

跟踪评级公告

联合[2017]761号

江苏中利集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

江苏中利集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

江苏中利集团股份有限公司公开发行的“11 中利债”的债券信用等级为 AA+，“15 中利债”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

江苏中利集团股份有限公司

公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
11 中利债	8.00 亿元	5 年	AA+	AA+	2016 年 6 月 14 日
15 中利债	2.50 亿元	3+2 年	AA	AA	2016 年 6 月 14 日

担保方式：资产抵押+连带责任保证担保

跟踪评级时间：2017 年 6 月 19 日

主要财务数据

发行人

项 目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	213.48	249.23	243.42
所有者权益 (亿元)	56.67	58.80	56.25
长期债务 (亿元)	31.72	36.18	38.17
全部债务 (亿元)	111.80	145.62	145.21
营业收入 (亿元)	121.40	112.91	29.19
净利润 (亿元)	5.26	0.92	-2.59
EBITDA (亿元)	14.89	7.36	--
经营性净现金流 (亿元)	-6.47	-13.46	-3.61
营业利润率 (%)	22.23	19.07	11.26
净资产收益率 (%)	9.70	1.60	-4.50
资产负债率 (%)	73.45	76.41	76.89
全部债务资本化比率 (%)	66.36	71.24	72.08
流动比率 (倍)	1.33	1.26	1.27
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.05	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.67	1.13	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.42	0.70	--

担保方 1:

沙家浜旅游	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	30.72	27.48
所有者权益 (亿元)	11.73	11.83
主营业务收入 (亿元)	1.07	0.97
净利润 (亿元)	0.19	0.09

担保方 2:

中鼎房地产	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	7.65	12.33
所有者权益 (亿元)	5.44	4.90
主营业务收入 (万元)	0.00	7.14
净利润 (万元)	0.04	300.91

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之由于四舍五入，在尾数上可能略有差异；2、2017 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3、数据单位除特别说明外均为人民币；4、其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款计入长期债务；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，江苏中利集团股份有限公司（以下简称“公司”或“中利集团”）线缆板块业务经营形势良好，在特种电缆制造领域的龙头地位以及其在技术研发、营销服务网络继续保持竞争优势；公司新增特种通讯设备业务，2016 年该业务发展较快，未来有望成为公司新的利润增长点；公司持有的已并网、待转让电站项目规模较大；公司光伏扶贫电站项目累计开工建设规模较大。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司光伏板块业务收入和利润水平大幅下降、国内电线电缆行业竞争激烈、铜材价格波动、汇率风险及应收账款规模较大以及债务负担较重等因素对公司经营和财务状况可能产生的不利影响。

目前，公司持有的已并网、待转让电站项目规模较大、资质良好，在国家下调上网电价的政策趋势下，在转让中具备较有利条件，未来若实现转让，将给公司带来较大规模收入及利润。公司拟非公开发行募集资金总额不超过 36.55 亿元，若发行成功，公司资本实力和整体抗风险能力将进一步增强。综上，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司以其拥有的部分房地产为“11 中利债”提供抵押担保，债券发行时，抵押资产的评估价值为 81,115.83 万元，对“11 中利债”债券本金的覆盖倍数为 1.01 倍。公司还设立了偿债资金专项账户以保障“11 中利债”的到期偿付。

跟踪期内，“11 中利债”担保方苏州沙家浜旅游发展有限公司和江苏中鼎房地产开发有限责任公司经营状况良好，其提供的担保对“11 中利债”的到期偿付有一定影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维

持“11 中利债”“AA+”的债项信用等级和“15 中利债”“AA”的债项信用等级。

优势

1. 2016 年，公司线缆业务发展良好，受益于光棒项目投产，线缆业务收入规模及利润水平有所提升。

2. 2016 年，公司新增特种通讯设备业务板块，当年实现业务规模较大，未来有望成为公司新的利润增长点。

3. 公司持有的已并网、待转让电站项目规模较大、资质良好，未来若实现转让，将给公司带来较大规模收入及利润；公司积极拓展光伏扶贫电站项目，未来有望成为公司光伏电站业务新的收入和利润增长点。

关注

1. 2016 年，公司实现转让的电站规模较小，光伏板块业务收入和利润水平下降较大。

2. 公司主要原材料铜材的采购价格波动对公司盈利的稳定性有一定的影响，对公司成本控制提出了更高的要求；公司来自境外的收入规模较大，面临一定的汇率风险。

3. 公司应收账款规模较大，对公司的资金形成占用；债务规模增长较快，整体债务负担较重。

4. 公司期间费用对利润侵蚀明显，营业外收入和投资收益对利润贡献较大。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

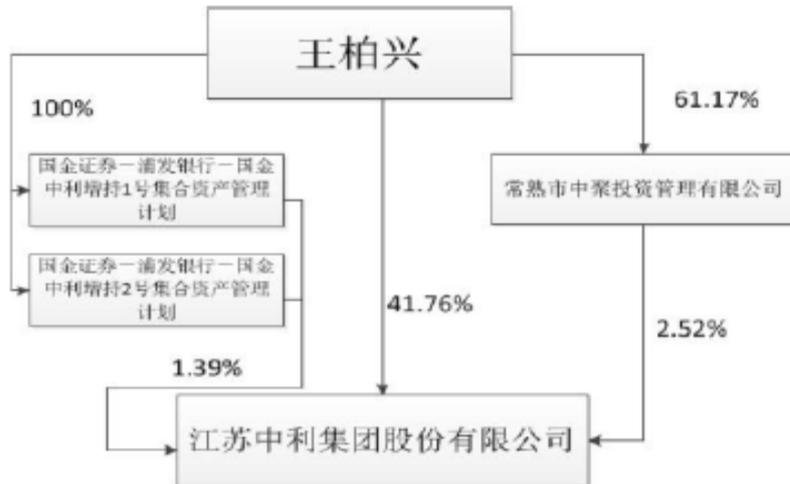
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

江苏中利集团股份有限公司（以下简称“公司”或“中利集团”）前身为成立于1988年9月的常熟市唐市电线厂。1992年4月，经常熟市乡镇工业局批准，常熟市唐市电线厂名称变更为常熟市电线电缆三厂。1996年10月，经常熟市企业产权制度改革领导小组办公室常企改复[1996]6号文件批复，常熟市电线电缆三厂改制为常熟市中利电缆有限责任公司。公司曾用名“中利科技集团股份有限公司”。2017年2月8日，公司名称更为现名。经中国证券监督管理委员会证监许可[2009]1124号文件核准，公司于2009年11月向社会公众公开发行人民币普通股（A股）3,350万股，并于2009年11月27日在深圳证券交易所挂牌交易（股票代码为“002309.SZ”，股票简称“中利集团”）。后历经多次转、增股本，截至2017年3月底，公司总股本为64,140.61万股。王柏兴先生合计持有或控制公司45.67%的股份，为公司的控股股东和实际控制人。

图1 截至2017年3月底公司股权结构情况



资料来源：公司提供

2016年，公司经营范围和组织结构均未发生变化。截至2016年底，公司纳入合并范围的控股子公司430家；拥有在职员工8,533人。

截至2016年底，公司合并资产总额249.23亿元，负债合计190.43亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计58.80亿元，其中归属于母公司所有者权益为56.72亿元。2016年公司实现合并营业收入112.92亿元，净利润（含少数股东损益）0.92亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为0.74亿元；经营活动产生的现金流量净额-13.46亿元，现金及现金等价物净增加额为-1.21亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额243.42亿元，负债合计187.17亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计56.25亿元，其中归属于母公司所有者权益为54.25亿元。2017年1~3月公司实现合并营业收入29.19亿元，净利润（含少数股东损益）-2.59亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-2.51亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.61亿元，现金及现金等价物净增加额为8.63亿元。

公司注册地址：江苏省常熟市东南经济开发区；法人代表：王柏兴。

二、债券发行和募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2012]121号文批准，公司于2012年6月25日发行公司债募集资金8.00亿元，发行票面利率为6.7%，并于2012年8月2日起在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“11中利债”，证券代码“112094.SZ”。截至2016年底，本次公司债券发行募集的资金已全部用于偿还银行借款、调整债务结构，补充公司流动资金。公司已于2016年6月20日按时按票面利率支付“11中利债”2015年6月20日到2016年6月19日期间的利息5,360万元。

经中国证监会证监许可[2015]1080号文批准，公司2015年公司债券发行规模不超过4.70亿元（含4.70亿元），采用分期发行方式。公司于2015年12月1日发行第一期债券募集资金2.50亿元，发行票面利率为6.50%，为5年期固定利率债券，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，并于2015年12月30日起在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“15中利债”，证券代码“112299.SZ”。截至2016年底，本期公司债券发行募集的资金已全部用于补充流动资金。公司已于2016年12月30日按时按票面利率支付“15中利债”2015年11月30日至2016年11月29日期间的利息1,625万元。

表1 公司公开发行债券发行相关情况

项目	名称	证券代码	金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）
2011年公司债	11中利债	112094.SZ	8.00	5	6.70
2015年公司债	15中利债	112299.SZ	2.50	5（3+2）	6.50

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

三、行业分析

1. 电线电缆

电线电缆行业是中国机电领域中仅次于汽车行业的第二大行业，占据着中国电工行业1/4的产值。

2016年，我国全社会用电量59,198亿千瓦时，同比增长5.00%。分产业看，第一产业用电量1,075亿千瓦时，同比增长5.30%；第二产业用电量42,108亿千瓦时，同比增长2.90%；第三产业用电量7,961亿千瓦时，同比增长11.20%；城乡居民生活用电量8,054亿千瓦时，同比增长10.80%。

2016年，我国电网建设投资继续加大，顺沿“十二五”电网发展轨迹，电网骨干网架不断增加，配网、农网供电水平稳步提升，电网服务清洁能源发展能力显著增强。得益于特高压和智能电网投资力度加大，2016年我国电网基本投资完成额累计5,426亿元，累计同比增长17.88%。就目前情况来看，电源投资弱于电网投资的现象预计仍将延续。尽管我国电力系统整体供应能力已经有所富余，但在可再生能源消纳能力、调峰能力、供电可靠性等方面仍然亟须持续的电网建设投入，未来电网投资的加大仍将为电线电缆行业的发展提供有利条件。

电线电缆行业的重要特点是“重料轻工”，原材料占成本的70%左右，其中最主要的为铜。2016年1~10月，LME 铜期货价格整体较为稳定，11月以后，LME 铜期货价格大幅上涨，2017年以来继续保持高位运行。截至2017年5月19日，LME 铜期货价格为5,671.5美元/吨。

图2 2016年以来LME铜期货价格情况(单位:美元/吨)



资料来源: Choice

市场竞争方面,目前我国电线电缆企业数量达近万家,其中97%是中小企业,设备平均利用率在30~40%,远远低于国际上设备利用率70%以上的水平;90%以上企业的产能集中在低端产品上,行业平均投入研发经费不足销售额的1%;航空航天、核电、电子、汽车线束、高压电缆超净电缆料等高端产品主要依赖进口。我国电线电缆行业产能过剩、中小企业众多、行业集中度偏低。

总体看,2016年,随着用电量的增加、特高压和智能电网建设的全面开展,电线电缆行业外部发展环境良好,但行业内企业较多且同质化较严重,行业竞争较为激烈,行业集中度偏低。

2. 光伏产业

行业上游方面,2016年,受“630政策”影响,市场需求集中释放,全年多晶硅产量为19.4万吨,同比增长17.6%;电池片产量超过49GW,继续保持较高的水平。2016年,由于上半年抢装潮过热、企业大规模扩产导致太阳能电池片严重供过于求,价格一路下跌,下跌至1.5元/瓦以下。单晶硅片价格下降使单晶电池成本下降明显,目前单晶硅与多晶硅电池片差价正在逐步缩小。

截至2016年底,我国光伏发电新增装机容量3,454万千瓦,累计装机容量7,742万千瓦,新增和累计装机容量均为全球第一。其中,光伏电站累计装机容量6,710万千瓦,分布式累计装机容量1,032万千瓦。全年发电量662亿千瓦时,占我国全年总发电量的1%。

2016年,光伏发电向中东部转移。全国新增光伏发电装机中,西北地区为974万千瓦,占全国的28%;西北以外地区为2,480万千瓦,占全国的72%;中东部地区新增装机容量超过100万千瓦的省份达9个,分别是山东322万千瓦、河南244万千瓦、安徽225万千瓦、河北203万千瓦、江西185万千瓦、山西183万千瓦、浙江175万千瓦、湖北138万千瓦、江苏123万千瓦。

分布式光伏发电装机容量发展提速,2016年新增装机容量424万千瓦,比2015年新增装机容量增长200%。中东部地区分布式光伏有较大增长,新增装机排名前5位的省份是浙江(86万千瓦)、山东(75万千瓦)、江苏(53万千瓦)、安徽(46万千瓦)和江西(31万千瓦)。

在光伏电站投资迅速增加的同时,我国电网建设速度相对缓慢,部分地区基础售电政策亦不完善,造成了光伏行业的弃光现象。据中国绿色和平组织统计,2016年,我国西北五省的弃光量较2015年增加了50%,造成环境与健康损失12亿元、企业经济损失56亿元。我国光伏上网电价根据国家政策按照不同地区实行了0.9~1元/kwh的标杆上网电价。目前国内光伏发电的平均发电成本为0.7~0.9元/kwh(单晶则更低),正在逐步接近我国火电上网标杆电价。

2016年11月,国家能源局正式发布《电力发展“十三五”规划》,计划指出在“十三五”期间,我国将进一步扩大风电、光伏发电等清洁能源的装机规模。计划于2020年,将我国太阳能发电总装机容量提高至1.1亿万千瓦,其中计划新增太阳能发电设施装机容量680MWp(兆瓦),且以分布式光伏发电项目为主。

2016年12月，国家发展改革委下发《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》，降低2017年1月1日之后新建光伏发电标杆上网电价，2017年新建光伏电站以及于2017年之前获得相关备案并纳入以前年份财政补贴规模管理，但未能于2017年6月30日前并网发电的光伏项目所享受的标杆上网电价分别按照所在区域的情况，分别调整至0.65元、0.75元和0.85元，略高于之前征求意见稿所拟定电价（2016年9月，国家发改委下发关于调整新能源标杆上网电价的通知（征求意见稿），拟将I类、II类和III类资源区光伏电站标杆上网电价分别调整为0.55元、0.65元和0.75元。），并计划未来以年度为周期对光伏发电上网电价进行调整。该政策的出台，短期内将继续保持光伏电站的建设热潮，但我国政府对于光伏发电电价进一步向下调整的意图明显，长远看将促使光伏电站建设热度理性回归。

总体看，2016年，受“630政策”影响，我国光伏发电新增和累计装机容量均为全球第一，但由于电网建设速度缓慢、部分地区基础售电政策不完善，光伏行业的弃光现象严重，行业全面消化过剩产能压力较大；光伏发电电价向下调整的政策将促使光伏电站建设热度理性回归。

四、管理分析

2016年，公司进行董事会换届选举，独立董事赵世军离职，聘任李莹为独立董事。2016年，公司其他董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

公司于2016年12月22日第四届董事会2016年第四次临时会议审议通过了《关于修订公司章程的议案》，根据新的公司名称修改《公司章程》及与公司名称相关的条款。

总体看，2016年，公司核心管理人员变动不大，管理制度变化不大，经营管理状况稳定。

五、经营分析

1. 经营概况

2016年，公司在电缆、光缆、光伏电站三大全产业链业务板块的基础上，拓展以军工为主的智能通讯自主网设备制造和销售等新业务，从单一的电缆制造企业逐步拓展为电缆、光通讯、光伏新能源、特种通讯设备等多样化业务结构模式。

2016年，在光伏电站建设进度受地方政府对于电站建设指标分配延迟的影响，造成公司电站无法及时在2016年底之前实现大规模并网、销售的情况下，公司调整营销策略，在下半年采取加大电池片和组件外销的措施，以弥补电站销售的不足，但是由于电池片和组件作为电站建设的原材料，销售规模较电站有限，因此导致光伏业务整体销售仍比上年同期大幅下降，同时，由于2016年未实现销售的电站业务的期间费用已计入当期损益，所以导致公司净利润大幅下降。综上，2016年，公司营业收入同比下降6.99%至112.92亿元；净利润同比下降82.12%至0.74亿元。

具体来看，2016年，主营业务收入占营业收入的99.21%，公司主营业务突出。公司线缆业务收入合计52.87亿元，较上年增长3.99%，主要系光棒、光纤、光缆产品销售规模扩大所致。其中，阻燃耐火软电缆占比较高，是公司的主打产品，该产品营业收入同比下降19.22%，主要系运营商市场重新招标后，参与厂家增多，份额减少所致。公司光伏板块收入合计48.75亿元，较上年下降29.09%，主要系公司光伏电站转让规模减少所致。其中，光伏组件及电池片业务占比较高，营业收入同比增长121.88%，主要系公司为弥补电站销售的不足，调整营销策略，在2016年下半年采取加大电池片和组件外销的措施所致。公司新增特种通讯设备业务，实现营业收入10.38亿元。

表2 2016年公司业务收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

	产品	营业收入	占比	毛利率	营业收入同比增长	占比同比增减	毛利率变动情况
线缆板块	阻燃耐火软电缆	22.75	20.15	19.55	-19.22	-3.05	上升 1.82 个百分点
	铜导体	5.27	4.67	1.52	42.52	1.62	下降 1.21 个百分点
	电缆料	5.82	5.16	19.21	-0.20	0.35	上升 5.78 个百分点
	船用电缆	1.94	1.72	23.72	-50.43	-1.51	上升 8.68 个百分点
	光缆及其他电缆	16.01	14.18	12.65	85.93	7.09	下降 6.64 个百分点
	光棒及光纤	1.08	0.96	29.47	73.01	0.44	上升 22.27 个百分点
光伏板块	光伏组件及电池片(光伏产品)	31.43	27.84	24.11	121.88	16.17	上升 8.91 个百分点
	光伏电站	14.41	12.76	17.74	-72.83	-30.92	下降 13.68 个百分点
	光伏发电	2.24	1.99	50.94	104.99	1.09	上升 7.96 个百分点
	电站运营维护及其他	0.67	0.59	38.51	41.42	0.20	上升 25.90 个百分点
特种通讯	特种通讯设备	10.38	9.19	20.03	--	--	--
材料及租金	材料及租金	0.89	0.79	2.95	-49.80	-0.67	下降 2.32 个百分点
合计		112.92	100.00	19.57	-6.99	--	下降 3.44 个百分点

资料来源:公司提供

从国内外收入构成来看,2016年公司国内收入合计83.18亿元,国外收入合计29.74亿元,公司收入以国内收入为主。

从毛利率水平来看,2016年,公司综合毛利率水平为19.57%,较2015年下降3.44个百分点,主要系收入占比较高的光缆及其他电缆和光伏电站业务毛利率下滑较大所致。

从销售情况看,截至2016年底,公司在国内有31个销售网点,国外9个服务网点和分支机构,完善的营销网络有利于公司及时了解市场的变化,并能根据客户个性化的需求进行新品开发、快速服务响应。

2017年1~3月,公司实现营业收入29.19亿元,较上年同期增长11.84%,主要系光伏组件销售增长所致;净利润为-2.59亿元,较上年同期大幅减少2.80亿元,主要系电站转让规模减少所致。

总体看,2016年,公司线缆业务发展良好;光伏板块收入大幅减少;新增特种通讯设备实现收入规模较大,公司整体营业收入较上年有所减少、整体毛利率水平有所下滑。

2. 线缆业务运营

公司线缆业务主要业务产品分为阻燃耐火软电缆、金属导体、电缆料、船用电缆、光缆及其他电缆、光棒及光纤等。

阻燃耐火软电缆作为公司主打产品之一,2016年其业务收入同比下降19.22%,主要是运营商市场重新招标后,参与厂家增多,份额减少所致,毛利率较上年小幅上升1.82个百分点至19.55%,主要系中标价格提高所致;金属导体业务收入大幅增加42.52%,主要是由于2016年收入统计口径较2015年有所变化,增加了铝等其他产品所致,毛利率小幅下降1.21个百分点至1.52%;公司电缆料业务收入较上年基本持平,毛利率较上年上升5.78个百分点至19.21%,主要是加大电缆新产品研发和市场投入,新产品的毛利率较高所致;公司船用电缆业务收入较上年大幅下降50.43%,主要是减少对民营船厂的销售所致,毛利率较上年上升8.68个百分点至23.72%,主要系军品销售增加,军品毛利率相对较高所致;光缆及其他电缆业务收入较上年大幅增加85.93%,主要是在阻燃耐火软电缆业务减少的情况下,公司拓展了其他电缆的销售所致,毛利率较上年下降6.64个百分点,主要是市场拓展导致成本增加所致;光棒及光纤业务收入较上年大幅增长73.01%,主要系

光棒项目投产、产能释放，产销量增加所致，毛利率较上年上升 22.27 个百分点，主要系 2016 年产能释放，成品率提高所致。

从产品的成本构成来看，2016 年，公司主要线缆产品的成本构成仍表现出明显的重料轻工特点，尤其阻燃耐火软电缆、铜导体和电缆料等产品，其原材料的成本占比均达到 91% 以上，其他少量为水电、折旧费、人员工资和其他制造费用。公司船用电缆产品的原材料成本占比较低，为 78.73%，主要是船用电缆制造工艺相对复杂，从而折旧、工资福利费和其他制造费用等成本占比较高所致。光棒及光纤原材料成本占比最低，主要系加工过程中所用水电投入较多以及设备折旧费用、其他制造费用较高所致。具体情况如下表所示。

表3 2016年公司线缆业务产品成本构成情况（单位：%）

行业分类	项目	2015 年	2016 年	同比增减
阻燃耐火软电缆 (km)	产能	300,000	300,000	0.00
	产能利用率	95.43	76.22	-19.21
铜导体（吨）	产能	25,000	25,000	0.00
	产能利用率	37.78	43.60	5.82
电缆料（吨）	产能	45,000	100,000	122.22
	产能利用率	159.37	74.80	-84.57
船用电缆（km）	产能	21,000	21,000	0.00
	产能利用率	127.05	98.57	-28.48
光纤 (万芯公里)	产能	233.00	233.00	0.00
	产能利用率	71.18	76.61	5.43
光棒（公斤）	产能	--	20,000	--
	产能利用率	--	93.80	--

资料来源：公司年报，联合评级整理。

公司主导产品阻燃耐火软电缆的原材料主要由铜导体和电缆料构成，铜导体的主要原材料是电解铜或无氧铜丝等铜材，公司铜材成本占电缆生产成本平均比例大约在 85% 左右，铜材采购成本在公司经营中的重要性较高。公司主要以国内市场基准铜价的周均价与铜材供应商确定采购价，以平滑铜价波动风险。目前国内基准铜价的确定主要来自上海有色金属网、长江现货网和上海金属网。公司原材料中的铜材采购价格仍随基准铜价格同步波动，这样从上游基本锁定了原材料价格波动对公司生产经营的影响，但是铜材价格波动依然对公司成本控制及营销管理提出了更高的要求。

2016 年，公司阻燃耐火软电缆产能保持不变，受产量减少影响，产能利用率下滑至 76.22%；铜导体产能不变，受产量增加影响，产能利用率提升至 43.60%；电缆料产能大幅增加 1.22 倍，但产量增幅小于产能增幅，产能利用率降至 74.80%；船用电缆产能保持不变，但受产量大幅减少影响，产能利用率降至 98.57%；光纤产能保持不变，受产量增加影响，产能利用率提升至 76.61%；新增光棒产能 20,000 公斤，产能利用率为 93.80%。

表4 2015~2016年公司线缆业务板块产能、产能利用率情况（%、个百分点）

行业分类	项目	2015 年	2016 年	同比增减（%）
阻燃耐火软电缆 (km)	销售量	295,091.76	231,769.72	-21.46
	生产量	286,287.04	228,671.07	-20.13
	库存量	35,348.49	32,249.84	-8.77
铜导体（吨）	销售量	9,549.48	11,025.25	15.45

	生产量	9,444.68	10,935.49	15.78
	库存量	118.30	28.54	-75.87
电缆料（吨）	销售量	71,342.17	76,425.25	7.12
	生产量	71,715.96	74,803.77	4.31
	库存量	3,329.51	1,708.03	-48.7
船用电缆（km）	销售量	27,907.79	20,165.92	-27.74
	生产量	26,680.39	20,704.70	-22.4
	库存量	3,572.00	4,110.78	15.08
光纤 （万芯公里）	销售量	180.34	150.32	19.97
	生产量	165.86	178.51	-7.08
	库存量	13.70	28.18	-51.38
光棒（公斤）	销售量	0.00	17,700.91	--
	生产量	0.00	18,767.04	--
	库存量	0.00	1,066.14	--

资料来源：公司提供

2016年，公司阻燃耐火软电缆产销量分别下降20.13%和21.46%，主要是运营商市场重新招标后，参与厂家增多，份额减少所致，库存量下降8.77%，主要是公司加强存货管理、压缩库存，提高存货周转率所致；铜导体产销量分别增长15.78%和15.45%，主要是公司加大其他电缆市场开拓力度，其他电缆销量增加所致，库存量大幅下降75.87%，主要是公司加强存货管理、压缩库存，提高存货周转率所致；电缆料产销量分别增长4.31%和7.12%，主要是市场开拓所致，库存量大幅下降48.70%，主要是公司加强存货管理、压缩库存，提高存货周转率所致；船用电缆产销量分别下降22.40%和27.74%，主要是减少对民营船厂的销售所致，库存量增长15.08%，主要是部分产品尚未出货所致；光纤产销量分别减少7.08%和增加19.97%，库存量大幅减少51.38%，主要是市场需求增加，公司消耗库存所致；光棒新增产量18,767.04公斤，销售17,700.91公斤，库存1,066.14公斤。

表5 2015~2016年公司线缆业务板块产销量情况

行业分类	项目	2015年	2016年	同比增减（%）
阻燃耐火软电缆 （km）	销售量	295,091.76	231,769.72	-21.46
	生产量	286,287.04	228,671.07	-20.13
	库存量	35,348.49	32,249.84	-8.77
铜导体（吨）	销售量	9,549.48	11,025.25	15.45
	生产量	9,444.68	10,935.49	15.78
	库存量	118.30	28.54	-75.87
电缆料（吨）	销售量	71,342.17	76,425.25	7.12
	生产量	71,715.96	74,803.77	4.31
	库存量	3,329.51	1,708.03	-48.70
船用电缆（km）	销售量	27,907.79	20,165.92	-27.74
	生产量	26,680.39	20,704.7	-22.40
	库存量	3,572.00	4,110.78	15.08
光纤 （万芯公里）	销售量	180.34	150.32	19.97
	生产量	165.86	178.51	-7.08
	库存量	13.70	28.18	-51.38
光棒（公斤）	销售量	0.00	17,700.91	--

	生产量	0.00	18,767.04	--
	库存量	0.00	1,066.14	--

资料来源：公司年报，联合评级整理。

公司电线电缆板块下游客户基本为通信、电力等大企业，从客户集中度来看，2016年，公司线缆业务板块前五大客户合计占比12.44%，集中度较低，公司的客户集中度风险不大，具体情况如下表所示。

表6 2016年公司线缆板块前五大客户销售情况（单位：亿元、%）

客户名称	销售额	同类销售额占比	销售内容
客户 A	8.31	7.36	线缆
客户 B	2.22	1.97	线缆
客户 C	1.23	1.09	线缆
客户 D	1.14	1.01	线缆
客户 E	1.14	1.01	线缆
合计	14.04	12.44	--

资料来源：公司提供

从销售结算来看，对于投标获取的订单，客户能够依照招标要求，按时分期支付货款，对三大运营商基本是3~6个月内收回货款的70%~80%，12~18个月收回剩余款项；对于其他客户，公司签订的销售合同也多以分期付款的结算方式为主，账期基本在3个月以内。线缆板块的客户基本以现款结算，票据的结算量非常小，总体看账期较长。虽然公司在制定销售价格的时候已考虑到财务成本，但目前的销售结算方式给公司带来了较大规模的资金占用，公司营运资金仍受到一定影响。

总体看，公司线缆业务板块产供销等运营模式较为成熟；2016年，受益于光棒项目投产、产能释放，线缆产销量增加，公司线缆业务板块营业收入有所增长，但具体细分产品收入及毛利率水平由于市场情况不同而有所差异。

3. 光伏业务运营

公司光伏板块主要是通过采购硅片制造光伏组件及电池片，部分光伏组件及电池片用于直接销售，另外公司通过EPC模式将其他部分组件及电池片作为原材料建设开发光伏电站通过自持发电获利或进行转让获利。公司光伏业务坚持采取以开发建设转让光伏电站为主、组件销售为辅的经营策略。

2016年，公司电池片产能1.75GW，产能利用率为86%；组件产能2.2GW，产能利用率为77%。取得光伏电站建设指标并开工建设超过500MW，实现电站转让90MW。

从成本构成来看，2016年，公司晶体硅太阳能光伏产品原材料成本占比为89.05%、水电等能源占比为1.6%、折旧费用占比为3.16%、工资福利费占比为2.09%、其他制造费用占比为4.10%。其中，公司光伏业务板块主要采购的原材料包括多晶硅片、单晶硅片、银浆和铝浆，多晶硅片、单晶硅片的采购均价均较上年下降，浆料较上年有所上升。2016年，公司晶体硅太阳能组件销售量、生产量、库存量分别比去年增长138.44%、199.51%和385.18%，主要为公司扩大组件销售规模所致；公司光伏电站销售量、建设量、库存量分别比去年下降86.88%、39.39%和增长122.34%，主要系2016年受大部分省份光伏电站的并网指标推迟发放因素影响，公司减缓电站开发建设进度，导致光伏电站开发规模有所控制所致，电站暂时未形成大规模销售，导致库存量增加。具体情况

如下表所示。

表7 2015~2016年公司光伏业务板块产销量情况（单位：兆瓦、%）

行业分类	项目	2015年	2016年	同比增减
晶体硅太阳能光伏组件	销售量	447.00	1,065.83	138.44
	生产量	420.00	1,257.94	199.51
	库存量	49.88	241.98	385.18
光伏电站	销售量	686.00	90.01	-86.88
	建设量	756.00	458.18	-39.39
	库存量	301.00	669.10	122.34

资料来源：公司年报，联合评级整理。

截至2016年底，公司持有已并网、待转让的光伏电站合计约300MW，上网电价水平普遍较高。2016年，公司持有已并网电站产生电费收入合计22,440万元。

截至2016年底，公司在建电站规模合计245MW，拟投资规模合计15.44亿元，已投资7.18亿元，待投资8.25亿元。

2016年12月，国家发展改革委下发《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》，降低2017年1月1日之后新建光伏发电标杆上网电价，为避免该政策对公司光伏电站业务可能带来的不利影响，公司积极拓展光伏扶贫电站项目。光伏扶贫是全国十大精准扶贫工程之一。目前全国共有12.5万户建档在册的贫困村，按照每村0.4MW的装机容量，共有50GW的巨大市场容量。国家扶贫办拟先在5万户贫困村推广光伏扶贫，新增装机容量将达到20GW。预计2017年公司将签订超过100个贫困县脱贫协议，全年目标为40个贫困县建设光伏扶贫农场实现并网发电。

总体看，2016年，公司光伏组件业务规模大幅增加，建成电站暂时未形成大规模销售，光伏板块业务收入大幅下降；但考虑到公司持有的已并网、待转让电站项目资质良好、上网电价较高，在国家下调上网电价的政策趋势下，在转让中具备较有利条件，未来若实现转让，将给公司带来较大规模收入及利润；同时，公司积极拓展光伏扶贫电站项目，预计未来光伏扶贫项目有望成为公司光伏电站业务新的收入和利润增长点。

4. 特种通讯设备业务

2016年7月，公司完成以现金方式收购江苏中利电子信息科技有限公司（以下简称“中利电子”）控股权，中利电子的主打产品智能通讯自主网设备，抓住军工行业蓬勃发展的良好机遇，加大与客户的配合，以及技术开发力量，取得预期效益。2016年，中利电子获批二级保密资质，实现销售收入10.04亿元，实现净利润1.14亿元。

总体看，2016年，公司新增特种通讯设备业务，当年实现业务规模较大，未来有望为公司提供新的收入及利润增长点。

5. 研发情况

公司是中国最大的阻燃耐火软电缆生产企业和国内光伏电站装机总量第一的民营企业，在特种电缆和光伏电站领域具有较强的技术研发实力，主要产品和技术处于国内领先地位。

目前，公司已完成“铝导体电动汽车内部用高压连接电缆”、“中压抗水树交联聚乙烯绝缘料制备与应用关键技术”、“陶瓷化聚合物复合材料制备与应用关键技术”、“Hipro 高效电池项目的研发”、“储能用智能光伏组件的研发”等24个研发技改项目，为公司线缆进入汽车行业以及整体充

电桩业务奠定了基础，同时提高了电池转换效率和组件储能能力。此外，公司继续开展“抗 PID 晶体硅太阳能电池及组件”、“21%以上效率零 PID 效应晶体硅电池与组件”等项目的研究及应用。

2016 年，公司已完成新能源电动汽车欧标充电桩电缆等 80 个研发技改项目。2016 年，公司不断加大在新产品方面的研发及投入力度，研发费用 4.18 亿元，同比增长 22.75%，占营业收入的 3.70%。2016 年，公司获得发明专利 44 项、实用新型 59 项。截至 2017 年 4 月 25 日，公司仍在有效期内的各项专利 570 项，其中发明专利 146 项。

总体看，公司注重研发投入，研发方向明确并且获得了较好的成果，为公司新业务的开发及开展奠定基础。

6. 重大事项

公司于 2017 年 1 月 16 日召开公司第四届董事会 2017 年第二次临时会议审议通过了关于调整公司非公开发行股票的相关议案。根据该议案，公司非公开发行募集资金总额不超过 36.55 亿元（含本数），募集资金扣除发行费用后的净额将全部用于“350MW 光伏电站项目”、“年产 600 吨光纤预制棒、1,300 万芯公里光纤项目”和“补充流动资金项目”。截至本报告出具日，该非公开发行股票事项正在中国证券监督管理委员会审核过程中。

总体看，若本次公司非公开发行股票事项成功，将补充公司各项目资金需求，有助于增强公司综合实力，联合评级将持续关注该事项进展情况。

7. 经营关注

（1）太阳能发电行业整体波动较大

光伏发电是重要的新能源形式，一方面光伏行业整体对政策较为依赖，若各国光伏补贴政策发生明显变化将带来行业增速的波动，进而影响行业内各个环节公司的经营；另一方面，由于光伏行业目前补贴较高，光伏电站盈利能力稳定，导致行业内投资规模增加较快，产业链各个环节均出现不同程度的产能过剩和库存积压，增加了整体产业链的不稳定性。

（2）下游客户议价能力较强

公司电线电缆板块下游客户基本为通信、电力等大企业，客户议价能力较强，特别是近年来通信网络运营商要求有多个企业竞标，未来可能影响公司的盈利能力。

（3）面临的汇率风险加大

公司来自国外地区的收入规模较大，2016 年为 29.74 亿元。在人民币汇率浮动幅度加大的背景下，公司面临一定的汇率风险。

（4）较大规模的应收账款占用公司资金

公司线缆产品下游客户话语权较强，付款周期较长；且光伏电站出售后有相当比例的应收款需在一定时期内收回，对公司的资金形成占用，不利于公司提高运营效率。

8. 未来发展

未来，公司业务将在现有发展的基础上，同时发展国内、国际业务，民用、军用产品。

在线缆业务领域，公司将在稳固提升现有业务基础上，紧跟国家“一带一路”的发展战略，培育、拓展、稳固海外市场，优化产品结构，进一步拓展和稳固全产业链的客户战略合作关系。

在特种通讯设备领域，公司一方面将依托现有客户不断拓展产品的应用领域，另一方面将在现有产品基础上拓展新的应用领域，在民用、安防等领域有所突破。

在光伏领域，公司将在现有业务稳固发展的基础上，进一步结合在行业内公司首创的“智能

光伏+科技农业”新模式,实现全新一代的“农光互补”技术。在推广光伏电站建设新模式的同时,提升农业现代化水平、促进光伏、农业双增收。公司将积极发起产业组团“包县脱贫”创新模式,目标是在 200 个贫困县(约 20,000 个贫困村)建设贫困村光伏农场,为此公司已建立总承建 EPC 和 25 年电站运维管理的扶贫商业模式,贫困县村的光伏农场产权归属贫困县政府所有,使得贫困县可以获取 25 年光伏+农业+就业的稳定收益,确保在精准扶贫方面取得显著效果。

总体看,公司发展规划切实可行,随着线缆和特种通讯领域业务规模的扩大以及扶贫光伏项目的拓展,公司发展后劲有望增强,未来有望呈现良好的增长态势。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2016 年度财务报表已经天衡会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留审计意见,2017 年 1 季度财务报表未经审计。2016 年合并报表范围发生较大变化,新纳入合并范围的主体 205 家,不再纳入合并范围的主体 17 家,主要是光伏板块新设公司、注销公司以及股权转让所致,且合并范围的变化不涉及主营业务的变化,公司会计政策连续,财务数据可比性强。

截至 2016 年底,公司合并资产总额 249.23 亿元,负债合计 190.43 亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计 58.80 亿元,其中归属于母公司所有者权益为 56.72 亿元。2016 年公司实现合并营业收入 112.92 亿元,净利润(含少数股东损益)0.92 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润为 0.74 亿元;经营活动产生的现金流量净额-13.46 亿元,现金及现金等价物净增加额为-1.21 亿元。

截至 2017 年 3 月底,公司合并资产总额 243.42 亿元,负债合计 187.17 亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计 56.25 亿元,其中归属于母公司所有者权益为 54.25 亿元。2017 年 1~3 月公司实现合并营业收入 29.19 亿元,净利润(含少数股东损益)-2.59 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润为-2.51 亿元;经营活动产生的现金流量净额-3.61 亿元,现金及现金等价物净增加额为 8.63 亿元。

2. 资产质量及负债结构

资产

截至 2016 年底,公司资产总额为 249.23 亿元,较年初增长 16.75%,主要系流动资产的大幅增加所致。其中,流动资产合计占 77.21%,较年初提高了 0.88 个百分点;非流动资产占 22.79%。公司资产构成仍以流动资产为主。

流动资产方面,截至 2016 年底,公司流动资产共计 192.43 亿元,较年初增长 18.09%,主要系存货的大幅增加所致,占比较大的项目为货币资金(占 15.98%)、应收票据(占 8.94%)、应收账款(占 31.24%)、存货(占 33.42%)和预付款项(占 7.62%)。

截至 2016 年底,公司货币资金为 30.75 亿元,较年初下降 15.48%,主要系银行承兑汇票保证金的减少所致,其中银行承兑汇票及保函保证金等使用受限资金共计 12.01 亿元,受限比例为 39.06%;应收票据为 17.20 亿元,较年初增长 10.32%,主要系银行承兑汇票的使用增加所致,其中商业承兑汇票占比 83.78%,其兑付取决于出票人的信用状况,存在一定风险,期末公司已背书或贴现且在资产负债表日尚未到期的银行承兑票据 14.41 亿元。截至 2016 年底,公司应收账款为 60.12 亿元,较年初大幅下降 14.42%,主要系公司加强应收款回收力度所致;由于公司线缆产品下游客户话语权较强,付款周期较长、光伏电站出售后有相当比例的应收款需在半年到一年的时间内收回(一年

内的占比49.50%)，故公司应收账款规模仍较大，占2016年营业收入的53.24%，对公司的营运资金形成占用；其中，公司按照单项计提坏账准备合计7.93亿元，按照账龄法计提坏账准备合计5.24亿元。截至2016年底，公司存货为64.31亿元，较年初大幅增长95.66%，主要系公司尚未转让的电站体现在存货中导致，公司存货以电站开发成本（占40.84%）、电站开发产品（占30.01%）、库存商品（占16.29%）和原材料（占10.77%）为主，合计计提跌价准备1.20亿元，计提比例1.87%。公司存货规模较大对公司营运资金形成占用，并且可能存在存货减值风险。截至2016年底，公司预付款项合计13.50亿元，较年初大幅增长31.66倍，主要系与供货商及电站项目施工方的预付款增加所致。

非流动资产方面，截至2016年底，公司非流动资产合计56.80亿元，较年初增长了12.40%，主要系固定资产增加所致，占比较大的项目为固定资产（占66.49%）、在建工程（占7.40%）无形资产（占8.12%）和可供出售金融资产（占5.27%）。

截至2016年底，公司固定资产为37.76亿元，较年初增长了18.99%，主要系青海中利光纤技术有限公司（以下简称“青海中利”）、泰国500MW光伏组件项目已完工的房屋、设备等转入固定资产以及中利电子纳入本期合并报表范围所致；在建工程为4.20亿元，较年初大幅下降33.96%，主要系青海中利、泰国腾晖等已完工的房屋、设备等转入固定资产所致；无形资产为4.61亿元，较年初增长30.93%，主要系中利电子纳入本期合并报表范围所致；可供出售金融资产为2.99亿元，较年初增长3.75%，主要系公允价值的变动所致。

截至2016年底，公司资产中受限资产规模合计65.84亿元，占公司资产的比例为26.42%，主要用于为“11中利债”抵押担保以及子公司融资对融资方提供了股权质押所致。

截至2017年3月底，公司资产合计243.42亿元，较年初小幅下降2.33%，其中，流动资产占76.81%，非流动资产占23.19%，非流动资产占比小幅提升。

总体看，2016年末，公司资产规模有所扩大，受限资产规模尚可，资产结构仍以流动资产为主。公司应收票据以商业承兑汇票为主，未来足额兑现将存在一定不确定性；应收账款占比较大，对公司资金占用压力较大；存货规模较大，可能存在减值风险，整体资产质量一般。

负债及所有者权益

截至2016年底，公司负债总计190.43亿元，较年初增长21.44%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占比为80.00%，公司负债构成仍以流动负债为主。

截至2016年底，公司流动负债为152.33亿元，较年初增长23.89%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债的增加所致，占比较大的项目为短期借款（占37.07%）、应付票据（占11.13%）、应付账款（占25.98%）和一年内到期的非流动负债（占11.60%）。截至2016年底，公司短期借款为56.47亿元，较年初增长53.13%，主要系收购中利电子纳入合并范围后其短期借款并入合并报表所致；应付票据为16.96亿元，较年初下降21.39%，主要系由于票据开具和结算的时间差异，苏州腾晖光伏技术有限公司（以下简称“中利腾晖”）2016年开出的银行承兑汇票，在2016年底前结算的较多，导致2016年应付票据减少所致；应付账款为39.57亿元，较年初增长24.98%，主要系中利电子纳入合并范围所致；一年内到期的非流动负债为17.67亿元，较年初增长15.42倍，主要系“11中利债”（8亿）将于2017年到期，根据准则将其由应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。

截至2016年底，公司非流动负债为38.09亿元，较年初增长12.54%，主要系长期应付款增加所致，占比较大的项目为长期借款（占比38.34%）、应付债券（占比31.39%）和长期应付款（占比26.41%）。截至2016年底，公司长期借款为14.60亿元，较年初下降1.42%，变化不大；应付

债券为 11.96 亿元，较年初下降 6.34%，主要系 2015 年度第一期短期融资券和 2015 年度第一期非公开定向债务融资工具兑付所致；长期应付款为 10.06 亿元，较年初大幅增长 1.06 倍，主要系中利腾晖及其下属子公司电站融资租赁业务增加所致。

截至 2016 年底，公司全部债务为 145.62 亿元，较年初增长了 30.25%，其中短期债务占比 75.15%，长期债务占比 24.85%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.41%、71.24%和 38.09%，分别较上年上升 2.95 个百分点、4.88 个百分点和 2.20 个百分点。

截至 2017 年 3 月末，公司负债合计 187.17 亿元，较年初小幅下降 1.71%，其中，流动负债占比 78.84%，非流动负债占比 21.16%，非流动负债占比小幅提升。

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 58.80 亿元，较年初增长 3.76%。其中归属于母公司所有者权益 56.72 亿元，占比 96.46%。归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占比 11.31%、58.75%、0.21%、2.19%和 28.13%，公司所有者权益结构稳定性较高。

截至 2017 年 3 月末，公司所有者权益合计 56.25 亿元，较年初下降 4.34%，其中归属于母公司所有者权益合计 54.25 亿元，所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，2016 年末，公司负债仍以流动负债为主，负债结构有待改善，债务负担有所加重；所有者权益较上年变化不大，权益结构稳定性较高。

3. 盈利能力

2016 年，受光伏电站建设进度受地方政府对于电站建设指标分配延迟的影响，公司无法及时在 2016 年底之前实现大规模的电站并网、销售，公司实现营业收入 112.92 亿元，同比下降 6.99%；实现营业利润 5,812.21 万元，同比大幅下降 90.72%；实现净利润 9,241.29 万元，同比大幅下降 82.44%；归属于母公司所有者的净利润为 7,425.16 万元，同比大幅下降 82.12%。

2016 年，公司销售费用为 4.91 亿元，同比大幅增长 47.08%，主要系 2016 年组件销量比上年同期增长 138.44%，导致运费等相关费用随着销售的扩大而大幅增加所致；管理费用为 9.89 亿元，同比增长 23.48%，主要是公司加大研发投入以及实施股权激励预提行权费用所致；财务费用为 5.25 亿元，同比小幅增长 0.91%。2016 年公司费用收入比为 17.76%，较上年上升 4.13 个百分点，期间费用对利润侵蚀明显，公司费用控制能力有所弱化。

从利润构成来看，2016 年，公司实现投资收益 0.99 亿元，主要来自于公司收购中利电子股权时，公司收购前持有的中利电子的股权按照购买日的公允价值重新计量，公允价值与其账面价值的差额，投资收益为营业利润的 1.71 倍；公司实现营业外收入 0.80 亿元，主要来自于政府补助，占利润总额的 70.80%。公司投资收益和营业外收入对公司盈利水平影响较大。

从盈利指标来看，2016 年公司主营业务毛利率为 19.70%，同比下降 3.31 个百分点；营业利润率为 19.07%，同比下降 3.16 个百分点。2016 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.84%、3.18%和 1.60%，与上年相比分别下降 3.00 个百分点、3.04 个百分点和 8.10 个百分点，公司盈利能力下滑较大。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 29.19 亿元，较上年同期增长 11.84%；净利润-2.59 亿元，较上年同期大幅减少 2.79 亿元，主要系光伏电站项目未确认的销售收入所致。

总体看，2016 年，公司收入及盈利水平大幅下滑，费用控制能力有所弱化；但考虑到公司持有的已并网、待转让电站项目资质良好、上网电价较高，在国家下调上网电价的政策趋势下，在转让中具备较有利条件，未来实现转让后，公司收入及利润水平将大幅提升。

4. 现金流

2016年，公司经营活动现金流入为129.34亿元，较上年增长16.44%；经营活动现金流出为142.80亿元，较上年增长21.48%。2016年，经营活动现金净流出13.46亿元，较上年增长1.08倍，主要系一方面，公司2016年收到10亿元商业承兑汇票在当年贴现，财务处理计入筹资活动产生的现金流，因此减少了经营活动的现金流，另一方面，公司2016年开发建设的电站未能在年底大规模转让，导致未能有应收款流入，且前期开发建设的电站资金流出较大所致。2015~2016年，公司现金收入比分别为88.07%和109.44%，收入实现质量有所提高。

从投资活动看，公司投资活动现金流入为3.59亿元，较上年增长1.17倍；投资活动现金流出为9.22亿元，较上年下降9.17%。2016年公司投资活动净现金流持续表现为净流出，为-5.62亿元。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入为108.71亿元，较上年增长7.79%；筹资活动现金流出为91.56亿元，较上年增长5.60%。2016年，公司筹资活动实现净流入17.15亿元。

2017年1~3月，公司经营活动现金净流出3.61亿元；投资活动现金净流出2.04亿元；公司筹资活动净流入14.04亿元。

总体看，2016年，受公司电站未能在年底大规模转让，且前期开发建设的电站资金流出较大影响，公司经营活动现金净流出规模加大；同时，公司投资活动净现金流持续表现为净流出，公司对外筹资规模较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2016年底，公司流动比率由年初的1.33倍下降至1.26倍，主要系流动负债增长幅度较大所致，速动比率由年初的1.06倍下降至0.84倍，主要系存货规模快速增长所致。2016年，公司现金短期债务比由上年的0.65倍下降至0.44倍，经营活动净现金流为负导致其对流动负债的保障能力仍显不足。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，随着债务规模的扩大，截至2016年底，公司全部债务资本化比率由2015年底的66.36%上升至71.24%；2016年，公司EBITDA由2015年的14.91亿元降至7.36亿元，公司EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比分别由2015年的2.67倍和0.13倍下降至1.13倍和0.05倍，EBITDA对利息和全部债务的保障能力均有所下降。

截至2016年底，公司除对子公司担保外，对外担保余额累计9.89亿元，占净资产的16.82%，上述对外担保均有反担保措施。整体看，公司对外担保规模较大，存在一定或有风险。

截至2016年底，公司无重大诉讼仲裁事项。

截至2016年底，公司获得银行授信额49.40亿元，尚未使用银行授信22.09亿元；同时，公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告(NO.B201605040133226228)，截至2017年4月7日，公司已结清信贷中不良和关注类贷款18笔、银行承兑汇票21笔；未结清信贷中无不良或关注类信息。

总体看，公司债务水平较高，偿债能力指标表现一般，但考虑到公司持有的已并网、待转让电站项目资质良好、上网电价较高，其整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收

票据)达 45.79 亿元,约为“11 中利债”和“15 中利债”本金合计(10.50 亿元)的 4.36 倍,公司现金类资产对债券的覆盖程度较强;净资产达 56.25 亿元,约为“11 中利债”和“15 中利债”本金合计(10.50 亿元)的 5.36 倍,公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“11 中利债”和“15 中利债”的按期偿付起到极强的保障作用。

从盈利情况来看,2016 年,公司 EBITDA 为 7.36 亿元,约为债券本金合计(10.50 亿元)的 0.70 倍,公司 EBITDA 对“11 中利债”和“15 中利债”本金的覆盖程度一般。

从现金流情况来看,2016 年公司经营活动产生的现金流入 129.34 亿元,约为债券本金合计(10.50 亿元)的 12.32 倍,公司经营活动现金流入量对“11 中利债”和“15 中利债”本金的覆盖程度强。

综合以上分析,并考虑到公司持有的已并网、待转让电站项目资质良好、上网电价较高,在国家下调上网电站的政策趋势下,在转让中具备较有利条件,未来若实现转让,将给公司带来较大规模收入及利润,联合评级认为,公司对本次债券的偿还能力很强。

八、债权保护条款

1. 担保人分析

(1) 苏州沙家浜旅游发展有限公司

整体概况

截至 2015 年底,苏州沙家浜旅游发展有限公司(以下简称“沙家浜旅游”)资产总额 27.48 亿元,负债合计 15.66 亿元,所有者权益合计 11.83 亿元。2015 年沙家浜旅游实现主营业务收入 0.97 亿元,净利润 0.09 亿元¹。

注册地址:江苏省常熟市沙家浜镇芦苇荡;法定代表人:张建强。

经营财务状况

沙家浜旅游主要经营项目为:国内旅游业投资、旅游产品销售和沙家浜景区游览服务等,主要收入来源为门票和游船等项目收入。

截至 2015 年底,沙家浜旅游资产合计 27.48 亿元。资产总额中流动资产占 62.05%,非流动资产占 37.95%;负债合计 15.66 亿元,其中流动负债占比 25.22%,非流动负债占比 74.78%。截至 2016 年底,沙家浜旅游资产负债率为 5.99%,负债水平尚可。

盈利方面,沙家浜旅游利润主要来自于门票收入和游玩项目收入,2016 年主营业务收入 0.97 亿元,同比减少 9.35%;净利润 0.09 亿元,同比下降 52.63%。

总体看,2016 年,沙家浜旅游资产规模一般、盈利能力有所下降,考虑到沙家浜旅游为集体所有制企业,具有稳定的营业收入和利润,其对“11 中利债”的担保体现了当地政府和企业发展信心和支持力度。

(2) 江苏中鼎房地产开发有限责任公司

整体概况

截至 2015 年底,江苏中鼎房地产开发有限责任公司(以下简称“中鼎房地产”)合并资产总额 12.33 亿元,负债合计 7.42 亿元,所有者权益 4.90 亿元。2016 年,中鼎房地产实现主营业务收入 7.14 万元,净利润 300.91 万元,盈利主要来自投资分红;经营活动净现金流量净额 1.91 亿元,现金及现金等价物净增加额为 1.99 亿元。

¹ 沙家浜旅游未提供 2015 年度现金流量表。

经营范围：房地产开发经营，建筑五金、金属材料、电工器材销售。

注册地址：常熟市沙家浜镇常昆工业园区常昆路8号；法定代表人：王柏兴。

经营财务状况

中鼎房地产具有国家二级房地产开发资质，2016年运作的房地产项目主要是富丽庄园项目。

富丽庄园项目：该项目坐落在沙家浜镇北面，位于昆承湖东路上，离昆承湖风景区仅百米。总占地面积为48,066平方米，该地块系中鼎房地产于2015年1月以公开招投标方式获得。该项目计划分两期开发，其中：（1）2015年8月开工建设一期87套类独院别墅（联排），建筑面积为25,685平方米，于2016年3月开盘预售，已签约85套，签约金额35,272万元。将于2017年12月31日交房。（2）二期6层洋房和16层小高层于2016年4月开工建设，建筑面积为34,430平方米计272套，分别于2016年8月和10月开盘预售，已签约272套，签约金额30,273万元。将于2018年6月30日交房。

截至2016年底，中鼎房地产资产总计12.33亿元，其中流动资产占比为84.91%，非流动资产占比为15.09%；负债合计7.42亿元，其中流动负债占比95.01%，非流动负债占比4.99%；所有者权益合计4.90亿元，主要由实收资本和未分配利润构成。

盈利能力方面，2016年，中鼎房地产实现营业收入7.14万元，实现净利润300.91万元，净利润远大于营业收入，主要系投资收益规模较大所致。中鼎房地产投资收益主要为对外投资的分红收入。中鼎房地产盈利能力受非经常性损益影响较大。

总体看，中鼎房地产资产规模较小，债务压力不大，盈利能力对非常经常损益依赖性较大，其提供的担保对“11中利债”的到期清偿具有一定影响。

2. 抵押资产简况

公司为“11中利债”设定的抵押资产为公司及其控股子公司拥有的部分房产及国有土地使用权，担保范围为“11中利债”的本金8亿元及债券利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。债券发行时，抵押资产的评估价值为81,115.83万元，对“11中利债”债券本金的覆盖倍数为1.01倍。跟踪期内，该部分抵押资产未发生变化，对“11中利债”的到期偿还具有一定的保护能力。

3. 偿债资金专项账户

为保证“11中利债”的利息、本金能够按时、足额偿付，公司设立偿债资金专项账户。公司自“11中利债”每期付息日前三个月的月初开始归集利息支付资金，资金的来源为公司日常产品销售而产生的应收账款。公司已按规设立公司债专项偿债账户，专项偿债账户在“11中利债”债付息日（2016年6月20日）前90天已开始归集偿债资金，按募集说明书约定，还款日前30日把50%的本金打入还款专用账户。截至本报告出具日公司已履行相应流程，并将按约定还款。

九、综合评价

跟踪期内，公司线缆板块业务经营形势良好，在特种电缆制造领域的龙头地位以及其在技术研发、营销服务网络继续保持竞争优势；公司新增特种通讯设备业务，2016年该业务发展较快，未来有望成为公司新的利润增长点；公司持有的已并网、待转让电站项目规模较大；公司光伏扶贫电站项目累计开工建设规模较大。同时，联合评级也关注到公司光伏板块业务收入和利润水平大幅下降、国内电线电缆行业竞争激烈、铜材价格波动、汇率风险及应收账款规模较大以及债务负担较重等因素对公司经营和财务状况可能产生的不利影响。

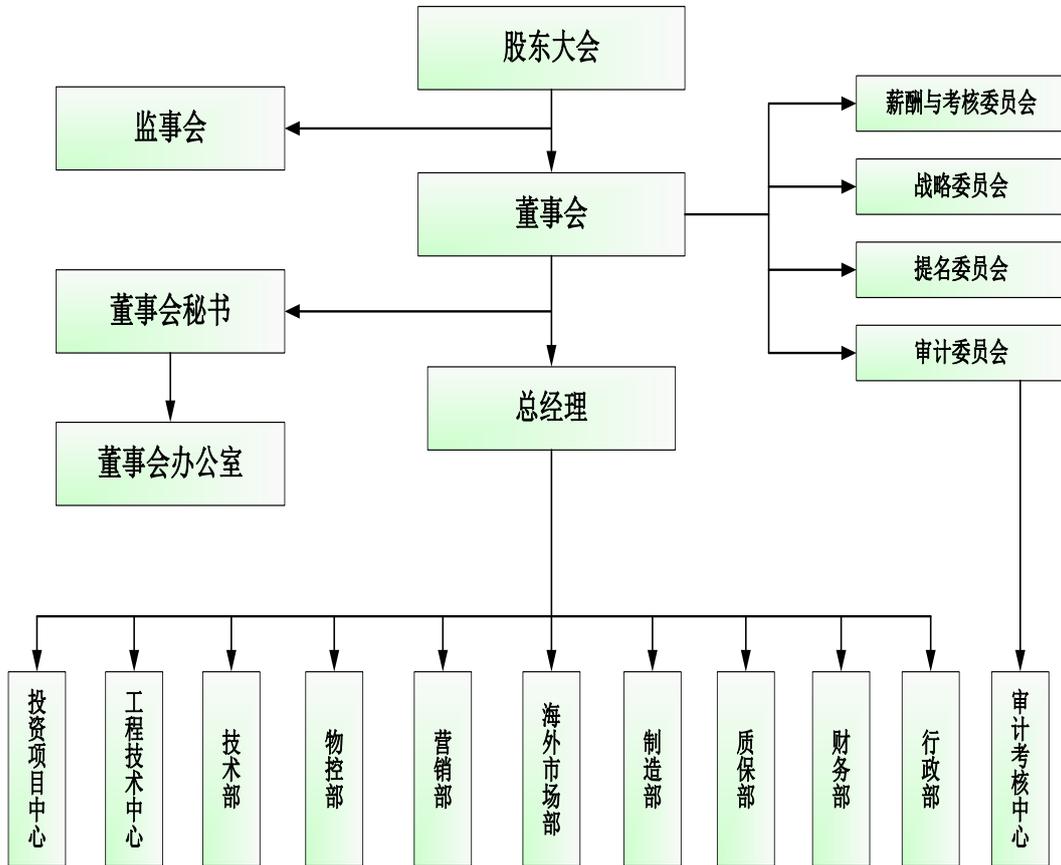
目前，公司持有的已并网、待转让电站项目规模较大、资质良好，在国家下调上网电价的政策趋势下，在转让中具备较有利条件，未来若实现转让，将给公司带来较大规模收入及利润。公司拟非公开发行募集资金总额不超过36.55亿元，若发行成功，公司资本实力和整体抗风险能力将进一步增强。综上，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司以其拥有的部分房地产为“11 中利债”提供抵押担保，债券发行时，抵押资产的评估价值为 81,115.83 万元，对“11 中利债”债券本金的覆盖倍数为 1.01 倍。公司还设立了偿债资金专项账户以保障“11 中利债”的到期偿付。

跟踪期内，“11 中利债”担保方苏州沙家浜旅游发展有限公司和江苏中鼎房地产开发有限责任公司经营状况良好，其提供的担保对“11 中利债”的到期偿付有一定影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维持“11 中利债”“AA+”的债项信用等级和“15 中利债”“AA”的债项信用等级。

附件 1 江苏中利集团股份有限公司 组织结构图



附件 2 江苏中利集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	213.48	249.23	243.42
所有者权益 (亿元)	56.67	58.80	56.25
短期债务 (亿元)	80.07	109.44	107.05
长期债务 (亿元)	31.72	36.18	38.17
全部债务 (亿元)	111.80	145.62	145.21
营业收入 (亿元)	121.40	112.92	29.19
净利润 (亿元)	5.26	0.92	-2.59
EBITDA (亿元)	14.91	7.36	--
经营性净现金流 (亿元)	-6.47	-13.46	-3.61
应收账款周转次数 (次)	1.91	1.56	--
存货周转次数 (次)	3.14	1.84	--
总资产周转次数 (次)	0.63	0.49	0.12
现金收入比率 (%)	88.07	109.44	110.48
总资本收益率 (%)	6.84	3.80	--
总资产报酬率 (%)	6.22	3.18	--
净资产收益率 (%)	9.70	1.60	-4.50
营业利润率 (%)	22.23	19.07	11.26
费用收入比 (%)	13.63	17.76	18.26
资产负债率 (%)	73.45	76.41	76.89
全部债务资本化比率 (%)	66.36	71.24	72.08
长期债务资本化比率 (%)	35.89	38.09	40.42
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.67	1.13	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.05	--
流动比率 (倍)	1.33	1.26	1.27
速动比率 (倍)	1.06	0.84	0.86
现金短期债务比 (倍)	0.65	0.44	0.43
经营现金流流动负债比率 (%)	-5.26	-8.84	-2.44
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.42	0.70	--

注：1、部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。