



# 信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪131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贵公司已发行的“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。经中诚信评估信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一三年六月二十六日

## 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（2013）

|        |                       |    |         |
|--------|-----------------------|----|---------|
| 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 | 2012/06/27            |    |         |
| 上次评级结果 | 债项级别                  | AA | 评级展望 稳定 |
|        | 主体级别                  | AA |         |
| 跟踪评级结果 | 债项级别                  | AA | 评级展望 稳定 |
|        | 主体级别                  | AA |         |

### 概况数据

| 四川长虹           | 2010   | 2011   | 2012   | 2013.Q1 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 所有者权益（亿元）      | 146.09 | 178.70 | 181.11 | 190.85  |
| 总资产（亿元）        | 445.56 | 516.51 | 545.46 | 548.76  |
| 总债务（亿元）        | 190.38 | 213.66 | 223.33 | 220.25  |
| 营业总收入（亿元）      | 417.12 | 520.03 | 523.34 | 129.88  |
| 营业毛利率（%）       | 16.32  | 15.62  | 15.94  | 15.84   |
| EBITDA（亿元）     | 18.16  | 24.26  | 22.37  | -       |
| 所有者权益收益率（%）    | 3.27   | 1.81   | 1.51   | 1.15    |
| 资产负债率（%）       | 67.21  | 65.40  | 66.80  | 65.22   |
| 总债务/EBITDA（X）  | 10.49  | 8.81   | 9.98   | -       |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.88   | 3.04   | 3.01   | -       |

| 绵投控股           | 2010   | 2011   | 2012   |
|----------------|--------|--------|--------|
| 所有者权益（亿元）      | 112.64 | 118.65 | 124.43 |
| 总资产（亿元）        | 244.46 | 270.65 | 312.26 |
| 总债务（亿元）        | 98.17  | 105.84 | 134.59 |
| 营业总收入（亿元）      | 16.48  | 15.61  | 25.98  |
| 营业毛利率（%）       | 28.19  | 35.31  | 24.38  |
| EBITDA（亿元）     | 3.42   | 4.10   | 4.16   |
| 所有者权益收益率（%）    | 1.73   | 2.25   | 1.90   |
| 资产负债率（%）       | 53.92  | 56.16  | 60.15  |
| 总债务/EBITDA（X）  | 28.69  | 25.83  | 32.37  |
| EBITDA 利息倍数（X） | 2.63   | 36.48  | 7.35   |

注：1、2013.Q1 所有者权益收益率指标经年化；

2、所有者权益包含少数股东权益。

### 分析师

刘子峰 zliu@ccxr.com.cn  
邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn  
Tel: (021) 51019090  
Fax: (021) 51019030  
www.ccxr.com.cn

2013 年 6 月 26 日

### 基本观点

2012 年以来，全球经济增长乏力，国内经济低位趋稳，家电行业“以旧换新、家电下乡”等消费刺激政策陆续退市，致使传统家电消费需求增速明显放缓。四川长虹电器股份有限公司（简称“四川长虹”或“公司”）凭借其突出的竞争优势与多元化的业务结构，总体经营规模保持稳定，彩电业务作为公司核心业务，已经形成平板电视“面板+整机”全产业链，同时发展等离子、液晶和 OLED 产品，市场地位较为巩固。

同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到，由于经济低迷、消费刺激政策退出等因素的影响，传统家电需求增速放缓，这给公司未来经营带来较大压力。

综上，中诚信证评维持四川长虹电器股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望稳定；维持“四川长虹电器股份有限公司认股权与债券分离交易的可转换债券”的信用等级为 AA。

### 正面

- 彩电竞争优势不断强化。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，其产品开发速度和生产成本控制能力得到提升，彩电产品竞争优势持续强化。
- OLED 技术成熟，已具备量产条件。公司 OLED 技术研发实力很强，已掌握包括 4.5 代 AMOLED 在内的核心技术和量产能力，为将来 OLED 产品的大规模量产奠定了基础。PDP 领域竞争优势显著。2012 年公司 PDP 产品在国内市场占有率进一步提升至 65%，同比增长 8.7 个百分点，在 PDP 领域保持绝对优势。鉴于中国能效新标于 2013 年 6 月 1 日起执行，公司 PDP 面板已经实现新标一级能效，相关产品竞争优势继续到强化。



## 关 注

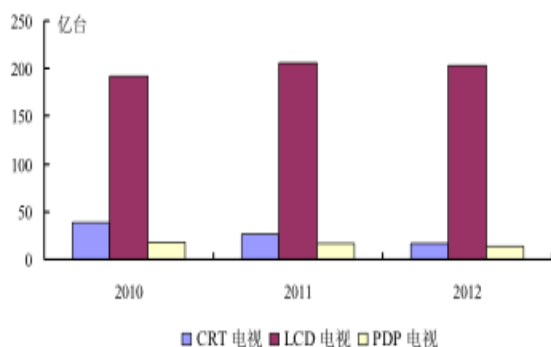
- 家电行业补贴政策。2012 年以来，随着“以旧换新”、“节能惠民”、“家电下乡”等财政补贴政策陆续到期终止，刺激政策所带来的需求透支效应逐渐显现，家电需求增长缓慢。
- PDP 业务前景。近年来 PDP 电视市场规模增长有限，致使公司 PDP 显示器业务持续亏损，影响到公司整体经营业绩，因此 PDP 电视市场前景还需关注。

## 行业关注

2012 年国内电视行业出货量保持小幅增长，LCD 电视已成为市场主流产品，未来 CRT 电视的更换需求为电视市场的发展奠定了良好的基础；钢材、铝、铜等主要原材料价格普遍回落，有利于白色家电生产成本的控制

根据 DisplaySearch 发布的数据，2012 年全球电视出货量为 23,267 万台，较 2011 年降低约 6%。分区域来看，日本和西欧市场出货量大幅下滑，北美市场出货量与 2011 年基本持平，亚太地区、中东地区和拉丁美洲等新兴市场出货量增长速度有不同程度的放缓，但东欧地区市场增长强劲，中国大陆出货量也增长约 6% 达到 5,200 万台，仍然是全球最大的电视市场。分产品来看，CRT 电视和 PDP 电视的出货量占全部电视出货量的比重分别降低至 7% 和 6%，而 LCD 电视出货量占比增加至 87%，已成为市场中的主流产品。随着中国房地产调控的加强、“节能补贴”政策的退出和电视出口量的持续走低，预计中国平板电视的出货量增速将减缓。

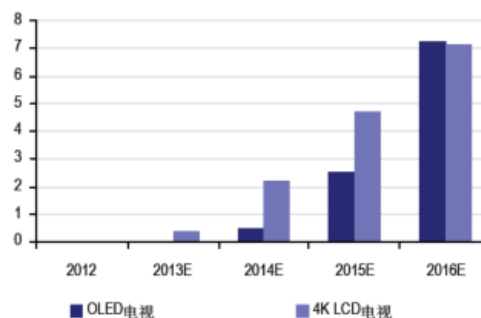
图 1：2010~2012 年全球电视出货量



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

液晶电视行业技术快速更新，近年来 3D 电视和 2K4K 全高清电视快速发展，OLED 技术也成为各大厂商研发的重点之一，根据 Euromonitor 预测，到 2016 年，OLED 电视和 4K LCD 电视市场需求将均在 700 万台以上。但考虑到 OLED 技术难度大、制造成本仍处于较高水平等因素，其未来大规模产业化仍需要较长时间。

图 2：OLED TV 和 4K LCD TV 市场需求预测 (亿台)



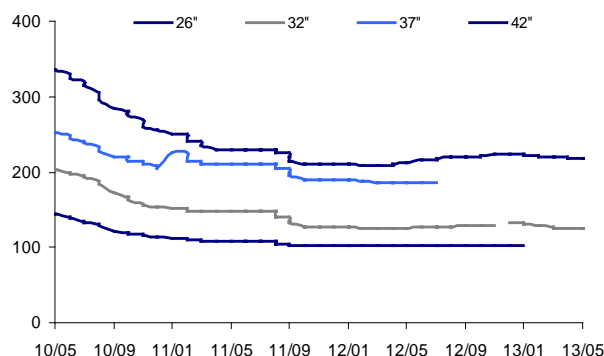
资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2013 年 1 月，工信部、发改委和财政部等六部委联合发布《关于普及地面数字电视接收机的实施意见》，意见指出在 3~5 年内普及地面数字电视接收机，实现境内销售的所有电视机都具备地面数字接收功能，到 2020 年全面实现地面数字电视接收，而 2012 年国内数字电视渗透率仅为 21%，这将进一步促进存量 CRT 电视的更替，刺激 LCD 电视的市场需求。

目前在中国的彩电产品结构中，液晶电视占比在 80% 以上。随着液晶电视的快速发展，其主要原材料液晶显示屏的产能也逐年增加，近年来呈现明显供过于求态势，2012 年以来，主流尺寸液晶显示屏的价格处于相对低位。2012 年 12 月 20 日，26 吋、32 吋、42 吋液晶显示屏价格分别为 102 美元/屏、132 美元/屏、223 美元/屏。

图 3：2010 年 5 月~2013 年 5 月液晶电视面板价格变动

单位：美元/屏

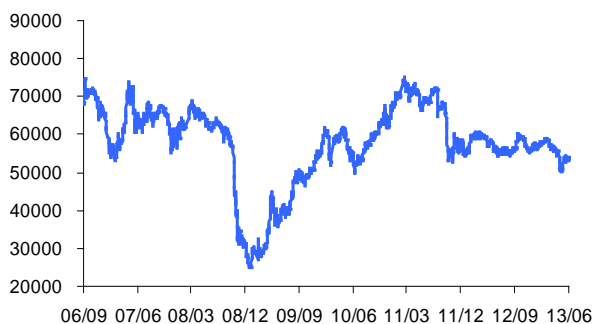


资料来源：Bloomberg，中诚信证评整理

白色家电方面，2012 年以来，由于铜、铝、钢材等大宗原材料价格总体回落并处于低位运行态势。截至 2013 年 6 月 14 日，国内铜价为 52,410 元/吨，同比下滑 5.4%，环比下滑 2.2%；铝价为 14,770 元/吨，同比下滑 7%，环比下滑 1%，均处

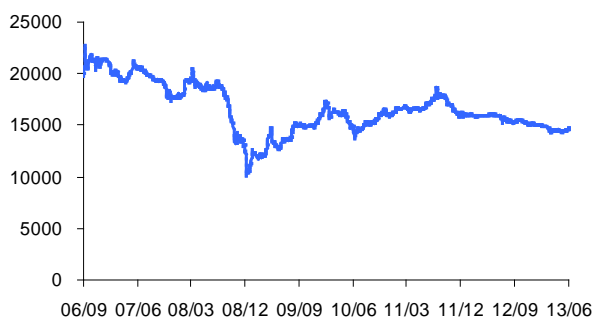
于低位。以上主要金属材料价格的下滑对于以铜、铝及冷轧钢板为重要原材料的白色家电生产企业，其成本压力得到显著缓解，并促进毛利率及整体盈利能力的提升。

图 4：2006.9~2013.6 长江铜现货价格走势



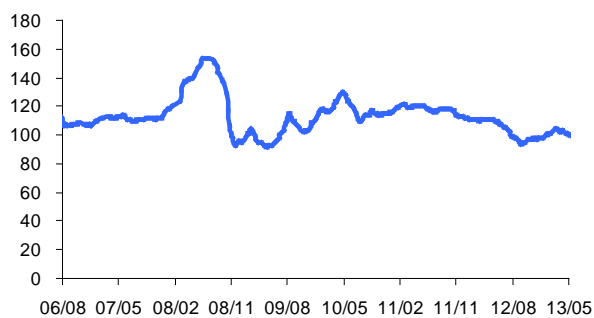
资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

图 5：2006.9~2013.6 长江铝现货价格走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

图 6：2006.9~2013.6 钢材价格指数走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

### 国家“以旧换新”、“家电下乡”和“节能补贴”等政策陆续退出，短期内影响家电行业市场需求增长

“家电下乡”政策于 2007 年 12 月在山东、河南等四省市试点，于 2009 年 2 月推广至全国，也已经于 2013 年 1 月到期退出。我国家电行业“以旧换新”政策于 2009 年 6 月在北京、天津等 9 省市试点，并于 2010 年 6 月在全国推广，目前已经于 2011 年

12 月到期退出。随着各地家电行业补贴政策陆续退出，对家电产品市场需求的影响逐步凸显，2012 年国内市场液晶电视、家用空调及冰箱销售量与销售额同比基本处于负增长态势。

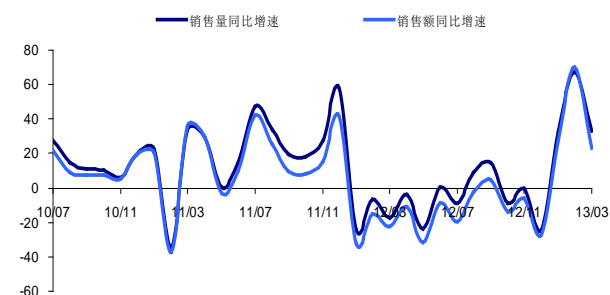
表 1：近年家电产业补贴政策

| 单位：亿元  |                |      |
|--------|----------------|------|
| 政策     | 执行时间           | 补贴金额 |
| 家电下乡   | 2007.12~2013.1 | 790  |
| 以旧换新   | 2009.6~2011.12 | -    |
| 空调节能补贴 | 2009.6~2011.5  | -    |
| 节能补贴   | 2012.6~2013.6  | 265  |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

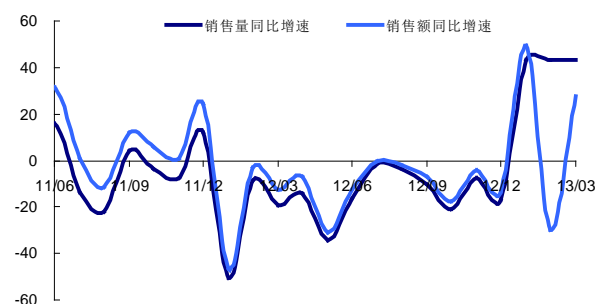
2012 年 6 月，国务院采用财政补贴方式推广空调、平板电视、电冰箱、洗衣机、热水器五类高效节能家电。至 2013 年 6 月 1 日，财政部、发改委及工信部日前联合下发通知，明确即日起消费者购买空调、平板电视、电冰箱、洗衣机、热水器五类高效节能家电产品不再享受中央财政补贴政策。2013 年一季度，主要受“节能补贴”政策即将截止的“末班车”效应影响，液晶电视、家用空调及冰箱的销售量与销售额出现明显的恢复性增长。

图 7：液晶零售量零售额同比增速（%）



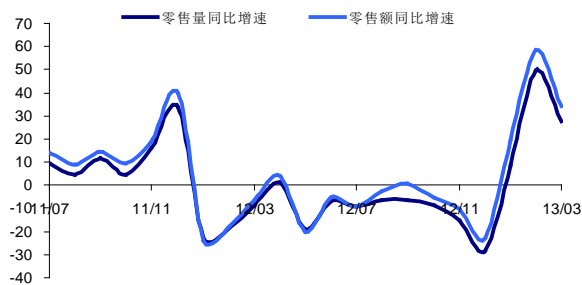
数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

图 8：家用空调零售量零售额同比增速（%）



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

图 9：冰箱零售量零售额同比增速（%）



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

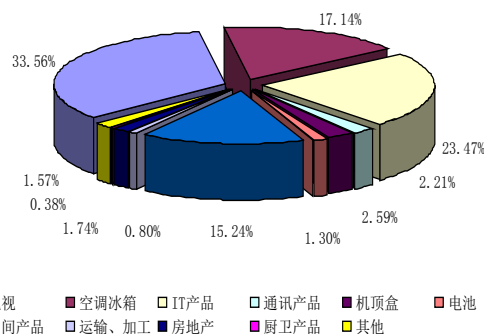
预计此次节能补贴政策的退出将对内销市场产生一定冲击，但鉴于消费者对政策的敏感度降低，“节能补贴”政策在实行期内其形成的销量远小于之前“家电下乡”、“以旧换新”等影响，因此节能政策的推出对于市场的冲击程度相对有限。中诚信证评将持续关注政策变化及其对家电行业市场的影响。

整体上看，家电行业受财政补贴政策退出的影响较大，激烈的行业竞争也给行业发展带来较大的压力。

## 业务运营

2012 年以来，全球经济增长乏力，国内经济低位趋稳，家电行业“以旧换新、家电下乡”等消费刺激政策陆续退市，致使传统家电消费需求增速明显放缓。在此背景之下，2012 年公司实现营业收入 523.34 亿元，较上年同期增长 0.64%，其中家电业务收入 414.61 亿元，占比达到 79.22%。从具体产品构成看，2012 年公司彩电类产品收入 171.22 亿元，较上年下降 3.18%，收入占营业收入比重为 32.72%，依然是公司收入的第一大来源；空调冰箱收入 87.41 亿元，同比增长 5.44%，收入占比 16.70%，与上年基本持平；IT 产品业务收入同比增长 9.43%，增至 119.70 亿元，占比升至 22.87%。

图 10：2012 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

## 原材料采购

公司主要原材料包括 LCD/PDP 屏、工程塑料、钢材、包装纸等。2012 年，公司 LCD 屏采购渠道基本稳定，PDP 屏供应方面，公司已经实现规模化生产，50 寸 PDP 屏基本可以满足自给，外购模组的比例逐渐下降。2012 年公司 LCD/PDP 屏的采购量 604.04 万台，同比减少 9.21%。

表 2：2010~2012 年公司主要原材料采购量

单位：万台,万件,吨

| 主要原材料     | 2010   | 2011   | 2012   |
|-----------|--------|--------|--------|
| CRT 显像管   | 32.3   | 0.46   | -      |
| LCD/PDP 屏 | 420.8  | 665.35 | 604.04 |
| 工程塑料      | 11,240 | 17,677 | 18,196 |
| 钢材        | 29,879 | 25,926 | 24,804 |
| 纸张        | 23,270 | 24,346 | 25,661 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从采购单价看，近两年，国内液晶面板因为市场供过于求造成价格持续下滑，2012 年公司 LCD 与 PDP 屏采购均价较上年分别下降 10.64%、23.00%。目前随着电视业务向平板电视转型的完成，公司 LCD/PDP 屏的采购成本已占原材料采购总成本的 90% 以上，因此液晶面板价格的下调对于公司彩电生产成本控制具有积极意义。

此外，2012 年，由于国内外经济持续低迷，下游需求不足，致使大宗原材料价格由上年的高位总体下滑，当年公司工程塑料采购均价较上年下降 3.76%，钢材采购均价较上年下降 9.80%，这有助于公司控制白色家电产品的生产成本。

## 产品生产

公司以彩电产品起步，近年已逐步完善了白色

家电产品系列，目前公司在四川、广东、吉林、安徽、江西等地拥有多个家电生产基地。

电视业务方面，公司积极推进产品技术升级，加大在 LCD、PDP 等平板电视方面的研发力度，不断推出相对高端的产品品种。目前公司平板电视产能已具备相当规模且持续扩大，截至 2012 年末，公司 LCD/PDP 电视年产能已达 1,000 万台，较上年增长 33.33%，但受到市场环境的影响，当年公司 LCD 及 PDP 电视产量分别为 441 万台、149 万台，分别较上年下降 12.67%、6.88%。

PDP 业务方面，2012 年，公司生产 103.54 万屏，产品良品率达到 92% 以上，其中 65% PDP 显示器为公司自用。由于近年来 PDP 电视需求不足，致使公司该板块业务长期亏损，2012 年，公司 PDP 显示器经营主体四川虹欧显示器件有限公司净亏损 7.38 亿元。

OLED 属新兴的显示器行业，尚处于市场培育阶段。公司拥有国内一流 OLED 研发团队，目前已开发出 2.6、3.7、10.0 寸 AMOLED 产品。公司已建成 1 条年产 1,200 万片（以 1.0 英寸屏计算）的 PMOLED 量产线，为 AMOLED 量产奠定了基础。

白色家电业务方面，2012 年，公司空调产能保持稳定，电冰箱产能扩张显著。2012 年，随着位于合肥经济技术开发区的雅典娜豪华冰箱生产基地项目一期完工，公司新增 160 万台节能环保大容量冰箱产能。截至 2012 年末，公司已具备家用空调 300 万套、中央空调 5 万套、冰箱 1,120 万台的生产能力。2012 年公司空调产量为 122.9 万套，同比下降 34.01%；冰箱产量为 445 万台，同比增长 5.23%。

整体来看，近年来，公司主要致力于家电产品产业链的延伸和产品的多元化，涉足家电上游部件的制造，并加大高端化产品的生产，公司产品高端化和多元化构架已搭建完成，为各板块业务的持续发展奠定了基础。

## 产品销售

受下游需求增速明显放缓的影响，2012 年公司营业收入为 523.34 亿元，同比增长 0.64%。其中，收入占比最大的彩电销售收入同比下降 3.18%；受

到夏季异常高温和节能补贴政策的带动，空调冰箱销售收入较上年增长 5.44%。此外，机顶盒业务持续高速增长，2012 年收入同比增长 51.96%；IT 分销和电池业务分别同比增长 9.43% 和 20.78%。

同时，公司依靠持续不断的技术创新，在家电市场的竞争优势较明显，主要产品市场占有率位居前列。2012 年公司国内彩电整体销售数量达到 616 万台，市场占有率达 15%，位居行业第四位；冰箱整机销量 369 万台，市场占有率达 9.71%，跻身行业第三位；冰箱压缩机销量 1,748 万台，国内同行业排名第一；空调和机顶盒销量同比也实现高速增长，其中空调位居行业第七位。

出口方面，2012 年公司为提升海外业务运营效率，在对各大海外市场资源配置方面进行大幅度调整。当年公司出口业务发展情况良好，实现出口销售收入 683,861 万元，同比增长 25.45%。

整体看，由于家电市场需求增长放缓，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，其抗风险能力较强，总体经营较稳健。

## 财务分析

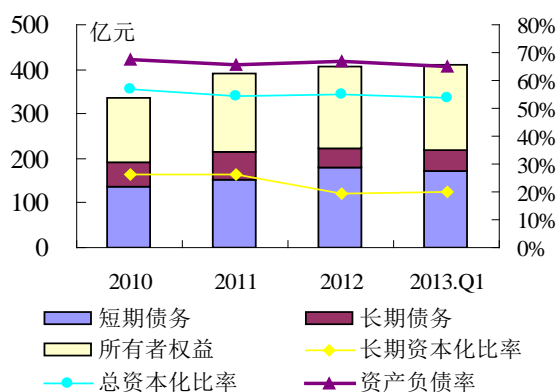
以下财务分析基于公司经信永中和会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2010~2012 年财务报告及未经审计的 2013 年一季度合并财务报表。

## 资本结构

随着业务拓展及投资项目的不断推进，截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额增至 545.46 亿元，同比增加 5.60%；负债总额增至 364.34 亿元，同比增加 7.85%。同时，截至 2012 年 12 月 31 日，公司因上年经营盈余积累，所有者权益略增 1.35%，增至 181.11 亿元。公司资产负债率及总资本化比率由此同比分别增长 1.39 和 0.76 个百分点，增至 55.22% 和 66.80%。



图 11: 2010~2013.Q1 公司资本结构



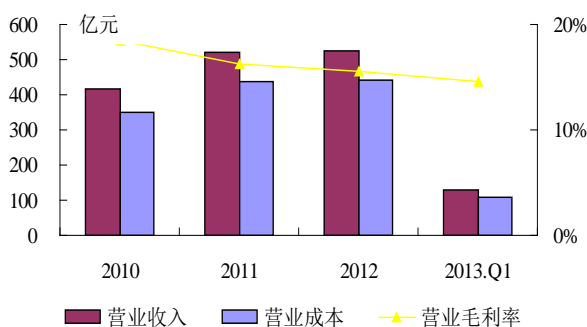
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

债务期限结构方面, 截至 2012 年 12 月 31 日, 公司总债务规模为 223.33 亿元, 同比增长 4.53%, 其中短期债务 179.42 亿元, 同比增长 18.79%, 主要包括短期借款 103.83 亿元、应付票据 53.81 亿元及一年内到期的长期负债 20.82 亿元; 长期债务 43.91 亿元, 同比下降 4.53%, 主要包括长期借款 14.82 亿元, 到期时间分别于 2013 年、2016 年、2019 年; 应付债券 29.08 亿元, 系 2009 年 7 月发行的 30 亿元 6 年期分离交易可转债及 2011 年 11 月发行 3 亿元 3 年期的境外人民币债券的未偿本息余额。截至 2012 年 12 月 31 日, 由于部分长期债务临近到期, 致使一年内到期非流动负债较大幅度增长, 受此影响, 公司长短期债务比由上年 2.41 增至 4.09, 短期债务压力上升。

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, 资本结构较稳健。

## 盈利能力

图 12: 2010~2013.Q1 公司盈利情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2012 年, 公司主导产品销售情况虽有所起伏, 但总体销售业绩相对稳定, 当年实现销售收入 523.34 亿元, 同比增长 0.64%。2012 年, 公司营业

毛利率与上年基本持平, 为 15.94%。

三费方面, 2012 年公司三费合计为 72.59 亿元, 同比增长 2.47%。其中销售费用为 47.39 亿元, 同比下降 4.32%; 管理费用 22.63 亿元, 较上年增加 9.52%; 财务费用 2.56 亿元, 较上年增长 300.41%, 主要系公司汇兑收益由上年的 4.24 亿元降至 -0.13 亿元。

近年来, 公司一直保持较高的库存规模。截至 2012 年 12 月 31 日, 公司存货余额 125.56 亿元, 主要包括库存商品、原材料及房地产开发成本等。2012 年, 主要由于库存商品价格下跌, 导致公司发生资产减值损失 6.20 亿元。

2012 年公司实现投资收益 0.50 亿元, 较上年减少 0.89 亿元, 主要是长期股权处置收益减少所致; 营业外收入为 6.31 亿元, 较上年增加 2.27 亿元, 主要包括固定资产处置收入 2.63 亿元与政府补助 2.95 亿元。2012 年, 公司实现归属于上市公司股东的净利润 3.25 亿元, 较上年同期下降 19.91%。

2013 年一季度, 公司业绩实现回升, 获得营业收入 129.88 亿元, 同比增长 19.37%。获得净利润 1.65 亿元, 同比增长 40.66%。

总的来看, 目前公司家电主业仍保持较强的盈利能力, 中诚信证评仍将继续关注公司盈利水平波动对其信用水平的影响。

## 偿债能力

随着公司投资项目的推进, 债务规模不断增加。截至 2012 年 12 月 31 日, 公司总债务达到 223.33 亿元, 同比增长 12.23%。未来, 随着公司扩产项目的推进, 较大的资本支出或将进一步推高公司债务规模。同时, 随着长期债务陆续濒临到期, 公司长短期债务比由 2011 年末的 2.41 增至 2012 年末的 4.09, 债务期限结构有所弱化。

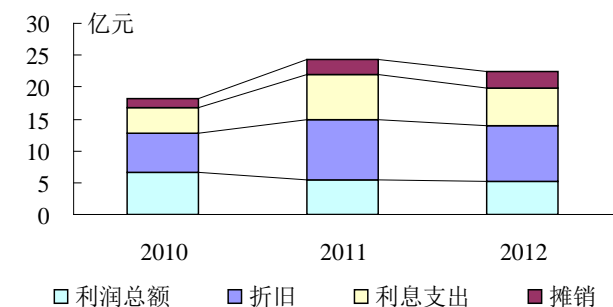
现金流方面, 随着公司 2012 年业务规模大幅扩大, 其经营性应收款项快速增加, 使得 2012 年公司经营活动现金净流入 7.19 亿元。2012 年, 公司技改及扩产项目投资较大, 发生投资活动净现金流出 1.37 亿元。

公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧、利息支出构成, 当年由于折旧与利润总额有所下降, 致使



EBITDA 同比下降 7.76%，降至 22.37 亿元。

图 13：2010~2013 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

偿债指标方面，2012 年由于公司债务规模较大且持续增长，导致总债务/EBITDA 指标较高，但 EBITDA 对利息支出的保障仍较充足。

表 3：2010~2013.Q1 公司债务及偿债指标

|                 | 2010   | 2011   | 2012   | 2013.Q1 |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|
| 总债务 (亿元)        | 190.38 | 213.66 | 223.33 | 220.25  |
| 净债务 (亿元)        | 23.84  | 42.33  | 48.89  | 57.48   |
| 经营活动净现金流 (亿元)   | -7.39  | -12.20 | 7.19   | -5.63   |
| EBITDA (亿元)     | 18.16  | 24.26  | 22.37  | -       |
| 总债务/经营净现金流 (X)  | -25.78 | -17.52 | 31.04  | -39.14  |
| 总债务/EBITDA (X)  | 10.49  | 8.81   | 24.38  | -       |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 3.88   | 3.04   | 3.01   | -       |

注：总债务/经营净现金流指标经过年化；

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

授信方面，公司与主要商业银行保持良好的合作关系，银行授信水平很高。截至 2013 年 3 月 31 日，公司共获得 160.20 亿元授信额度，尚未使用的额度为 67.12 亿元，财务弹性较好。

或有事项方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司涉及未决诉讼 14 宗，其中公司为原告的案件 9 宗，公司为被告的案件 5 宗。涉及本公司为原告的标的总额 742.48 万元，涉及公司为被告的标的总额 132.76 万元。考虑到上述事项涉案金额较小，公司或由事项风险可控。

子公司或有事项方面，截止 2012 年 12 月 31 日，关于 2007 年华意压缩反担保事项的诉讼案件尚处于调解过程中，华意压缩为慎重起见，根据律师意见计提了 202.16 万元的预计负债。

对外担保方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司对外担保（不包含对子公司以及子公司对子公司的担保）为 1.25 亿元，主要系为华意压缩机股份有

限公司的子公司加西贝拉压缩机有限公司与新湖中宝、民丰特种纸的互保。

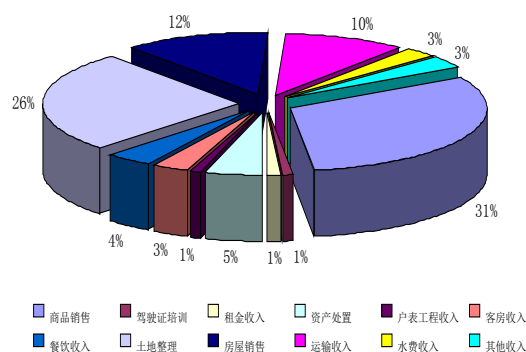
## 担保实力

绵投控股为公司本次分离交易可转换债券提供了全额不可撤销的连带责任保证担保。

## 担保主体基本情况

绵投控股是绵阳市大型国有资产运营管理公司，公司业务主要包括城市基础设施建设、土地整理、房地产开发、供水、公交、酒店经营、文化旅游、金融、建筑工程、商贸等。目前，绵投控股已经发展成为绵阳规模最大、实力最强的国有资产管理、投资、运营的大型国有投资集团。2012 年，绵投控股共实现主营业务收入 25.61 亿元，同比增长 67.20%，实现净利润 2.37 亿元，同比下降 11.39%。

图 14：2012 年绵投控股主营业务收入构成



资料来源：绵投控股提供，中诚信证评整理

## 土地开发整理

作为绵阳市国有资产管理公司，绵投控股肩负政府授权的土地开发整理职能。2012 年该板块实现收入 6.74 亿元，占绵投控股主营业务收入的 26.31%，为绵投控股收入和利润的重要来源。

根据绵府函〔2008〕176 号文规定，绵阳市政府授权绵投控股为绵阳城南新区会客厅及其涉及范围内土地整理和前期开发（包括基础设施配套建设等）的业主，相关出让收入按收支两条线原则，土地收入上缴财政，扣除相关税费后，其余部分按相关程序全部划归绵投控股，用于前期投入的还本付息和后期再投入，截至 2012 年末，该区在建土地面积共计 8,557 亩。根据绵阳市委、市政府安排，将仙海旅游区的土地整体交由绵投控股运作，截至

2012 年末，该区在建面积共计 9,612 亩。此外还授权绵投控股为丰谷电站赵家脊片区和电站其他规划控制范围内土地一级开发整理业主，截至 2012 年末，该区土地面积约为 3,000 亩，尚未拆迁，绵投控股将享有这两个区域土地出让市级全部收益。截至 2012 年末，公司具备出让条件的主要为桑林坝流域的 300 亩土地。

综上，绵投控股土地储备较为丰富，未来随着绵阳市城市开发的不断推进，绵投控股的土地整理收入将成为其可持续发展的重要支撑。

### 房地产开发

房地产开发方面，2012 年，绵投控股推出房源较多，带动房地产销售收入的大幅度增长。2012 年，绵投控股在售房源包括源涪滨印象、板桥小区、嘉来·东山郡、华兴名城、东津苑等商品住宅和商铺项目，全年实现销售 7.46 万平方米，实现房地产销售收入 3.07 亿元，同比增长 214.19%。

### 酒店及公交客运业务

绵投控股的酒店和公交客运业务主要由其全资控股的绵阳旅游集团（简称“旅游集团”）有限公司运营。目前，旅游集团拥有 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，共有套房 807 套。受益于绵阳市经济的发展，旅游集团下属酒店经营业绩较突出。2012 年实现客房收入 0.79 亿元，实现餐饮收入 0.99 亿元，分别比上年下降 30.09%、2.94%。截至 2012 年末，旅游集团拥有公交线路 103 条，车辆 1058 辆，运营网线长度 1,450 公里。2012 年公交业务实现收入 2.58 亿元，占主营业务收入的比重为 10.06%，是绵投控股的第四大收入来源。

### 供水业务

绵投控股的供水业务主要由其全资子公司绵阳市水务（集团）有限公司（简称“水务集团”）承担，2012 年市级供水量 6,376 万立方米，同比增长 12.73%，实现水费收入 0.72 亿元，同比增长 21.41%。水务集团目前拥有 5 座自来水厂，日供水能力 30 万立方米，供水管网总长度 1,240 公里，供水区域 80 平方公里。随着绵阳市城市经济的发展以及城市

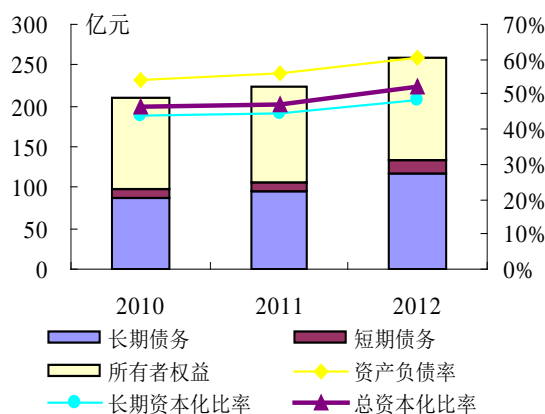
用水需求的增加，绵投控股供水业务将保持稳定的增长的态势。

### 担保主体财务表现

以下分析基于公司提供的绵投控股经北京兴华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2010 年财务报告、经利安达会计师事务所审计并出具具有重要事项无保留意见的 2011 年财务报告及标准无保留意见的 2012 年财务报告。

资本结构方面，由于业务规模的不断扩大，基础设施及房地产在建项目的逐步开展，绵投控股的资产总额不断增加。截至 2012 年 12 月 31 日，绵投控股的总资产为 312.26 亿元，同比增加 15.37%。随着在建项目的不断开展，绵投控股对外部融资的需求逐渐加大，负债及债务规模均有所上升。截至 2012 年 12 月 31 日，绵投控股总负债与总债务分别达到 187.82 亿元、116.34 亿元，资产负债率及总资本化比率分别增至 60.15% 和 51.96%，同比分别增长 3.99、4.81 个百分点。因此，随着在建项目投融资的持续推进，绵投控股负债规模还存在上行压力，其资本结构的稳健性还需关注。

图 15：2010~2012 年绵投控股资本结构情况



资料来源：绵投控股提供，中诚信证评整理

盈利能力方面，2012 年，绵投控股房地产开发、土地整理及商品销售收入增幅较大，2012 年绵投控股实现主营业务收入 25.61 亿元，同比增长 67.20%。

从盈利水平上看，绵投控股土地开发整理与房地产开发的业务规模较大，毛利率水平较高，对整体利润贡献较为显著；酒店、供水、公交等业务板块总体相对平稳，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 2012 年收

入增长较快且具有相当规模，但毛利率仅为 1.53%，对盈利的贡献度较低。长期看，绵投控股在城市开发、基础设施建设等方面保持明显优势，其大规模的土地储备为其未来收入与盈利规模的扩大提供强有力的保障。

偿债能力方面，随着在建项目的不断推进，2012 年绵投控股的债务规模持续快速增长，截至 2012 年 12 月 31 日，长短期债务 134.59 亿元，同比上涨 27.16%。由于绵投控股业务多为公益性质，获利能力较为有限，随着债务压力的上升，其偿债指标表现有所弱化。

**表 4：2010~2012 年绵投控股主要偿债指标**

| 财务指标           | 2010  | 2011   | 2012   |
|----------------|-------|--------|--------|
| 短期债务（亿元）       | 9.98  | 11.70  | 18.25  |
| 长期债务（亿元）       | 88.19 | 94.14  | 116.34 |
| 总债务（亿元）        | 98.17 | 105.84 | 134.59 |
| 总债务/EBITDA（X）  | 28.69 | 25.83  | 32.37  |
| 经营净现金流/总债务（X）  | 0.05  | 0.01   | 0.01   |
| EBITDA 利息倍数（X） | 2.63  | 36.48  | 7.35   |

资料来源：绵投控股提供，中诚信证评整理

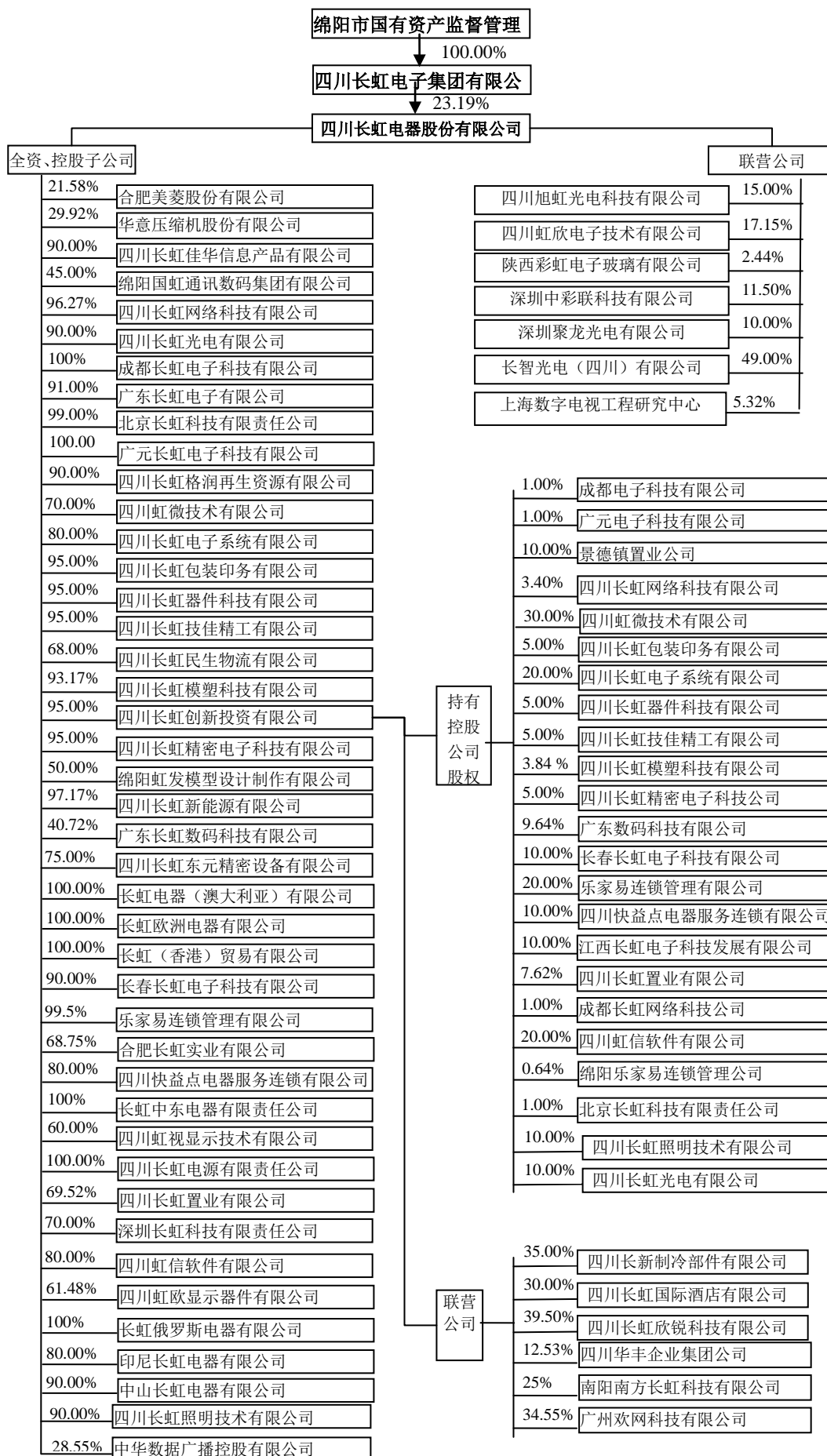
总体来看，中诚信证评认为，绵投控股作为绵阳市大型国有资产运营管理公司，获得的政府支持及相关资源有利于其长期发展，加之其主要业务与发行人四川长虹的业务相关度较低，抗风险能力较强，因此其对于本次分离债券的还本付息具有一定的保障作用。

## 结 论

中诚信证评维持四川长虹电器股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定；维持“四川长虹电器股份有限公司认股权与债券分离交易的可转换债券”的信用等级为 **AA**。



附一：四川长虹电器股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 12 月 31 日）



**附二：四川长虹电器股份有限公司主要财务数据及指标**

| 财务数据(单位：万元)      | 2010         | 2011         | 2012         | 2013.Q1      |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 1,023,546.79 | 1,115,078.45 | 1,087,831.30 | 929,078.02   |
| 应收账款净额           | 462,436.90   | 592,994.52   | 653,686.71   | 695,617.86   |
| 存货净额             | 885,190.35   | 1,004,708.54 | 1,255,601.33 | 1,378,356.78 |
| 流动资产             | 3,127,998.59 | 3,801,879.42 | 4,047,120.85 | 4,063,292.03 |
| 长期投资             | 58,221.47    | 68,109.60    | 79,036.78    | 86,617.27    |
| 固定资产合计           | 891,679.34   | 899,949.02   | 918,597.25   | 923,575.39   |
| 总资产              | 4,455,594.38 | 5,165,106.41 | 5,454,554.07 | 5,487,621.63 |
| 短期债务             | 1,376,457.18 | 1,510,436.76 | 1,794,197.45 | 1,734,653.64 |
| 长期债务             | 527,335.52   | 626,129.44   | 439,068.66   | 467,854.64   |
| 总债务（短期债务+长期债务）   | 1,903,792.71 | 2,136,566.21 | 2,233,266.11 | 2,202,508.28 |
| 总负债              | 2,994,722.81 | 3,378,152.29 | 3,643,449.51 | 3,579,102.81 |
| 所有者权益（含少数股东权益）   | 1,460,871.57 | 1,786,954.12 | 1,811,104.56 | 1,908,518.81 |
| 营业总收入            | 4,171,180.89 | 5,200,332.83 | 5,233,414.91 | 1,298,848.48 |
| 三费前利润            | 660,892.63   | 781,927.26   | 797,515.69   | 194,509.90   |
| 投资收益             | 43,272.67    | 13,861.78    | 4,980.00     | 327.30       |
| 净利润              | 47,731.20    | 32,278.39    | 27,318.82    | 16,483.78    |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 181,553.63   | 242,568.50   | 223,739.85   | -            |
| 经营活动产生现金净流量      | -73,853.70   | -121,980.60  | 71,945.92    | -56,272.37   |
| 投资活动产生现金净流量      | -80,632.85   | -74,611.86   | -13,680.72   | -35,923.54   |
| 筹资活动产生现金净流量      | 393,374.03   | 187,748.60   | 104,591.72   | -42,758.32   |
| 现金及现金等价物净增加额     | 237,771.93   | -10,368.94   | 151,021.64   | -140,611.25  |
| 财务指标             | 2010         | 2011         | 2012         | 2013.Q1      |
| 营业毛利率（%）         | 16.32        | 15.62        | 15.94        | 15.84        |
| 所有者权益收益率（%）      | 3.27         | 1.81         | 1.51         | 1.15         |
| EBITDA/营业总收入（%）  | 4.35         | 4.66         | 4.28         | -            |
| 速动比率（X）          | 0.95         | 1.06         | 0.91         | 0.90         |
| 经营活动净现金/总债务（X）   | -0.04        | -0.06        | 0.03         | -0.03        |
| 经营活动净现金/短期债务（X）  | -0.05        | -0.08        | 0.04         | -0.04        |
| 经营活动净现金/利息支出（X）  | -1.58        | -1.53        | 0.97         | -            |
| EBITDA 利息倍数（X）   | 3.88         | 3.04         | 3.01         | -            |
| 总债务/EBITDA（X）    | 10.49        | 8.81         | 9.98         | -            |
| 资产负债率（%）         | 67.21        | 65.40        | 66.80        | 65.22        |
| 总资本比率（%）         | 56.58        | 54.46        | 55.22        | 53.58        |
| 长期资本化比率（%）       | 26.52        | 25.95        | 19.51        | 19.69        |

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、2013.Q1 所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

**附三：绵阳市投资控股（集团）有限公司主要财务数据及指标**

| 财务数据(单位：万元)      | 2010         | 2011         | 2012         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 412,986.97   | 313,534.17   | 304,757.86   |
| 应收账款净额           | 49,749.56    | 60,183.70    | 69,130.96    |
| 存货净额             | 112,194.50   | 150,804.85   | 195,142.09   |
| 流动资产             | 1,046,534.31 | 1,110,057.38 | 1,325,715.75 |
| 长期投资             | 87,068.70    | 171,357.87   | 181,521.66   |
| 固定资产合计           | 1,282,263.59 | 1,385,007.23 | 1,574,708.18 |
| 总资产              | 2,444,612.41 | 2,706,478.30 | 3,122,560.67 |
| 短期债务             | 99,808.89    | 117,003.44   | 182,456.23   |
| 长期债务             | 881,922.50   | 941,391.71   | 1,163,436.27 |
| 总债务（短期债务+长期债务）   | 981,731.39   | 1,058,395.15 | 1,345,892.50 |
| 总负债              | 1,318,212.82 | 1,520,004.50 | 1,878,211.37 |
| 所有者权益（含少数股东权益）   | 1,126,399.58 | 1,186,473.80 | 1,244,349.31 |
| 营业总收入            | 164,829.28   | 156,101.30   | 259,831.19   |
| 三费前利润            | 40,513.81    | 50,133.58    | 57,056.26    |
| 投资收益             | 522.56       | 1,406.27     | 309.99       |
| 净利润              | 19,519.99    | 26,732.77    | 23,688.16    |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 34,221.43    | 40,975.40    | 41,572.69    |
| 经营活动产生现金净流量      | 46,363.88    | 4,132.50     | 10,816.22    |
| 投资活动产生现金净流量      | -240,711.88  | -238,527.29  | -351,647.89  |
| 筹资活动产生现金净流量      | 361,533.25   | 131,710.75   | 331,557.16   |
| 现金及现金等价物净增加额     | 167,185.25   | -102,684.04  | -9,274.51    |
| 财务指标             | 2010         | 2011         | 2012         |
| 营业毛利率（%）         | 28.19        | 35.31        | 24.38        |
| 所有者权益收益率（%）      | 1.73         | 2.25         | 1.90         |
| EBITDA/营业总收入（%）  | 20.76        | 26.25        | 16.00        |
| 速动比率（X）          | 2.71         | 2.10         | 2.11         |
| 经营活动净现金/总债务（X）   | 0.05         | 0.00         | 0.01         |
| 经营活动净现金/短期债务（X）  | 0.46         | 0.04         | 0.06         |
| 经营活动净现金/利息支出（X）  | 3.56         | 3.68         | 1.91         |
| EBITDA 利息倍数（X）   | 2.63         | 36.48        | 7.35         |
| 总债务/EBITDA（X）    | 28.69        | 25.83        | 32.37        |
| 资产负债率（%）         | 53.92        | 56.16        | 60.15        |
| 总资本化比率（%）        | 46.57        | 47.15        | 51.96        |
| 长期资本化比率（%）       | 43.91        | 44.24        | 48.32        |

注：所有者权益含少数股东权益，净利润含少数股东损益。



**附四：基本财务指标的计算公式**

$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$

$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$

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

$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$

$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$

$$\text{长短期债务比} = \text{短期债务} / \text{长期债务}$$

$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$

$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$

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

$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$

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

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

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

$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$

$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$

$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{期末所有者权益合计}$$

$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$

$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$

$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$

$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$

$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$

$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$

$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$

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

<sup>1</sup> 该处的“利息支出”为“营业总成本”下的“利息支出”科目，非“财务费用”下“利息支出”科目。

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义                           |
|------|------------------------------|
| AAA  | 债券信用质量极高，信用风险极低              |
| AA   | 债券信用质量很高，信用风险很低              |
| A    | 债券信用质量较高，信用风险较低              |
| BBB  | 债券具有中等信用质量，信用风险一般            |
| BB   | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高       |
| B    | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高         |
| CCC  | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高        |
| CC   | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高        |
| C    | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义                                 |
|------|------------------------------------|
| AAA  | 受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA   | 受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低  |
| A    | 受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低  |
| BBB  | 受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般   |
| BB   | 受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险  |
| B    | 受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高    |
| CCC  | 受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高     |
| CC   | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务     |
| C    | 受评主体不能偿还债务                         |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

|    |                 |
|----|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势       |
| 负面 | 表示评级有下降趋势       |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变      |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。