

长园集团股份有限公司

面向合格投资者公开发行 2016 年
公司债券 2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。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证券信
用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【10】号 01

债券简称：
第一期：16 长园 01；
第二期：16 长园 02

债券剩余规模：
12 亿元（其中：第一期
7 亿元，第二期 5 亿元）

债券到期日期：
第一期：2019 年 3 月 4
日；第二期：2019 年 6
月 6 日

债券偿还方式：按年付
息，到期一次还本，附
第 2 年末公司上调票面
利率选择权和投资者回
售选择权

分析师

姓名：
赵云飞 王一峰

电话：
0755-82872643

邮箱：
zhaoyf@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资
信评估有限公司公司债
券评级方法，该评级方
法已披露于公司官方网
站。

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

长园集团股份有限公司面向合格投资者公开发行 2016 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次/首次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期：AA, 第二期：AA	第一期：AA; 第二期：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	2017 年 3 月 24 日	第一期：2016 年 6 月 1 日 第二期：2016 年 5 月 26 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对长园集团股份有限公司（以下简称“长园集团”或“公司”）及其 2016 年 3 月 4 日面向合格投资者公开发行的第一期公司债券（以下简称“16 长园 01”）与 2016 年 6 月 6 日面向合格投资者公开发行的第二期公司债券（以下简称“16 长园 02”）的 2017 年度跟踪评级结果为：16 长园 01 和 16 长园 02 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公司三大板块业务发展较好；收购长园和鹰促进公司规模和业务领域的进一步扩张以及公司经营活动现金流表现较好。同时我们也关注到，公司目前无实际控制人，股权比较分散，未来控制权的归属仍存在一定不确定性；原材料价格反弹增加成本压力；持续并购和产能扩张增加公司资金压力和管理难度；公司费用较高挤占了部分利润以及债务压力加大等风险因素。

正面：

- 公司三大板块业务发展较好。2016 年，电动汽车相关材料及其他功能材料（下称“新材料业务”）和智能电网设备业绩稳中有增，收入分别同比增长 8.89%和 17.38%；长园和鹰智能科技有限公司（以下简称“长园和鹰”）的加入带动智能工厂装备板块收入同比大幅增长 219.69%。在智能工厂装备业务高毛利率带动下，公司 2016 年综合毛利率提高至 44.60%。
- 收购长园和鹰促进公司规模和业务领域的进一步扩张。2016 年 6 月，公司出资 18.8

亿元收购长园和鹰。截至 2016 年末，长园和鹰净资产 4.72 亿元，总资产 10.39 亿元，当年度为公司贡献收入 6.17 亿元、净利润 1.28 亿元，促进公司资产和业务规模大幅增长，扩大公司在智能装备领域的布局。

- **公司经营活动现金流量表现较好。**2016 年，公司经营活动现金生产能力较强，FFO 为 10.18 亿元，公司经营活动现金净流入 4.45 亿元。

关注：

- **公司无实际控制人易导致控制权发生变化。**截至 2016 年末，公司股权分散，仍无实际控制人，未来公司控制权的归属仍存在不确定性，进而影响公司经营表现。
- **产能扩建能否取得预期收益存在一定不确定性。**公司在建项目完工后，新增产能规模较大，未来在建项目投产后，公司新增的产能需要一段时间消化，届时市场需求变化或行业产能增长可能影响公司订单数量和价格，进而影响产品利润。
- **原材料价格反弹增加成本压力。**公司的直接材料大部分占生产成本的 80% 以上。2017 年以来，原油、贵金属、铁矿等工业大宗商品价格触底反弹，若价格传导至中游导致公司原材料价格上升，而公司产品价格不能及时上调，将对公司利润造成不利影响。
- **公司并购和股权投资，以及在建项目增加了公司资金压力和管理难度，且商誉存在减值可能。**2016 年公司对外股权投资额为 33.66 亿元，同比大幅增长 59.13%；截至 2016 年末，公司主要在建项目尚需投资 11.49 亿元，投资规模仍然较大，另需支付收购长园和鹰股权尾款 9.40 亿元，公司面临较大的资金压力。随着业务范围的扩大，对公司管理能力和制度、战略选择和执行力等均提出了更大挑战，管理风险相应加大，形成的商誉亦存在减值风险。截至 2016 年末，公司商誉价值为 39.88 亿元，占总资产比例为 25.53%，已计提减值准备 3,244.77 万元。
- **公司费用较高挤占了部分利润。**2016 年期间费用率为 32.70%，其中公司销售费用和管理费用规模较大，挤占了公司部分利润。由于销售模式主要为直销，造成公司销售人员薪酬、差旅费和运输费等支出较高；公司管理支出较大，除支付相关人员薪酬外，大额研发投入费用化也造成管理费用较多。
- **公司债务压力加大。**截至 2016 年末，公司现有的有息债务余额为 49.58 亿元，同比大幅增长 130.74%，规模较大，占总负债比重为 60.82%；其中短期债务规模为 31.99 亿元，占有息债务比重为 64.53%，债务结构有待优化。公司投建生产设施和股权投资需要大量资金，未来债务规模有进一步增长的趋势，债务压力加大。

主要财务指标:

项目	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	1,561,996.00	934,185.06	627,743.30
归属于母公司所有者权益(万元)	705,492.02	533,438.04	278,131.47
有息债务(万元)	495,765.97	214,857.74	199,903.19
资产负债率	52.18%	39.96%	51.86%
流动比率	1.15	1.58	1.24
速动比率	0.97	1.31	0.98
营业收入(万元)	584,896.37	416,185.31	334,864.03
投资收益(万元)	6,033.20	8,105.85	7,014.72
营业外收入(万元)	18,273.17	14,584.89	11,195.75
利润总额(万元)	80,862.62	63,607.41	45,377.95
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后净利润(万元)	55,019.18	38,880.76	28,665.56
综合毛利率	44.60%	43.95%	43.29%
总资产回报率	7.68%	9.77%	9.91%
EBITDA(万元)	114,290.87	91,373.97	65,530.92
EBITDA 利息保障倍数	7.19	7.02	6.94
经营活动净现金流(万元)	44,515.07	45,603.61	28,147.46

资料来源: 公司 2014-2016 年审计报告, 鹏元整理

一、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[2015]3020号文核准，公司分别于2016年3月4日和2016年6月6日发行3年期的公司债券，分别为16长园01和16长园02，募集资金分别7亿元和5亿元，发行利率分别为4.50%和4.45%。在16长园01和16长园02存续期第2年末，附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，按年付息，到期一次还本。

16长园01和16长园02募集资金均用于补充营运资金，截至2016年末，募集资金均使用完毕。截至2017年3月20日，16长园01已付息一次，16长园02尚未到首个利息兑付日。

表 1 截至 2017 年 3 月 20 日 16 长园 01 本息兑付情况（单位：万元）

16 长园 01 本息兑付情况			
本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2017 年 3 月 4 日	-	3,150	70,000

资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称未发生变化。截至2016年末，公司前十大股东情况见表2，股权较为分散，第一大股东吴启权仅持股5.28%，深圳市沃尔核材股份有限公司（以下简称“沃尔核材”）及其一致行动人持有公司23.55%的股份，持股比例较高。目前公司股权分散，仍无实际控制人，未来公司控制权的归属仍存在不确定性，进而可能影响公司经营表现。

2016年，公司向激励对象授予限制性股票665万股，向全体股东每10股转增2股，并回购注销706,800股限制性股票。截至2016年末，公司总股本变更为1,317,311,352股，注册资本变更为13.17亿元。

表 2 截至 2016 年末公司前十大股东情况

序号	股东名称	持股数量（股）	比例（%）
1	吴启权	69,524,272	5.28%
2	深圳市藏金壹号投资企业（有限合伙）	69,293,001	5.26%
3	易华蓉	51,570,954	3.91%
4	周和平	51,537,253	3.91%
5	沃尔核材	50,804,165	3.86%
6	童绪英	47,612,414	3.61%
7	邱丽敏	47,571,114	3.61%
8	易顺喜	37,414,074	2.84%

9	曹勇祥	31,578,687	2.40%
10	王建生	29,999,894	2.28%
合计		486,905,828	36.96%

资料来源：公司 2016 年年度报告

2016年至今，公司主营业务未发生重大变化，仍为新材料业务、智能工厂装备及智能电网设备三大业务板块。2016年公司纳入财务报表合并范围的一级子公司变化情况如表3所示。

表 3 2016 年公司新增纳入合并报表范围的一级子公司（单位：万元）

被购买方名称	股权取得成本	股权取得比例	股权取得方式	合并时间	购买日的确定依据	购买日至年末被购买方的净利润
长园和鹰	188,000.00	80%	现金购买	2016年7月31日	取得对长园和鹰净资产和财务、经营决策的控制权	11,337.92

资料来源：公司 2016 年审计报告

截至2016年末，公司资产总额为156.20亿元，归属于母公司的所有者权益为70.55亿元，资产负债率为52.18%。2016年度，公司实现营业收入58.49亿元，利润总额8.09亿元，经营活动现金净流入4.45亿元。

三、运营环境

热缩材料仍具备较大市场需求空间，原材料价格波动较大可能对产品利润造成冲击

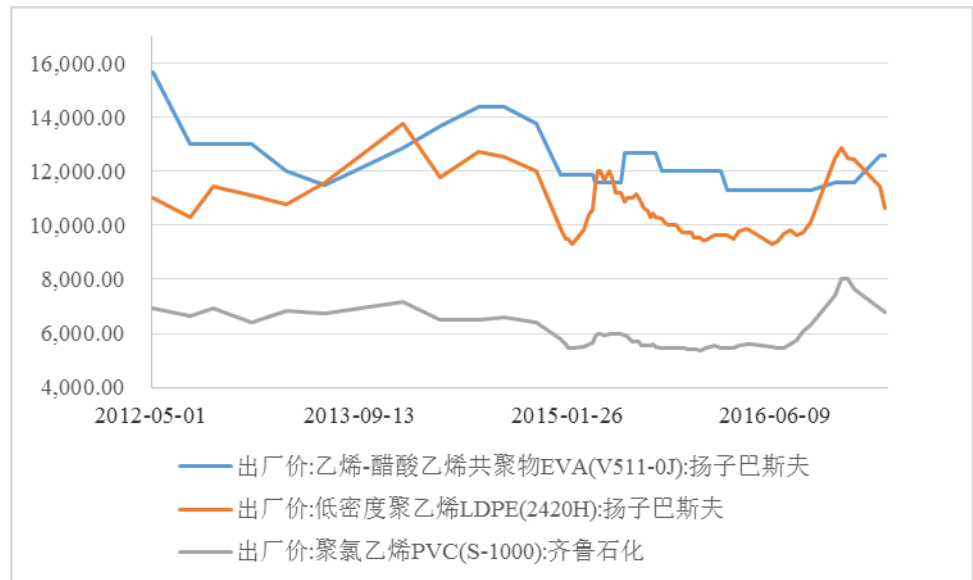
热缩材料是是高分子材料与辐射加工技术交叉结合的一种智能型材料，可用于制作热收缩管材、膜材和异形材，主要需求来自电力、电子、汽车、高铁、石化等产业。

其中，电缆附件中热缩材料需求空间巨大。根据国家能源局《配电网建设改造行动计划（2015-2020年）》，从2015年起至2020年，配电网建设改造投资不低于2万亿元，年均配电网投资超3,000亿元，“十三五”期间累计投资不低于1.7万亿元。截至2016年12月，我国配网投资占电网投资的比重仅为53.55%，而发达国家这一比例稳定在60%以上。根据方正证券的估算，预计“十三五”期间，配电网投资年均投资额将比2014年增长50%左右，将间接推动电缆附件中热缩材料的需求。全国性原油、成品油、天然气输送管道，未来国内管道建设工程量将有望呈现高速增长态势，从而为管道防腐热缩材料提供新的市场空间。根据国家《中长期铁路网规划》，高速铁路将在2020年完成3万公里的里程，“十三五”期间将新增建设1.1万公里。根据申银万国研究部估计，高铁建设对热缩材料的直接需求将在2020年达到17.5亿元，有着一定的市场前景，高铁建设也为高铁用热缩材料提供

了新的市场空间。

热缩材料的原材料主要是乙烯与醋酸乙烯酯共聚物（EVA）、聚乙烯（PE）、聚氯乙烯（PVC）等高分子材料。EVA、PE、PVC为石油附属产品，价格随原油价格而波动。从2014年下半年开始，原油价格受新兴国家需求疲软、产油国大幅增加供给等影响，原油价格大幅下滑，EVA、PE、PVC的出厂价亦出现下滑，降幅在20%左右。原材料价格的下降，缓解了热缩材料生产企业的采购成本，在销售端竞争激烈情况下，为企业争取了盈利空间。但从2016年6月开始，相关原材料价格触底反弹，若下游的热缩产品价格不能及时上调，将对行业利润造成一定冲击。

图1 2012年5月-2017年3月热缩材料的原材料出厂价情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

输配电领域投资规模持续增长，电网产品市场空间较大；行业壁垒较高，有利于具有竞争优势的企业继续保持竞争优势

2016年，我国电网基本建设投资完成额为5,426亿元，累计同比增长16.9%。根据国家能源局《配电网建设改造行动计划（2015-2020年）》，从2015年起至2020年，我国年均配电网投资超3,000亿元，未来我国将全面实现的电网的智能化，将拉动电网类产品的大幅增长。同时，城市地铁、机场等基础设施也进入建设高峰，这些领域的大规模投资也带动了输配电资产投资的相应增加。

另外，充电桩行业在近年发展迅速。2016年1月1日起，充电桩新标准正式实施。国家能源局的统计数据显示，截至2016年10月末，我国电动汽车充电桩达到10.7万个，较上一年增长118%，加上私人充电桩，充电桩总数已经超过17万个。不过，即使将充电桩总数

按照27.7万个来计算，目前的车桩比也在2.7:1以上，缺口仍然巨大。根据《电动汽车充电基础设施建设规划》草案，我国到2020年充换电站数量需达到1.2万个，充电桩达到450万个；电动汽车与充电设施的比例接近标配的1:1。预计未来五年国内新能源汽车充电桩(站)的直接市场规模有望达到1,260亿元。总体来看，我国人均装机容量和人均用电指标尚不及世界平均水平的一半，因此，电力投资建设仍将在较长时期内保持较快增长，从而带动相关电网产品市场规模的扩大。

我国对电力体制深化改革，电力系统营运与管理的市场化程度逐步提高。电网企业对相关电力设备产品的选用、采购，越来越多地采用招投标等市场化方式。为了确保电力系统稳定安全运行的需要，电网企业对相关电力设备的选用、采购，除了考察产品的价格与质量外，更加关注产品售后服务的可靠性。通常，电网企业要求电力设备企业应当具有在电力系统内长期、良好的运行历史与合作经验，并将其作为招投标的重要条件之一，这就形成了很高的进入壁垒，这对拟进入行业的新企业形成了较大的障碍，有利于已树立竞争优势的企业进一步保持竞争优势。

新能源汽车的发展有望为电路保护元件行业和锂电池产业带来新的增长点，该行业下游客户集中度高，市场竞争激烈

电路保护元件(PTC)主要应用在电池上，用作过流过温保护原件，锂离子电池电解液则是锂离子电池的关键原材料之一，新能源汽车的发展拓展了PTC应用领域。根据中国汽车工业协会发布数据，2016年1-11月新能源汽车生产42.70万辆，销售40.20万辆，比2015年同期分别增长52.94%和62.73%。国务院颁布的《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》要求，到2020年，新能源汽车产值规模达到10万亿元以上，实现新能源汽车规模应用。到2020年，实现当年产销200万辆以上，累计产销超过500万辆。新能源汽车产业为锂电池产业提供了新的增长点。根据我国新能源汽车发展规划测算，“十三五”期间，国内动力电池总需求在170Gwh左右；电子数码产品对锂电池的需求增速比较稳定，预计消费电池总需求为100Gwh左右，加上储能消费电池总需求为30Gwh左右，合计超过300Gwh。这意味着在“十三五”期间，锂电池需求年平均增速将达到25%以上。新能源汽车的推广和发展将会大幅度提高汽车动力电池的需求，从而带动PTC材料和锂电池在整车中的使用。

经过较长时期的市场竞争，手机、笔记本电脑等终端产品形成了较高的品牌集中度。国内PTC生产企业与美国、日本和中国台湾企业之间的竞争较为激烈。目前，PTC主要厂商来自欧美地区，其中美国瑞侃是全球PTC龙头企业，市场占有率约70%，国内厂商包括长园维安、聚顶科技等，长园维安作为全球少数掌握PTC核心技术的供应商，处于国内行业的领先地位。锂离子电解液添加剂技术含量相对较高，生产技术主要由日本关东电化、

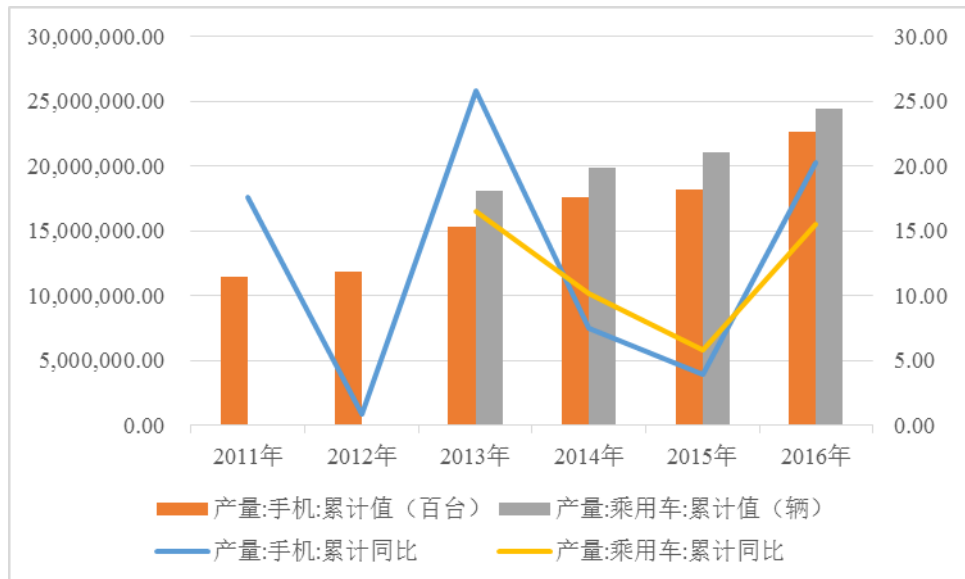
韩国蔚山化学掌握，国内厂家江苏长园华盛新能源材料有限公司（简称“长园华盛”）采用独特生产工艺，拥有多项自主知识产权，在欧盟、日本、韩国获得发明专利授权，生产工艺、产品质量已优于国外厂商，生产规模为全球领先。

宏观经济增速下滑对消费电子、汽车产业增速将产生一定不利影响

自2010年以来，我国国内生产总值增速持续下滑，由2010年的10.60%降至2016年的6.70%，宏观经济增速下滑对各行业都产生一定不利影响。具体对手机和乘用车生产而言，近年来手机和乘用车产量增速波动方向大体一致，2014年以来，手机和乘用车产量增速波动下滑，景气度持续低迷。如智能手机市场日渐饱和，已逐渐趋于放缓，2015年和2016年中国智能手机出货量达到4.341亿部和4.65亿部，同比仅增长3.19%和6.67%。终端消费下滑也将传导至上游供应商，对上游供应商的生产经营造成较大压力。

长园集团产品中，热缩材料、电路保护元件等下游应用领域对消费电子、汽车产业依赖较大，2016年长园电子（集团）有限公司（以下简称“长园电子”）和上海长园维安电子线路保护有限公司（以下简称“长园维安”）营业收入分别为76,165.95万元和31,135.65万元，合计占长园集团营业收入的比重为18.35%，2014-2016年，长园电子营业收入增速分别为5.86%、0.88%和8.62%，长园维安营业收入增速分别为9.64%、14.61%和-17.43%，上游的波动对公司部分产品销售造成一定压力。

图2 2011-2016年我国手机产量和乘用车产量情况（单位：%）



数据来源：Wind资讯，鹏元整理

四、经营与竞争

2016年，公司“新材料”、“智能工厂装备”和“智能电网设备”三大业务板块发展良好，新材料业务和智能电网设备业务稳中有增，智能工厂装备业务快速发展。2016年，公司收购长园和鹰，智能工厂装备产品种类进一步丰富，综合实力增强，并成为公司2016年主要业绩增长点，带动公司2016年取得营业收入58.49亿元，同比大幅增长40.54%；受原材料成本上升及国网低价招标策略影响，公司智能电网设备毛利率有所下降，得益于长园和鹰业务毛利较高，公司综合毛利率提高至44.60%。

表 4 2015-2016 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
智能电网设备	258,657.47	45.22%	220,362.35	47.23%
智能工厂装备	169,921.06	48.12%	53,151.11	41.77%
新材料	149,718.38	38.06%	137,497.80	38.63%
其他业务	6,599.46	77.91%	5,174.04	68.03%
合计	584,896.37	44.60%	416,185.31	43.95%

注：公司从 2016 年 8 月初开始合并长园和鹰财务报表，其 8-12 月累计向公司贡献营业收入 6.17 亿元。资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

得益于国家电力建设投资持续增长，智能电网板块各子公司保持领先地位，业务发展良好，但同时需要注意到智能电网业务易受国家相关产业政策的影响

公司智能电网设备产业覆盖从发电、输电、变电、配电到用电的全网各领域，主要产品有智能变电站保护与监控，配网自动化主站，高压电缆附件，环网柜，变电站微机五防，超高压特高压复合绝缘子等；主要客户为国家电网、南方电网等主网客户，以及石油石化、铁路、轨道交通、冶金、市政工程等为系统外客户。公司智能电网业务主要由长园深瑞继保自动化有限公司（以下简称“长园深瑞”）、长园电力技术有限公司（以下简称“长园电力”）、长园共创电力安全技术股份有限公司（以下简称“长园共创”）和长园高能电气股份有限公司（以下简称“长园高能”）负责。2016年，我国电网基本建设投资完成额为5,426亿元，同比增长16.9%，但增速略有放缓。智能电网板块各子公司继续加强与国家电网、南方电网等主网客户的合作与交流，巩固自身主业的地位，保证了电网升级及需求增长中的相应份额；电动汽车充电桩技术和制造水平快速提升，抢先进入到国网等重要市场，相关业务销售业绩高速增长。公司智能电网一次设备和二次设备销量分别同比增长19.07%和25.63%，智能电网设备板块实现收入25.87亿元，同比增长17.38%，增速大幅提高。

其中，长园深瑞继续保持着国内母线保护的领导地位，合同增长主要来自于新产业和新能源业务；智能变电站保护和监控产品在2016年国网和南网均获得中标。2016年，长园深瑞实现收入和净利润分别为14.28亿元和2.06亿元，净利润同比增长8.78%。

长园电力在电力电缆附件产品技术国内领先的行业地位依然稳固。MMJ型可恢复电缆本体结构的附件产品在全国各省市大力推广；330kV高压电缆附件已获得俄罗斯FSK认证；中低压产品在马来西亚等东南亚以及非洲、美洲等新兴市场取得突破。

长园共创在继续加强传统电网防误的基础上，轨道交通供电安全管理市场增长显著，行业地位得以稳固；通讯行业锁控系统、石油石化系统防误、电厂安全生产管理系统得到突破，多省市开展试点运行。

长园高能在国网、南网集中招标中成绩优异，同比大幅增长，继续保持中国复合绝缘子的领先地位。在超/特高压项目中也取得较好的成绩，中标榆横至潍坊1000kV工程、上海庙-山东800kV工程等五个特高压项目，2016年长园高能实现营业收入和净利润2.56亿元和2,033.94万元，净利润同比增长24.26%。

表 5 公司主要子公司经营情况（单位：万元）

板块	子公司	2016 年		2015 年	
		收入	净利润	收入	净利润
智能电网设备	长园深瑞	142,834.55	20,577.22	116,743.68	18,916.07
	长园电力	55,646.20	3,684.90	50,515.43	5,327.88
智能工厂装备	珠海市运泰利自动化设备有限公司（“运泰利”）	109,593.87	19,977.88	53,151.11	11,944.87
	长园和鹰	61,723.66	12,835.95	-	-
新材料	长园电子	76,165.95	8,354.24	70,124.34	6,282.05
	长园华盛	25,684.71	6,373.40	22,329.42	6,053.61

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

需要注意到，受国家电网和南方电网的低价招标策略下以及产品成本上升影响，公司智能电网业务毛利率略有下降。公司智能电网设备业务与国家宏观经济政策、产业政策以及国家电力规划有着密切联系，因此业务发展易受国家电力投资相关政策的影响。

公司积极拓展国内外汽车市场，新材料业务保持增长，但由于原材料价格回升，业务毛利率略有降低，未来原材料成本上升仍将压缩产品利润空间

公司新材料业务产品主要包括热缩材料、电路保护和锂电池电解液添加剂等相关材料，在东莞生产基地、上海生产基地和天津生产基地生产，主要由长园电子、长园维安和长园华盛负责。

随着消费类电子市场增长乏力，公司积极拓展汽车市场。在热缩材料方面，长园电子积极开拓汽车海内外市场及客户，并充分利用新能源产业政策，进入国内新能源汽车市场，进一步扩大在汽车等高端领域内的市场份额，实现热缩材料类产品销量同比增长23.15%，销售收入同比增长幅度超过20%，其中部分主要产品如汽车用双壁管等增幅达到30%，并新增巴斯巴、天海集团、精进等多家汽车客户。2016年，长园电子分别实现收入和净利润7.62亿元和0.84亿元，同比增长8.62%和32.99%。电路保护业务重新调整定位，重点关注汽车电机保护等市场，拓展了市场范围，汽车相关业务收入明显增长，新增法国恩坦华，国内标准电机、博邦等汽车电机类客户，带动电路保护原件类产品销量同比增长22.50%。

锂电池电解液添加剂方面，长园华盛在增产扩建的同时，积极采取技改措施，提升现有产线的产能，满足市场及客户的增量需求。尽管受到产能限制，销售收入及利润均保持稳定增长。2016年公司锂电池电解液添加剂销量同比增长20.92%，长园华盛分别实现销售收入和净利润2.57亿元和0.64亿元，同比增长15.03%和5.28%。公司新建的江苏泰兴和张家港两个生产基地，厂房及设备均全部完成就位，预计2017年上半年投产，可弥补当前较为受限的产能，有望进一步带动收入的增长。同时，公司参股了锂电池高端湿法隔膜企业湖南中锂新材料有限公司（“湖南中锂”）和锂电池正极材料企业江西省金锂科技股份有限公司，进一步延伸和加强了在电动汽车产业链上的布局。

得益于汽车市场业务开拓，2016年公司新材料业务收入达到14.97亿元，同比增长8.89%；公司新材料产品成本以原材料成本为主，受2016年下半年以来原材料价格回升影响，公司新材料业务毛利率略有下降。目前我国宏观经济换挡，增速下滑，同时随着智能手机市场日渐饱和，传统消费类电子市场增长乏力，未来消费电子市场不利于公司新材料业务增长。另外，受石油、化工产品及有色金属价格回升，公司产品成本逐渐上升，一定程度上压缩产品利润空间。

通过收购长园和鹰，公司进一步扩大智能工厂装备领域的布局，智能工厂装备业务成为公司业绩主要增长点，整体毛利较高，未来有望保持快速增长，但同时需要关注汇率风险

2016年，公司通过支付现金购买资产的方式收购了长园和鹰。长园和鹰是服装自动化设备及全面解决方案的行业龙头，是一家集缝前、缝中、缝后整个服装制造产品线的数字化设备全面解决方案的提供商。由此，公司智能工厂装备业务旗下拥有运泰利和长园和鹰两家公司，智能工厂装备产品进一步丰富，业务发展战略有所延伸，公司智能工厂装备板块综合实力得到加强。其中，运泰利主要产品为精密测试和工业自动化设备，长园和鹰则专注于服装制造行业自动化设备。

在需求持续增长的情况下，2016年，运泰利依托精密测试设备和工业自动化设备行业领先的技术实力，成功与华为建立并开展业务合作关系，2016年实施项目总数同比增长1倍以上。2016年，运泰利营业收入及利润均保持快速增长，分别实现收入和净利润10.96亿元和2.00亿元，同比大幅增长106.19%和67.25%，行业及客户端的影响力日渐提升。长园和鹰行业地位领先，经营业绩增长迅速，为公司贡献了6.17亿元收入。

此外，2016年公司参股了深圳市道元实业有限公司（以下简称“道元实业”）。道元实业专注于生产电子电器所用的定制自动化设备，诸如手机玻璃精密加工设备及手机自动化包装设备等，在高端3C类产品生产线自动化装备制造方面与运泰利有较好的协同互补性。随着公司智能工厂装备板块业务的进一步拓展，未来业务收入有望进一步增长。

但同时需要关注的是，运泰利的营业收入大部分来自出口收入，2016年公司产品国外收入占公司营业收入比重为16.79%。人民币持续贬值对公司产品价格竞争力提升具有一定帮助，但产品出口情况仍受海外市场需求影响，存在较大不确定性。同时，面临我国进一步放松对人民币汇率的管制的趋势，人民币汇率变动幅度将进一步扩大将影响公司经营稳定性。

公司产品销售情况良好，客户较分散，直销形成较高的渠道维护费用，一定程度上挤占了利润空间

公司拥有大量客户资源，2016年各板块业务发展情况良好，采取“以销定产”的方式组织生产，产品销售情况较好。其中，新材料相关产品销量均取得20%以上的增幅；由于长园和鹰的加入，公司2016年智能工厂装备共销售19,799.00套，同比大幅增长106.69%；随着国家电力投资的持续增加，公司电网设备合计销售1,776,164.00套，同比增长19.13%。2016年各类产品市场需求情况良好，在公司“以销定产”的模式下，产销率保持稳定，产品销售情况良好。

表 6 2015-2016 年公司产品产销情况

主要产品	2016 年			2015 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
热缩材料类 (万米)	225,132.47	225,132.47	100.00%	182,665.12	182,807.78	100.08%
电路保护原件类 (万个)	79,593.90	80,372.45	100.98%	65,262.22	65,609.52	100.53%
锂电池电解液添加剂 (吨)	1,661.76	1,758.32	105.81%	1,456.09	1,454.15	99.87%
智能工厂装备类 (套)	20,002.00	19,799.00	98.99%	9,469.00	9,579.00	101.16%

电网设备合计(套)	1,785,600.00	1,776,164.00	99.47%	1,515,258.00	1,490,995.00	98.40%
-----------	--------------	--------------	--------	--------------	--------------	--------

资料来源：公司 2015-2016 年年度报告，鹏元整理

2016年，第一名客户销售和前五名客户销售金额的占比分别为7.74%和14.57%，同比均略有提高，但公司销售客户仍较分散。

表 7 2015-2016 年公司前五名客户销售情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
第一大客户销售金额（万元）	45,289.36	27,404.20
第一名客户销售占比	7.74%	6.58%
向前五名客户销售金额（万元）	85,249.76	53,438.64
前五名客户销售占比	14.57%	12.84%

资料来源：公司 2015-2016 年年度报告

公司多数产品仍以直销为主，低端产品采用代销模式，渠道维护成本相对较高。2016年，受公司业务发展和合并长园和鹰影响，公司销售费用达到6.62亿元，同比大幅增长43.03%，占营业收入比重为11.32%，同比提高0.20个百分点，主要支出项目为销售人员薪酬、运费、招待费、差旅费，较高的销售费用一定程度挤占了公司的利润空间。

公司各业务产能利用率大幅提高，公司保持对新产品产能投建，但新增产能能否有效消化和取得预期收益存在一定不确定性

2016年公司各板块业务发展状况良好，新增产能尚未投产，产能利用率大幅提升，平均达到95%左右。为保持市场领先地位，提高生产效率和产品质量，满足业务发展需求，公司每年持续投资新建生产线。截至2016年末，公司主要在建项目涉及智能电网设备、自动化装备、锂电池电解液添加剂生产线，重点项目包括长园南京电网正在南京投资建设的智能电网系列产品研发生产基地，锂电池电解液添加剂产线等。

其中，南京投资建设智能电网系列产品研发生产基地，预计于2018年投产，完全达产后，预计可新增产能168万套/年；张家港二期项目、江苏泰兴锂电材料基地建设项目预计2017年上半年投产，预计电解液添加剂VC产能将由600吨/年增加至3,600吨/年，FEC产能将由1,200吨/年增加至2,000吨/年，新产品FSI产能300吨/年。

但同时应注意到，公司在建项目完工后，新增产能规模较大。虽然2016年公司各业务板块产能利用率较高，业务发展需要新增产能，但未来在建项目投产后，公司新增的产能仍需要一段时间消化，届时市场需求变化或行业产能增长可能影响公司订单数量和价格，进而影响产品利润。

表 8 近年公司产能利用情况

按产品分类	2016 年		2015 年	
	产能	产能利用率	产能	产能利用率
热缩材料（万平米/年）	230,000	97.88%	220,000	83.03%
电路保护元件（万个/年）	85,000	93.64%	75,000	87.02%
电解液添加剂（吨/年）	1,800	92.32%	1,800	80.89%
智能工厂装备（套/年）	21,000	95.25%	15,000	63.13%
智能电网设备（套/年）	1,867,000	95.64%	1,800,000	84.18%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司供应商较为分散，产品成本仍以原材料成本为主，原材料价格回升对公司未来盈利水平产生较大影响

2016年，公司产品生产成本仍然以原材料成本为主，占比为83.17%。公司加强了管理控制，但由于2016年下半年来，石油、贵金属等大宗商品价格触底反弹，带动公司部分原材料或零部件采购成本增加。受此影响，公司新材料业务和智能电网设备业务毛利率均有所下降，原材料价格的波动对公司未来盈利水平仍持续产生较大影响。

表 9 2015-2016 年公司各板块业务原材料占产品成本的比例（单位：万元）

分产品	成本构成 项目	2016 年		2015 年	
		金额	占比	金额	占比
智能电网设备	直接材料	118,956.93	83.96%	99,621.47	85.67%
	人工成本	12,837.82	9.06%	6,472.44	5.57%
	制造费用	9,889.98	6.98%	10,190.45	8.76%
	合计	141,684.73	100.00%	116,284.35	100.00%
新材料	直接材料	64,866.78	69.95%	58,857.67	69.75%
	人工成本	10,713.28	11.55%	10,304.42	12.21%
	制造费用	17,161.26	18.50%	15,226.50	18.04%
	合计	92,741.32	100.00%	84,388.59	100.00%
智能工厂装备	直接材料	84,476.27	95.83%	30,249.66	97.74%
	人工成本	2,115.17	2.40%	252.29	0.82%
	制造费用	1,560.19	1.77%	448.6	1.44%
	合计	88,151.63	100.00%	30,950.55	100.00%
总计	直接材料	268,299.98	83.17%	188,728.80	81.48%
	人工成本	25,666.27	7.96%	17,029.15	7.35%
	制造费用	28,611.43	8.87%	25,865.53	11.17%
	合计	322,577.68	100.00%	231,623.49	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年年度报告

表 10 近年公司主要原材料或零部件采购均价情况

业务板块	原材料名称	2016年	2015年
智能电网设备	芯片（元/个）	11.11	13.73
	机柜（元/个）	3,112.22	2,248.35
	端子（元/个）	2.24	2.00
	电缆（元/米）	7.01	6.63
	继电器（元/个）	14.21	13.44
电路保护	元器件（元/个）	0.31	0.3525
	FCM-01（元/米）	5.99	5.81
	FCM-03（元/米）	8.71	9.01
	金属（元/个）	47.15	61.47
	引脚（元/个）	242.35	238.80

资料来源：公司提供

在原材料采购方面，公司供应商渠道资料丰富，2016年第一名客户销售和前五名供应商采购金额占比分别为1.79%和7.09%，同比均有所下降，公司供应商进一步分散。

表 11 2015-2016 年公司前五名供应商采购情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年
第一大供应商采购金额（万元）	4,746.20	3,588.57
第一大供应商采购占比	1.79%	1.90%
向前五名供应商采购金额（万元）	18,786.33	13,685.47
前五名供应商采购占比	7.09%	7.25%

资料来源：公司 2015-2016 年年度报告

公司研发投入大幅增加，各业务板块研发项目持续推进

公司以技术领先和市场导向为原则，在相关行业内具有一定技术优势，入选了国家火炬计划5项和国家产业化示范工程3项，荣获国家级重点新产品8项、省市级重点新产品19项、市级科技进步奖16项、科技成果鉴定项17项、科技成果登记14项、新产品鉴定32项。截至2016年末，共计拥有242项著作权以及861项专利。2016年，受公司持续增加研发资金投入和合并范围变化，公司研发支出共计3.33亿元，同比大幅增长66.95%，研发投入占营业收入的比重提升至6.00%。

2016年，公司智能电网研发方面，国网公司“四统一、四规范”测试项目推进，南网公司智能远动和自动化系统测试项目通过，充电桩类产品已有30多个型号产品通过型式试验、互联互通试验及大用户检测。新材料研发方面，包括锂电池电解液添加剂性能提高和工艺改进项目已通过第三方检测机构结构鉴定并已获得客户实用报告、汽车用各种套管性能提高及工艺改进项目已完成。智能工厂方面，光学检测产品、模块化仪器和一体化操作软件研发等主要研发项目获得21项专利，21项软件著作权，另有超过150项专利和软件

著作权申请已获受理。公司持续的研发投入和取得的研发成果为公司保持技术优势奠定了基础，但同时需要注意技术研发支出挤占了部分利润。

表 12 2015-2016 年公司研发支出情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
费用化研发支出	33,336.77	19,968.22
资本化研发支出	1,776.00	3,317.08
研发支出合计	35,112.77	23,285.30
研发支出占净资产比例	4.70%	4.15%
研发支出占营业收入比例	6.00%	5.59%

资料来源：公司 2015-2016 年年度报告

公司继续开展并购和股权投资，有助于提高公司综合实力，但也加大了公司资金压力和管理风险

2016年，公司继续开展并购和股权投资，对外股权投资额为33.66亿元，同比大幅增长59.13%。其中，公司以现金形式控股长园和鹰，参股道元实业，未来可在高端3C类产品生产线自动化装备制造方面与运泰利有较好的协同互补性，确立了智能工厂装备业务为公司新的战略板块。

截至2016年末，公司参股企业情况详见表14，还持有3家上市公司股票“星源材质”568.57万股、“风华高科”5.70万股、“坚瑞沃能”5,852.26万股，这些股票由公司原始取得或通过换股而来，取得成本较低。2016年，公司实现投资净收益6,033.20万元，其中处置可供出售金融资产的收益3,054.14万元。总体来看，股权投资可为公司带来可观收益，但股权投资具有高收益高风险性，公司也面临着较大的投资亏损或商誉减值的风险。同时股权投资需要大量的资金支持，给公司带来较大的资金压力。公司作为控股型公司，自身经营的业务较少，其职能主要是对下属子公司的管理、公司整体业务发展战略的规划以及对外并购，随着业务范围的扩大，对公司管理层管理能力、公司管理制度和内部控制制度、公司战略选择和执行能力均提出了更大的挑战，管理风险相应加大。

表 13 2015-2016 年公司主要对外投资情况（单位：万元）

股权获得时间	企业名称	取得股权比例	取得成本	新增商誉	主营业务
2016年7月	长园和鹰	80%	188,000	160,245.56	研发、生产、销售数控裁剪机、自动铺布机、悬吊系统，提供专业化裁剪解决方案，包括软件、硬件、附属设备的销售及服务
2016年4月	道元实业	20%	20,000	-	研发、生产电子电气企业生产所用的非标自动化设备、手机屏幕玻璃精密加工设备

2015年7月	运泰利	100%	172,000	146,309.71	研发、生产、销售测试设备，工业化自动装备
2015年4月	贵州泰永长征技术股份有限公司(以下简称“贵州长征”)	20%	15,300	-	开发、生产、经营智能型低压电器系列产品、机电一体化工业自动化产品、输配电设备及附件

资料来源：公司 2015-2016 年年度报告

表 14 截至 2016 年末公司参股企业情况表（单位：万元）

被投资单位	持股比例	核算方法	账面价值
深圳市倍泰健康测量分析技术有限公司	4.80%	成本法	1,800.00
湖南中锂新材料有限公司（“湖南中锂”）	10.00%	成本法	10,000.00
江西省金锂科技股份有限公司（“金锂科技”）	25.00%	权益法	10,043.67
北京中昊创业工程材料有限公司（“北京中昊”）	30.00%	权益法	1,786.91
贵州长征	20.00%	权益法	18,052.87
海豚大数据网络科技(深圳)有限公司（“海豚大数据”）	20.00%	权益法	1,643.15
长园深瑞继保自动化(泰国)有限公司（“泰国深瑞”）	49.00%	权益法	45.83
道元实业	20.00%	权益法	20,868.00
深圳市安科讯电子制造有限公司（“安科讯”）	25.00%	权益法	5,174.33

资料来源：公司 2016 年年度报告

公司保持内生式的产能投入，每年持续投资新建生产线。截至2016年末，公司主要在建项目预计总投资16.55亿元，涉及智能电网设备、自动化装备、锂电池电解液添加剂生产线，重点项目包括长园南京电网正在南京投资建设的智能电网系列产品研发生产基地，锂电池电解液添加剂产线等。截至2016年末，公司主要在建项目尚需投资11.49亿元，规模较大，公司资金压力较大。

表 15 截至 2016 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	项目进度	累计投入	尚需投资	资金来源	设计年产值
智能电网系列产品研发生产基地建设项目	90,421.10	50%	30,566.02	59,855.08	自有资金、借款	249,000
运泰利智能装备科技园建设项目	18,760.00	10%	1,405.55	17,354.45	自有资金	50,000
锂电池电解液添加剂产线（张家港二期）	18,835.00	50%	4,049.27	14,785.73	自有资金	67,400
锂电池电解液添加剂产线（泰兴华盛）	37,522.00	50%	14,569.60	22,952.40	自有资金	42,800
合计	165,538.10	-	50,590.44	114,947.66	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

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大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2016年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2016年公司纳入财务报表合并范围的一级子公司变化情况如表3所示。

资产结构与质量

公司资产规模快速增长，应收账款和商誉的规模较大且持续增长，存在一定的坏账和减值风险

2016年，得益于并购长园和鹰和公司经营稳中向好，公司资产规模快速增长。截至2016年末，公司总资产规模为156.20亿元，同比增长67.20%，公司资产结构较为均衡，流动资产、非流动资产占比相当。

截至2016年末，公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。公司货币资金为17.45亿元，其中，使用权受到限制的货币资金为1.91亿元，主要为保证金存款，大幅新增主要是由于发行“16长园01”和“16长园02”募集资金所致。随着营业收入增长和并购标的并表，公司应收票据和应收账款持续增长，其中应收账款规模较大，主要是电网设备安装于电网工程，需要调试联网后支付大部分款项；智能工厂设备亦需要交货后陆续回款。截至2016年末，应收账款账面价值为31.79亿元，占总资产比例为20.35%，公司已计提坏账准备2.43亿元，大部分款项按信用风险特征组合，该类应收账款的一年以上账龄款项占比20.16%，存在一定的坏账风险。截至2016年末，应收账款余额较大幅增加，主要是子公司运泰利和长园深瑞业务量增加及新增合并长园和鹰所致。为加强回款，公司采取对每个子公司的应收账款单独考核的措施，以控制应收账款。预付款项主要为公司与供应商采取滚动结算方式而预付的资金，2016年，材料及固定资产的采购预付款增加较多。其他应收款主要是投标保证金和备用金，随着公司业务开拓而有所增加。截至2016年末，公司其他应收款规模为1.73亿元，已计提坏账准备1,189.17万元，大部分款项按信用风险特征组合，其中11.62%账龄在1年以上，存在一定坏账风险。公司存货主要为原材料和库存商品，近年存货占总资产比例有所下降，但由于EVA、钢材等原材料价格下降，公司计提了部分跌价准备，截至2016年末，公司存货跌价准备余额为3,752.66万元，计提规模较小。近年石油、铁矿石、有色金属等大宗商品价格波动较大，

公司原材料库存管理难度增加，也增加了公司存货跌价减值风险。

表 16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	174,466.56	11.17%	99,449.88	10.65%
应收票据	31,074.24	1.99%	20,388.92	2.18%
应收账款	317,860.85	20.35%	236,745.61	25.34%
预付款项	20,549.46	1.32%	10,474.70	1.12%
其他应收款	17,302.06	1.11%	14,706.33	1.57%
存货	109,807.03	7.03%	80,378.95	8.60%
流动资产合计	704,018.34	45.07%	463,598.20	49.63%
可供出售金融资产	164,336.25	10.52%	29,114.26	3.12%
长期股权投资	57,614.76	3.69%	19,594.92	2.10%
固定资产	100,065.66	6.41%	100,774.79	10.79%
在建工程	44,760.13	2.87%	16,401.44	1.76%
无形资产	47,512.31	3.04%	41,884.26	4.48%
商誉	398,796.73	25.53%	236,905.80	25.36%
非流动资产合计	857,977.66	54.93%	470,586.86	50.37%
资产总计	1,561,996.00	100.00%	934,185.06	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要为可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和商誉。由于公司持续对外投资企业，可供出售金融资产和长期股权投资大幅增长。2016年，公司参股的沃特玛被上市公司坚瑞沃能以换股方式收购，公司转而持有坚瑞沃能股票并计入按公允价值计量的可供出售金融资产，账面浮盈9.88亿元；星源材质转为按公允价值计量，上市后股价大幅提升，带动可供出售金融资产大幅增加，未来需关注可供出售金融资产价值存在较大波动风险。公司长期股权投资的均为联营企业，公司在2016年新增对道元实业投资2亿元、金锂科技投资1亿元、安科讯4,856.25万元，使得长期股权投资账面价值快速增长，确认投资收益2,336.19万元。公司固定资产规模相对稳定，主要来自于建设的厂房及试验厅完工后转入，2016年以来由于新增的资产小于折旧额导致固定资产账面价值略有下降。截至2016年末，公司固定资产中有1.24亿元的房产及建筑物尚在办理产权证。此外，固定资产中有5,655.00万元的房屋及建筑物已用于抵押借款。公司持续对在建工程进行投入，截至2016年末，公司在建工程账面价值4.48亿元，新增主要为公司增加对智能电网系列产品研发生产基地8877.74万元以及锂电池电解液添加剂产线（华盛泰兴）1.38亿元。无形资产主要为土地使用权和专利权，近年随着并购标的并表而增加。截至2016年末，无形资产中有账面价值9,183.80万元的土地使用权已用于抵押借款，占无形

资产中土地使用权的39.91%。商誉亦随着公司并购扩张而大幅增加，截至2016年末，公司商誉价值为39.88亿元，占总资产比例为25.53%，同比大幅增长68.34%，主要由收购长园和鹰形成。截至2016年末，公司商誉计提减值准备3,244.77万元。考虑到公司大部分商誉为近年的新并购企业构成，标的企业经营状况还有待观察检验，未来商誉价值可能存在减值风险。

总体而言，近年公司资产规模快速增长，其中应收账款和商誉占比较大，可供出售金融资产价值存在较大波动风险，同时需关注公司下游客户的资金占用和回收风险，及新并购企业的经营风险。

资产运营效率

公司主营业务运营效率略有改善，但仍有待提高

电网设备客户国家电网、南方电网回款较慢，同时对存货和工程验收入库的条件较为苛刻，是公司运营效率一般的重要原因。2016年，公司营业收入和营业成本快速增长，同时各版块子公司加大了对应收款监控，加强存货管理，持续利用供应商的商业信用，使得公司应收账款周转天数和存货周转天数同比分别减少14.56天和12.33天，应付账款周转天数增加4.88天。整体来看，公司净营业周期进一步缩短，营运效率略有改善。

资产周转率方面，2016年，公司流动资产周转效率略有下降、固定资产的资产周转率有所提高。总资产周转天数持续上升，主要是由于并购导致商誉大幅增加、对外股权投资增加所致。

表 17 公司资产运营效率指标（单位：天）

指标名称	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	170.68	185.24
存货周转天数	105.65	117.98
应付账款周转天数	103.28	98.40
净营业周期	173.04	204.82
流动资产周转天数	359.33	349.99
固定资产周转天数	61.81	84.91
总资产周转天数	768.19	675.53

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司主营业务经营状况良好，盈利能力较强，收入和利润有所提高，但较高费用挤占

了部分利润

2016年全年实现收入58.49亿元，同比增长40.54%，保持较快增长态势。公司产品技术含量较高，市场竞争力较强，使得公司综合毛利率较高。2016年，智能电网业务在客户国家电网和南方电网的低价招标策略下毛利率略有下降，但长园和鹰毛利率较高及运泰利毛利率有所提高，公司综合毛利率得以持续提高至44.60%。

公司期间费用规模较大，2016年期间费用率为32.70%，其中公司销售费用和管理费用规模较大，挤占了公司部分利润。由于销售模式主要为直销，造成公司销售人员薪酬、差旅费和运输费等支出较高；公司管理支出较大，除支付相关人员薪酬外，大额研发投入费用化也造成管理费用较多。

2016年，公司的投资收益仍保持较大规模，大部分来自出售上市公司股票及投资增值取得的收益，由于这些股票为原始股或换股而得，因此收益较高。公司长期股权投资中部分联营企业出现少量亏损，如海豚大数据、泰国深瑞。由于对外股权投资和股票风险较大，公司的投资收益存在一定不确定性。

公司营业外收入规模较大，大部分为政府补助，其中，增值税退税为主要补助来源，2016年，公司取得增值税退税10,973.87万元。长园深瑞、深瑞监测、长园共创等被认定为软件企业，每年享受增值税即征即退的优惠政策。此外，公司因在研发、新厂房建设的投入较大，每年亦得到2,000-4,000万左右的财政奖励或专项资金。2016年，公司取得净利润7.06亿元，同比大幅增长37.63%，盈利能力较强。

综合上述因素，公司主营业务盈利能力较强，扣除非经常性损益后的净利润规模较大，但较高的期间费用挤占了部分利润。

表 18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年	2015年
营业收入	584,896.37	416,185.31
投资收益	6,033.20	8,105.85
营业利润	63,198.22	49,341.70
营业外收入	18,273.17	14,584.89
利润总额	80,862.62	63,607.41
净利润	70,555.26	51,263.76
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后净利润	55,019.18	38,880.76
综合毛利率	44.60%	43.95%
期间费用率	32.70%	32.11%
营业利润率	10.81%	11.86%
总资产回报率	7.68%	9.77%

净资产收益率

10.79%

11.88%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金生成能力较好，但后续投资项目资金需求较大，公司存在较大的资金需求

在较强的盈利能力下，公司具有较强的经营活动现金生成能力，2016年FFO为10.18亿元，同比增长37.94%。虽然应收账款大幅增加占用了较多营运资本，公司经营活动仍净流入4.45亿元，现金生产能力较好。

近年公司内生性发展和外延式并购发展战略使得投资活动净流出规模较大。2016年，公司继续投入资金新建生产线、购置设备及研发，同时亦保持一定金额的股权投资支出。其中，2016年收购长园和鹰及参股道元实业、湖南中锂等其他企业，投资活动净流出19.45亿元。

面对较大的投资需求，公司主要通过银行借款渠道，并辅助发行债券的方式解决资金压力。2016年上半年，发行“16长园01”、“16长园02”公司债券募集12亿元。2016年，公司通过借款和发行债券分别获得资金流入31.17亿元和11.95亿元。截至2016年末，公司主要在建项目尚需投资11.49亿元，另需支付收购长园和鹰股权尾款9.40亿元，考虑到当前发展步伐和扩张战略，公司未来长期性资金需求仍较大。

表 19 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
净利润	70,555.26	51,263.76
FFO	101,775.77	73,841.28
加：营运资本变化	-57,260.70	-28,237.67
其中：存货减少（减：增加）	-18,939.97	1,241.48
经营性应收项目的减少（减：增加）	-78,248.21	-39,470.42
经营性应付项目的增加（减：减少）	38,537.38	10,098.47
其他	1,390.10	-107.20
经营活动产生的现金流量净额	44,515.07	45,603.61
投资活动产生的现金流量净额	-194,501.77	-44,827.00
筹资活动产生的现金流量净额	208,205.37	50,616.52
现金及现金等价物净增加额	59,453.86	51,393.13

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平上升，有息债务规模较快增长，以短期有息债务为主，未来债务压力加大

2016年，由于公司大规模新增银行借款、发行债券以及收购长园和鹰、利润积累和取得股权投资收益，公司负债总额和所有者权益大幅增加。截至2016年末，公司负债总额和所有者权益分别为81.51亿元和74.69亿元，同比大幅增加118.32%和33.18%，负债与所有者权益比率大幅提高至109.12%，资产负债率提高至52.18%，所有者权益对负债的保障能力下降。

表 20 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016年	2015年
负债总额	815,075.04	373,341.64
所有者权益	746,920.96	560,843.42
负债与所有者权益比率	109.12%	66.57%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司负债结构以流动负债为主。流动负债主要包括短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、应付职工薪酬、应交税费、其他应付款以及一年内到期的非流动负债。短期借款是公司最主要外部融资来源，大部分为信用借款，截至2016年末，公司短期借款规模为24.43亿元，大幅增加69.99%，占总负债比重为29.97%，主要为信用借款及保证借款。公司应付票据和应付账款规模较大，随着公司业务发展，应付款项持续增长，显示公司对上游供应商一定的议价能力，2016年，因智能电网设备和智能工厂设备订单增加导致采购大幅增加及合并长园和鹰报表，公司应付账款增长较快。预收款项为公司预收的货款，主要是设备类产品的预收部分合同款，近年随着电网设备业务的增长而增长。应付职工薪酬为公司计提职工的工资奖金，一般于第二年初支付。应交税费主要为计提的增值税和企业所得税。其他应付款近年波动较大，2016年末其他应付款大幅增加，主要为尚未支付的收购长园和鹰股权尾款9.40亿元和尚未解禁的股权激励款。根据《股份转让协议》，公司将于2017年2月支付完大部分收购长园和鹰尾款，部分对业绩补偿义务人转让款将于《2017年度专项审核报告》出具后再根据业绩情况支付。截至2016年3月20日，公司尚有长园和鹰尾款2.60亿元未支付。一年内到期的非流动负债主要为公司长期借款即将到期形成。

非流动负债主要为长期借款和应付债券。公司近年积极调整债务期限结构，长期借款规模快速扩张，主要为公司本部的借款，截至2016年末，利率区间在3.90%~4.85%。应付债券为公司2016年上半年发行的“16长园01”、“16长园02”公司债券，募集资金共12

亿元，债券期限均为2+1，利率分别为4.50%、4.45%。

表 21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	244,308.40	29.97%	143,720.00	38.50%
应付票据	25,288.59	3.10%	6,384.67	1.71%
应付账款	110,329.01	13.54%	75,599.48	20.25%
预收款项	16,341.13	2.00%	14,412.88	3.86%
应付职工薪酬	23,091.89	2.83%	17,118.27	4.59%
应交税费	18,526.04	2.27%	13,557.05	3.63%
其他应付款	121,770.17	14.94%	22,293.21	5.97%
一年内到期的非流动负债	50,309.72	6.17%	-	-
流动负债合计	614,776.68	75.43%	293,400.54	78.59%
长期借款	53,515.41	6.57%	64,198.00	17.20%
应付债券	120,000.00	14.72%	-	-
非流动负债合计	200,298.36	24.57%	79,941.10	21.41%
负债合计	815,075.04	100.00%	373,341.64	100.00%
其中：有息债务	495,765.97	60.82%	214,857.74	57.55%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司有息债务主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券构成。近年公司有息负债规模持续增长，截至2016年末，公司现有的有息债务余额为49.58亿元，同比大幅增长130.74%，规模较大，占总负债比重为60.82%，并将于2017年和2018年集中偿还。其中短期债务规模为31.99亿元，占有息债务比重为64.53%，债务结构有待优化。截至2016年末，公司获得银行的贷款授信额度合计52.65亿元，其中未使用的授信额度为18.47亿元，近年公司还发行新股、债券、短期融资券，融资渠道较多。公司正在大力度对外投资及各板块的产能扩张，使得当前债务期限结构存在一定错配，公司存在较大的长期性资金需求。

表 22 截至 2016 年末公司有息债务的偿还计划（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2020 年以后
本金	288,373.00	30,200.00	37,000.00	37,000.00	103,227.00
利息	13,552.00	1,435.00	1,776.00	1766	4,955.00
合计	301,925.00	31,635.00	38,776.00	38,776.00	108,182.00

资料来源：公司提供

2016年，随着公司通过举借银行贷款和发行债券，公司负债水平大幅上升。从短期偿债指标来看，在短期负债规模大幅增加下，公司流动比率和速动比率均有所下降。得益于

较强的盈利能力，公司EBITDA持续增长，规模较大，在有息债务大幅增长情况下，EBITDA利息保障倍数仍保持在较高水平，公司业务对有息债务本息偿付的保障能力较强。但需要关注外部融资持续增加对公司偿付能力的影响，

表 23 公司偿债能力指标

指标名称	2016 年	2015 年
资产负债率	52.18%	39.96%
流动比率	1.15	1.58
速动比率	0.97	1.31
EBITDA（万元）	114,290.87	91,373.97
EBITDA 利息保障倍数	7.19	7.02
有息债务/EBITDA	4.34	2.35

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2016年末，公司对外提供担保金额合计3.30亿元，担保规模较大，被担保方为湖南中锂及原参股公司沃特玛，均设置了反担保措施。

表 24 截至 2016 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保类型	担保起止日	有无反担保
沃特玛	15,000.00	连带责任担保	2015.6.18-2019.6.17	有
湖南中锂新材有限公司	15,000.00	连带责任担保	2016.11.15-2019.11.14	有
湖南中锂新材有限公司	3,000.00	连带责任担保	2016.12.19-2017.12.18	有
合计	33,000.00	-	-	-

资料来源：公司 2016 年年报

七、评级结论

跟踪期内，公司三大业务板块经营情况良好，新材料业务和智能电网业务稳中有增，通过并购长园和鹰，公司智能工厂装备业务综合实力进一步提升，智能工厂装备业务成为公司2016年主要的业绩增长点。公司产品客户和供应商仍较为分散，产品产销情况良好；并购和股权投资提升了公司综合实力；资产规模快速增长，结构合理；主业运营效率略有改善；主业经营状况良好，盈利能力较强，收入和利润有所提高；经营活动现金生成能力较好。

同时我们也关注到公司目前无实际控制人，股权比较分散，未来控制权的归属仍存在一定不确定性；原材料价格反弹增加公司成本压力；公司并购和股权投资，以及后续投资

项目资金需求较大，公司存在较大的资金压力，且商誉存在减值可能；有息债务规模增长较快，偿债压力加大等风险因素。

综上，鹏元对公司及16长园01和16长园02的2017年度跟踪评级结果为：16长园01和16长园02债券信用等级维持为AA，公司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	2016年	2015年	2014年
流动资产：			
货币资金	174,466.56	99,449.88	46,279.19
应收票据	31,074.24	20,388.92	12,650.56
应收账款	317,860.85	236,745.61	191,563.77
预付款项	20,549.46	10,474.70	6,606.25
其他应收款	17,302.06	14,706.33	16,020.75
存货	109,807.03	80,378.95	72,517.34
一年内到期的非流动资产	10,579.35	-	-
其他流动资产	22,378.80	1,453.81	-
流动资产合计	704,018.34	463,598.20	345,637.87
非流动资产：			
可供出售金融资产	164,336.25	29,114.26	27,971.08
长期应收款	8,466.58	-	-
长期股权投资	57,614.76	19,594.92	2,298.97
投资性房地产	11,154.97	11,187.21	10,955.82
固定资产	100,065.66	100,774.79	95,554.58
在建工程	44,760.13	16,401.44	8,272.31
无形资产	47,512.31	41,884.26	31,984.07
开发支出	2,397.85	2,641.86	1,720.89
商誉	398,796.73	236,905.80	91,481.01
长期待摊费用	5,475.85	5,737.47	5,357.37
递延所得税资产	8,564.10	6,013.62	4,392.78
其他非流动资产	8,832.46	331.23	2,116.55
非流动资产合计	857,977.66	470,586.86	282,105.43
资产总计	1,561,996.00	934,185.06	627,743.30
流动负债：			
短期借款	244,308.40	143,720.00	158,680.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	-	-	61.51
应付票据	25,288.59	6,384.67	5,740.20
应付账款	110,329.01	75,599.48	51,921.17
预收款项	16,341.13	14,412.88	10,954.34
应付职工薪酬	23,091.89	17,118.27	12,466.72
应交税费	18,526.04	13,557.05	9,302.52
应付利息	4,234.15	16.77	146.54
应付股利	577.57	298.20	21

其他应付款	121,770.17	22,293.21	29,089.94
一年内到期的非流动负债	50,309.72	-	-
流动负债合计	614,776.68	293,400.54	278,383.96
非流动负债：			
长期借款	53,515.41	64,198.00	35,482.99
应付债券	120,000.00	-	-
长期应付款	2,343.85	555.07	-
预计负债	-	2,255.39	-
递延收益	7,541.26	7,617.88	7,178.88
递延所得税负债	16,897.83	5,314.76	4,478.04
非流动负债合计	200,298.36	79,941.10	47,139.90
负债合计	815,075.04	373,341.64	325,523.87
股东权益：			
股本	131,731.14	109,169.85	86,351.01
资本公积	205,351.40	220,581.48	10,928.83
减：库存股	16,033.49	15,318.87	-
其他综合收益	120,150.68	4,011.15	3,120.15
专项储备	923.77	803.96	772.96
盈余公积	13,667.57	12,251.39	12,251.39
未分配利润	249,700.97	201,939.09	164,707.13
归属于母公司股东权益合计	705,492.02	533,438.04	278,131.47
少数股东权益	41,428.94	27,405.38	24,087.97
股东权益合计	746,920.96	560,843.42	302,219.43
负债和股东权益总计	1,561,996.00	934,185.06	627,743.30

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	584,896.37	416,185.31	334,864.03
其中：营业收入	584,896.37	416,185.31	334,864.03
二、营业总成本	527,731.35	375,010.98	307,490.78
其中：营业成本	324,035.22	233,277.37	189,899.98
税金及附加	6,143.40	4,040.64	3,115.66
销售费用	66,200.34	46,284.58	42,505.18
管理费用	114,838.35	76,600.91	59,992.53
财务费用	10,195.83	10,738.07	9,468.23
资产减值损失	6,318.20	4,069.40	2,509.19
其他经营收益	0.00	0.00	7,033.21
加：公允价值变动收益	0.00	61.51	18.49
投资收益	6,033.20	8,105.85	7,014.72
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	2,336.19	1,362.98	-91.16
三、营业利润	63,198.22	49,341.70	34,406.45
加：营业外收入	18,273.17	14,584.89	11,195.75
减：营业外支出	608.77	319.19	224.25
四、利润总额	80,862.62	63,607.41	45,377.95
减：所得税费用	10,307.37	12,343.65	6,679.75
五、净利润	70,555.26	51,263.76	38,698.20

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	567,317.97	417,516.81	337,468.23
收到的税费返还	15,946.97	13,729.79	9,197.35
收到其他与经营活动有关的现金	9,651.23	6,902.35	3,335.97
经营活动现金流入小计	592,916.17	438,148.95	350,001.55
购买商品、接受劳务支付的现金	319,795.62	219,056.25	176,924.26
支付给职工以及为职工支付的现金	92,820.80	69,094.16	61,194.51
支付的各项税费	59,747.15	44,505.07	30,115.74
支付其他与经营活动有关的现金	76,037.53	59,889.86	53,619.59
经营活动现金流出小计	548,401.10	392,545.34	321,854.09
经营活动产生的现金流量净额	44,515.07	45,603.61	28,147.46
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资所收到的现金	51,858.31	4,013.55	9,138.86
取得投资收益收到的现金	477.21	5,579.15	294.11
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	272.52	411.61	170.00
收到其他与投资活动有关的现金	1,092.47	2,215.00	2,015.84
投资活动现金流入小计	53,700.51	12,219.31	11,618.81
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	50,056.53	22,656.27	23,151.79
投资支付的现金	109,712.74	19,932.96	20,234.31
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	86,922.24	14,149.20	48,018.44
支付其他与投资活动有关的现金	1,510.77	307.87	1,093.02
投资活动现金流出小计	248,202.28	57,046.30	92,497.55
投资活动产生的现金流量净额	-194,501.77	-44,827.00	-80,878.75
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	5,110.30	63,227.47	-
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	575.00	1,358.60	-
取得借款收到的现金	311,656.93	323,980.00	262,782.99
发行债券收到的现金	119,496.00	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	42.35
筹资活动现金流入小计	436,263.23	387,207.47	262,825.33
偿还债务支付的现金	185,562.83	312,024.99	192,500.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	27,639.21	22,487.92	19,819.76
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	1,494.90	1,021.41	1,019.63
支付其他与筹资活动有关的现金	14,855.83	2,078.04	387.47
筹资活动现金流出小计	228,057.86	336,590.96	212,707.22

筹资活动产生的现金流量净额	208,205.37	50,616.52	50,118.11
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	1,235.19	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	59,453.86	51,393.13	-2,613.18

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
将净利润调节为经营活动现金流量			
净利润	70,555.26	51,263.76	38,698.20
加：资产减值准备	6,318.20	4,069.40	2,509.19
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	11,551.40	10,595.98	8,051.79
投资性房地产折旧及摊销	881.06	783.46	721.73
无形资产摊销	3,426.62	1,975.63	1,181.67
长期待摊费用摊销	2,593.05	1,748.90	848.24
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	172.11	117.49	-80.45
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	0	-61.51	-18.49
财务费用（收益以“-”号填列）	13,650.75	12,662.60	9,475.46
投资损失（收益以“-”号填列）	-6,033.20	-8,105.85	-7,014.72
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-512.54	-799.39	-679.33
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	-826.93	-409.18	-136.82
存货的减少（增加以“-”号填列）	-18,939.97	1,241.48	-1,962.16
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-78,248.21	-39,470.42	-39,646.04
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	38,537.38	10,098.47	17,021.15
其他	1,390.10	-107.20	-949.55
经营活动产生的现金流量净额	44,515.07	45,603.61	28,147.46

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
应收账款周转天数	170.68	185.24	184.55
存货周转天数	105.65	117.98	133
应付账款周转天数	103.28	98.4	90.53
净营业周期	173.04	204.82	227.02
流动资产周转天数	359.33	349.99	343.48
固定资产周转天数	61.81	84.91	91.73
总资产周转天数	768.19	675.53	593.79
有息债务（万元）	495,765.97	214,857.74	199,903.19
负债与所有者权益比率	109.12%	66.57%	107.71%
资产负债率	52.18%	39.96%	51.86%
流动比率	1.15	1.58	1.24
速动比率	0.97	1.31	0.98
综合毛利率	44.60%	43.95%	43.29%
期间费用率	32.70%	32.11%	33.44%
营业利润率	10.81%	11.86%	10.27%
总资产回报率	7.68%	9.77%	9.91%
净资产收益率	10.79%	11.88%	13.55%
FFO	101,775.77	73,841.28	53,684.05
经营活动净现金流（万元）	44,515.07	45,603.61	28,147.46
EBITDA（万元）	114,290.87	91,373.97	65,530.92
EBITDA 利息保障倍数	7.19	7.02	6.94
有息债务/EBITDA	4.34	2.35	3.05

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转天数	$[(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] * 360 / \text{营业收入}$
	应收账款周转天数	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] * 360 / \text{营业收入}$
	存货周转天数	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] * 360 / \text{营业成本}$
	应付账款周转天数	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] * 360 / \text{营业成本}$
	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
	总资产周转天数	$[(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] * 360 / \text{营业收入}$
	流动资产周转天数	$[(\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额}) / 2] * 360 / \text{营业收入}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
现金流	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	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)
	非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 投资性房地产折旧及摊销 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
	FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
	流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 融资租赁款 + 其他非流动负债
	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

附录六 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。