



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪110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，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一五年五月二十日

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跟踪评级报告（2015）

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	2014/05/07		
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	2012	2013	2014	2015.3
所有者权益（亿元）	181.11	195.02	194.52	195.96
总资产（亿元）	545.46	588.37	602.25	630.52
总债务（亿元）	223.33	252.98	261.40	290.84
营业总收入（亿元）	523.34	588.75	595.04	137.13
营业毛利率（%）	15.94	16.55	14.42	14.00
EBITDA（亿元）	22.37	28.57	24.82	-
所有者权益收益率（%）	1.51	3.88	1.38	2.39
资产负债率（%）	66.80	66.85	67.70	68.92
总债务/EBITDA（X）	9.98	8.85	10.53	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.01	3.78	3.56	-
绵阳控股	2012	2013	2014	
所有者权益（亿元）	125.11	134.92	154.79	
总资产（亿元）	314.82	344.46	437.38	
总债务（亿元）	134.59	138.95	196.60	
营业总收入（亿元）	27.41	28.96	29.57	
营业毛利率（%）	24.31	20.04	27.59	
EBITDA（亿元）	4.44	5.26	8.18	
所有者权益收益率（%）	1.96	1.87	1.83	
资产负债率（%）	60.26	60.83	64.61	
总债务/EBITDA（X）	30.30	26.42	24.02	
EBITDA 利息倍数（X）	7.85	2.50	3.69	

注：1、2015.3 所有者权益收益率指标经年化处理；
2、所有者权益包含少数股东权益。

基本观点

2014 年，在相关刺激政策退出、下游需求放缓的情况下，四川长虹电器股份有限公司（以下简称“四川长虹”或“公司”）家电主业收入规模有所下降，但依靠持续不断的研发投入以及规模生产优势，公司在彩电行业仍具有较强的竞争力。同时，公司持续推进海外战略，海外业务占比不断提升；通过退出 PDP 等持续亏损业务，产业布局有所优化。此外，非家电业务快速发展，多元化效益逐步显现。不过，中诚信证评评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到，家电行业景气度依然较低、盈利能力弱化以及短期偿债压力较大等因素对公司信用水平的影响。

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 2009 年认股权与债券分离交易的可转换公司债券”的信用等级为 **AA**。该债项级别亦考虑了绵阳市投资控股（集团）有限公司提供的全额不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付的保障作用。

正 面

- 彩电业务仍具有较强竞争优势。公司已实现平板电视的显示屏、模组、整机一体化设计和制造，并不断加强研发和创新，推出部分新产品；加之，公司具有一定的规模优势，彩电板块竞争实力依然较强。
- 海外业务增长较快。公司持续加快海外市场战略布局，南美、中东、欧洲等市场开拓取得阶段性进展，且海外品牌推广加速，公司海外业务实现较快增长。
- 退出持续亏损的 PDP 等业务，产业布局有所优化。面对网络化、新技术、新标准带来的挑战，公司聚焦重点客户和产品资源，对战略价值弱化或持续亏损的业务实现退出，产业布局进一步优化。

- 非家电业务发展较快，多元化效益逐步显现。在家电主业景气度下行的情况下，公司非家电业务规模实现较快增长，带动整体收入规模稳步增长。

关 注

- 家电行业景气度走弱。在目前宏观经济增速放缓、下游需求有限等背景下，家电行业景气度维持低位运行态势，相关企业面临较大经营压力。
- 盈利能力弱化。公司家电主业收入规模下降，初始获利空间收窄，整体盈利能力趋弱。
- 债务规模上升，短期偿债压力较大。随着各项目的持续推进，公司整体债务规模有所上升，且短期债务占比较高，公司面临较大的短期偿债压力。

分 析 师

马延辉 yhma@ccxr.com.cn

高玉薇 ywga@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015年5月20日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此声明如下：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

行业关注

在宏观经济增速放缓、国内刺激政策退出的大背景下，2014 年我国彩电行业处于低位运行态势

在我国宏观经济增长放缓、相关政策退出后消费需求不足、各环节成本显著上升等因素影响下，2014 年彩电行业低位运行，整体需求收窄、销量下滑。

图 1：2014 年我国液晶电视累计生产情况



资料来源：工业和信息化部，中诚信证评整理

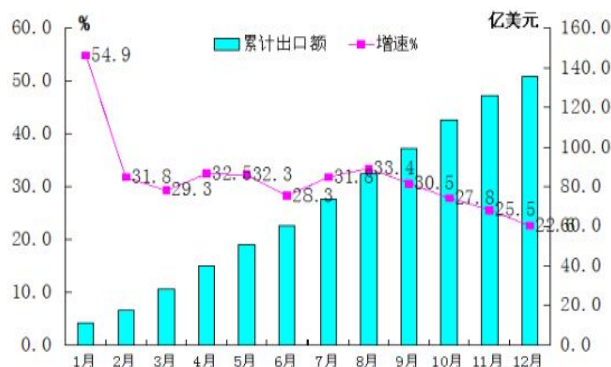
生产方面，2014 年我国共生产彩色电视机 14,129 万台，同比增长 10.90%；其中液晶电视机 13,866 万台，同比增长 13.30%。从月度数据来看，除年初受节日因素影响增幅较小外，2014 年全年液晶电视生产基本保持在两位数的增幅。

从工业体系方面看，我国已初步形成了北京地区、长三角地区、成渝地区以及珠三角地区四个面板产业集聚发展区，目前已建成面板生产线 14 条，拟建、在建 4 条。2014 年我国面板自主配套率首次突破 50%，预计到 2015 年，在建项目若如期达产，以面积计算可满足国内 75% 的液晶电视需求。

销售方面，2014 年我国彩电内销总量为 4,461 万台，同比下降 6.60%。内销市场低迷的原因主要在于：一方面，家电补贴政策退出，前期需求部分透支；二是国内经济增速放缓，下游需求疲软；三是互联网企业“内容补贴硬件”等模式对传统彩电需求带来一定冲击。外销方面，2014 年我国彩电出口 7,406 万台，出口额达 135.50 亿美元，较上年度增长 22.60%，扭转了连续三年出口下降的趋势；其中，液晶电视出口达到 6,871 万台，出口额 128.30 亿美元，同比增长 20.50%。外部市场增长迅速的主要原

因如下：一方面，受巴西世界杯带动，彩电销售迎来新一轮契机；另一方面，随着经济逐步恢复，西欧和北美市场电视产品更新换代需求有所扩大；此外，国内部分厂家如长虹、海信、海尔等加大了海外市场开拓力度，外销出货量增长较快。

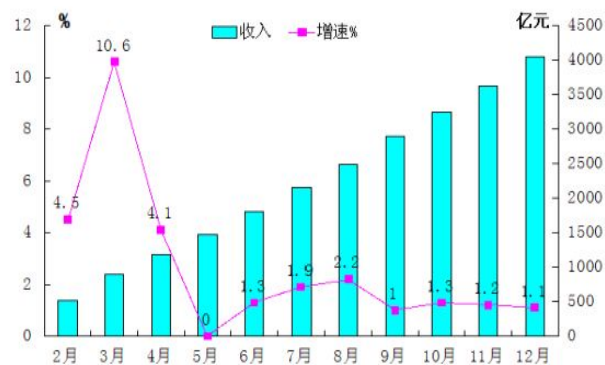
图 2：2014 年我国彩电累计出口情况



资料来源：工业和信息化部，中诚信证评整理

从产品结构来看，液晶电视成为主导，占据出货量的 92.90%。以内销市场数据来看，LCD 电视占比为 98.52%，PDP 电视占比为 1.47%，CRT 电视基本退出（只余少量出口）。此外，ULED 和 OLED 等新型显示技术的电视产品逐渐受到消费者的关注。

图 3：2014 年我国电视机制造业累计收入情况



资料来源：工业和信息化部，中诚信证评整理

经营方面，2014 年我国电视机制造业实现主营业务收入 4,054 亿元，同比增长 1.10%；实现利润 138 亿元，同比增长 20.20%；行业平均利润率为 3.40%，低于电子制造业平均水平 1.5 个百分点。从走势来看，2014 年以来电视机制造业收入除年初受传统节日的影响收入增幅较大外，进入二季度后，增速维持低位。利润方面，上半年增速维持负增长；进入下半年，随着大屏、智能、4K 等销量的增加，扭转了利润负增长的态势。

互联网企业跨界进入、价格下降过快、增长点变换等因素对行业发展的影响值得关注

彩电作为最后一个接入互联网的客厅大屏，吸引了众多互联网厂商的关注和跨界进入。2013年5月，乐视推出60英寸X60，标志着互联网企业正式进入电视领域，之后，联想、小米等企业相继进入彩电领域，彩电行业面临着网络化的巨大变革。互联网企业的介入对传统彩电行业的定价体系和营销模式产生了较大冲击，低价记录一再被刷新。2012~2014年，电视机平均尺寸分别为37寸、40寸和42寸，而平均单价则分别为3,479元、3,576元和3,456元，基本处于同一水平。这给处于充分竞争状态、利润微薄的彩电行业带来收入和利润双降的压力，整机厂商须通过不断升级产品等方式来弥补跌价损失。

此外，在经历了十多年的高速增长以及近五年来的刺激消费后，国内彩电的保有量已经较高，原来支撑彩电增长的CRT替换需求、人口红利、房地产高速增长等因素正逐步弱化。未来，国内彩电的增长方式将从“规模性增长”向“结构性增长”转变，更大的屏幕、智能化、超高清及LCD电视的更新换代等将成为未来新的增长点。

2015年仍将是我国彩电行业继续深化产品结构调整和产业转型升级的关键年份，市场增长的机会将主要集中在技术升级、线上市场和农村市场的增长。同时，偏低的保有量加上巨大的更新需求，为智能电视的普及提供了条件。不过，考虑到我国宏观经济增长放缓、房地产增速低迷等不确定因素的存在，未来我国彩电内销市场前景不容乐观。综合来看，我国彩电行业目前面临“内需市场天花板效应凸显，外需市场适度增长，行业竞争日趋加剧，市场结构加快转变”的局面，行业发展所面临的挑战因素不断增多。预计2015年彩电行业将继续处于深度调整期，整体收入规模将维持低位增长态势。

业务运营

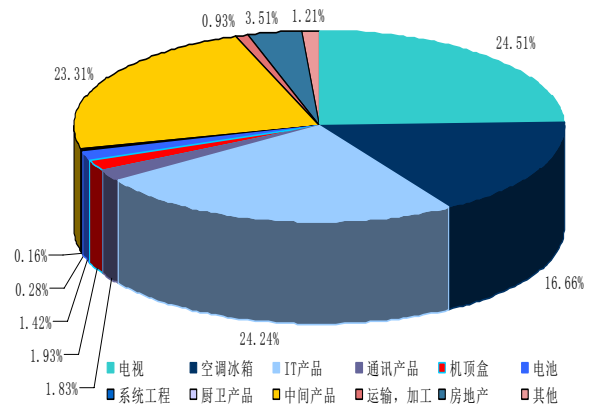
在刺激政策退出、国内家电市场需求下滑的背景下，公司按照“重产品、调结构、促转型、激活力”的年度经营方针，通过推进体系变革与创新，

加强技术研发以及大力推进智能战略并加快拓展海外业务，实现业务规模“稳中有增”。2014年公司实现营业总收入595.04亿元，同比增长1.07%。

2014年公司实现主营业务收入575.71亿元，同比增长0.72%。分区域来看，当年国内收入460.05亿元，较上年度下降5.02%，占主营业务收入的比重为79.91%；国外收入115.65亿元，同比增长32.60%，收入占比为20.09%，国外业务增长较快且占比有所提升。2014年公司加快了海外市场战略布局，南美、中东、欧洲等市场开拓取得阶段性进展；同时，公司进一步加强海外市场自有品牌业务拓展，全年海外业务收入实现快速增长。

从具体产品构成看，2014年公司彩电类产品收入141.11亿元，较上年度下降28.24%，收入占主营业务收入比重为24.51%，尽管占比有所下降但依然是公司收入的第一大来源；空调、冰箱收入95.89亿元，与上年度基本持平，收入占比为16.66%；IT产品业务收入同比增长9.19%，增至139.57亿元，收入占比为24.24%，较上年度有所提升。

图4：2014年公司主营业务收入构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

依靠持续的研发投入，公司仍然具有较高的行业竞争地位，整体竞争实力依然较强

公司依靠持续不断的技术创新，在家电市场仍保持一定的竞争优势，主要产品市场占有率均位居前列。2014年公司国内彩电整体销售数量达到576万台，市场占有率达13.10%，位居行业第四位；冰箱国内市场占有率为9.20%，亦跻身行业第四位。此外，空调产品国内销量172.41万台，市场占有率为2.47%，位居全国前十位。

受相关政策退出及国内需求疲软影响，公司彩电业务规模有所下降，但依然具有一定的规模优势和竞争实力；同时，公司对持续亏损的 PDP 业务实现退出，产业布局有所优化

公司以彩电业务起步，近年来逐步完善了白色家电产品系列，目前在国内的四川、广东、安徽等地及海外的欧洲、东南亚等地区拥有多个家电生产基地。

电视业务方面，公司已实现平板电视的显示屏、模组、整机一体化设计和制造。目前，公司积极推进产品技术升级，将技术创新、智能开发作为核心能力进行重点建设和资源投入，推出了部分独具特色、前所未有的新品，如率先成系列推出了搭载独创客厅放映系统、拥有五大画面优势的 U-MAX 客厅电视，推出了国内首款曲面电视 C8000，发布了第一代 CHiQ 系列智能产品并加快推进产品迭代等。目前，公司平板电视产能已具备相当规模且持续扩大，截至 2014 年末，公司电视年产能已超过 1,350 万台，2015 年计划扩充至 1,550 万台。2014 年公司彩电产量达 1,015.62 万台，同比下降 0.31%。其中，液晶电视产量为 997.03 万台，较上年度增长 13.00%；PDP 电视产量为 48.39 万台，同比下滑 64.40%。销售方面，彩电业务作为公司收入占比最大的板块，受整体销售单价下行的影响，2014 年实现收入 141.11 亿元，同比下降 28.24%。

PDP 业务方面，鉴于 PDP 显示器经营主体四川虹欧显示器件有限公司常年亏损，公司于 2014 年 10 月与绵阳达坤投资有限公司达成协议，向其转让公司持有的四川虹欧显示器件有限公司 61.48% 的股权，该事项已获得公司股东会审议通过。

整体来看，受相关刺激政策退出以及下游需求不足的影响，公司彩电业务规模有所下降，但生产水平以及研发能力依然较强，仍具有一定的规模优势和竞争实力。此外，对持续亏损的 PDP 业务的剥离，使得公司经营负担有所减轻，并且业务结构得到一定优化。

公司白色家电业务规模稳中有升，其他业务收入规模增长较快，对主营业务形成有效补充，多元化效益逐步显现

白色家电业务方面，截至 2014 年末公司拥有家用电冰箱和空调生产能力分别为 800 万台和 196 万台，2015 年计划扩张至 860 万台和 206 万台。2014 年公司冰箱产销量分别为 479.88 万台和 488.91 万台，较上年度分别下降 2.40 个百分点和增长 2.78 个百分点；当年空调产销量分别为 231.84 万台和 209.09 万台，同比分别增长 32.65% 和 26.23%。整体来看，下游需求放缓以及平均销售单价的下降使得 2014 年公司白电业务增速下滑较多，但整体仍保持稳中有升态势；当年公司冰箱、空调实现销售收入 95.89 亿元，较上年度增长 0.38%。

其他业务方面，公司 IT 产品实现销售收入 139.57 亿元，较上年度增长 9.19%；中间产品实现销售收入 134.19 万元，同比增长 40.79%；2014 年商品房成交量的走高带动了公司房地产业务的进一步增长，当年公司房地产业务实现收入 20.22 亿元，较上年度增长 57.07%；通讯产品和电池分别实现营业收入 10.55 亿元和 8.20 亿元，同比分别增长 7.70% 和 18.02%；而机顶盒业务销售收入则较上年度下降 14.84%。

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，并加大高端产品的生产，公司产品高端化和多元化构架已搭建完成；同时在治理结构、产业进退、技术创新、激励机制、O2O 转型、智能平台等方面加强顶层设计并系统推进体系变革和创新，为各板块业务的持续发展以及公司中长期业绩的改善奠定了坚实基础。

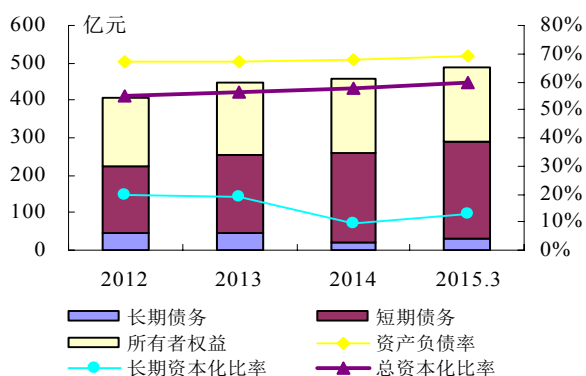
整体来看，受国家节能产品惠民工程等补贴政策退出以及国内家电市场需求下滑等因素的影响，公司业务增速下滑较为明显，尤其是彩电业务规模有所收缩。目前，家电市场整体需求增速放缓，供需矛盾凸显，行业竞争愈加激烈，但公司依托突出的规模优势和产品竞争力以及多元化的业务结构，竞争能力和抗风险能力依然较强。

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2012~2014年度财务报告及未经审计的2015年一季度合并财务报表。

资本结构

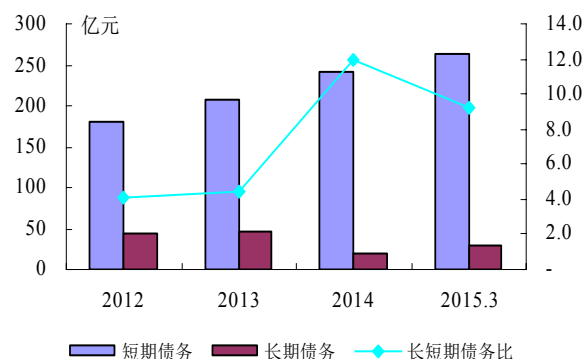
图 5：2012~2015.3 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着业务拓展及投资项目的不断推进，截至2014年12月31日，公司资产总额增至602.25亿元，同比增加2.36%；负债总额增至407.72亿元，同比增长3.65%；同时，所有者权益为194.52亿元，同比略降0.25%。当年，公司资产负债率及总资本化比率分别为67.70%和57.33%。截至2015年3月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别为68.92%和59.74%，较2014年末分别上升1.22和2.41个百分点。

图 6：2012~2015.3 公司债务结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

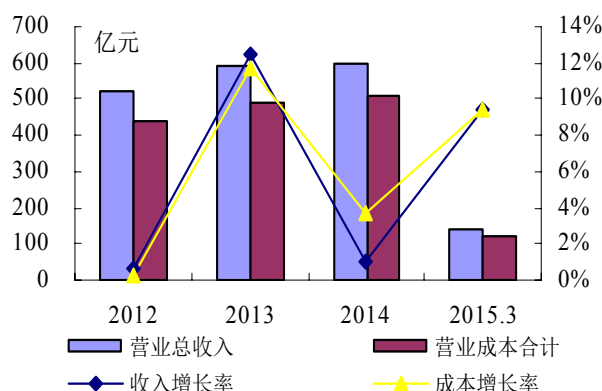
债务期限结构方面，截至2014年12月31日，公司总债务规模为261.40亿元，同比增长3.33%。其中，短期债务241.16亿元，同比上升16.55%，主要包括短期借款133.88亿元、应付票据43.57亿

元、一年内到期的长期借款4.07亿元、一年内到期的应付债券29.07亿元和短期融资券30.00亿元等；长期债务20.24亿元，同比下降5.61%，均体现为长期借款。截至2014年12月31日，由于当年通过短期融资券融资且应付债券将于年内到期，长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年的4.49增至11.91，公司短期债务压力进一步上升。截至2015年3月31日，公司总债务规模290.84亿元，其中短期债务262.39亿元，长期债务28.45亿元，长短期债务比为9.22，公司短期偿债压力依然较大。

整体来看，公司负债水平适中，债务期限结构与资产结构匹配度较好，资本结构较为稳健；同时，中诚信证评也关注到，公司短期偿债压力有所增大可能对其生产、经营产生一定影响。

盈利能力

图 7：2012~2015.3 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

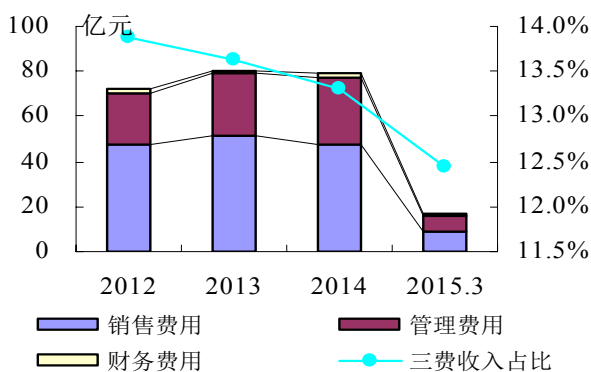
2014年，在补贴政策退出、下游市场需求下滑的情况下，公司收入增速有所下降，当年实现营业收入595.04亿元，同比仅增长1.07%。随着平均销售单价的下降，2014年公司营业毛利率为14.42%，较上年度下降2.13个百分点。

表 1：2014 年公司分产品盈利情况

分产品	主营业务收入 (亿元)	毛利率	毛利率较上年变动
电视	141.11	14.16%	-5.30%
空调冰箱	95.89	26.84%	-0.80%
IT 产品	139.57	3.77%	-0.43%
通讯产品	10.55	1.10%	0.56%
机顶盒	11.13	13.14%	-2.36%
电池	8.20	27.89%	1.38%
系统工程	1.59	26.49%	-3.83%
厨卫产品	0.91	15.53%	3.71%
中间产品	134.19	9.94%	-2.94%
运输加工	5.37	12.60%	-1.62%
房地产	20.22	45.53%	9.69%
其他	6.99	10.99%	0.62%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

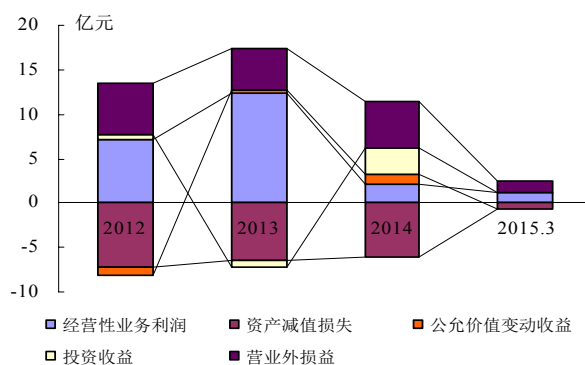
图 8：2012~2015.3 公司期间费用分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2014 年公司三费合计为 79.19 亿元，与上年度基本持平。其中，销售费用为 47.05 亿元，同比下降 9.36%；管理费用 30.14 亿元，较上年增加 11.23%，主要在于员工工资和研发支出规模的扩大；财务费用 2.01 亿元，同比增长 67.98%，主要系公司汇兑收益由上年度的 2.91 亿元下降至 2014 年的-0.59 亿元所致。2014 年公司期间费用占营业收入的比重为 13.31%，较上年度下降 0.31 个百分点；2015 年一季度期间费用占比进一步下降至 12.45%，公司费用控制能力有所增强。

图 9：2012~2015.3 公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额构成来看，2014 年公司实现利润总额 5.34 亿元，同比下降 47.50%（仍高于 2012 年水平），主要由经营性业务利润、资产减值损失、投资收益和营业外损益构成。受毛利水平下降的影响，2014 年公司实现经营性业务利润 2.19 亿元，较上年度下降 82.32%，这也是导致当年公司利润总额大幅下降的主要原因。

2015 年一季度，公司业绩有所回升，当期实现营业收入 137.13 亿元，同比上升 9.42%；获得净利润 1.17 亿元，同比上升 39.29%。

总体来看，目前公司业务规模仍保持稳中有升态势，但受销售单价整体走低、相关成本上升等因素影响，公司初始获利空间有所收窄。中诚信证评将关注行业景气度变化导致的公司盈利水平波动对其信用水平的影响。

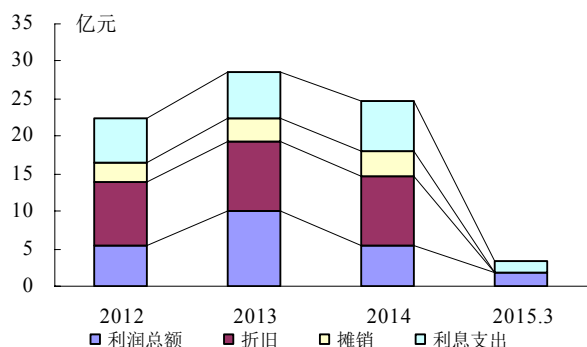
偿债能力

随着投资项目的推进，公司债务规模不断增加。截至 2014 年 12 月 31 日，公司总债务达到 261.40 亿元，同比增长 3.33%。截至 2015 年 3 月末，公司总债务增加至 290.84 亿元。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推高公司债务规模。从债务的期限分布来看，公司于 2015 年内到期的债务规模约为 241.16 亿元，短期内面临较大的偿债压力。

获现能力方面，2014 年公司利润总额较上年度有所下降，使得当年公司 EBITDA 规模亦有所减少；2014 年 EBITDA 为 24.82 亿元，同比下降 13.14%。现金流方面，2014 年公司经营支出规模有所扩大，当年经营性现金净流入 19.21 亿元，同比下降

33.52%。

图 10: 2012~2015.3 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, 2014 年由于公司债务规模较大且持续增长, 导致总债务/EBITDA、经营净现金流/总债务等指标表现趋弱, 不过 EBITDA 对利息支出的保障仍较充足。

表 2: 2012~2015.3 公司债务及部分偿债能力指标

	2012	2013	2014	2015.3
总债务 (亿元)	223.33	252.98	261.40	290.84
净债务 (亿元)	114.54	118.60	121.40	139.53
经营活动净现金流 (亿元)	7.19	28.89	19.21	1.37
EBITDA (亿元)	22.37	28.57	24.81	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.03	0.11	0.07	0.02
总债务/EBITDA (X)	9.98	8.85	10.53	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.01	3.78	3.56	-

注: 2015.3 经营净现金流/总债务指标经年化处理;

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着良好的合作关系, 银行授信规模较高, 融资能力较强。截至 2015 年 3 月 31 日, 公司共获得 201.70 亿元的银行授信额度, 尚未使用的额度为 83.40 亿元, 备用流动性充裕。

或有事项方面, 截至 2014 年 12 月 31 日, 公司无重大诉讼、仲裁和媒体质疑事项。对外担保方面, 截至 2014 年 12 月 31 日, 除为子公司担保 106.24 亿元之外, 无其他对外担保情况。

整体来看, 公司资本结构较为稳健, 整体业务规模仍保持平稳增长态势。尽管短期债务压力较大且盈利水平受行业景气度等因素影响有所波动, 但考虑到公司突出的规模优势和产品竞争力以及多元化的业务结构和良好的银企关系, 我们认为公司仍具有很强的偿债能力。

担保实力

绵阳市投资控股 (集团) 有限公司 (以下简称“绵投控股”) 为本次分离交易可转换公司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, 2014 年公司 (担保实力部分的“公司”系指绵投控股) 将绵阳市教育投资发展有限责任公司、绵阳嘉金实业有限公司和绵阳市灵通物业服务有限责任公司纳入合并范围; 同时, 四川绵阳市公共交通有限责任公司不再纳入合并范围。目前, 公司主营业务主要涉及地产、城市运营、文化旅游、建筑工程及金融五大板块。2014 年, 绵投控股共实现主营业务收入 28.24 亿元, 同比增长 1.17%; 实现净利润 2.83 亿元, 同比上升 12.16%。目前, 绵投控股已经发展成为绵阳市规模最大、实力最强的国有资产管理、投资、运营集团。

表 3: 2014 年绵投控股主营业务收入构成

业务类别	收入 (万元)	占比
商品销售	78,995.98	27.97%
租金收入	3,338.06	1.18%
房屋销售	14,462.00	5.12%
物业收入	878.42	0.31%
拆迁收入	175.05	0.06%
客房收入	6,521.77	2.31%
餐饮收入	6,673.16	2.36%
停车场收入	32.85	0.01%
驾驶证培训	3,379.08	1.20%
户表工程收入	8,666.61	3.07%
管网工程项目收入	2,200.46	0.78%
水费收入	12,468.10	4.41%
土地整理	67,634.08	23.95%
自行车棚收入	188.37	0.07%
学校收入	41,722.36	14.77%
其他收入	35,094.70	12.43%
合计	282,431.05	100.00%

资料来源: 绵投控股定期报告, 中诚信证评整理

担保主体业务运营分析

公司地产板块业务主要包括土地整理、房地产开发、物业管理及资产经营等, 其中土地整理和房地产开发业务占比较大。土地整理业务方面, 作为

绵阳市国有资产管理公司，绵投控股肩负着政府授权的土地开发整理职能。2014 年，土地整理业务实现收入 6.76 亿元，占绵投控股主营业务收入的 23.95%，为绵投控股收入和利润的重要来源。

目前，公司作为绵阳城南新区“会客厅”及其涉及范围内的土地整理和前期开发（包括基础设施配套建设等）的业主，以及仙海旅游区土地和丰谷电站赵家脊片区、电站其他规划范围内土地的一级开发整理业主，拥有较为丰富的土地储备，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。

房地产开发方面，2014 年绵投控股推出房源较上年度有所下降，房地产销售收入规模有所下滑。当年绵投控股实现房地产销售收入 1.45 亿元，同比下降 52.56%。

2014 年，公交运营业务不再计入公司主营业务收入，故目前公司城市运营板块业务主要包括城市供水、污水处理、驾驶培训、学校运营等，其中供水业务和学校运营（2014 年新增）占比较大。水务方面，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”）运营，水务集团承担着绵阳涪城区、游仙区、高新区、经开区、科创园区、北川新县城等五区一县的供水和污水处理业务，在绵阳市城区供水领域处于主导地位。2014 年公司实现水费收入 1.25 亿元，较上年增长 4.89%。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态势。学校营运为公司 2014 年新增业务，当年该业务实现收入 4.17 亿元，占主营业务收入比例为 14.77%。

公司文化旅游板块业务主要为酒店经营，占据绵阳高端酒店市场份额较高，同时也是绵阳市旅游资源开发的唯一主体。目前，公司拥有 1 家五星级酒店、2 家四星级酒店和 1 家三星级酒店，总建筑面积为 13.5 万平方米，共有客房 809 套；2014 年实现客房收入 0.65 亿元，实现餐饮收入 0.67 亿元，分别较上年度下降 8.84%和 9.67%。

公司建筑工程板块业务主要包括基础设施代建、工程施工和商品销售等，其中商品销售为主要收入来源。2014 年公司商品销售业务实现收入 7.90

亿元，与上年度基本持平，占主营业务的比重为 27.97%，系绵投控股的主要收入来源之一。

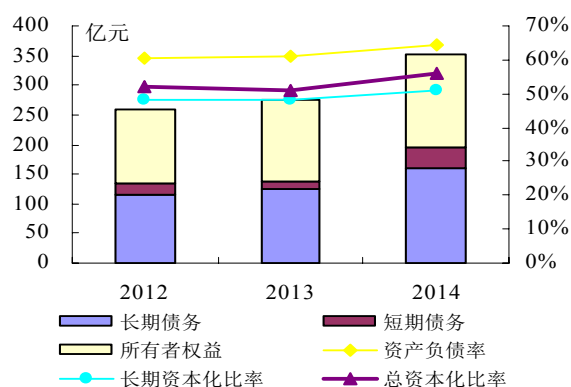
金融板块系公司重点发展的业务板块，目前公司金融板块业务主要包括投融资管理、管理咨询和小额贷款等，下属有绵阳金控投资管理有限责任公司、绵阳金控小额贷款股份有限公司。该小额贷款公司系绵阳市目前注册规模最大的小额贷款公司，截至 2014 年末，其放款余额为 3.72 亿元。

担保主体财务表现

以下分析基于公司提供的绵投控股经利安达会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年度财务报告（其中，2013 年期末数根据 2014 年期初数进行调整）。

资本结构方面，随着业务规模的稳步增长，绵投控股资产总额不断增加。截至 2014 年 12 月 31 日，绵投控股总资产为 437.38 亿元，同比增长 26.97%。随着在建项目的不断推进，绵投控股外部融资需求逐渐加大，负债及债务规模均有所上升。截至 2014 年 12 月 31 日，绵投控股总负债与总债务分别达到 282.59 亿元和 196.60 亿元，同比分别增长 34.86%和 41.49%；资产负债率及总资本化比率分别为 64.61%和 55.95%，较上年度分别上升 3.78 和 5.21 个百分点。随着在建项目投融资的持续推进，绵投控股的负债规模还存在上行压力，其资本结构的稳健性值得关注。

图 11：2012~2014 年绵投控股资本结构



资料来源：绵投控股提供，中诚信证评整理

盈利能力方面，2014 年绵投控股实现营业总收入 29.57 亿元，较上年度增长 2.09%。从主要收入来源来看，商品销售业务当年实现收入 7.90 亿元，基本与上年度持平；房屋销售、土地整理业务当年

分别实现收入 1.45 亿元、6.76 亿元，同比分别下滑 52.56%、12.48%；水费收入为 1.25 亿元，同比增长 4.89%；学校业务为当年新增业务，当年实现营业收入 4.17 亿元。

从盈利水平来看，2014 年毛利水平较低的公交运营业务不再计入公司主营业务，且当年土地整理毛利水平增长加快，新增的学校业务毛利水平亦较高，故 2014 年绵投控股整体毛利率达到 27.59%，较上年度增长 7.55 个百分点。具体来看，2014 年绵投控股土地开发整理业务毛利率为 45.46%，较上年度增长 23.65 个百分点，对整体利润增长贡献较为显著；供水、客房、餐饮等业务总体运行平稳，对绵投控股保持盈利稳定起到一定作用；商品销售业务主要来自下属子公司西津物流有限责任公司的贸易业务收入，虽然 2014 年收入规模达到 7.90 亿元，占绵投控股整体收入的比重达到了 27.97%，但由于其毛利率仅为 1.20%，对整体盈利的贡献度较低。长期来看，绵投控股在城市开发、基础设施建设等方面保持明显优势，大规模的土地储备为其未来收入与盈利规模的进一步扩大提供了强有力保障。

偿债能力方面，随着在建项目的不断推进，2014 年绵投控股的债务规模进一步增长。截至 2014 年 12 月 31 日，绵投控股总债务为 196.60 亿元，同比上涨 41.49%。2014 年绵投控股获利能力有所增强，带动其偿债能力指标表现相应增强，当年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 24.02 倍和 3.69 倍，分别较上年下降 2.40 倍和上升 1.19 倍。

表 4：2012~2014 年绵投控股主要偿债能力指标

财务指标	2012	2013	2014
短期债务（亿元）	18.25	14.52	35.26
长期债务（亿元）	116.34	124.44	161.34
总债务（亿元）	134.59	138.95	196.60
总债务/EBITDA（X）	30.30	26.42	24.02
经营净现金流/总债务（X）	0.01	0.01	0.01
EBITDA 利息倍数（X）	7.85	2.50	3.69

资料来源：绵投控股提供，中诚信证评整理

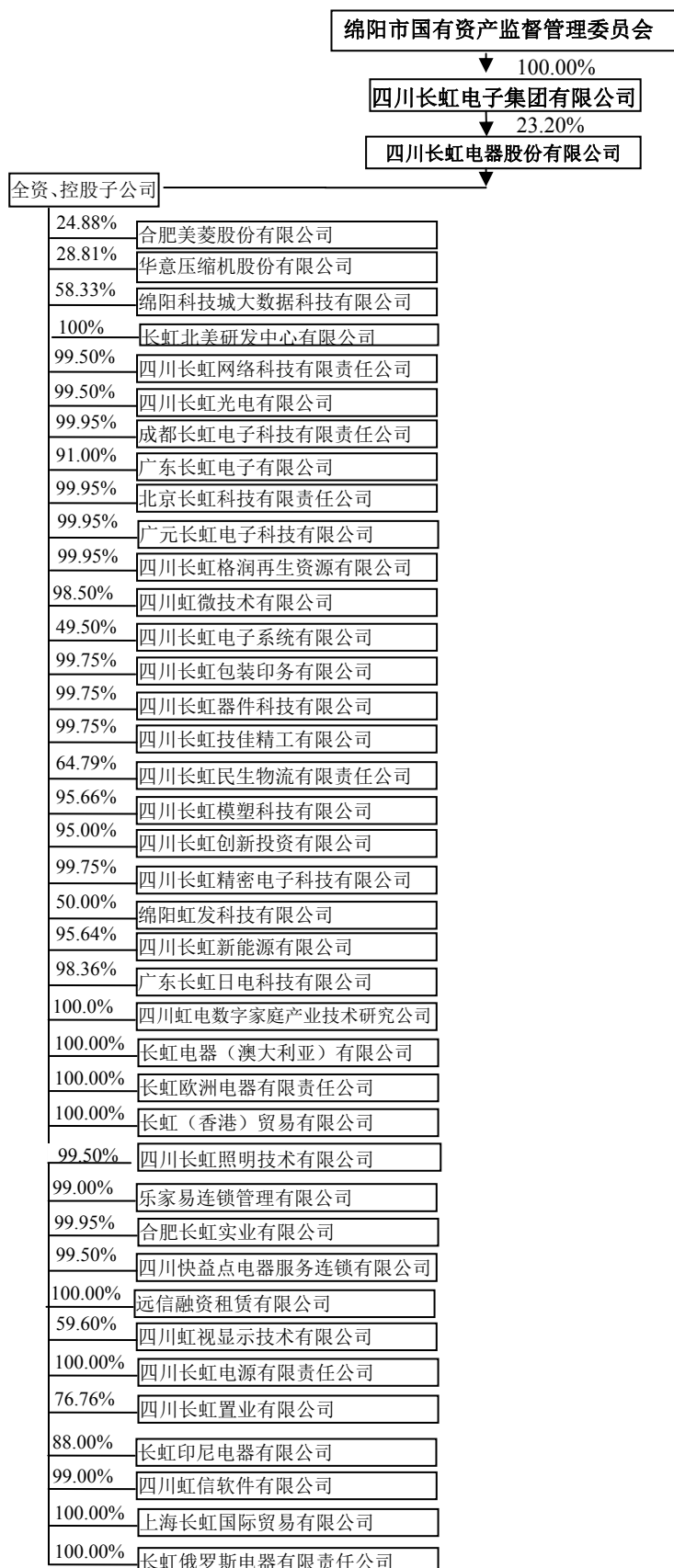
或有负债方面，截至 2014 年末，绵投控股对外担保余额合计 58.85 亿元，担保比率为 38.02%，面临一定或有风险。

总体来看，绵投控股作为绵阳市大型国有资产运营管理公司，自身拥有的丰富资源及获得的政府支持有利于其长期发展；加之其主要业务与四川长虹的业务相关度低，抗风险能力较强。中诚信证评认为绵投控股提供的全额不可撤销的连带责任保证担保对于本次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 2009 年认股权与债券分离交易的可转换公司债券”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 2015 年 3 月 31 日）



附二：四川长虹电器股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



附三：四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)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	1,087,831.30	1,343,823.71	1,399,981.19	1,513,103.38
应收账款净额	653,686.71	816,235.77	847,405.13	778,057.60
存货净额	1,255,601.33	1,254,179.26	1,191,725.63	1,289,991.93
流动资产	4,047,120.85	4,413,285.51	4,849,521.09	5,054,679.37
长期投资	79,036.78	117,254.73	120,932.16	123,795.09
固定资产合计	918,597.25	957,294.51	673,040.48	668,556.53
总资产	5,454,554.07	5,883,700.85	6,022,460.69	6,305,183.63
短期债务	1,794,197.45	2,069,096.93	2,411,608.54	2,623,909.45
长期债务	439,068.66	460,677.84	202,415.16	284,495.84
总债务(短期债务+长期债务)	2,233,266.11	2,529,774.77	2,614,023.70	2,908,405.28
总负债	3,643,449.51	3,933,515.99	4,077,218.90	4,345,545.80
所有者权益(含少数股东权益)	1,811,104.56	1,950,184.85	1,945,241.79	1,959,637.83
营业总收入	5,233,414.91	5,887,527.47	5,950,390.06	1,371,341.62
三费前利润	797,515.69	925,592.41	813,812.00	182,232.90
投资收益	4,980.00	-7,953.73	30,385.90	131.76
净利润	27,318.82	75,723.04	26,750.22	11,728.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	223,739.85	285,731.45	248,190.92	-
经营活动产生现金净流量	71,945.92	288,928.31	192,074.45	13,736.91
投资活动产生现金净流量	-13,680.72	-111,817.24	-93,053.29	-37,062.00
筹资活动产生现金净流量	104,591.72	-139,149.20	-118,177.61	525,466.69
现金及现金等价物净增加额	151,021.64	22,108.38	227,946.34	505,564.59
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率(%)	15.94	16.55	14.42	14.00
所有者权益收益率(%)	1.51	3.88	1.38	2.39
EBITDA/营业总收入(%)	4.28	4.85	4.17	-
速动比率(X)	0.91	0.95	0.97	0.95
经营活动净现金/总债务(X)	0.03	0.11	0.07	0.02
经营活动净现金/短期债务(X)	0.04	0.14	0.08	0.02
经营活动净现金/利息支出(X)	0.97	3.82	2.75	0.96
EBITDA 利息倍数(X)	3.01	3.78	3.56	-
总债务/EBITDA(X)	9.98	8.85	10.53	-
资产负债率(%)	66.80	66.85	67.70	68.92
总资本比率(%)	55.22	56.47	57.33	59.74
长期资本化比率(%)	19.51	19.11	9.42	12.68

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、2015.3 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/短期债务指标均经年化处理。

附四：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)	2012	2013	2014
货币资金	308,759.04	233,893.06	378,400.24
应收账款净额	70,074.29	25,788.23	97,563.21
存货净额	208,434.69	260,959.71	349,046.62
流动资产	1,342,437.09	1,455,485.75	1,932,972.72
长期投资	179,829.00	202,064.56	262,008.71
固定资产合计	1,584,231.38	1,742,018.74	2,008,905.69
总资产	3,148,219.35	3,444,647.77	4,373,820.13
短期债务	182,456.23	145,173.40	352,645.12
长期债务	1,163,436.27	1,244,364.62	1,613,400.89
总债务（短期债务+长期债务）	1,345,892.50	1,389,538.02	1,966,046.01
总负债	1,897,083.69	2,095,444.34	2,825,923.11
所有者权益（含少数股东权益）	1,251,135.66	1,349,203.42	1,547,897.02
营业总收入	274,053.58	289,627.63	295,674.74
三费前利润	60,002.08	55,666.67	80,886.78
投资收益	264.43	558.48	428.38
净利润	24,510.28	25,239.06	28,308.42
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	44,419.62	52,585.64	81,848.25
经营活动产生现金净流量	13,174.22	19,584.47	12,420.02
投资活动产生现金净流量	-352,446.15	-227,770.56	-373,002.84
筹资活动产生现金净流量	329,865.52	134,751.14	508,322.90
现金及现金等价物净增加额	-9,406.41	-73,434.95	147,740.08
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	24.31	20.04	27.59
所有者权益收益率（%）	1.96	1.87	1.83
EBITDA/营业总收入（%）	16.21	18.16	27.68
速动比率（X）	2.05	2.03	2.05
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.01	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.07	0.13	0.04
经营活动净现金/利息支出（X）	2.33	0.93	0.56
EBITDA 利息倍数（X）	7.85	2.50	3.69
总债务/EBITDA（X）	30.30	26.42	24.02
资产负债率（%）	60.26	60.83	64.61
总资本化比率（%）	51.82	50.74	55.95
长期资本化比率（%）	48.18	47.98	51.04

注：所有者权益含少数股东权益，净利润含少数股东损益。

附五：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¹+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）

¹ 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。

附六：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。