

启东市华虹电子有限公司

2016 年公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级： AA 级

16 华虹 01 信用等级： AA 级

评级时间： 2016 年 6 月 27 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

启东市华虹电子有限公司 2016 年公司债券跟踪评级报告
概要

编号:【新世纪跟踪[2016]100372】

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA 级	稳定	AA 级	2016 年 06 月
首次评级:	AA 级	稳定	AA 级	2015 年 12 月

主要财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
金额单位:人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	0.21	0.43	0.07
刚性债务	5.20	9.40	8.65
所有者权益	2.64	2.74	5.00
经营性现金净流入量	0.22	-3.47	-2.14
发行人合并数据及指标:			
总资产	48.48	63.66	89.08
总负债	19.08	30.53	35.10
刚性债务	7.46	15.00	21.89
所有者权益	29.40	33.13	53.98
营业收入	21.91	23.58	28.84
净利润	2.89	2.83	3.45
经营性现金净流入量	1.32	-1.10	-0.05
EBITDA	4.72	4.94	6.15
资产负债率[%]	39.36	47.95	39.40
权益资本与刚性债务的比率[%]	393.98	220.94	246.62
流动比率[%]	196.95	142.73	185.48
现金比率[%]	82.10	52.93	55.39
利息保障倍数[倍]	8.31	6.73	6.34
净资产收益率[%]	10.24	9.05	7.91
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	6.78	-4.45	-0.17
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	3.57	-21.27	-59.79
EBITDA/利息支出[倍]	9.67	8.01	7.75
EBITDA/刚性债务[倍]	0.74	0.44	0.33

注:根据华虹电子经审计的 2013~2015 年度财务数据整理、计算。

分析师

熊桦 陈思阳

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

 E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>
跟踪评级观点

跟踪期内,华虹电子主导产品电能表收入下滑,但光伏业务发展较为迅速,推动营业收入稳步增长。同时受益于下属上市公司实施非公开发行股票,公司整体资本实力显著增强,但公司货币资金和经营收益大部分集中上市公司,非上市板块资源仍相对有限。

- 华虹电子主导产品电能表市场认可度较高,产能及销量均列行业前茅,具有一定的竞争优势。跟踪期内,在电网公司组织的统一招标中,公司中标金额继续位居行业前三。
- 华虹电子注重技术研发,在电能表领域积累了较为丰富的研发经验。依托在技术、质量、营销、规模等方面的综合优势,华虹电子盈利能力保持在较强水平。
- 跟踪期内,华虹电子电能表主业受招标进度因素影响收入有所下滑,但光伏业务发展较快,推动营业收入稳步增长。
- 2015 年 5 月,华虹电子上市公司林洋能源成功实施非公开发行股票,募集资金人民币 18.00 亿元,公司合并报表口径资本实力得到较显著增强。2016 年 5 月林洋能源继续成功实施 28.00 亿元非公开发行股票。连续的增发为公司光伏电站业务发展提供了较好的资金保障。
- 华虹电子电能表及相关产品主要通过参与国家电网、南方电网等电力系统客户统一招标形式进行销售,易受我国电网投资计划、电网公司招标情况影响。跟踪期内,受招标延后,产品交货期相应延后的影响,公司 2015 年电工仪表业务收入较上年出现下滑。
- 华虹电子房地产业务后续资金压力仍较大;且受不利市场环境的影响,跟踪期内公司房地产项目销售情况仍欠佳,业务风险较大。
- 跟踪期内,华虹电子加快在光伏发电领域投资,扩张过程中所带来的投融资压力及运营风险仍有待进一步关注。
- 华虹电子货币资金和经营收益大部分集中在具有较强独立性的上市公司,本部及非上市

子公司的经营与财务资源相对有限，个别子公司运营状况也欠佳，非上市公司债务负担重。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照启东市华虹电子有限公司（以下简称“华虹电子”、该公司或公司）公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据华虹电子提供的经审计的 2015 年财务报表及相关经营数据，对华虹电子的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

经中国证监会核准（证监许可[2016]209 号文），该公司获准发行不超过 20 亿元的公司债券。公司于 2016 年 3 月发行了首期待偿还余额为 5 亿元人民币的 2016 年公司债券（简称“16 华虹 01”），期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，发行利率为 4.3%。

此外，根据中国银行间市场交易商协会中市协注[2013]CP174 号，该公司短期融资券注册金额为 9 亿元。2015 年 4 月，公司发行了金额为 3 亿元人民币的 2015 年度第一期短期融资券，发行利率为 6.35%，已于 2016 年 4 月完成兑付。另根据中国银行间市场交易商协会中市协注[2016]MTN37 号，公司中期票据注册金额为 10 亿元，截至目前公司尚未发行。

截至出具报告日，该公司待偿还债券本金余额共计 5 亿元。公司历史债券兑付情况正常。

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

该公司是由自然人控股的民营企业，公司实际控制人为陆永华。截至 2015 年末，公司注册资本仍为 3,000 万元，陆永华和毛彩虹夫妇持股比例分别为 90% 和 10%，跟踪期内保持稳定。

该公司核心业务（电能表、光伏和 LED 照明）主要集中于下属上市子公司林洋能源（股票代码：601222）。林洋能源为我国知名的电能表生产企业，高新技术企业，截至 2015 年末其资产总额

为 70.24 亿元、所有者权益为 50.88 亿元。2015 年 5 月，林洋能源以每股人民币 35 元的价格非公开发行 5,142.86 万股，募集资金人民币 18 亿元¹，此次非公开发行股票完成后，公司持股比例降至 50.17%。此后，公司多次减持和增持林洋能源，截至 2016 年 3 月末，公司持有林洋能源 2.00 亿股（其中质押 875 万股），持股比例为 49.28%。2016 年 5 月，林洋能源以每股人民币 30.68 元的价格非公开发行 9,126.47 万股，募集资金人民币 28 亿元²，此次非公开发行股票完成后，公司持股比例继续降至 40.25%，但控股股东地位仍保持稳定。

（二）业务运营

该公司多年来立足于电工仪表核心主业发展，同时兼营交通工程和房地产业务，并于 2012 年开始涉足光伏新能源、LED 照明等新兴产业，其中光伏新能源业务近年来发展力度大。

电工仪器仪表是对各种静态和动态电磁参量进行测量和处理的仪器仪表，按功能可划分为电能表、安装式仪表以及精密仪表等。其中，电能表是电工仪器仪表的主要产品，可用作电力系统发电、输电、变电、配电、用电等各个环节电能计量的法定计量器具。我国电能表的发展经历了感应式电能表、电子式电能表与智能电能表三个阶段。

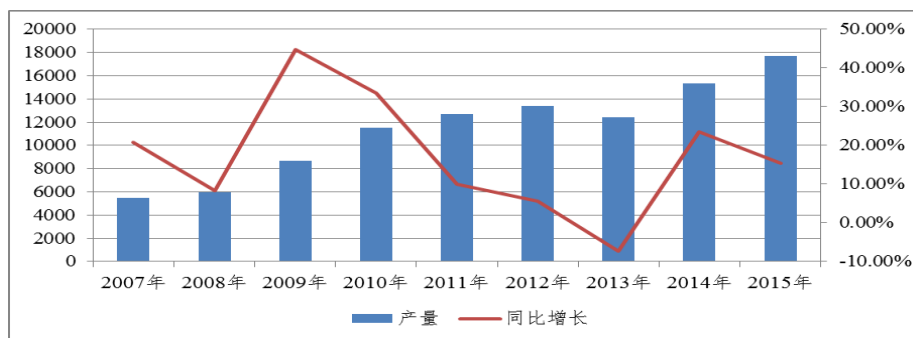
电工仪器仪表主要用于电力基础设施建设，行业发展受电力系统建设影响较大。随着国民经济的持续发展，我国电力需求不断增加，带动电力投资持续加大，尤其是电网投资的增加，电工仪器仪表行业获得了稳定增长的发展空间。2007~2011 年，我国电工仪器仪表产量由 5,510.01 万台增至 12,693.74 万台，年复合增长率达 23.20%。同时，电力工业与宏观经济整体运行状况密切相关，2011 年以来，国内宏观经济下行压力加大，电力行业投资需求不振，受此影响，电工仪器仪表行业亦呈波动下滑态势，2011~2013 年我国电工仪器仪表产量分别为 12,693.74 万台、13,407.80 万台和 12,426.24 万台。2014~2015 年我国电网基本建设投资额分别为 4,118 亿元和 4,602.99 亿元，同比分别增长 5.75% 和 11.74%，在投资需求增长带动下，行业呈现出回暖迹象，同期电工仪器仪表产量分别为

¹ 募集资金投向：200MW 集中式太阳能光伏发电、80MW 分布式太阳能光伏发电项目。

² 募集资金投向：300MW 光伏发电项目；智慧分布式能源管理核心技术研发。

15,346.7 万台和 17,717.20 万台。

图表 1. 2007 年以来我国电工仪器仪表产品产量及增速情况 (单位: 万台)



资料来源: Wind 资讯

我国电工仪器仪表新增市场需求仍将主要来源于国家电网建设, 并受相关投资安排及开展进度影响较大。2012 年 3 月, 中国电力企业联合会发布《电力工业“十二五”规划研究报告》, 为保证电源与电网更加协调发展, 促进大型能源基地集约化开发和清洁能源的高效利用, 我国将继续加大电网投入, 规划“十二五”及“十三五”期间电网总投资分别为 2.55 万亿和 2.95 万亿。2015 年国家启动了当年新增农村电网改造升级项目, 涉及 25 个省(区、市)及新疆生产建设兵团, 共计项目 2,139 个, 投资约 926.2 亿元, 计划新建和改造 110(66)千伏变电站 415 座、线路 8,500 多公里, 35 千伏变电站 978 座、线路 9,300 多公里, 10 千伏线路 13 万公里、配变 14.4 万台, 低压线路 32.4 万公里、户表改造 627.3 万户。其中国家电网公司负责实施 21 个省, 南方电网负责实施 4 个省, 9 家地方电网企业负责当地农网改造升级。智能电网建设方面, 根据国家电网公司相关规划, 计划到 2020 年, 要全面建成坚强智能电网, 技术和装备全面达到国际领先水平。2015 年 7 月, 国务院印发的《推进互联网+行动意见》中提出, 要“通过互联网促进能源系统扁平化, 推进能源生产与消费模式革命”, 在能源开采、配送和利用上从传统的集中式转变为智能化的分散式, 提高能源使用效率。根据 2016 年政府报告, 智能电网被列入当年要启动的“十三五”规划重大项目之一。现阶段我国正处于智能电网的全面建设阶段, 2011~2020 年电网智能化投资每年约有 350~400 亿元, 智能电表和用电信息采集系统等产品作为智能电网用电环节的重要组成部分, 仍具有一定增长空间, 其中 2013~2015 年国家电网公司智能电能表招标量分别为 5,451 万只、8,386 万只和 9,000 万只。

基于产品计量属性的要求，电网公司对电能表精密度要求较高，因此生产经验丰富、产品质量有保证的企业才能保持业务量的稳定。同时，电能表产品的研发生产涉及微电子技术、计算机技术、通信技术、自动控制技术以及新材料技术等多个领域，属于技术密集型、知识密集型，存在一定的技术壁垒。下游市场对电工仪器仪表产品计量精度、运行稳定性以及功能等方面要求的不断提高推动了我国电工仪器仪表产品升级换代。且随着国家智能电网建设的推进，电子式电能表不断向智能电能表转型，对电能表的计量精度及运行稳定性提出了更高的要求，具有技术和质量优势企业有望在市场竞争中保持有利地位。

太阳能具有安全可靠、无污染、无公害及不受资源限制等独特优势，得到了各国政府的重视和支持，成为世界再生能源开发和利用的重要内容。2012年以来，在我国能源消费结构升级的背景下，国务院、国家发改委、财政部、国家能源局等有关部门相继出台多个光伏产业扶持政策，明确了光伏发电补贴政策、金融信贷支持及并网管理服务等相关细节，我国光伏行业取得了快速增长。国家能源局数据显示，2013~2015年，全国光伏累计装机容量分别为19.90GW、28.00GW和43.18GW，我国逐渐成为全球光伏应用的重要市场。

跟踪期内，根据国家能源局《关于下达2015年光伏发电建设实施方案的通知》，2015年全国新增光伏发电装机容量的目标为17.8GW，高于上年14GW的目标。2015年12月，国家能源局下发了《太阳能利用“十三五”发展规划征求意见稿》，其中指出，“十三五”太阳能光伏装机目标为150GW，其中包括70GW的分布式光伏电站以及80GW的集中式光伏电站。随着我国太阳能电池生产、组装技术水平和生产能力的不断提升，以及国家政策逐步向光伏等清洁能源发电领域倾斜，我国光伏发电行业将迎来重要发展机遇。

但与此同时，国内光伏发电产业发展过程中也面临诸多问题。光伏电站开发属于典型资本密集型产业。目前光电尚未实现平价上网，导致光伏发电盈利对政府补贴的依赖程度高，对光伏运营企业的资本实力要求较高。因此，未来国内光伏发电产业能否顺利发展，还将取决于光伏发电成本、电网并网、补贴政策及融资环境等多方面因素。

从该公司发展来看，跟踪期内，公司电能仪表和交通工程业务收入下滑，但光伏业务收入实现大幅增长，以及 LED 业务收入略有增长，带动公司整体收入的增长。2015 年公司实现营业收入 28.84 亿元，同比增长 22.28%，增速较上年提升 14.62 个百分点。其中，受国网招标下半年时间延后致使产品交货延后的影响，公司电工仪表业务收入较上年下滑 12.80% 至 16.68 亿元；交通工程业务收入受工程量及完工进度影响存在一定波动，2015 年收入较上年略有下滑；但得益于光伏产品销售和光伏电站并网发电收入的增长，光伏业务收入较上年大幅增长至 8.05 亿元。其他业务主要为房地产开发等，跟踪期内收入规模较小。2015 年，公司综合毛利率为 32.73%，较上年小幅下降 1.82 个百分点。

图表 2. 公司 2014 年以来营业收入、毛利润及毛利率构成情况

业务类别/业务收入 (亿元)	2014 年度	2015 年度
电工仪表	18.84	16.68
光伏	1.04	8.05
LED	1.50	1.55
交通工程	1.40	1.23
其他	0.81	1.33
合计	23.59	28.84
业务类别/毛利润 (亿元)	2014 年度	2015 年度
电工仪表	7.16	6.03
光伏	0.17	2.51
LED	0.41	0.26
交通工程	0.35	0.37
其他	0.06	0.27
合计	8.15	9.44
毛利率 (%)	2014 年度	2015 年度
电工仪表	38.00	36.15
光伏	16.35	31.18
LED	27.33	16.77
交通工程	25.00	30.08
其他	7.41	20.30
合计	34.55	32.73

资料来源：华虹电子

1. 电工仪表业务

该公司电工仪表业务主要经营产品包括单相电能表、三相电能表以及用电信息管理终端及系统产品等，其中电能表又可进一步分为电子式电能表和智能电表。跟踪期内，受招标延后，产品交货期相应延后的影响，公司 2015 年电工仪表业务收入较上年出现下滑。

生产方面，为适应下游市场对电能表及用电信息管理系统及终端产品性能、功能要求的发展变化及不同客户的个性化要求，该公司基本采取“以销定产”的生产模式，除储备少量常规产品外，其余完全根据市场订单安排生产。公司所生产产品结构主要依当年下游订单情况进行调整，2015 年公司生产三相电能表 114.60 万台，较上年下滑 3.66%；生产单相电能表和用电信息系统产品分别为 723.61 万台和 36.94 万台，同比分别减少 4.37% 和 51.29%。

该公司产品销售以直销为主，主要通过参与招投标及自营销售的方式进行。目前公司拥有三十多个办事处的国内营销服务网络以及分布在南美、中东、澳洲等 20 多个国家和地区的海外营销网点。公司主要客户为国家电网公司、南方电网公司及其下属企业，以及地方电网公司等，2015 年公司通过上述渠道销售产品总量占产品销售总量的 68%。2015 年公司共计中标金额为 10.66 亿元，在当年国网公司组织的 3 次招标和南网组织的 1 次框架招标中，中标量继续位居国内前三。截至 2015 年末，公司已签约尚未执行完毕的国网、南网订单共计约为 7.1 亿元。

从销售情况来看，2015 年，该公司单相电能表、三相电能表销量分别为 750.76 万台和 116.11 万台，同比分别下降 8.98% 和 4.84%。同时公司电子式电能表（单相电能表、三相电能表）中标价格同比下滑 5% 左右，导致公司电能表业务毛利率同比下滑。当年公司用电信息系统产品销量为 42.66 万台，同比下滑 63.14%。公司电子式电能表和用电信息系统产品产销率分别为 103.42% 和 115.48%，均维持在较高水平。

图表 3. 公司 2014 年和 2015 年各类产品产销情况

产品类别	项目	2014 年	2015 年
单相电能表	产量（万台）	756.69	723.61
	销量（万台）	824.84	750.76
	产销率（%）	109.01	103.75

产品类别	项目	2014 年	2015 年
三相电能表	产量 (万台)	118.95	114.60
	销量 (万台)	122.01	116.11
	产销率 (%)	102.58	101.32
用电信息系统	产量 (万台)	75.84	36.94
	销量 (万台)	115.75	42.66
	产销率 (%)	152.62	115.48

注：根据华虹电子提供的资料整理、绘制

2. 光伏业务

该公司光伏发电业务主要通过地方电网公司、节能公司以及大型国有企业合作方式开展，建设光伏电站发电主要上网，少量直供工商业客户，依靠电费收入（含补贴）实现盈利³。另外，公司于 2014 年 3 月成立了江苏林洋光伏科技有限公司，集成光伏组件生产自动化设备，专注于太阳能光伏组件生产。跟踪期内，公司光伏业务收入大幅增长，2015 年为 8.05 亿元，同比增长 674.04%；同期业务毛利率为 31.18%，同比显著上升，主要系毛利较高的光伏发电业务占比提升所致。

跟踪期内，该公司持续立足智能电网，大力布局分布式光伏电站，重点在江苏、安徽、山东等地从事光伏发电项目投资、开发、建设和运维。截至 2015 年末，公司累计并网装机容量近 410MW，其中包括内蒙古 135MW 的地面集中式光伏电站，以及江苏地区 66MW、安徽地区 145MW、山东和辽宁地区合计 64MW 的分布式电站。2015 年实现发电量 19,628.28 万千瓦时，其中内蒙古地区地面电站的上网电价为 0.9 元/千瓦时，分布式电站的上网电价均为 1 元/千瓦时；实现发电收入为 1.54 亿元，其中收入补贴合计为 0.95 亿元，但有 0.85 亿元补贴尚未到位。公司在设计、在建及运营的光伏电站装机容量超过 800MW，在手储备项目已超 1.5GW。预计未来随着储备项目逐步建成并实现并网，公司光伏发电业务将保持增长，盈利能力有望获得提升，但补贴资金的拖欠情况或造成公司面临较大的资金周转压力。光伏电站前期资本投入量大，公司项目资金来源主要为自有资金及募集资金，通过 2015 年以来的 2 次非公开增发，公司业务发展资金得到较好补充。

³ 目前该公司分布式电站享受全额上网电价每千瓦时 1.0 元，自发自用上网电价补贴每千瓦时 0.42 元，集中式电站享受上网电价每千瓦 0.9 元，期限均为 20 年。

在光伏产品方面,该公司目前拥有 280MW 的晶体硅电池产能,于 2014 年 6 月实现投产。跟踪期内,产量达到 210MW,产能利用率为 75%。跟踪期内,公司晶体硅电池销售量达 182.7MW,产销率为 87%。

该公司依托在电能表领域多年的积累,与国网及各地电网建立了紧密的联系,有助于公司光伏电站项目并网及电费结算;同时公司在电能表销售过程中已形成了较为完善的全国网络,有利于光伏业务在全国范围内扩展;此外,公司早期曾从事光伏组件生产经营,在产品质量把控上具有一定经验。但公司目前在该板块的投资金额大,投资节奏快,对公司管理模式、人才储备、市场开拓等方面提出了更高的要求,业务快速扩张过程中所带来的资金压力及运营风险仍有待进一步关注。

3. LED 照明业务

该公司 LED 照明业务仍主要通过参与市政项目招投标以及与国家电网、节能公司合作方式进行经营,项目类型以市政照明、商业照明为主,包括政府的路灯工程、节能改造工程、景观亮化工程以及当地学校医院的改造工程等;采取立足启东、南通,辐射江苏、上海、浙江等长三角经济发达区域的市场定位。除工程类业务外,公司还开展部分代工业务,并与松下、欧普、三雄极光、日上光电等多家国内外主流照明企业确定了战略合作关系。跟踪期内,受公司代工业务发展较快的影响,2015 年实现 LED 业务收入 1.54 亿元,较上年增长 3.41%;其中:工程业务收入 6,701.16 万元,大客户业务(代工业务)销售额 6,423.40 万元,区域内自有品牌销售额 2,337.94 万元。

此外,该公司 2012 年 9 月建成总投资 3.5 亿元的年产 600 万片蓝宝石衬底片项目⁴,但因该产品市场竞争激烈,价格大幅下跌,公司一直未规模化生产,2015 年产销量分别为 16 万片和 12 万片,业务持续处于亏损状态,存在资产减值损失风险,2015 年计提 0.74 亿元的资产减值损失,现阶段已停产。

4. 交通工程业务

该公司交通工程业务主要由下属子公司南通林洋交通建设工

⁴ 运营主体为子公司江苏林洋华乐光电有限公司。

程有限公司负责，主要通过参与启东市交通局、建设局招投标进行项目承接。2015 年以来，公司新承接七兆线、志圩线大中修工程；兆天线东段大中修工程；G40 启东东出口至沿江公路（原汇大线）二标段；志圩线中段、天江线南段、永兴线东段、东惠线南段路基路面工程等，合同金额合计为 3.21 亿元，其中仅志圩线中段、天江线南段、永兴线东段、东惠线南段路基路面工程处于在建，其余新接项目已于年内完工。截至 2015 年末，公司在建交通工程项目合同总额为 6.59 亿元，目前已完成投资 1.12 亿元。

图表 4. 截至 2015 年末的在建及待建交通工程项目情况（单位：万元）

项目名称	合同金额 (万元)	已投资额 (万元)	项目 进度	建设起止期
世纪大道等九项目沥青摊铺	25,968	11,000	42%	2013 年 3 月至 2019 年
丁仓港路北延工程 BT	9,980	188	2%	2013 年 4 月至 2016 年 ⁵
志圩线中段、天江线南段、永兴线东段、东惠线南段路基路面工程	30,000	0	0%	2016 年 2 月至 2018 年 4 月
合计	65,948	11,188	—	—

注：根据华虹电子提供的资料整理、绘制

5. 房地产业务

跟踪期内，该公司继续推进北上海至尊和永安公馆房地产项目。其中北上海至尊项目位于启东市江海南路 666 号，占地面积 203 亩，总规划建筑面积 14 万平方米，分四期开发。公司 2013 年开发的第一期为别墅项目，占地面积 2.55 万平方米，总建筑面积 2.4 万平方米，于当年 7 月开始预售，截至 2015 年末累计回笼资金 0.51 亿元。永安公馆项目位于安徽省安庆市振风大道南侧、独秀大道东侧的政务核心区，占地面积 85 亩，总规划建筑面积近 18 万平方米。该项目一期于 2014 年 6 月开工建设，合计建筑面积 6.3 万平方米，2014 年 10 月开始预售，已累计回笼资金 0.85 亿元。公司两个项目预算总投资为 9.80 亿元，已完成投资 6.83 亿元，尚需投入约 2.97 亿元，资金来源主要为自有资金及银行贷款。

图表 5. 截至 2015 年末公司投资房地产开发项目情况

经营主体	项目名称	项目类型	总建筑面积 (万平方米)	建设期	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)
林洋房产	北上海至尊	住宅	14.0	2013~2018	4.00	3.40

⁵ 由于当地政府原因，导致目前处于暂停状态。

经营主体	项目名称	项目类型	总建筑面积 (万平方米)	建设期	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)
华乐房产	永安公馆	住宅、商业	18.0	2014~2017	5.80	3.43
总计	—	—	32.0	—	9.80	6.83

注：根据华虹电子提供的资料整理、绘制

目前来看，该公司开发项目销售情况欠佳，且后续仍存在较大资金需求，在当前房地产市场分化加剧的背景下，面临很大经营压力。

(三) 财务质量

众华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

2015 年以来，该公司债务规模保持增长，年末负债总额为 35.10 亿元，较 2014 年末增长 14.99%。但随着经营积累的增加及子公司林洋能源成功实施非公开发行股票，公司年末权益增至 53.98 亿元，较上年末增长 62.91%。资产负债率由 2014 年末的 47.95% 降至 2015 年末的 39.40%，公司负债经营程度总体控制较好。

该公司负债集中于短期，2015 年末流动负债占负债总额的 83.89%。从债务构成情况来看，2015 年末公司流动负债为 29.45 亿元，主要由短期刚性债务、应付账款、其他应付款构成，年末占比分别为 55.91%、22.43% 和 13.49%。其中：年末应付账款为 6.61 亿元，较上年末下降 8.59%，主要系应付零部件采购款、设备安装款及交通工程款等。公司其他应付款较上年末下降 31.96% 至 3.97 亿元，主要为与外部企业之间往来款减少，年末余额主要包括对南通永盛电力投资有限公司(关联方)、南通华强投资有限公司(关联方)、安庆长江大桥综合经济开发区建设投资有限责任公司、南通华虹生态园艺有限公司(关联方)的往来款，分别为 0.49 亿元、0.54 亿元、0.43 亿元和 0.34 亿元。随着业务规模扩大，资金需求增加，公司年末短期刚性债务为 16.47 亿元，较上年末增长 21.99%，包括短期借款 9.20 亿元(包含一期 3 亿元的短期融资券)和应付票据 6.39 亿元；其中短期借款主要集中于公司本部，为 7.90 亿元。此外，年末公司非流动负债为 5.66 亿元，主要体现为 5.42 亿元长期借款，主要抵押和保证借款。2015 年末，公司刚性债务为 21.89 亿元，较上年末增长 45.95%，同期末权益资本与刚性债务比率为 246.62%，保障程度

较高。

2015 年该公司实现营业收入 28.84 亿元，较上年增长 22.28%。尽管受主导产品电工仪表的中标价格下滑的影响，公司毛利率有所下滑。但当年实现营业毛利 9.43 亿元，仍较 2014 年增长 15.71%。受人工费用、研发支出、利息支出增长等影响，公司当年期间费用较上年增长 11.84% 至 4.54 亿元，但公司营业收入增幅较大，单位收入期间费用率由 2014 年的 17.22% 下降至 15.75%。此外，2015 年公司产生资产减值损失 0.81 亿元，同比增长 11.29%，主要包括计提坏账准备 0.55 亿元以及固定资产减值损失 0.21 亿元（主要系蓝宝石衬底片项目停产计提损失），对盈利形成一定不利影响。公司投资收益主要包括理财收益、长期股权投资收益、处置以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产等实现的投资收益等，公司当年实现投资收益 0.28 亿元，同比小幅上升 3.70%。受上述因素综合影响，公司当年实现营业利润 4.16 亿元，较上年增长 23.30%。2015 年公司营业外净收入为 0.08 亿元，主要是政府补助，对利润的补充作用有限。公司当年净利润较上年上升 21.73% 至 3.45 亿元。

图表 6. 公司 2014~2015 年利润主要构成情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年
营业毛利	8.15	9.43
投资收益	0.27	0.28
营业外净收入	0.16	0.08

注：根据华虹电子提供数据整理绘制

该公司主要客户为国家电网、南方电网及其下属企业，整体信誉较好，账款回收较有保障；但由于电网客户集中采购范围扩大，付款流程加长，加之货款结算时需收取一定质保金，公司货款回笼情况一般。跟踪期内，因交通工程板块收到较多工程结算款，2015 年公司营业收入现金率较上年提升 11.98 个百分点至 105.23%。2015 年公司经营活动产生的现金流净额为 -0.55 亿元，同比明显缩窄，主要系公司收入规模扩大以及交通工程板块工程款结算增加所致。投资方面，跟踪期内子公司林洋能源理财产品购买、赎回规模扩大，同时其继续加大光伏电站投资力度，导致公司投资环节收支均大幅增长，2015 年公司投资性现金流净额为 -19.56 亿元。公司主要通过非公开发行股票、银行借款、发行债券等方式弥补资金缺口，跟踪期内，筹资活动产生的现金流净额为 19.72 亿元。

2015 年末，该公司资产总额为 89.08 亿元，较上年末增长 39.93%。公司资产以流动资产为主，当年末为 54.62 亿元，占资产总额的 61.31%。2015 年末流动比率和速动比率分别为 185.48% 和 133.37%，总体处于较好水平。

从资产构成情况来看，2015 年末该公司流动资产仍主要分布于货币资金、应收账款、存货和其他流动资产，占比分别为 27.94%、21.61%、23.30% 和 15.25%。其中：年末货币资金余额为 15.26 亿元（含受限货币资金 1.57 亿元），较上年末增长 3.36%，现金比率为 55.39%；但其中 14.33 亿元集中于林洋能源，公司本部及其他子公司账面货币资金存量有限。应收账款年末余额为 11.81 亿元，较上年末增长 2.68%，主要由于光伏组件销售规模进一步增加，以及发电项目应收国家补贴资金增长所致，其中 82.31% 集中在一年以内（含一年）。受子公司林洋能源光伏产品产量上升，原材料增加的影响，年末存货较上年末增长 16.71% 至 12.73 亿元，主要包括在建房地产项目，计入开发成本 6.09 亿元，其他主要为库存商品和原材料。公司年末其他流动资产为 8.33 亿元，较上年末大幅增长，主要系新购买 7.90 亿元的银行理财产品所致。此外，公司年末其他应收款为 2.23 亿元，较上年末增长 34.14%，主要系项目前期垫付资金、关联方借款和项目投标保证金增加所致；公司年末其他应收款已计提坏账准备 1.13 亿元，其中单项金额重大并单独计提坏账准备共计 0.86 亿元，主要系因往来方资不抵债、债权索赔无法收回等原因，面临一定往来款管理风险。

2015 年末，该公司非流动资产为 34.46 亿元，较上年末大幅增长 53.40%，主要由于跟踪期内公司持续推进光伏电站项目以及相应预付光伏设备采购款增加所致，年末固定资产、其他非流动资产分别为 20.06 亿元和 6.56 亿元（上年末分别为 7.36 亿元和 3.66 亿元）。其他占比较大的资产包括在建工程、工程物资和无形资产，年末分别 1.97 亿元、2.29 亿元和 1.24 亿元。其中在建工程较上年末减少 66.96%，主要系公司大量在建光伏项目实现转固所致；年末工程物资较上年大幅增至 2.29 亿元，系由公司光伏电站工程物资构成；年末公司无形资产较年末增长 7.31% 至 1.24 亿元，主要系公司新购置电脑软件和专利权所致。此外，公司长期应收款主要为交通工程业务工程施工的分期应收款，随着 2015 年较多工程款实现回笼，年末余额减至 1.10 亿元。

截至 2015 年末，该公司共计获得的人民币授信额度为 34.53 亿元，以及美元授信额度为 2500 万美元，其中已使用授信额度为 15.57 亿元人民币。

根据该公司 2016 年 4 月 22 日的《企业信用报告》，公司无不良贷款记录。

跟踪期内，受招标时间延后的影响，该公司核心电能仪表主业收入有所下滑，但光伏业务取得快速发展，带动公司整体营业收入实现增长，盈利能力保持在较好水平。非上市业务板块中，公司交通工程业务运营情况基本稳定，但房地产项目资金回笼情况仍欠佳，且业务后续仍面临一定的资金投入需求。

跟踪期内，该公司债务规模较快增长，但依靠上市子公司实施非公开发行股票，以及经营积累的增加，公司合并口径负债经营程度继续下滑，整体财务稳健度仍较高。公司债务规模可控，但集中于流动负债，面临一定偿付压力；且公司大量的经营及偿债资源集中于上市子公司，非上市板块资源仍相对有限。

同时，我们仍将持续关注：(1) 国家电网、南方电网电能表招投标情况对公司电能表业务的影响；(2) 公司房地产项目资金压力以及项目销售回笼情况；(3) 公司应收账款规模控制情况及对经营性现金流的影响；(4) 公司光伏发电项目投资进展、资金平衡及效益产出情况；(5) 公司外部往来资金管理风险等。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2013年	2014年	2015年
金额单位：人民币亿元			
资产总额	48.48	63.66	89.08
货币资金	14.44	14.77	15.26
刚性债务	7.46	15.00	21.89
所有者权益合计	29.40	33.13	53.98
营业收入	21.91	23.58	28.84
净利润	2.89	2.83	3.45
EBITDA	4.72	4.94	6.15
经营性现金净流入量	1.32	-1.10	-0.05
投资性现金净流入量	-0.62	-4.17	-19.56
资产负债率[%]	39.36	47.95	39.40
长期资本固定化比率[%]	43.12	64.56	57.79
权益资本与刚性债务比率[%]	393.98	220.94	246.62
流动比率[%]	196.95	142.73	185.48
速动比率[%]	148.73	103.20	133.37
现金比率[%]	82.10	52.93	55.39
利息保障倍数[倍]	8.31	6.73	6.34
有形净值债务率[%]	68.31	96.31	67.00
营运资金与非流动负债比率[%]	1,503.52	740.87	445.13
担保比率[%]	1.02	2.41	1.11
应收账款周转速度[次]	3.04	2.53	2.48
存货周转速度[次]	1.75	1.59	1.64
固定资产周转速度[次]	3.35	3.35	2.10
总资产周转速度[次]	0.46	0.42	0.38
毛利率[%]	34.31	34.55	32.71
营业利润率[%]	15.26	14.32	14.44
总资产报酬率[%]	8.51	7.41	6.59
净资产收益率[%]	10.24	9.05	7.91
营业收入现金率[%]	99.64	93.25	105.23
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	6.78	-4.45	-0.17
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	3.57	-21.27	-59.79
EBITDA/利息支出[倍]	9.67	8.01	7.75
EBITDA/刚性债务[倍]	0.74	0.44	0.33

注：表中数据依据华虹电子经审计的 2013~2015 年财务报表整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本与刚性债务比率	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
长期资本固定化比率	(期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产\以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
应收账款周转速度	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1-报告期主营业务成本/报告期主营业务收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
总资产报酬率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入与负债总额比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入与负债总额比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
EBITDA/利息支出	=EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/刚性债务	=EBITDA/[(期初刚性债务+期末刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出=EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 刚性债务=短期借款+交易性金额负债\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+一年内到期的长期借款+长期借款+应付短期融资券+应付债券+其他具期债务

注5. 报告期利息支出=列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额=经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录三：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 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
投 机 级	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

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 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。
投 机 级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。