



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪040号

陕西秦川机械发展股份有限公司：

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“陕西秦川机械发展股份有限公司2013年公司债券”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，将贵公司AA的主体信用等级和本期债券AA的债项信用等级列入信用评级观察名单。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一四年四月二十三日

陕西秦川机械发展股份有限公司 2013 年公司债券跟踪评级报告 (2014)

发行主体	陕西秦川机械发展股份有限公司		
担保主体	陕西秦川机床工具集团有限公司		
发行规模	人民币 4.5 亿元		
存续期限	5 年期：2013/01/28—2018/01/28		
上次评级时间	2013/12/18		
上次评级结果	债项级别 AA	主体级别 AA	列入信用评级观察名单
跟踪评级结果	债项级别 AA	主体级别 AA	列入信用评级观察名单

概况数据

秦川发展	2011	2012	2013
所有者权益 (亿元)	11.72	11.54	11.27
总资产 (亿元)	20.68	21.06	22.78
总债务 (亿元)	3.99	5.36	7.09
营业总收入 (亿元)	16.06	11.91	12.85
营业毛利率 (%)	23.64	15.71	12.85
EBITDA (亿元)	2.19	0.93	0.55
所有者权益收益率 (%)	11.64	1.15	-2.48
资产负债率 (%)	43.34	45.21	50.55
总债务/EBITDA (X)	1.82	5.79	12.96
EBITDA 利息倍数 (X)	12.90	3.67	1.45
秦川集团	2011	2012	2013
所有者权益 (亿元)	31.93	30.63	29.73
总资产 (亿元)	56.31	58.93	59.32
总债务 (亿元)	8.17	12.09	13.34
营业总收入 (亿元)	42.12	31.98	34.11
营业毛利率 (%)	20.63	16.66	13.98
EBITDA (亿元)	5.52	2.39	1.77
所有者权益收益率 (%)	9.53	0.06	-2.20
资产负债率 (%)	43.30	48.02	49.89
总债务/EBITDA (X)	1.48	5.05	7.52
EBITDA 利息倍数 (X)	11.88	4.25	2.11

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、秦川集团财务数据来自公司提供的经希格玛会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2011 年度、2012 年度以及 2013 年度审计报告。

基本观点

机床工具行业自 2011 年第四季度起进入下行空间，行业持续低迷，业内企业普遍利润负增长，经营压力加大。报告期内陕西秦川机械发展股份有限公司（以下简称“秦川发展”或“公司”）业务规模小幅增长，但低毛利水平业务占比升高带来的结构性变化致使其盈利能力持续下滑，经营出现亏损。虽然公司持续加大研发力度，但新产品订单量有限，无法对其经营形成有效补充。考虑到公司的资本结构较为稳定，债务期限结构较为合理，其短期偿债压力有所缓解。同时，秦川发展拟吸收合并陕西秦川机床工具集团有限公司（以下简称“秦川集团”或“集团”）的重大资产重组事项已获得中国证监会条件通过，将对秦川发展未来的业务经营产生积极的影响。此外，中诚信证评也关注到机床工具行业低迷、公司经营亏损、偿债能力持续弱化等因素对公司信用状况产生的影响。

中诚信证评将陕西秦川机械发展股份有限公司 2013 年公司债券 **AA** 的债项信用等级和秦川发展 **AA** 的主体信用等级列入信用评级观察名单。

正 面

- 业务规模有所回升。在机床类主导产品营业收入不断下降的背景下，公司加大了功能部件业务和进出口贸易类业务的承做力度，2013 年整体业务规模有所回升。
- 债务结构优化，短期偿债压力减轻。公司未来几年的资本性支出将会较小，资金压力减轻，且得益于公司债券的成功发行，其债务结构有所优化，短期偿债压力有所缓解。
- 重大资产重组获有条件通过。秦川发展拟吸收合并秦川集团，实现集团优质资产整体上市。目前本次重大资产重组工作已获得中国证监会条件通过，重组顺利实施后，秦川发展将避免同业竞争并实现协同效应，对公司未来的发展将产生积极影响。

分 析 师

耿 涛 tgeng@ccxr.com.cn罗 庆 qluo@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 4 月 23 日

关 注

- 行业景气度下行。受全球经济持续低迷、国内经济增长放缓和下游装备制造业市场需求放缓的影响，机床工具行业自 2011 年第四季度以来进入下行空间，行业持续低迷。
- 经营出现亏损。公司机床类主导产品的产销量大幅下降，同时低毛利业务占比的上升带来的收入结构调整使其初始获利空间收窄，整体盈利能力明显下滑，经营出现亏损。
- 偿债能力持续弱化。公司经营性现金流无法满足其偿债需求，同时大幅下滑的盈利能力也使得 EBITDA 对短期债务的保障程度不断下降，整体偿债能力持续弱化。

重大事项

秦川发展拟吸收合并秦川集团，实现集团内部优质资产整体上市。据秦川发展2013年11月1日公布的重大资产重组报告书（修订），秦川发展拟向秦川集团全体9名股东陕西省国资委、陕西产投、昆仑天创、华融公司、华融渝富红衫、长城公司、邦信公司、东方公司、新远景发行股份换股吸收合并秦川集团；同时向不超过10名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过总交易金额的25%（以下简称“本次重大资产重组”）。

在此次整体上市过程中，秦川集团将剥离旗下一些长期亏损的资产。2013年3月，经秦川集团全体股东表决，秦川集团与陕西省国资委全资子公司陕西秦川物业有限公司签署股权转让协议，以零元交易价格向后者出让其持有的杨凌秦川节水灌溉设备工程有限公司全部61.63%比例股权、杨凌秦川未来新材料有限公司（以下简称“秦川新材料”）全部85.71%比例股权和盐城秦川华兴机床有限公司（以下简称“盐城机床”）35%比例股权。转让完成后，秦川集团尚持有盐城机床17%比例股权。

本次交易完成后（配套融资完成前），陕西省国资委预计持有公司约16.82%比例股份，陕西省产业投资有限公司（以下简称“陕西产投”）持有公司约15.40%比例股份，由于陕西省国资委是陕西产投的控股股东，因此，陕西省国资委将直间接合计持有公司约32.22%比例股份，仍为公司的控股股东和实际控制人。本次重大资产重组若能顺利完成，秦川发展将作为存续公司承继和承接秦川集团的所有资产和业务，秦川集团注销。未来，公司将着力打造复杂型面加工装备产业链、航空发动机关键零部件加工装备产业链、高效数控加工装备产业链三大产业链，为将秦川发展打造成为全面技术解决方案商和集成系统服务供应商奠定基础。

目前，公司及相关各方正在积极推进本次重大资产重组工作，相关财务审计、资产评估、模拟盈利预测审核等工作已完成。本次交易拟购买资产采用资产基础法进行预估，在评估基准日2012年12月31日，持续经营前提下，拟购买资产账面净资产为16.45亿元，评估价值为24.05亿元；预计2014年合

并后的秦川发展可实现营业总收入37.61亿元，实现营业利润997.43万元，归属于母公司所有者的净利润1,414.36万元。

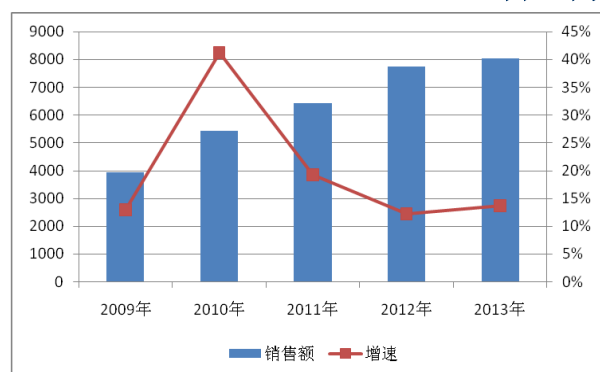
本次重大资产重组方案已经于2013年3月19日获得陕西省人民政府国有资产监督管理委员会原则性批复，于2013年11月16日获国务院国有资产监督管理委员会批准。2014年4月16日，本次重大资产重组方案经中国证监会审核并获得有条件通过，获得正式通过的可能性较大。本次重大资产重组将使秦川发展的行业地位、资产规模和收入规模得到一定程度的提升，对其后续经营发展将产生一定积极影响。

基本分析

与机床工具行业密切相关的装备制造业和相关行业需求疲软，致使国内机床工具行业景气度持续低迷，业内多数企业利润水平出现下滑。

图 1：2009～2013 年机床工具行业销售额及增速

单位：亿元



资料来源：中国机床工具工业协会、国家统计局，中诚信证评整理

2013年以来，中国经济由高速增长向适度平稳增长过度，总体处于阶段性调整中，与机床工具行业密切相关的装备制造业和相关行业需求疲软，装备制造业投资意向减弱。2013年，国内机床工具行业仍无触底反弹迹象，持续低位运行。根据国家统计局数据，2013年全年，国内机床工具行业累计实现产品销售收入8,026.3亿元，同比增长13.7%；实现利润495.9亿元，同比增长8.8%。虽然行业产品销售增速较2012年的12.25%微升，但相较于高速发展的2010年、2011年而言仍有较大的差距，行业景气度仍在低位徘徊。

在行业增速低位运行的同时，业内多数上市公司利润下滑情况普遍出现。南通科技、昆明机床、青海华鼎、南通锻压和法因数控等机床工具行业主要上市公司2013年归属于母公司的净利润同比分别减少93.08%、110.16%、131.83%、93.95%和2.65%。亚威股份作为业内为数不多实现净利润增长的企业，其增长幅度亦仅有3.90%。

表 1：2013 年机床工具行业主要上市公司

营业收入和营业利润增长情况

	营业收入 (亿元)	营业收入 同比增长 (%)	归属于母 公司的净 利润(万 元)	归属于母 公司的净 利润同比 增长(%)
南通科技	10.22	-26.88	277.94	-93.08
昆明机床	10.63	-2.16	744.02	-110.16
秦川发展	12.85	7.91	-2,929.99	-346.95
青海华鼎	10.95	-3.94	1,529.37	-131.83
亚威股份	8.51	11.59	8,178.64	3.90
南通锻压	3.04	-16.78	168.37	-93.95
法因数控	3.66	19.52	1,855.24	-2.65

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

受机床行业低位运行的影响，公司机床类主导产品销量下降，但在其他业务的补充下，公司整体业务规模仍出现小幅增长。

受机床工具行业持续低迷的影响，公司机床类主导产品的市场需求下降，收入规模持续下滑。因此公司 2013 年加大了运营情况相对较好的功能部件业务和进出口贸易业务（包括国际业务收入和原材料贸易收入）的承做力度，在上述两类业务的补充下，2013 年全年，公司实现营业收入 12.85 亿元，同比小幅增长 7.91%。分业务品种来看，机床业务收入较上年同期下降 19.38%；功能部件业务收入较上年小幅增长 2.34 个百分点；国际业务收入和原材料贸易收入分别均较上年同期大幅增长 40.45%和 37.84%；其他业务收入则较上年略有增加。

表 2：2012~2013 年公司分产品收入情况

单位：亿元

业务种类	2013 年	2012 年	同比增减(%)
机床类	3.91	4.85	-19.38
功能部件类	2.19	2.14	2.34
国际业务	3.75	2.67	40.45
原材料贸易	2.04	1.48	37.84
其他业务收入	0.96	0.79	2.53
收入合计	12.85	11.91	7.91

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

2013 年，公司主机产品产量较 2012 年下降 7.58%，为 585 台；当年销售主机 593 台，同比下降 11.76%；部分库存被清理，年末库存量为 139 台，同比下降 5.44%。面对市场下滑的状态，公司调整销售计划系统，成立销售计划二部，重点发展零部件销售业务。2013 年公司功能部件产销量继续保持增长，较 2012 年分别增长 10.71%和 11.30%，库存量亦较上年下降了 3.63%，降至 82,119 件。

表 3：2012~2013 年公司产品产销量及库存情况

单位：台，件，套

产品 品种	项目	2013 年	2012 年	同比增长 (%)
机床类	销售量	593	672	-11.76
	生产量	585	633	-7.58
	库存量	139	147	-5.44
功能 部件	销售量	490,691	440,881	11.30
	生产量	487,597	440,416	10.71
	库存量	82,119	85,213	-3.63

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

行业供需结构失衡，市场竞争加剧，为应对市场形势的变化，加快公司的转型升级步伐，秦川发展持续加大研发力度和相关项目的建设、技改工作。

我国机床工具行业企业众多，产品同质化的现象十分严重。通用型的低档次产品供应能力明显过剩，而中高档特别是面向高端细分市场的产品供给能力严重不足。特别自 2011 年第四季度以来，机床工具市场需求进一步升级，一方面，用户对机床制造企业提供整体解决方案的能力、自动化程度、生产效率、产品交货期、售前及售后服务等方面都提出了更高的要求；另一方面，汽车行业的排放标准升级对装备提出更严格的要求，而航空航天、军工、能源装备、船舶制造和战略性新兴产业对机床工具产品均有特殊工艺要求，是高端产品的主要市场驱动力。但我国中高档产品在性能、质量、可靠性、服务、品牌影响力等方面与工业发达国家相比仍存在较大差距，目前市场多数中高档产品仍依赖进口。

为满足日益升级的市场需求，并抓住市场结构调整的机会，秦川发展持续加大研发力度，重点发展关键功能零部件业务，尤其是大型特种齿轮传动

产品、机器人减速器产品和军工配套产品的项目和技改工作，积极努力加快业务转型和产业结构调整。目前已初步完成新产品的系列化设计工作、多种样机的试造、检测 and 用户试用工作，但由于订单量较为有限，无法对公司业绩带来有力提升。

技术研发方面，公司建立了完善的研发体制并拥有强大的研发团队，通过自主创新、合作开发、引进消化、院校合作等多元化方式开展工作，提高了技术创新能力和产业化水平。在行业持续低迷的当下，公司始终坚持加大研发力度，积极进行技术储备，以备行业回暖。2013 年，公司共承担国家科技重大专项 24 项，其中牵头承担 9 项，参与 15 项，已验收 6 项。另外，公司还申报了 2014 年度国家科技重大专项 6 项，其中牵头申报 1 项，参与申报 5 项，形成了一些填补国内外空白的重大技术突破。

总体来看，尽管国家总体经济形势已缓中趋稳，但机床工具行业发展通常稍滞后于宏观经济步调，加上消化库存的周期，行业当前所面临的低迷态势短期内仍将持续。受此影响，公司主机类产品市场需求疲软，收入规模持续下降，业务占比逐年降低，公司经营对功能部件和进出口贸易业务的依赖程度有所加大。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经国富浩华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2011 年、2012 年审计报告，经瑞华会计师事务所（普通合伙）¹ 审计并出具标准无保留意见的 2013 年审计报告，所有数据均为合并口径。

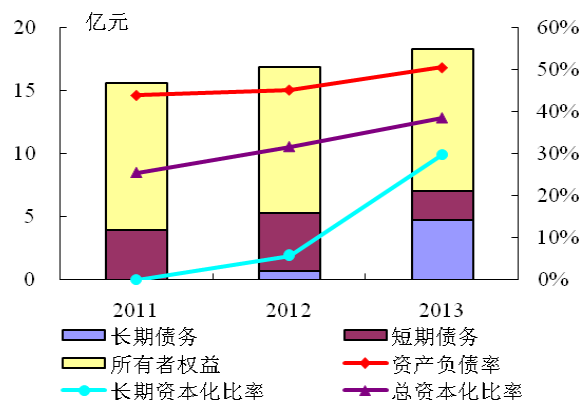
资本结构

受货币资金和应收账款增加的影响，公司资产总额也随之增加。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产达 22.78 亿元，较 2012 年末增长 8.21%。2013 年一季度，公司发行 4.5 亿元公司债券，同期负债水平有所上升，截至 2013 年末，公司负债总额增至 11.52 亿元。受此影响，2013 年末公司资产负债率和总资本化比率升至 50.55% 和 38.61%，分别较

2012 年末增加了 5.34 和 6.90 个百分点。

从债务结构来看，公司逐渐加大长期债务规模，同时缩减短期债务规模，债务结构有所优化。自 2013 年 1 月成功发行 4.5 亿元公司债券后，公司长短期债务比由 2012 年末的 6.51 大幅下降至 2013 年末的 0.49，一定程度上缓解了公司的短期债务压力。

图 2：2011~2013 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

近年来公司的总资本化比率和资产负债率均持续上升，但其资产负债率与同行业上市企业相比仍处于中等水平，2011、2012、2013 年度分别为 43.93%、45.21% 和 50.55%。总体来看，公司财务政策较为稳健，资本结构比较稳定。

表 4：2013 年 12 月 31 日机床工具行业

主要上市公司资产负债率情况

企业名称	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)
南通科技	59.74	77.56
昆明机床	27.93	50.85
秦川发展	22.78	50.55
青海华鼎	22.56	64.50
亚威股份	16.28	23.68
法因数控	8.12	28.34

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

总体来看，公司资本结构稳定性较好，资产负债率处于行业中等水平，当年成功发行公司债券后，其债务结构有所优化，短期偿债压力得到一定的缓解。

盈利能力

2013 年，受固定资产投资愿望不强等因素影响，公司机床类主导产品市场需求不振，但在其他业务收入的补充下，公司整体营业收入仍有小幅增

¹ 瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）系由原中瑞岳华会计师事务所和原国富浩华会计师事务所（特殊普通合伙）于 2013 年 4 月联合成立。

加。2013 年全年，公司实现营业收入 12.85 亿元，同比增加 7.91%。

毛利率方面，2013 年，公司获利能力较强的机床类产品收入占比不断下降，当年为 30.43%，较 2012 年下降 10.29 个百分点。获利水平较高的机床类产品占比下降，而毛利空间较低的功能部件业务和进出口贸易业务占比则不断上升，业务结构的变化致使公司盈利水平持续下降，综合毛利率亦降至 12.85%，较 2012 年减少了 2.86 个百分点。

表 5：2012~2013 年公司分产品收入占比及毛利率情况

单位：%			
业务种类	2013 年 收入占比	2012 年 收入占比	2013 年 毛利率
机床类	30.43	40.72	26.42
功能部件类	17.04	17.97	12.98
国际业务	29.18	22.42	4.23
原材料贸易	15.88	12.43	2.66
其他业务收入	7.47	6.46	-

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

在经营压力加重的情况下，受人工成本的上升和发行公司债券计提利息所致，公司管理费用和财务费用同比有所上升，当年三费合计 2.03 亿元。但基于营业收入略有增加，公司 2013 年三费收入占比仍为 15.77%，与上年持平。

表 6：2011~2013 年公司期间费用分析

单位：亿元			
	2011	2012	2013
销售费用	0.78	0.64	0.55
管理费用	1.17	1.00	1.13
财务费用	0.15	0.23	0.35
三费合计	2.10	1.87	2.03
三费收入占比	13.09%	15.77%	15.77%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利空间收窄和期间费用增加的双重压力使得 2013 年公司经营性业务亏损 5,639.44 万元。但在政府补助和递延所得税调整的补充下，公司亏损面有所缩减。2013 年全年，公司净亏损 2,798.67 万元。总体来看，机床工具行业整体景气度下行，下游需求放缓，受此影响，公司收入规模虽有小幅上升，但盈利能力大幅下滑，经营出现亏损。

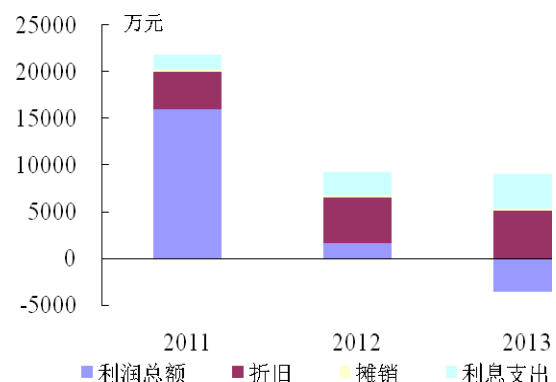
偿债能力

偿债压力方面，由于经营压力加重，公司加大

外部融资力度来满足运营资金需求，其债务规模逐年增长，2011、2012、2013 年度总债务分别为 3.99 亿元、5.36 亿元和 7.09 亿元。但公司整体资产负债率仍处于较低水平，且自公司债券成功发行后，债务结构有所优化，公司短期偿债压力有所缓解。

现金获取方面，公司的收现比一直相对较低，2011-2013 年，分别为 0.74、0.73 和 0.82 倍，2013 年公司经营性现金流净流出 0.81 亿元。同期经营亏损也使公司 EBITDA 规模大幅下降，当年仅实现 EBITDA 0.55 亿元，整体现金获取能力明显下滑。

图 3：2011~2013 年公司 EBITDA 结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

偿债能力方面，自 2011 年第四季度以来，公司盈利能力和获现能力持续下降，2013 年度 EBITDA 和经营性现金流净额分别为 0.55 亿元和 -0.81 亿元，各项偿债能力指标均不同程度弱化。虽然公司短期偿债压力较小，但其 EBITDA 利息倍数呈现逐年下滑趋势，对短期债务的偿付保障程度也呈现下降状态。

表 7：2011~2013 年公司主要偿债能力指标

	2011	2012	2013
短期债务（亿元）	3.99	4.64	2.32
长期债务（亿元）	0.00	0.71	4.77
总债务（亿元）	3.99	5.36	7.09
EBITDA（亿元）	2.19	0.93	0.55
总债务/EBITDA（X）	1.82	5.76	12.96
EBITDA 利息倍数（X）	12.90	3.67	1.45
经营活动净现金流（亿元）	-0.52	-1.56	-0.81
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.13	-0.29	-0.11
经营活动净现金流/利息支出（X）	-3.09	-6.16	-2.14

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司获得银行授信额度共计 9.18 亿元，其中尚未使用授信 7.38 亿元。

对外担保方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司为下属子公司提供关联担保合计 8,865.80 万元人民币和 280 万美元，与陕西电子信息集团有限公司（以下简称“陕西电子集团”）签订银行信贷互保协议，互保额度为 5.2 亿元，期限 2 年。截至 2013 年末，公司尚未与陕西电子集团发生互保事项，或有风险基本可控。

总体来看，受机床工具行业景气度低迷的影响，公司机床类主导产品市场需求继续下降，致使其应收账款增加，运营资金压力加重，经营性净现金流无法满足其短期偿债需求，EBITDA 对短期债务的保障程度亦不断下降。虽然考虑到公司未来几年的资本性支出将会较小，资金压力有所减轻，但同时我们也注意到公司毛利空间收窄、盈利能力下滑等因素使其偿债能力不断弱化，未来中诚信证评将持续关注机床工具行业景气度下行对公司业务经营及盈利方面产生的影响。

担保实力

陕西秦川机床工具集团有限公司为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。但根据 2013 年 7 月 31 日召开的秦川发展 2013 年第一次债券持有人会议决议，本次重大资产重组事项在获得证监会核准实施时，免除秦川集团为本次债

券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

秦川集团前身为秦川机床厂，始建于 1965 年，是以生产精密机床为主的全国机械行业大型一级企业。截至 2013 年 12 月 31 日，秦川集团注册资本为人民币 10.85 亿元。其中，陕西省人民政府国有资产监督管理委员会直间接持有 57.81% 的股权，是集团的控股股东和实际控制人。

除秦川发展外，集团还拥有多家下属控股子公司，主要企业包括宝鸡机床集团有限公司（以下简称“宝鸡机床”）、陕西汉江机床有限公司（以下简称“汉江机床”）、汉江工具有限责任公司（以下简称“汉江工具”）和秦川机床集团宝鸡仪表有限公司。其中，宝鸡机床、汉江机床主要从事各类通用机床及螺纹磨床的生产；汉江工具则为国内主要的复杂刀具生产企业之一。

经过多年的发展，秦川集团在磨床、金切机床、刀具等业务领域积累了较为雄厚的技术实力，部分产品在国内市场具有较为明显的市场竞争优势。但受宏观经济环境变化、固定资产增速下滑等因素的影响，自 2012 年以来磨齿机、通用机床等机床工具类产品市场下游需求均有不同程度的下降，集团经营压力加重。2013 年，在零部件业务及贸易类业务的补充下，集团实现营业收入 34.11 亿元，同比微增 6.66%，但相较于 2011 年 42.12 亿元的营业收入仍有不小的差距。

表 8：秦川集团 2011~2013 年收入构成及毛利情况

单位：亿元、%

业务种类	2012 年收入	2012 年收入占比	2013 年收入	2013 年收入占比	2012 年毛利率	2013 年毛利率
机床类	16.51	51.64	15.10	44.27	16.94	14.53
零部件类	2.21	6.92	3.06	8.98	24.43	26.88
工具类	3.65	11.40	3.12	9.16	29.23	29.40
仪器仪表类	0.79	2.48	0.90	2.64	23.48	19.67
贸易类	4.89	15.28	8.42	24.67	4.87	3.13
其他	3.93	12.28	3.51	10.28	-	-
合计	31.98	100	34.11	100	16.66	13.98

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

同时集团机床类产品毛利水平不断下降，低毛利空间的业务占比持续上升带来的结构性变化等因素，也使其 2013 年毛利率进一步下滑至 13.98%。

如前所述，集团 2013 年 3 月处置对秦川新材料和盐城机床的长期股权投资，使其投资亏损达 1,403 万元。毛利空间的收窄、投资亏损的加剧导致集团

2013 年营业利润亏损 1.35 亿元。但在政府补助的有力补充下，集团 2013 年净亏损面有所缩减，为 6,538.16 万元。

经营压力的加重和盈利能力的下降使得集团需扩大外部融资以满足经营所需。截至 2013 年 12 月 31 日，集团资产规模小幅增长至 59.32 亿元，负债总额增长至 29.60 亿元，资产负债率为 49.89%，同比增长 1.87 个百分点。总体来看，集团资产负债率虽持续走高，但仍处于较低水平，同时其杠杆水平较低，财务政策较为稳健。

偿债能力方面，2013 年受存货和应收账款增加占用大量资金影响，集团经营性现金净流出 8,372.30 亿元，难以对债务的本息偿付提供有效支撑。同期盈利能力的大幅下降导致 2013 年集团 EBITDA 降至 1.77 亿元，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 7.52 倍和 2.11 倍，EBITDA 对债务偿付的保障程度持续下滑。

表 9：2011~2013 年秦川集团各财务指标

	2011	2012	2013
总资产（亿元）	56.31	58.93	59.32
长短期债务比（X）	18.46	5.42	1.80
总债务（亿元）	8.17	12.09	13.34
资产负债率（%）	43.30	48.02	49.89
总资本化率（%）	20.38	28.29	30.97
营业总收入（亿元）	42.12	31.98	34.11
营业毛利率（%）	20.63	16.66	13.98
EBITDA（亿元）	5.52	2.39	1.77
总债务/EBITDA（X）	1.48	5.05	7.52
EBITDA 利息倍数（X）	11.88	4.25	2.11
经营活动净现金流（亿元）	-0.61	-1.59	-0.84
经营净现金流/利息支出（X）	-1.31	-2.83	-1.00
经营净现金流/总债务（X）	-0.07	-0.13	-0.06

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2013 年 12 月 31 日，秦川集团为下属子公司提供关联担保合计 5.29 亿元人民币和 280 万美元，占净资产的比重很低，或有风险可控。此外，截至 2013 年 12 月 31 日，集团无未决诉讼等其他或有事项。

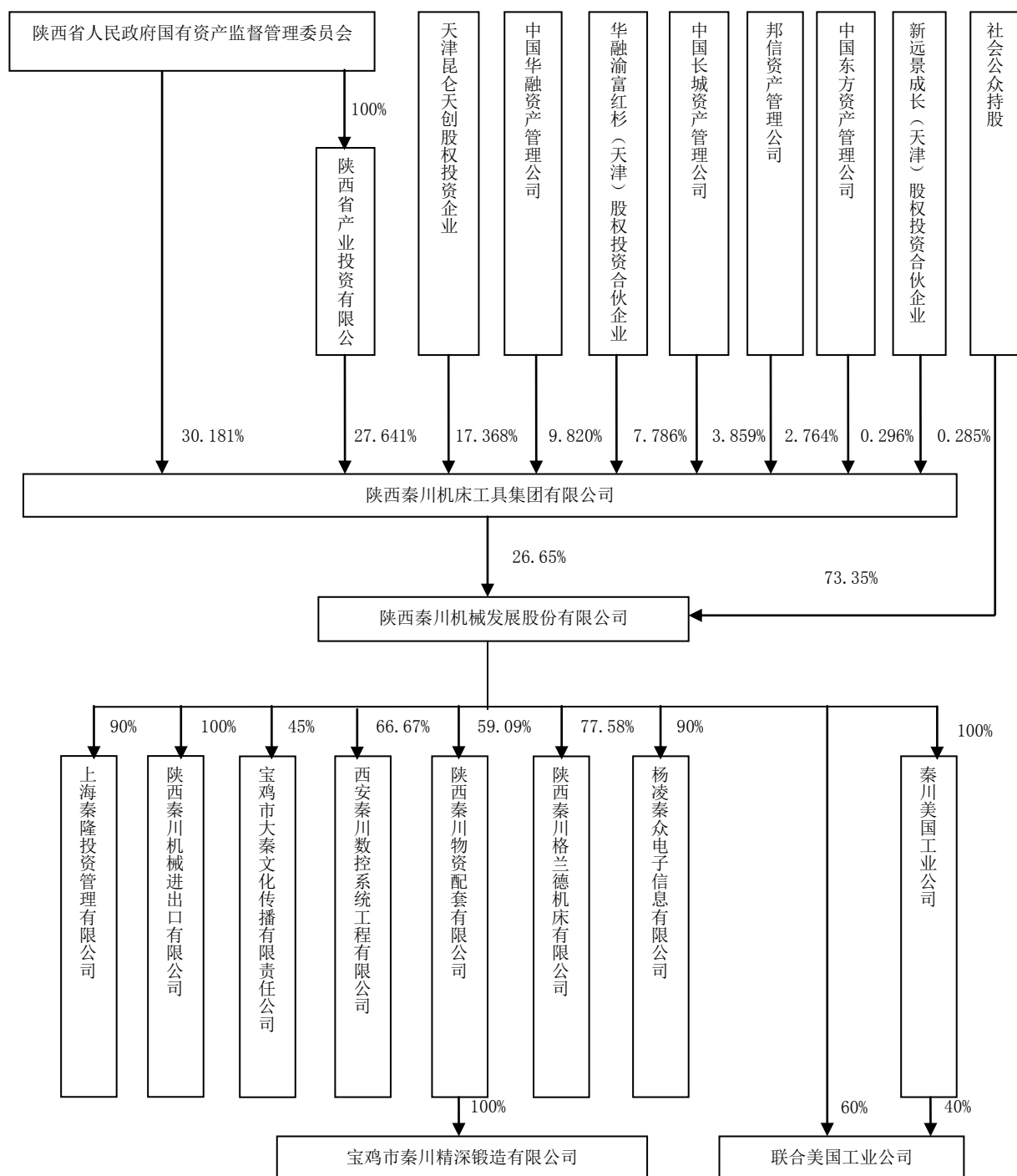
备用流动性方面，截至 2013 年 12 月 31 日，秦川集团已获得 11 家银行合计 5.02 亿元的授信额度，其中未使用额度为 2.28 亿元，集团备用流动性尚可。

总体来看，秦川集团作为陕西省国资委下属的主要工业企业之一，其发展一直得到国家和地方的政策支持。但受机床工具行业景气度下行影响，集团主要产品收入规模持续下降，初始获利空间收窄，集团 2013 年盈利能力有所下滑，经营出现亏损。虽然集团整体债务规模较小，负债水平相对较低，但近年来大幅下降的盈利能力拉低了其对债务的保障程度，集团偿债能力同比有所下降。

结 论

综上，中诚信证评将陕西秦川机械发展股份有限公司 2013 年公司债券 **AA** 的债项信用等级和秦川发展 **AA** 的主体信用等级列入信用评级观察名单。

附一：陕西秦川机械发展股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



附二：陕西秦川机械发展股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	28,978.32	22,391.12	27,901.79
应收账款净额	14,325.18	19,493.73	22,419.77
存货净额	65,602.09	67,171.85	68,853.87
流动资产	133,567.73	132,409.96	149,901.59
长期投资	3,883.16	4,784.76	4,435.75
固定资产合计	63,678.87	67,582.85	66,383.62
总资产	206,795.37	210,551.35	227,835.94
短期债务	39,872.87	46,427.14	23,173.52
长期债务	0.00	7,127.98	47,678.11
总债务（短期债务+长期债务）	39,872.87	53,555.12	70,851.63
总负债	89,616.71	95,192.71	115,179.11
所有者权益（含少数股东权益）	117,178.66	115,358.64	112,656.83
营业总收入	160,628.04	119,114.01	128,538.27
三费前利润	37,460.94	18,170.45	15,911.52
投资收益	-141.02	-12.60	32.84
净利润	13,642.93	1,328.86	-2,798.67
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	21,873.55	9,299.55	5,466.69
经营活动产生现金净流量	-5,240.68	-15,601.42	-8,106.27
投资活动产生现金净流量	-4,282.89	-2,032.29	-1,969.59
筹资活动产生现金净流量	-4,139.67	11,047.07	15,601.90
现金及现金等价物净增加额	-13,679.94	-6,587.20	5,510.68
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率（%）	23.64	15.71	12.85
所有者权益收益率（%）	11.64	1.15	-2.48
EBITDA/营业总收入（%）	13.62	7.81	4.25
速动比率（X）	0.79	0.80	1.32
经营活动净现金/总债务（X）	-0.13	-0.29	-0.11
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.13	-0.34	-0.35
经营活动净现金/利息支出（X）	-3.09	-6.16	-2.14
EBITDA 利息倍数（X）	12.90	3.67	1.45
总债务/EBITDA（X）	1.82	5.76	12.96
资产负债率（%）	43.34	45.21	50.55
总资本化比率（%）	25.39	31.71	38.61
长期资本化比率（%）	0.00	5.82	29.74

注：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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附三：陕西秦川机床工具集团有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	72,316.00	65,165.34	57,611.37
应收账款净额	46,847.25	54,567.05	62,876.72
存货净额	144,298.65	154,183.66	155,883.83
流动资产	331,210.34	338,483.14	347,133.68
长期投资	10,506.99	3,510.53	5,057.86
固定资产合计	181,243.45	210,084.53	207,117.68
总资产	563,072.41	589,324.26	593,239.86
短期债务	77,467.83	102,046.77	85,699.64
长期债务	4,200.00	18,817.22	47,678.11
总债务（短期债务+长期债务）	81,667.83	120,863.99	133,377.75
总负债	243,812.22	282,982.05	295,980.43
所有者权益（含少数股东权益）	319,260.18	306,342.21	297,259.42
营业总收入	421,161.04	319,755.66	341,147.44
三费前利润	85,108.06	51,575.52	46,162.74
投资收益	433.58	64.12	-1,403.16
净利润	30,422.38	197.74	-6,538.16
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	55,160.95	23,943.77	17,737.09
经营活动产生现金净流量	-6,092.86	-15,946.33	-8,372.30
投资活动产生现金净流量	-24,329.20	-31,508.53	-23,000.03
筹资活动产生现金净流量	-45,075.84	41,030.38	26,243.62
现金及现金等价物净增加额	-75,514.59	-6,531.99	-5,370.61
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率（%）	20.63	16.66	13.98
所有者权益收益率（%）	9.53	0.06	-2.20
EBITDA/营业总收入（%）	13.10	7.49	5.20
速动比率（X）	0.84	0.78	0.87
经营活动净现金/总债务（X）	-0.07	-0.13	-0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.08	-0.16	-0.10
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.31	-2.83	-1.00
EBITDA 利息倍数（X）	11.88	4.25	2.11
总债务/EBITDA（X）	1.48	5.05	7.52
资产负债率（%）	43.30	48.02	49.89
总资本化比率（%）	20.38	28.29	30.97
长期资本化比率（%）	1.30	5.79	13.82

注：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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附四：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

总资产报酬率 = EBIT / 平均资产总额

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 (扣除非付息部分)

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 (付息部分)

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

平均资产总额 = (资产总额年初数 + 资产总额年末数) / 2

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

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

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

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。