](mailto:zliu@ccxr.com.cn)

邵津宏 [jhshao@ccxr.com.cn](mailto:jhshao@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2012 年 7 月 11 日

### 基本观点

2011 年, 四川长虹电器股份有限公司(简称“四川长虹”或“公司”)在“家电下乡”、“以旧换新”等产业扶持政策带动之下, 凭借其突出的竞争优势与多元化的业务结构, 实现主要产品销售收入大幅增长。其中彩电业务作为公司核心业务, 市场地位进一步巩固。平板电视的一体化生产布局稳步推进, 并向上游核心器件产业链延伸, 为其未来市场竞争力与盈利能力的提升奠定了基础。同时, 中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到家电行业发展对于产业刺激政策的依赖度上升, 同时愈加激烈的行业竞争、原材料价格波动等因素也给公司未来经营带来一定压力。

综上, 中诚信证评维持四川长虹电器股份有限公司主体信用等级为 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

- 经营稳健, 市场地位突出。2011 年公司主要产品销量持续上升, 国内彩电销售量跻身行业第二, 冰箱压缩机销量保持全球第二, 其在家电行业中市场地位突出。
- 平板电视一体化制造的推进有利于降低整机成本。公司液晶及等离子电视产能已具有一定规模, 同时 PDP 显示屏及模组生产线也实现稳定运行, 平板电视的一体化制造的推进有助于公司增强整机成本控制力。
- PDP 产品竞争优势凸显。2011 年公司 PDP 产品销售规模增长 64.58%, 在国内市场占有率达到 56.30%, 公司在 PDP 领域的领先优势对于其整体竞争力的提升具有重要意义。

## 关 注

- 家电行业补贴政策。进入 2012 年，随着“以旧换新”、“节能惠民”等财政补贴政策到期终止，刺激政策所带来的需求透支效应越发明显，因此相关延续政策的出台与施行状况及对家电市场的促进作用需要关注。
- 原材料价格高位震荡，部分产品成本压力较大。2011 年，铜、铝、钢材等大宗原材料价格震荡多变并整体处于高位，导致公司白色家电成本上升，总体毛利水平呈现下滑趋势，因此原材料未来价格走势及对盈利能力的影响需关注。

## 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

单位：万台, 万件, 吨

募集资金投入金额 (亿元)	项目项目	
PDP 显示屏及 模组项目	10	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：公司提供，中诚信证评整理

## 认股权证

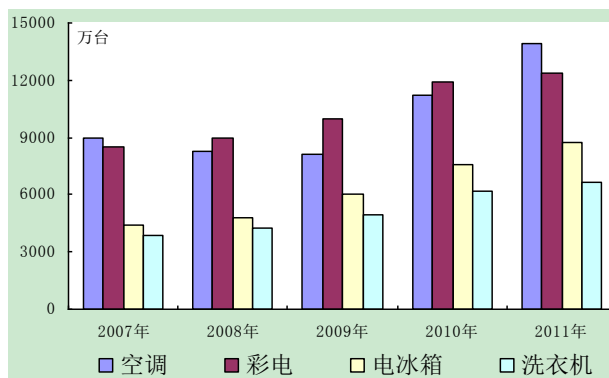
募集公司2009年8月19日上市的5.73亿份权证“长虹CWB1”在2011年8月18日行权期结束时，共计5.65亿份认股权证成功行权，募集资金总额29.49亿元。

## 行业关注

2011年，在经济稳定增长和相关刺激政策的共同作用下，家电行业持续增长，但由于主要原材料价格波动激烈，行业盈利能力受到影响

2011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。2011年空调、彩电、冰箱、洗衣机等主要家电产品的产量分别达到13,912.50万台、12,400.00万台、8,699.25万台和6,670.98万台，分别同比增长24.00%、4.20%、15.28%和7.46%。

图 1：2007~2011 年中国家电行业主要产品产量统计



资料来源：中诚信资讯，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，统计局数据显示，2011年1-11月，家电行业收入和利润总额同比分别增长17.56%和9.20%。

白色家电方面，由于全球流动性过剩和资源稀缺性影响，2011年，铜、铝、钢材等主要原材料价格均在高位震荡，年平均价格出现不同程度增长。进入2012年以来，铜、铝价格走势较为平稳，钢材价格整体处于低位运行态势，白色家电生产企业成本压力有望得到一定缓解。

图 2：2005.11~2012.5 长江铜现货价格走势

单位：元/吨



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

图 3：2005.11~2012.5 长江铝现货价格走势

单位：元/吨



图 4: 2005.11~2012.5 中国钢材冷轧薄板价格指数走势

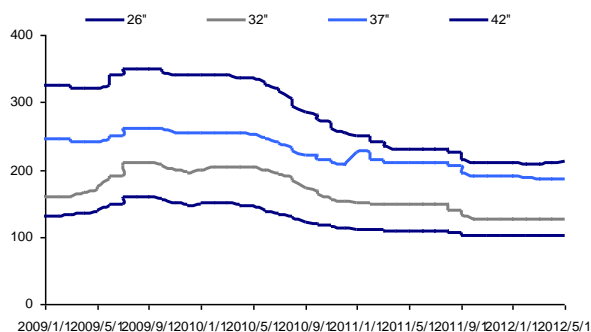


资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

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, 近年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, 例如不同尺寸面板价格 11 月比 10 月的最低点分别下降了 1~6 美元。

图 5: 2009 年以来液晶电视面板价格变动

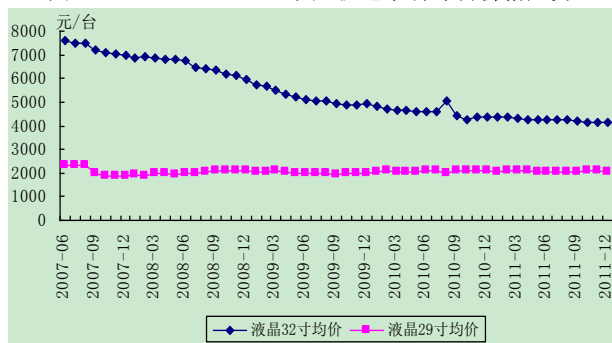
单位: 美元/屏



资料来源: Display Search, 中诚信证评整理

2011 年, 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, 2011 年 32 寸液晶电视的零售均价延续上年下滑趋势。

图 6: 2007.6~2011.12 中国彩电市场零售价格走势



资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

2012 年, 由于家电以旧换新、节能惠民政策到期终止, 一季度家电市场需求增长受到影响, 近期出台的替代性财政补贴政策侧重于对节能环保家电产品扶持, 未来节能产品占比较高的企业将获得更多利益

2009 年~2011 年间, 国家相继推出了家电下乡、家电以旧换新、空调节能惠民等政策, 在这些消费刺激性政策的扶持和拉动下, 家电业出现了近年来罕见的高速发展。进入 2012 年, 由于家电下乡前期政策力度大, 市场需求透支效应显现, 加之以往换新、空调节能惠民政策相继结束, 致使家电业销售业绩增幅下滑。2012 年 1-4 月, 全国 (不包括山东、河南、四川、青岛) 家电下乡产品销售 2334 万台, 实现销售额 616.8 亿元, 同比分别下降 16.4% 和 6.7%。

为促进节能家电等产品的消费, 财政部、国家发展改革委、工业和信息化部下发了节能产品惠民工程高效节能家用电冰箱、洗衣机、热水器的推广实施细则, 由中央财政安排 265 亿元, 采取财政补贴方式支持高效节能家用电冰箱、电动洗衣机和热水器的推广使用, 推广期限为 2012 年 6 月 1 日至 2013 年 5 月 31 日。

截至目前, 空调、平板电视、电冰箱、洗衣机和热水器等五大类节能家电产品推广实施细则已全部印发, 推广产品目录和销售网点等信息正在根据企业申报与审核情况陆续发布, 消费者领取补贴的具体程序也已明确, 这标志着节能家电推广工作进入了全面实施阶段。

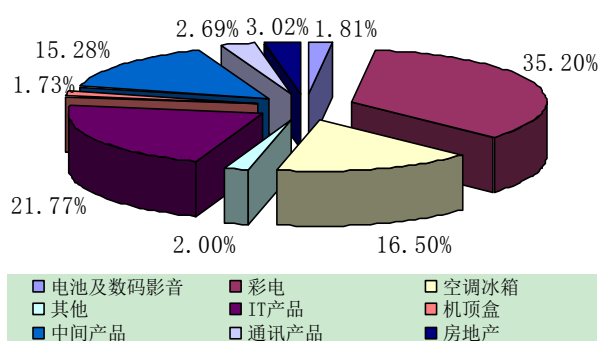
整体上看, 家电行业近年总体保持较快增长, 但激烈的行业竞争与原材料价格波动也给行业发展带来较大的压力。同时, 节能产品结构不同的企业受相关政策的影响各有差异, 节能产品能效等级高、节能产品占比较高的企业将获得更多发展机会。

## 业务运营

公司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, 各主要产品销量均取得大幅增长。2011 年,

公司实现营业收入 520.03 亿元，较上年同期增长 24.67%，其中家电业务收入 403.47 亿元，占比达到 80.30%。从产品构成看，2011 年公司彩电类产品收入 176.84 亿元，较上年增长 19.23%，占营业收入比重为 34.01%，依然是公司收入的第一大来源；空调冰箱收入 82.91 亿元，同比增长 7.79%，收入占比 15.94%；IT 产品业务实现 57.44% 的大幅增长，收入达 109.39 亿元，占比升至 21.04%。

图 7：2011 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司提供，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。2011 年，公司基本完成平板电视对 CRT 产品的替代，体现在原材料的采购上，2011 年公司 CRT 显像管的采购量仅为 4628 台，而 LCD/PDP 屏的采购量增至 665.35 万台，增幅达到 58.12%。

表 2：2009~2011 年公司主要原材料采购量

主要原材料	单位：万台，万件，吨		
	2009	2010	2011
CRT 显像管	211	32.3	0.46
LCD/PDP 屏	284	420.8	665.35
工程塑料	24,052	11,240	17,677
钢材	28,591	29,879	25,926
纸张	30,856	23,270	24,346

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从采购单价看，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，2011 年公司 LCD/PDP 屏采购单价同比下降 16.35%。目前随着电视业务向平板电视转型的完成，公司 LCD/PDP 屏的采购成本已占原材料采购总成本的 90% 以上。鉴于公司 LCD 面板主要从海外进口，这给公司原

材料成本的控制带来一定挑战。

工程塑料采购方面，2011 年以来，国际原油价格维持高位，塑料价格也一直持续较高价格，公司通过同供应商加强战略合作，部分推进物料替代来综合控制成本，2011 年工程塑料采购单价下降 12.71%。此外，2011 年，铜、铝、钢材等大宗原材料价格震荡多变并整体处于高位，这给公司白色家电产品原材料成本带来上涨压力。

## 产品生产

公司以彩电产品起步，近年已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、江西等地拥有多个家电生产基地。

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 LCD、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，不断推出相对高端的产品品种。公司平板电视产能已具备相当规模，截至 2011 年末，公司已拥有平板电视专用生产线 20 多条，LCD/PDP 等产品年产能 750 万台。此外，公司计划 2012 年进一步扩张平板电视（LCD/PDP 等）产能至 850 万台。

PDP 产业链建设方面，公司计划通过 PDP 屏的自行生产，以加快推进 PDP 模组自制，从而降低整机成本。截至 2011 年末，公司 PDP 屏项目年产能已达到 300 万台（折合 42 寸）。

OLED 属新兴的显示器行业，但由于整个市场还处于培育期，公司目前正在进行资金、技术和人才等各方面的准备。

白色家电业务方面，2011 年公司已具备空调 180 万套、冰箱 757 万台的生产能力。2012 年，公司根据空调整机线体产能对前端局部不足的工序进行改造，改造完成后家用空调年产能增加 20 万套；电冰箱产能扩张方面，位于合肥经济技术开发区的雅典娜豪华冰箱生产基地项目一期预计 2012 年 6 月完工，可新增 160 万台节能环保大容积冰箱的生产能力。

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，公司产品高端化和多元化框架已基本搭建完成，为未来各板块业务的进一步发展奠定了基础。

### 产品销售

2011年，得益于“家电下乡”、“以旧换新”、“空调节能惠民”等产业扶持政策的带动，公司主要产品销售旺盛、增长明显。其中LCD销量同比增长25.23%，PDP销量同比增长64.58%；机顶盒业务收入同比增长27%；IT分销业务规模继续实现高速增长，同比增幅超过50%，销售规模首次突破100亿元。

同时，公司依靠持续不断的技术创新，在家电市场的竞争优势较明显，主要产品市场占有率位居前列。2011年公司国内彩电整体销售数量突破670万台，市场占有率仅次于创维，达14.84%，跻身行业第二位；冰箱整机销量突破460万台，继续保持行业第一集团军地位；冰箱压缩机销量突破2400万台，国内同行业排名第一，全球第二；空调和机顶盒销量同比也实现高速增长，其中空调位居行业第六位。

出口方面，2011年海外市场经济的恢复较缓，公司对亚洲、澳洲、美洲、独联体区域出口下降，但对中非等其他区域出口的增长较明显，2011年海外市场销售收入54.51亿元，同比增长22.96%。

2012年初，由于“以旧换新”、“空调节能惠民”等产业扶持政策终止，加之家电市场需求一定程度上被透支，致使一季度家电行业的业绩增长明显受到影响。近期随着“节能产品惠民工程”以及其他后续节能家电推广政策的相继出台和全面实施，预计国内家电市场还有较大的增长空间。

整体看，家电行业发展对于产业刺激政策的依赖性上升，同时行业竞争愈加激烈，公司面临较大的市场竞争压力。但公司得益于突出的规模优势和产品竞争力以及多元化的业务结构，其抗风险能力较强，总体经营较稳健。

### 财务分析

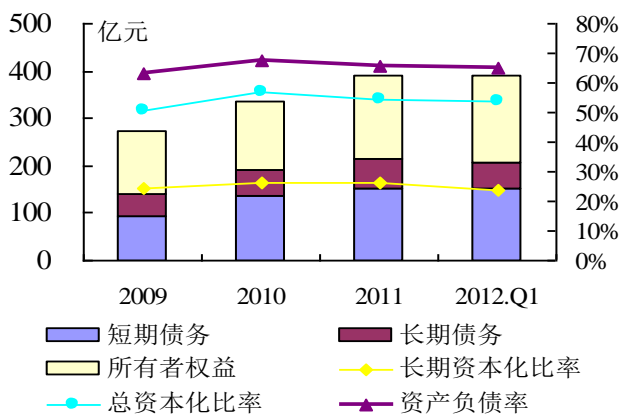
以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所审计并出具标准无保留意见的

2009~2011年财务报告及未经审计的2012年一季度合并财务报表。

### 资本结构

随着业务拓展及投资项目的不断推进，截至2011年底，公司资产总额增至516.51亿元，同比增加15.92%，负债总额增至337.82亿元，同比增加12.80%。同时，2011年，公司因资本公积转增股本以及认股权证行权增加股本，使得公司实收资本大幅增加17.69亿元，截至2011年12月31日，公司实收资本增至46.16亿元，公司资产负债率及总资本化比率由此同比分别下降1.81和2.12个百分点，降至65.40%和54.46%。

图8：2009~2012.Q1公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

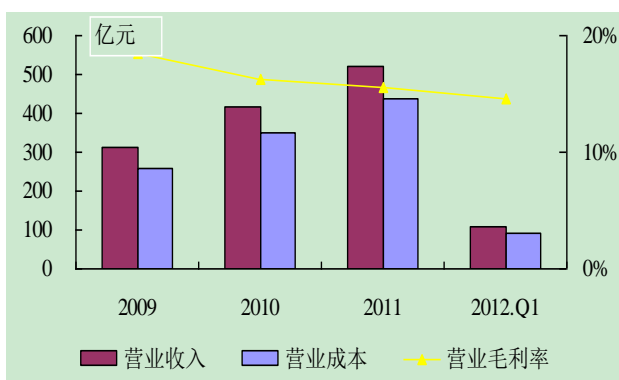
债务结构方面，截至2011年底，公司总债务规模为213.66亿元，其中短期债务151.04亿元，主要为短期借款88.67亿元、应付票据48.71亿元及一年内到期的长期负债12.87亿元；长期债务62.61亿元，包括长期借款与应付债券，其中长期借款34.91亿元，到期时间分别于2013年、2016年、2019年；应付债券27.71亿元，系2009年7月发行的30亿元6年期分离交易可转债及2011年11月发行3亿元3年期的境外人民币债券扣除发行费用后的余额。2011年12月31日，公司长短期债务比为2.41，略低于上年的2.61，短期债务压力较小。

整体来看，公司负债水平较为适中，且长期债券的发行使得公司债务结构不断优化，目前债务结构与资产结构匹配度较高，资本结构稳健度较高。

## 盈利能力

2011年，在“家电下乡”、“家电以旧换新”等产业扶持政策的带动之下，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19.24%，空调冰箱业务收入同比增长7.79%，IT产品业务收入增长57.44%，最终带动公司营业总收入增长24.67%，达520.03亿元。同时，主要受到显示屏、铜、钢材等零部件及原材料价格震荡的影响，造成公司2011年营业毛利率同比下降0.83个百分点，降至15.56%。

图9：2009~2012.Q1公司盈利情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

分产品来看，2011年，主要由于显示屏价格处于相对低位，使得公司的电视业务毛利率较2010年的18.00%小幅增至19.11%；而空调冰箱、IT产品等则因为原材料采购成本上升，毛利率较2010年分别下滑2.61、0.62个百分点。未来，随着公司PDP产品比重的提升，可通过屏与整机的一体化制造降低生产成本，扩大产品毛利空间。

三费方面，2011年公司三费合计为70.84亿元，同比增长16.61%。其中销售费用为49.53亿元，同比增长14.55%，主要是销售收入增加导致的市场费、人工费、运输费、三包费等费用增加；2011年公司管理费用20.67亿元，较上年增加27.67%，系由于公司规模不断增长，相应的人工费、研发费、折旧摊销费、办公费增加所致；财务费用0.64亿元，较上年减少51.35%，主要系公司汇兑收益增加所致。

近年来，公司一直保持较高的库存规模。截至2011年12月31日，公司存货余额100.47亿元，主要包括库存商品、原材料及房地产开发成本等。

2011年，主要由于库存商品价格下跌，导致公司发生资产减值损失5.63亿元。

2011年公司实现投资收益1.39亿元，较上年减少2.94亿元，投资收益主要来自深圳长虹科技有限责任公司、四川长虹东元精密设备有限公司等下属公司股权转让所获得的收益。此外，公司营业外收入为4.04亿元，较上年减少0.84亿元。公司2011年实现了归属于上市公司股东的净利润4.06亿元，较上年同期增长38.99%。

总的来看，公司经营性业务盈利能力呈现上升趋势。中诚信证评将继续关注公司整体盈利水平及其对信用水平带来的影响。

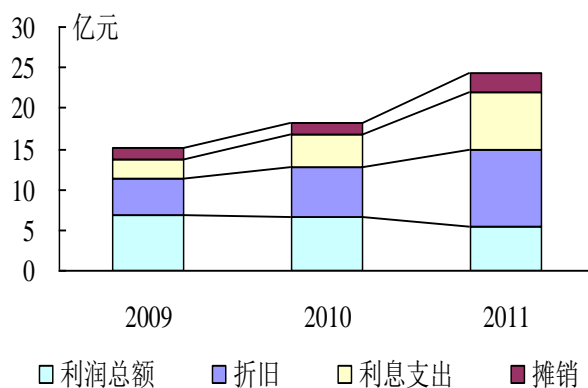
## 偿债能力

随着公司投资项目的推进，债务规模不断增加。截至2011年底，公司总债务达到213.66亿元，同比增长12.23%。未来，随着公司扩产项目的推进，较大的资本支出或将进一步提升公司债务规模。

现金流方面，随着公司2011年业务规模大幅扩大，其经营性应收款项及存货均大幅增加，导致2011年公司经营活动现金净流出12.20亿元。2011年，公司技改及扩产项目投资较大，发生投资活动净现金流出8.06亿元。为弥补经营及投资资金缺口，2011年公司发行3亿元长期债券并增加5.62亿元长期借款，当年发生筹资性现金净流入18.77亿元。

由于2011年PDP项目折旧较大，加之较大规模的利息支出增长，公司2011年EBITDA同比增长33.59%，达到24.26亿元。

图10：2009~2011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，2011 年由于公司债务规模较大，导致总债务/EBITDA 指标较高，并且 EBITDA 利息倍数有所回落。

表 3：2009~2012.Q1 公司债务及偿债指标

	2009	2010	2011	2012.Q1
总债务（亿元）	138.73	190.38	213.66	208.50
净债务（亿元）	19.98	23.84	42.33	208.50
经营活动净现金流（亿元）	-24.11	-7.39	-12.20	8.59
EBITDA（亿元）	15.03	18.16	24.26	-
总债务/经营净现金流(X)	-5.75	-25.78	-17.52	-24.27
总债务/EBITDA (X)	9.23	10.49	8.81	-
EBITDA 利息倍数 (X)	4.58	3.88	3.04	-

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 2011 年 12 月 31 日，公司共获得 152.35 亿元人民币和 4.13 亿美元，尚未使用的额度为 71.43 亿元人民币和 5001 万美元，财务弹性较好。

或有事项方面，截至 2011 年 12 月 31 日，涉及未决诉讼 6 宗，其中公司为原告的案件 4 宗，公司为被告的案件 2 宗。其中涉及本公司为原告的标的总额 57.83 万元，涉及公司为被告的标的总额 124.00 万元。根据目前的诉讼情况，公司不能可靠估计是否需承担诉讼赔偿以及可能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，本公司通过多种方式向 Apex 公司追讨欠款，因为受到各种因素影响，进展较缓，近年均未取得实质性进展。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》，承诺将按账面净值在 2011 年 12 月 31 日前收购该债权。公司于 2011 年 12 月 28 日与四川长虹电子集团有限公司签署《债权转让协议》，根据协议，四川长虹电子集团有限公司以现金 423,844,976.80 元人民币收购本公司所拥有的对美国 APEX 公司的剩余债权。公司已 2011 年 12 月 30 日收到四川长虹电子集团有限公司支付的现金 423,844,976.80 元人民币。至此，四川长虹电子集团有限公司对本公司的 APEX 应收账款收购承诺已履行完毕。

子公司或有事项方面，截至 2011 年 12 月 31 日，公司子公司华意压缩机股份有限公司 2007 年反担保事项的诉讼案件尚处于调解过程中，华意压缩已经确认了 202.16 万元预计负债。

对外担保方面，截至 2011 年 12 月 31 日，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 7500 万元，主要系为华意压缩机股份有限公司的子公司加西贝拉压缩机有限公司和合肥美菱股份有限公司的对外担保。

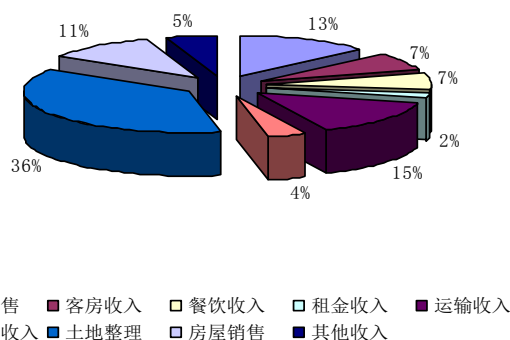
## 担保实力

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

绵投控股是绵阳市大型国有资产运营管理公司，公司业务主要包括城市基础设施建设、土地整理、房地产开发、供水、公交、酒店经营、文化旅游、金融、建筑工程、商贸等。目前，绵投控股已经发展成为绵阳规模最大、实力最强的国有资产管理、投资、运营的大型国有投资集团。2011 年，绵投控股共实现主营业务收入 15.41 亿元，净利润 2.44 亿元。

图 11：2011 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

作为绵阳市国有资产管理公司，绵投控股肩负政府授权的土地开发整理职能。2011 年该板块实现收入 5.83 亿元，占绵投控股主营业务收入的 37.83%，为绵投控股收入和利润的重要来源。

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 年末,扣除已出让土地,绵投控股仍有约 1.8 万亩土地可用于出让,土地储备较为丰富。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,2011 年房地产项目主要由其分公司嘉来置业运作,绵阳市保障性住房建设任务主要也由绵投控股承担。2011 年,嘉来置业主要以保障性住房建设为主,因此公司推出商品房房源较少,相应地房地产业务收入较 2010 年减少 5.04 亿元,降至 1.68 亿元。

### 酒店及公交客运业务

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一一家五星级酒店、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。受益于绵阳市经济的发展,旅游集团下属酒店经营业绩较突出。2011 年实现客房收入 1.13 亿元,实现餐饮收入 1.02 亿元,分别比上年增长 11.88%、16.69%。截至 2011 年末,旅游集团拥有公交线路 101 条,车辆 1074 辆,运营网线长度 1420 公里。2011 年公交业务实现收入 2.32 亿元,占主营业务收入的比重为 15.06%,是绵投控股的第二大收入来源。

### 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”)

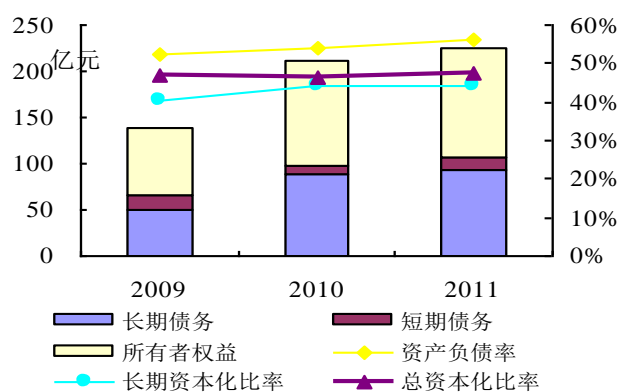
承担,2011 年市级供水量 5656 万立方米,实现营业收入 2.14 亿元。水务集团目前拥有 5 座自来水厂,日供水能力 15 万立方米,供水管网总长度 810 公里,供水区域 80 平方公里。随着绵阳市城市经济的发展以及城市用水需求的增加,绵投控股供水业务将保持稳定的增长的态势。

### 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 2009~2010 年财务报告以及经利安达会计师事务所审计,出具有重要事项无保留意见的 2011 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 2011 年底,绵投控股的总资产为 269.40 亿元,同比增加 10.20%。随着在建项目的不断开展,绵投控股对外部融资的需求逐渐加大,负债及债务规模均有所上升。截至 2011 年底,绵投控股资产负债率及总资本化比率分别为 56.08% 和 47.22%。

图 12: 2009~2011 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,由于房地产开发项目收入的下降,绵投控股 2011 年主营业务收入 15.41 亿元,同比下降 5.29%。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强有力的保障。

偿债能力方面，随着在建项目的不断推进，2011年绵投控股的债务规模有所增加，长短期债务105.84亿元，同比上涨14.62%。同时由于2011年绵投控股重点开发廉租房、经济适用房等保障性住房项目，房地产业务盈利水平下滑，绵投控股的获利水平下降，偿债指标有所弱化。

**表 4：2009~2011 年绵投控股主要偿债指标**

财务指标	2009	2010	2011
短期债务（亿元）	15.06	9.98	11.70
长期债务（亿元）	49.96	88.19	94.14
总债务（亿元）	65.02	98.17	105.84
总债务/EBITDA（X）	15.11	28.69	37.24
经营净现金流/总债务（X）	0.04	0.05	0.01

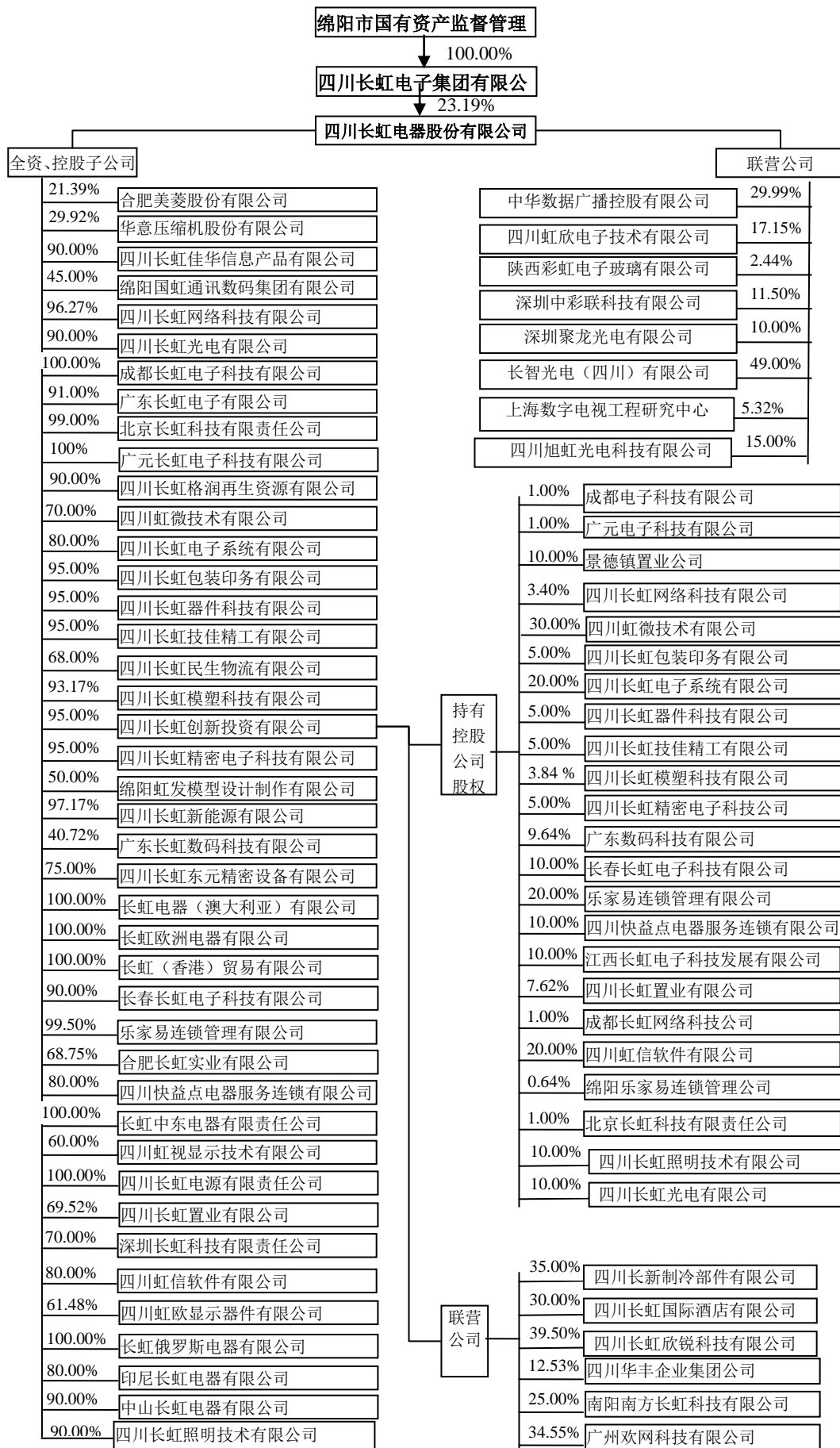
资料来源：绵投控股提供，中诚信证评整理

总体来看，中诚信证评认为，绵投控股作为绵阳市大型国有资产运营管理公司，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

中诚信证评维持四川长虹电器股份有限公司主体信用等级为 **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 2011 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)	2009	2010	2011	2012.Q1
货币资金	705,176.69	1,023,546.79	1,115,078.45	992,985.94
应收账款净额	299,917.60	462,436.90	592,994.52	599,827.67
存货净额	829,634.67	885,190.35	1,004,708.54	1,154,580.38
流动资产	2,427,081.26	3,127,998.59	3,801,879.42	3,796,325.72
长期投资	71,034.41	58,221.47	68,109.60	83,052.32
固定资产合计	796,356.55	891,679.34	899,949.02	882,238.79
总资产	3,653,609.31	4,455,594.38	5,165,106.41	5,165,619.28
短期债务	955,770.07	1,376,457.18	1,510,436.76	1,524,168.18
长期债务	431,506.00	527,335.52	626,129.44	560,836.39
总债务(短期债务+长期债务)	1,387,276.08	1,903,792.71	2,136,566.21	2,085,004.56
总负债	2,310,271.25	2,994,722.81	3,378,152.29	3,363,735.56
所有者权益(含少数股东权益)	1,343,338.06	1,460,871.57	1,786,954.12	1,801,883.72
营业总收入	3,145,799.92	4,171,180.89	5,200,332.83	1,088,041.88
三费前利润	567,416.97	660,892.63	781,927.26	152,941.56
投资收益	23,742.15	43,272.67	13,861.78	115.55
归属于母公司所有者的净利润	11,870.26	29,225e.40	40,621.37	10,566.81
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	150,272.64	181,553.63	242,568.50	-
经营活动产生现金净流量	-241,122.87	-73,853.70	-121,980.60	-85,915.18
投资活动产生现金净流量	-72,352.43	-80,632.85	-74,611.86	-37,385.32
筹资活动产生现金净流量	475,285.67	393,374.03	187,748.60	2,300.01
现金及现金等价物净增加额	161,261.48	237,771.93	-10,368.94	-119,715.61
财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
营业毛利率(%)	18.48	16.32	15.62	14.55
所有者权益收益率(%)	4.01	3.27	1.81	0.87
EBITDA/营业总收入(%)	4.78	4.35	4.66	0.00
速动比率(X)	0.89	0.95	1.06	0.98
经营活动净现金/总债务(X)	-0.17	-0.04	-0.06	-0.05
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.25	-0.05	-0.08	-0.08
经营活动净现金/利息支出(X)	-7.34	-1.58	-1.53	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.58	3.88	3.04	-
总债务/EBITDA(X)	9.23	10.49	8.81	-
资产负债率(%)	63.23	67.21	65.40	65.12
总资本比率(%)	50.80	56.58	54.46	53.64
长期资本化比率(%)	24.31	26.52	25.95	23.74

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、2012.Q1 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)	2009	2010	2011
货币资金	244,052.19	412,986.97	311,384.42
应收账款净额	9,069.02	49,749.56	60,380.95
存货净额	181,191.51	112,194.50	150,296.75
流动资产	756,753.83	1,046,534.31	1,093,426.23
长期投资	28,852.76	87,068.70	178,658.43
固定资产合计	709,269.97	1,282,263.59	1,384,824.63
总资产	1,521,470.42	2,444,612.41	2,694,049.59
短期债务	150,591.02	99,808.89	117,003.44
长期债务	499,628.03	881,922.50	941,391.71
总债务（短期债务+长期债务）	650,219.05	981,731.39	1,058,395.15
总负债	804,864.07	1,318,212.82	1,510,894.98
所有者权益（含少数股东权益）	709,071.59	1,126,399.58	1,183,154.60
营业总收入	73,104.19	164,829.28	156,201.62
三费前利润	34,052.83	40,513.81	47,818.42
投资收益	658.78	522.56	1,477.16
净利润	12,225.85	19,519.99	24,387.47
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	43,033.56	34,221.43	28,423.24
经营活动产生现金净流量	22,995.93	46,363.88	9,031.56
投资活动产生现金净流量	-171,290.14	-240,711.88	-238,774.80
筹资活动产生现金净流量	344,032.79	361,533.25	125,140.69
现金及现金等价物净增加额	195,738.59	167,185.25	-104,602.55
财务指标	2009	2010	2011
营业毛利率（%）	49.62	28.19	33.81
所有者权益收益率（%）	1.72	1.73	2.06
EBITDA/营业总收入（%）	58.87	20.76	18.20
速动比率（X）	2.15	2.71	2.10
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	0.05	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.15	0.46	0.08
经营活动净现金/利息支出（X）	0.64	3.56	8.11
EBITDA 利息倍数（X）	1.19	2.63	25.52
总债务/EBITDA（X）	15.11	28.69	37.24
资产负债率（%）	52.90	53.92	56.08
总资本化比率（%）	47.57	46.57	47.22
长期资本化比率（%）	41.08	43.91	44.31

注：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

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

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

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出<sup>1</sup>+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/ 营业总收入

EBIT 率=EBIT / 营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/ 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益合计

流动比率=流动资产 / 流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率=负债总额 / 资产总额

总资本化比率=总债务 / （总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务 / （长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

<sup>1</sup> 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。