大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

跟踪评级公告

大公报 SD【2017】063 号

大公国际资信评估有限公司通过对盾安控股集团有限公司及“16 盾安 CP003”的信用状况进行跟踪评级，确定盾安控股集团有限公司的主体长期信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定，“16 盾安 CP003”的信用等级维持 A-1。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一七年四月一日

盾安控股集团有限公司主体与相关债项2017年度跟踪评级报告

大公报SD【2017】063号

主体信用

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

债券简称	额度（亿元）	年限（年）	跟踪评级结果	上次评级结果
16 盾安CP003	6	1	A-1	A-1

主要财务数据和指标　（人民币亿元）

项 目	2016.9	2015	2014	2013
总资产	584.81	536.94	462.60	397.61
所有者权益	224.02	202.60	164.48	148.85
营业收入	403.81	516.40	503.19	436.32
利润总额	11.64	15.55	16.32	16.47
经营性净现金流	5.66	12.37	7.88	8.09
资产负债率（%）	61.69	62.27	64.44	62.56
债务资本比率（%）	57.36	57.39	57.98	56.01
毛利率（%）	7.10	7.87	7.72	8.82
总资产报酬率（%）	3.38	5.98	7.06	6.81
净资产收益率（%）	4.38	5.61	7.58	8.61
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	0.51	0.58	0.37	0.57
经营性净现金流/总负债（%）	1.63	3.91	2.88	3.59

注：2016年9月财务数据未经审计。

评级小组负责人：吴洁洁
评级小组成员：贾　杉　廖　燕
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

盾安控股集团有限公司（以下简称“盾安集团”或“公司”）是以装备制造、民爆化工为主，铜贸易和房地产为辅，逐步涉入新材料、新能源的综合性集团企业。评级结果反映了公司在制冷配件业务仍具有明显的规模优势，特种空调相关装备仍处于国内领先水平，民爆化工业务区域竞争力强，板块多元化经营有助于增强整体抗风险能力以及融资渠道畅通等有利因素；同时也反映了新能源业务仍面临一定的不利影响，其他应收款对资金仍形成较大占用，有息债务规模继续上升，公允价值变动收益和投资收益占营业利润比重仍较高等不利因素。

综合分析，大公对公司“16盾安CP003”信用等级维持A-1，主体信用等级维持AA+，评级展望维持稳定。

有利因素

- 制冷配件行业市场集中度高，公司在冷配行业市场占有率较高，仍具有明显的规模优势；
- 公司大力发展特种空调业务，是国内具备核电站暖通系统总包业务资格的企业之一，相关装备仍处于国内领先水平；
- 公司民爆化工业务炸药品种齐全，生产规模仍位于行业前列，区域市场竞争力强；
- 公司业务板块多元化，2015年市场经营规模进一步扩大，增强了公司综合抗风险能力；
- 公司拥有多家上市子公司，并多次通过债券市场筹集资金，直接融资渠道仍较为畅通。

不利因素

- 公司新能源项目投资仍较大，弃风限电和风能不稳定性对公司新能源业务发展造成一定不利影响；
- 2016年9月末，公司其他应收款规模较大，对资金形成较大的占用；
- 公司投资需求推动债务负担上升，2016年9月末有息债务规模继续增长，债务压力有所加大；
- 2016年1～9月，公司期间费用继续增长，公允价值变动收益和投资收益占营业利润比重较高，缺乏一定的稳定性。

大公保留对企业及相关债项信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的盾安集团存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

盾安集团前身为浙江盾安集团有限公司，成立于 1996 年 12 月 14 日，由自然人姚新义、姚新泉、姚土根三人共同出资组建。经多次增资扩股及股权转让，截至 2016 年 9 月末，公司注册资本为 20 亿元，公司股东为浙江盾安创业投资有限公司（以下简称“盾安创投”）、姚新义和姚新泉，持股比例分别为 40.00%、30.60%和 29.40%，姚新义和姚新泉为兄弟关系。盾安创投注册资本 1 亿元，姚新义和姚新泉各持股 51.00%和 49.00%。截至 2016 年 9 月末，公司法定代表人和实际控制人仍为姚新义。

公司是以装备制造、民爆化工为主，铜贸易和房地产为辅，逐步涉入新材料、新能源的综合性集团企业。截至 2016 年 9 月末，公司共有 18 家一级子公司。包括两家主板上市子公司：浙江盾安人工环境设备股份有限公司（以下简称“盾安环境”，证券代码“002011”）于 2004 年在深交所上市，主要产品及业务涵盖制冷智能自控元器件、环境优化与系统集成、可再生能源利用及热工等；子公司安徽江南化工股份有限公司（以下简称“江南化工”，证券代码“002226”）于 2008 年在深交所上市，主要为矿山开采、基础建设、城市拆除爆破等提供民用爆破器材和工程爆破服务。

2015 年 10 月，盾安环境 2015 年度非公开发行股票事项获得证监会发行审核委员会审核通过，2016 年 3 月，盾安环境正式发行新增股份，实际募集资金 8.5 亿元，扣除相关发行费用后的募集资金净额拟用于制冷配件自动化技改项目、微通道换热器建设项目以及偿还银行贷款。2016 年 6 月，江南化工非公开发行股票事项获得证监会核准批复，根据方案，本次发行拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行不超过 12,000 万股（含 12,000 万股）A 股股票，扣除发行费用后募集资金净额不超过 110,491 万元，募集资金将用于爆破工程一体化等 5 项民爆产业链项目和补充流动资金。截至 2016 年 9 月 26 日，江南化工实际发行 12,000 万股，募集资金共计为人民币 97,680 万元，扣除发行费用后，实际募集资金净额为人民币 95,454 万元，资金已到位。

2017 年 1 月，江南化工发布《安徽江南化工股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》称，江南化工拟以发行股份的方式购买浙江盾安新能源股份有限公司 100%股权，并拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，该交易不会变更盾

安集团的控股股东地位，也不会变更姚新义的实际控制人地位。该交易尚需董事会等相关机构的批准或核准，尚存在不确定性。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1　本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
16 盾安 CP003	6 亿元	2016.12.08～2017.12.08	偿还公司本部债务融资工具	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

2016 年以来我国经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；短期内我国经济下行压力仍较大，但随着“十三五”规划和供给侧结构性改革的持续推进，我国经济仍具有保持中高速增长的潜力

2016 年，我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，产业结构持续优化，主要经济指标仍处于合理区间。根据国家统计局初步核算数据，2016 年，我国实现国内生产总值 744,127 亿元，同比增长 6.7%，增速同比下降 0.2 个百分点。其中，2016 年第四季度国内生产总值同比增长 6.8%，高于全年增速 0.1 个百分点，与 2015 年同期增速持平。分产业看，第一产业增加值 63,671 亿元，比上年增长 3.3%；第二产业增加值 296,236 亿元，比上年增长 6.1%；第三产业增加值 384,221 亿元，比上年增长 7.8%，占国内生产总值的比重为 51.6%，比上年提高 1.4 个百分点，高于第二产业 11.8 个百分点，产业结构更趋优化。经济景气度方面，2017 年 1 月，中国制造业 PMI 终值为 51.3%，较上月降低 0.1 个百分点，但仍位于临界点之上。总的来看，2016 年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2016 年以来，世界经济复苏总体不及预期，世界银行于 2016 年 6 月将 2017 年世界经济增长预期由 3.1%下调至 2.4%。世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡，且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制；在金融市场方面，发达经济体政府债务负担有所好转，但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观，此外，全球非金融企业债务水平进一步升高，成为全球金融市场中新的风险点。2016 年 11 月 9 日，特朗普当选美国总统，其团队所主张的医疗、贸易、金融、外交等方面政策，预示美国战略收缩力度将加大，继英国脱欧之后，美国大选结果将增加

全球经济的不可预见性和波动性。2016 年 12 月 14 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 0.5%至 0.75%的水平，美元走强的同时以原油为首的大宗商品价格不可避免地承受更大的压力，同时加剧了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性和不确定性。

2015 年以来，央行延续之前稳健的货币政策基调，更加注重松紧适度，适度预调微调。2015 年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格及社会融资成本。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构，同时颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资难问题。2016 年，央行在继续稳健货币政策的基础上，加强对供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展和可持续发展。2016 年 12 月，中央经济工作会议于北京召开，会议要求坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，同时将促改革列入到经济工作重心，在稳增长的基调下改革将成为 2017 年经济工作的一大重点。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五”规划建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力。供给侧结构性改革将持续化解过剩产能和房产库存，促进基础设施和房地产行业的有效投资。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长的潜力。

行业及区域经济环境

● 装备制造

制冷配件行业需求不断增加，市场集中度仍较高，产业政策将推动行业的节能环保升级

随着我国居民收入及城镇化水平不断提高，全球气候变暖和居民消费观念的转变，家用空调需求不断增多，保证了下游制冷配件的生产。随着空调购新需求和更新需求的增加，制冷配件的未来发展前景良好。

制冷配件行业市场集中度仍较高。随着家用空调行业品牌集中度的提高，家用空调制造企业对制冷配件企业的规模、技术和资金承受能力提出了更高的要求，造成制冷配件企业的集中度也在不断提高。

产业政策将推动行业的节能环保升级，强调节能减排、建设资源节约型、环境友好型社会的重要性，这将推动制冷配件行业的节能环保升级，从而对制冷配件企业的技术研发能力、综合制造能力提出了

更高的要求。

商用中央空调行业需求仍不断提升，行业的细化和特种化成为重要发展方向；国内核电产业的发展为核电设备产业带来了良好的发展机遇

随着我国国民经济实力的不断增强，规模化城乡建设和大型基础设施建设的增多，商用中央空调需求得以不断提升。同时，中央空调是空调市场的高端产品，具有节能、舒适、容量易调节、噪声低、振动小等优点，符合节能环保的大趋势，进一步保证未来市场需求。商用中央空调可广泛应用于不同规模、不同用途的现代家居空间、商业场所、办公环境等。随着消费者生活水平的不断提高和生活环境的日益恶劣，室内的舒适性、环保性、能效性等方面都对末端有着更高的要求，细化和特种化成为商用中央空调行业的重要发展方向。

随着核电作为一种清洁、经济型的新能源得到越来越广泛的认可，许多国家均在其能源发展战略中提高了核电的比重，近年来我国核电装机容量不断提升，新建核电站数量不断增加，截至 2016 年 9 月底，我国正在运行的核电机组有 33 台，装机容量为 3,146 万千瓦，目前是世界上核电在建规模最大的国家。2016 年 1～9 月全国累计发电量为 43,732.30 亿千瓦时，商运核电机组累计发电量为 1,526.47[1]亿千瓦时，约占全国累计发电量的 3.49%，核能发电量比 2015 年同期上升了 22.84%。

2016 年 3 月，国务院总理李克强在十二届全国人大四次会议上作政府工作报告时，明确提出建设水电、核电等重大项目；在核电产业保持发展的同时，我国政府鼓励和支持提高核电设备（包括核岛设备、常规岛设备、辅助设备三种类型）的国产化率，为核电设备产业带来了良好的发展机遇。在核电建设初期，我国核电设备主要依赖进口，这导致核电站投资造价居高不下，并且国家重大技术装备长期依赖国外进口也直接影响到了我国的核能源安全。为此，国家在鼓励发展核电的同时一直强调核电设备的制造自主化，《核电中长期发展规划》指出“在设备采购方式上，对于国内已经基本掌握制造技术的设备，原则上均在国内厂家中招标采购”、“不断提高设备制造自主化的比例，最大限度地掌握制造技术，努力实现核电设备制造业的战略升级”。国家发改委、中国机械工业联合会在相关会议上提出，核电设备国产化率的具体目标是核岛设备达到 70%、常规岛设备达到 80%。在国家的产业政策支持下，公司等国内少数行业龙头企业逐步打破国外技术垄断，实现了核电站关键辅助设备核电暖通设备的国产化。

2016 年 6 月 8 日，《环资委审议通过中华人民共和国核安全法（草案）》，从“安全利用核能，保证核设施、核材料安全”、“预防与应对核事故”、“保护涉核人员和公众的安全与健康”、“保护环境”四个方

[1] 红沿河核电厂 4 号机组 2016 年 9 月 19 日投入商运后不久即应电网要求临停备用，故本数据不统计其发电量及上网电量数据。

面明确了立法目的。2016 年 8 月 8 日，国务院印发《“十三五”国家科技创新规划》，文件中指出要稳步发展核能与核安全技术及其应用，重点是核电站安全运行、大型先进压水堆、超高能温气冷堆、先进块堆、小型核反应堆和后处理等技术研发及应用。国内核电产业的发展为核电设备产业带来了良好的发展机遇。

● 民爆化工

我国民爆化工行业仍存在产业集中度和整体技术水平不高等问题；民爆行业管制价格的放开在短期内使产品价格受市场竞争影响出现下滑，但长期有助于在规模、技术及成本方面具备领先优势的部分企业加快市场化改革进程，提高行业集中度

目前，我国民爆化工行业存在产业集中度和整体技术水平不高、自主创新能力不足、区域发展不平衡、总体布局不合理、安全生产基础薄弱等问题。根据行业发展规划，民爆行业要推进整合重组，减少企业和生产点数量；鼓励具备条件的民爆企业积极参与国际市场竞争，扩大民爆生产技术、设备及产品的出口份额，拓展国际市场；鼓励通过重组的方式合理调剂产能，实现产能的跨地区、跨省市的合理流动；鼓励企业优化内部产能结构，提高产能利用率。

多年来，民爆化工行业市场化程度不高，国家的指导定价制度使民爆化工产品价格弹性不足。在指导定价制度下，生产厂商以国家设定的指导价格为基础在一定范围内自主定价，由于国家指导价格的调整具有一定的时滞性，民爆化工行业在遭遇外部环境的重大不利变化时（如原材料价格大幅上涨）较难做出及时灵活的价格调整，不利于提升全行业的系统性风险管理水平。对于行业内优势企业，当市场需求旺盛时，其难以通过调整价格获得应有的收益，会错失市场机会。

2015 年 1 月 4 日，国家发改委发布《关于放开民爆器材出厂价格有关问题的通知》，具体内容如下：第一，放开民爆器材出厂价格，具体价格由供需双方协商确定；第二，取消对民爆器材流通费率管理，流通环节价格由市场竞争形成；第三，切实加强行业和市场监管，保障民爆行业平稳运行。2016 年 10 月 31 日，工业和信息化部编制发布了《民用爆炸物品行业发展规划（2016～2020 年）》（工信部规【2016】331 号，以下简称《规划》）。《规划》明确了“科技创新能力进一步增强”、“产品结构进一步优化”、“产业集中度进一步提高”、“安全生产管理水平进一步提升”四大发展目标，指导民爆化工行业安全、健康、协调、可持续发展。

民爆行业管制价格的放开短期内有可能导致产品平均售价下行，但长期看将有助于发挥市场在资源配置中的决定性作用，有助于在规模、技术及成本方面具备领先优势的部分企业加快市场化改革进程，促进行业集中度提高。

民爆化工生产企业目前产品主要销售给专业民爆器材销售公司，局限性较大，直接向终端客户销售是未来发展趋势

民爆化工生产企业的销售存在较为明显的局限，目前以向专业民爆器材销售公司销售为主，占比 80%左右。民用炸药产品销售采取三种模式：向专业民爆器材销售公司销售，直接向终端客户销售和自产自用。直接向终端客户销售是未来发展趋势，直销模式可以减少民用爆炸物品的流通环节，降低流通成本；降低民用爆炸物品在经销商处的安全风险，减少民用爆炸物品从出厂到使用的时间，提高安全性；提高生产企业的服务水平以满足客户需求。

● 铜贸易

国内以铜为主的有色金属供给长期不足，对外依存度仍较高，为有色金属国际贸易的发展提供了良好的发展机遇

有色金属矿产属于不可再生的稀有资源，在国民经济发展中具有十分重要的地位，同时也是国民经济发展的基础性原材料，广泛应用于机械、电子、建筑、国防、科技等领域。有色金属进出口方面，我国虽然是目前世界上最大的有色金属产品生产国，但是国内有色金属矿产资源储量较低，且我国有色金属深加工产品和新材料开发水平与发达国家差距较大，短时期内难以实现大量出口，有色金属产品进出口贸易长期存在巨额逆差。

作为经济和社会发展中重要的战略物资、生产资料和消费资料，有色金属在我国的供需存在失衡，供应缺口较大。目前我国有色金属中的铜、铝、铅、锌四大品种（占金属总量的 95%）储量和基础储量的可供开采年限均较为有限，铜、铝、铅、锌、锡的资源自给率分别为 20%、60%、65%、80%、90%，有色金属存在供给不足问题。我国的电解铜供给长期处于供不应求的状态，精铜产量和消费量长期存在较大的缺口。2016 年，我国精炼铜产量为 845 万吨，同比略有增长。

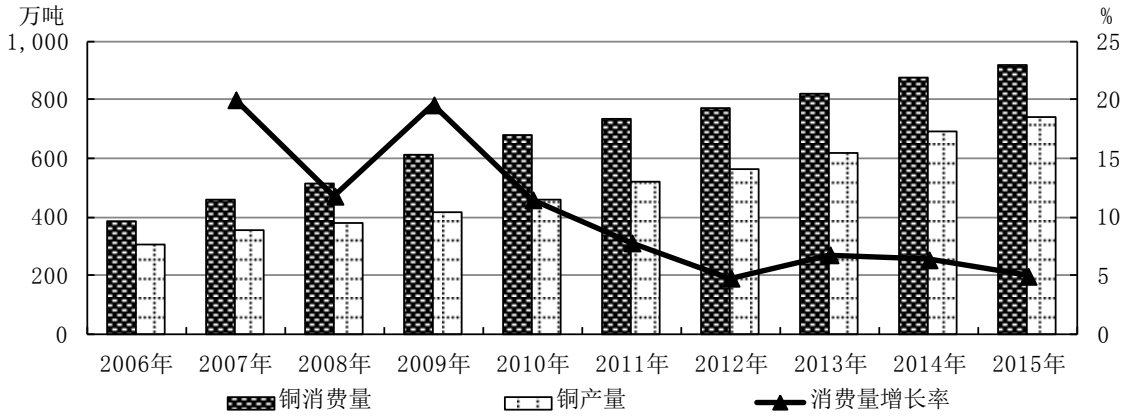


图 1　2006～2015 年我国铜产量、消费量和消费量增长率情况

数据来源：Wind 资讯

综合来看，随着我国宏观经济的逐渐企稳回升，国内有色金属行业的需求将稳步增长，行业景气度将逐渐回暖，同时我国有色金属资源的对外依存度仍将保持较高水平，在一定程度上，为有色金属国际贸易的发展提供了良好的发展机遇。

● 新材料

镁合金拥有较为广阔的应用领域和发展前景，得到国家产业政策的大力支持；国内镁产业仍呈现“低、小、散”的行业特征，技术发展水平低与下游市场需求高的矛盾突出，仍制约着镁行业的发展速度

镁在自然界中以化合态存在，主要分布于白云石矿、盐湖、海水等资源中，因此镁资源储备十分丰富。镁合金具备比重轻、减振性能高、抗蠕变性能好等优质的物理性能，因此应用方向主要集中于机械减重和提高机械耐湿、散热性能等，应用领域包括汽车行业、3C 行业、航空航天以及其他机械工具行业。由于近年来汽车、航空航天和电子行业对产品轻量化的需求，镁合金应用得到了一定的发展，且未来随着国内节能减排和轻量化工程的推动，镁作为国家战略性资源和新型结构材料将在更多领域得到应用，镁合金产品具有很大的应用空间和发展前景。《有色金属工业发展规划（2016～2020 年）》中提到“航空航天用高强镁合金大尺寸复杂铸造件、高强耐热镁合金大规格挤压型材/锻件，3C 产品用镁合金精密压铸件，大卷重低成本高成型性镁合金板带材，汽车轻量化结构件用镁合金精密压铸件等”，还指出“十三五”期间，随着交通运输轻量化、农村电网改造、新一代电子信息产业、新能源汽车、高端装备制造、节能环保等战略性新兴产业的发展，有色金属市场需求仍将保持一定增长，镁需求将继续保持高速增长。

目前国内镁合金产业行业集中度很低，单一企业产能规模较小，规模化企业少，工艺装备水平较为落后，产品质量水准参差不齐，呈现“低、小、散”的行业发展格局，无序竞争和资源浪费现象较为严重；另外现阶段镁合金加工工艺发展滞后，镁合金牌号和高性能镁合金新材料很少，缺乏低能耗、低成本的冶炼技术以及先进的产品设计和开发平台，现阶段技术水平和产品类型不能满足下游市场需求的矛盾较为突出，制约着行业发展速度。

● 新能源

我国风能资源丰富但分布不均衡，弃风限电仍是制约风电发展的主要瓶颈；国家针对弃风限电现象出台了一系列政策促进风力发电行业的发展

我国幅员辽阔，陆上和海上风能资源都比较丰富，根据气象资料估算，全国平均风功率密度为 100 瓦/平方米，风能资源总储量约 32.26 亿千瓦，可开发和利用的陆地上风能储量有 2.53 亿千瓦，近海可开发和利用的风能储量有 7.5 亿千瓦，共计约 10 亿千瓦。如果陆上风电年上网电量按等效满负荷 2,000 小时计算，每年可提供 5,000 亿千瓦时

电量，海上风电年上网电量按等效满负荷 2,500 小时计，每年可提供 1.8 万亿千瓦时电量，合计 2.3 万亿千瓦时电量。我国风能资源丰富，开发潜力巨大，未来将成为能源结构中一个重要的组成部分。

但我国风能资源的分布不均衡。“三北”地区（东北、西北和华北）风能资源丰富，多数地区风功率密度等级达到 3 级及以上，内蒙古巴彦淖尔乌拉特中旗、赤峰塞罕坝和新疆大阪城等地区风功率密度等级接近或超过 5 级，长期以来，“三北”地区是我国风电发展的主要地区。但这些地区对电力的需求往往相对不足，电力基础设施也较为落后，当地电网的消纳能力和输送能力成为制约风电产业大规模发展的瓶颈。虽然风电装机和发电量均大幅增长，但“弃风限电”仍然困扰着我国风电发展。2016 年，全国风电平均利用小时数 1,742 小时，同比增加 14 小时；全年弃风电量 497 亿千瓦时，同比增加 158 亿千瓦时；平均弃风率 17%，同比上升 2 个百分点。

针对部分地区电网消纳能力低造成的较严重弃风现象，2012 年 6 月，国家能源局提出今后将风电并网情况作为新安排风电开发规模和项目布局的重要参考指标，风电利用小时数明显偏低的地区不得进一步扩大建设规模[2]。2016 年 3 月 17 日，国家能源局对外发布通知提出，将严格控制风电弃风严重地区各类电源建设节奏。在电力供应严重过剩且弃风严重的地区，各省级能源主管部门应研究暂停或暂缓包括新能源在内的各类电源核准建设的措施，避免弃风情况进一步恶化。2016 年 11 月 29 日，国家能源局发布《风电发展“十三五”规划》（以下简称《风电规划》）。《风电规划》明确提出，到 2020 年底，我国风电累计并网装机容量要确保达到 2.1 亿千瓦以上，风电年发电量确保达到 4,200 亿千瓦时，约占全国总发电量的 6%。“三北”地区要全面达到最低保障性收购利用小时数的要求，《风电规划》指出支持风电发展的政策和市场环境尚需进一步完善。各项监管政策的出台短期来看对风电的扩张有抑制作用，长期来看有利于风电行业的健康持续发展，资源储备充足的风电企业将更具优势。2017 年 2 月 22 日，国家能源局发布了《国家能源局关于发布 2017 年度风电投资监测预警结果的通知》（下称《通知》），内蒙古、黑龙江、吉林、宁夏、甘肃、新疆（含兵团）等省（区）成为风电开发建设红色预警区域。红色预警的省（区）不得核准建设新的风电项目，并要采取有效措施着力解决弃风问题。电网企业不得受理红色预警的省（区）风电项目的新增并网申请（含在建、已核准和纳入规划的项目），派出机构不再对红色预警的省（区）新建风电项目发放新的发电业务许可。

同时，弃风限电使得“三北”地区主要风电场的效益大打折扣，而内陆省份风电场的优势日渐凸显。一方面，这些地区人口密集，电力负荷大，风电场接网条件好，基本不会限电；另一方面，风电机组不断提高的风能转换效率和对各种建设条件的适应性，使得在这些地

[2] 《国家能源局关于加强风电并网和消纳工作有关要求的通知》。

区建设风电场不仅可行，而且还可以获得可观的经济效益。近年来国家能源局提出了集中式开发和分散式开发并重的发展思路，并出台了相应的管理办法。内陆地区分散式开发的风电场占比将越来越大。

浙江省经济实力较强，是经济比较发达的沿海对外开放省份，工业基础较好，为企业发展提供了良好机遇

浙江省地处中国东南沿海，是经济比较发达的沿海对外开放省份，以轻工业、加工制造业为主，工业基础较好。浙江省 2016 年地区生产总值为 46,485 亿元，同比增长 7.50%，其中，第一产业为 1,966 亿元，同比增长 2.70%，第二产业为 20,518 亿元，同比增长 5.80%，第三产业为 24,001 亿元，同比增长 9.40%，人均地区生产总值为 83,538 元，同比增长 7.59%。

改革开放以来，浙江民营企业快速发展，民营经济已经占到全省经济总量的一半以上。“十三五”期间，浙江省将继续加快产业结构优化调整，突出重点企业培育，加大并购重组和资源整合力度，加快形成一批主业突出、核心竞争力强、品牌带动作用明显的大型企业，为企业发展提供了良好机遇。

经营与竞争

公司收入和利润仍主要来自于装备制造、民爆化工和铜贸易业务；2015 年公司营业收入继续增长，毛利率水平略有上升；2016 年 1～9 月，毛利润和毛利率同比小幅增加

公司仍主营装备制造、民爆化工和铜贸易等业务，三项业务板块仍是公司收入和利润的主要来源。2015 年，在新材料业务收入增长和新增园林业务收入的推动下，公司营业收入继续增长，毛利润小幅增长。

2015 年，营业收入和毛利润同比均小幅增长，分板块来看，装备制造受下游空调市场需求疲软影响，业务收入和毛利润同比均小幅下降；民爆化工受下游需求下滑、产品价格下降影响，业务收入同比下降 4.35 亿元，毛利润同比下降 2.24 亿元；铜贸易业务收入贡献率为 60.34%，铜贸易业务收入比重较高，但对公司利润贡献度低；同期公司新材料贸易规模大幅增长，导致业务收入同比增加 10.19 亿元，毛利润增长较小；其他业务收入和毛利润规模均同比大幅增长，主要是期间公司将浙江森禾种业股份有限公司（以下简称“森禾种业”）纳入合并范围报表，新增园林绿化等业务收入 11.99 亿元、毛利润 2.69 亿元。同期，受部分房地产项目市场价格上涨影响，房地产业务毛利率水平显著增长，带动公司毛利率小幅增长。

表 2　2013～2015 年及 2016 年 1～9 月公司营业收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年 1～9 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**403.81**	**100.00**	**516.40**	**100.00**	**503.19**	**100.00**	**436.32**	**100.00**
装备制造	81.19	20.11	116.96	22.65	118.73	23.60	117.62	26.96
民爆化工	9.63	2.38	13.58	2.63	17.93	3.56	19.36	4.44
铜贸易	260.65	64.55	311.58	60.34	306.90	60.99	269.29	61.72
房地产	3.24	0.80	15.32	2.97	21.15	4.20	15.32	3.51
新材料	28.58	7.08	38.30	7.42	28.11	5.60	6.73	1.54
新能源	3.20	0.79	3.05	0.59	2.18	0.43	1.59	0.36
其他	17.32	4.29	17.61	3.41	8.19	1.62	6.41	1.47
毛利润	**28.67**	**100.00**	**40.66**	**100.00**	**38.83**	**100.00**	**38.47**	**100.00**
装备制造	13.29	46.35	18.31	45.04	18.61	47.93	16.53	42.97
民爆化工	4.62	16.11	6.49	15.96	8.73	22.48	9.55	24.85
铜贸易	3.06	10.67	3.65	8.98	4.16	10.73	4.41	11.47
房地产	0.00[3]	0.00	4.38	10.78	3.31	8.52	5.39	14.00
新材料	1.94	6.78	1.91	4.69	1.31	3.38	0.53	1.38
新能源	1.60	5.58	1.51	3.71	1.26	3.23	0.97	2.53
其他	4.15	14.48	4.41	10.84	1.45	3.73	1.09	2.81
毛利率		**7.10**		**7.87**		**7.72**		**8.82**
装备制造		16.37		15.66		15.67		14.05
民爆化工		47.97		47.77		48.70		49.38
铜贸易		1.18		1.17		1.36		1.64
房地产		0.09		28.62		15.64		35.17
新材料		6.80		4.98		4.67		7.89
新能源		50.04		49.41		57.41		61.38
其他		23.96		25.03		17.66		16.85

数据来源：根据公司提供资料整理

2016 年 1～9 月，公司实现营业收入 403.81 亿元，同比略降 1.08%；毛利润 28.67 亿元，同比增长 10.23%；毛利率 7.10%，同比提高 0.73 个百分点。受国家宏观调控影响，公司对房地产业务的开发持审慎态度，对房地产板块规模有一定控制，故 2016 年 1～9 月，公司房地产板块营业收入为 3.24 亿元，同比下降 68.75%；房地产开发周期较长，之前的成本是以预估值结算，由于 2016 年 1～9 月大量调整结转已交付项目的成本，并且车库作为配套设施，相关成本均已分摊到地上可售面积的成本，以致当期房地产板块毛利润同比下降 99.61%；毛利率为 0.09%，同比大幅下降。

[3] 2016 年 1～9 月，公司房地产板块毛利润为 28.03 万元。

综合来看，预计未来1～2年，公司主营业务构成将保持总体稳定，但收入和利润将持续受到市场供需状况影响。

● 装备制造

公司装备制造板块收入主要来自于制冷配件、制冷设备及阀门业务。2015 年，装备制造下细分业务发展情况差异较大，其中制冷配件受下游空调等家用电器需求下滑影响，收入和利润规模同比下降较多，制冷设备收入增长较快，主要由于核电暖通设备、节能健康型商用空调等产品收入增长。

盾安环境为主要生产主体；装备制造业务还包括阀门的生产和销售，浙江盾安通用设备有限公司（以下简称“盾安通用”）为阀门主要生产主体；其他产品包括附加配件、各类型电机和特种工程机械等设备的销售。

表 3　2015 年及 2016 年 1～9 月公司装备制造业务经营主体财务指标情况（单位：亿元、%）

名称	年份	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	利润总额	经营性净现金流
盾安环境	2016 年 1～9 月	115.02	60.91	38.79	20.86	0.58	0.38
	2015 年	103.53	63.96	58.59	18.53	0.83	2.69
盾安通用	2016 年 1～9 月	11.26	40.75	9.52	20.05	0.82	-
	2015 年	11.49	36.16	19.76	16.26	1.72	0.45

数据来源：根据公司提供资料整理

公司仍是制冷配件行业龙头企业，规模优势明显；公司在商用空调行业坚持特种化发展方向，大力发展特种空调业务，具备核电站暖通系统总包业务资格，设备处于国内领先水平

公司是制冷配件行业龙头企业，制冷配件产品主要包括截止阀、四通阀、管路集成组件、储液器、平衡块等产品。其中截止阀产品市场占有率稳居全球第一，四通阀位居全球第二。就国内制冷配件行业主导产品截止阀、四通阀、电子膨胀阀等产品而言，基本已形成公司和浙江三花股份有限公司为主的竞争格局，两家企业掌握了该类产品70%以上市场份额，具有较高的市场地位。2015 年以来，公司继续大力发展智能制造领域，加大对电子膨胀阀、微通道换热器等高附加值产品的研发、生产和销售，提高在节能环保节流控制元器件和商用空调配件领域的市场份额，增强产品的未来盈利能力。

在制冷设备领域，公司实行差异化竞争，重点发展特种空调领域，自主研发出核电暖通系统。核电暖通制冷设备包括采暖、通风和空调系统设备，是核电站关键辅助设备之一。因此为保障核电站运行安全，国家对核安全设备的设计和制造活动实施严格的许可证管理制度。公司是国内厂商中处于领先地位的核级水冷机组供货商，并于 2011 年 12 月正式取得国家核安全局颁发的核级风机设计、制造许可证，具备了核电暖通系统集成能力，目前是国内少数具备核电站暖通系统总包业

务资格的企业之一。公司核电暖宝空调系统抗震性强，是三门核电站、“华龙一号”福清 5 号机组等核电项目的相关设备国内唯一供应商。

在可再生能源供热（制冷）领域，公司已承接了十余项可再生能源供热（制冷）系统建筑应用工程，多数项目已处于建设后期。公司节能业务主要以 BOT、EPC 模式为主，未来营业收入主要来自于居民及商用收费、政府价差补贴及政府补助等。2015 年，节能产业实现营业收入 7.63 亿元，同比增长 50.74%，毛利润为 1.86 亿元。

公司仍主要采取“订单生产”模式，制冷配件业务进行差异化生产，中央空调业务为定制型生产；自动化技改使得制冷配件、设备业务生产能力有所扩大

公司采取“订单生产”模式进行生产。制冷配件业务方面，公司根据不同类型客户的要求生产的产品具有一定差异性。国内家用空调制造企业在每个制冷年度（当年的 9 月 1 日至次年的 8 月 31 日）开始时，公司会根据客户制冷年度经营计划，形成初步的生产计划。对于部分外国品牌客户，主要通过对生产能力、生产周期的评审来安排相关客户订单的生产。另外中央空调业务的产品标准化程度较低，大部分是量身定制型产品。2015 年，公司制冷配件产量同比有所下滑，制冷设备产量同比上升。

表 4　2013～2015 年及 2016 年 1～9 月公司制冷配件和制冷设备生产情况

产品	指标	2016 年 1～9 月	2015 年	2014 年	2013 年
制冷配件	年产能（万只/套）	32,000	32,000	32,000	28,000
	产量（万只/套）	21,590	25,822	31,245	28,478
	产能利用率（%）[4]	89.96	80.69	97.64	101.71
制冷设备	年产能（台/套）	1,600	1,600	1,600	1,350
	产量（台/套）	1,223	1,620	1,550	1,320
	产能利用率（%）	101.92	101.25	96.88	97.78

数据来源：根据公司提供资料整理

公司仍与国内外原材料供应商建立了良好的供需渠道及合作关系，有利于装备制造板块产品的成本控制

公司已与国内外原材料供应商建立了良好的供需渠道及合作关系，有利于产品成本控制。公司建立了合格供应商制度，主要通过对具有相应资质潜在供应商的类似产品的生产过程进行详细的实地考察，最终确定备选的合格供应商。

公司装备制造板块主要原材料为铜材，铜价的大幅波动会给公司的经营带来一定的影响。如果铜价大幅上涨，将导致公司对流动资金需求的增加，给公司带来较大的资金压力，从而增加公司财务费用。2015 年以来，公司主要原材料铜棒和铜管采购价格均持续下降，有利

[4] 本报告 2016 年 1～9 月产能利用率均经过年化处理，下同。

于生产成本控制。

表 5　2013～2015 年及 2016 年 1～9 月公司装备制造原材料采购情况（单位：万吨、万元/吨）

项目	2016 年 1～9 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
铜棒	1.64	2.63	2.18	2.89	2.82	3.31	2.49	3.92
铜管	1.10	3.65	1.22	4.23	1.58	4.51	1.58	5.16
钢	1.65	0.39	2.37	0.35	2.71	0.42	2.30	0.49

数据来源：根据公司提供资料整理

对于制冷配件产品，公司仍主要推行“销地生产、组件供应、配套服务”的商业模式，供货快速反应能力较强；对于中央空调产品，公司仍执行“经销为主、直销为辅”的销售政策

在销售模式上，对于制冷配件产品，公司主要推行“销地生产、组件供应、配套服务”的商业模式，供货快速反应能力较强。公司建立了以客户为导向的销售队伍和销售网络，通过充分的资源优化，根据客户、区域的不同划分市场，对市场资源进行协调与优化。针对客户生产基地的布局，公司已形成了包括国内诸暨、珠海、天津、苏州、重庆等地以及泰国在内的制造基地，各制造基地作为独立法人的子公司，就近对主要客户进行配套销售。公司一般会与客户签订框架协议，就主要产品的供求形成年度意向，产品价格一般以市场基础原材料价格为基数加加工费的形式进行结算。公司制冷配件客户群体几乎涵盖了国内外知名空调制造企业，如大金、富士通、格力、美的、海尔等。

对于中央空调产品，公司执行“经销为主、直销为辅”的销售政策，一方面注重终端客户的关系管理和附加服务提供，为客户提供合理的一整套解决方案，提供包括设计、方案、设备、工程、维护等一系列服务；另一方面，深入贯彻以经销为主的经营战略思路，向全国各地的经销商合作伙伴提供产品技术和商务支持，并对市场推广、营销政策、执行力、营销方式等方面进行持续改进。公司中央空调销售市场主要集中在国内，占比达 90%左右，境外市场开发比例相对较低。

表 6　2013～2015 年及 2016 年 1～9 月公司制冷配件和制冷设备的销售情况

产品	指标	2016 年 1～9 月	2015 年	2014 年	2013 年
制冷配件	销售量（万只/套）	22,157	26,426	31,229	27,587
	平均价格（元）	9.76	12.00	13.31	14.02
	销售额（万元）	146,492	317,120	415,798	386,893
制冷设备	销售量（台/套）	1,235	1,602	1,550	1,258
	平均价格（万元）	113.83	121.12	100.00	105.66
	销售额（万元）	90,605	194,037	151,893	132,918

数据来源：根据公司提供资料整理

对于核电、机房基站等行业特种空调，公司仍采取直销模式，包

括参加工程公司或业主方的招投标，以销售相关设备和系统。公司产品售价主要采用以原材料铜材价格为基础的定价模式，可以较有效的转移铜价波动对公司带来的风险。

● 民爆化工

公司民爆化工业务仍主要为民用炸药的研发、生产、销售和爆破业务，经营主体主要为子公司江南化工。

表 7　2015 年及 2016 年 1～9 月江南化工主要财务指标情况（单位：万元、%）

年份	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	利润总额	经营性净现金流
2016 年 1～9 月	526,068	20.16	96,270	47.97	11,464	9,016
2015 年	463,533	22.16	135,809	47.77	10,770	23,343

数据来源：根据公司提供资料整理

江南化工仍是国内工业炸药品种齐全、规模较大的民爆企业，具有较强的区域竞争力；新疆地区禁运火工品政策使得民爆化工板块产品产销量有所下滑

江南化工仍是国内工业炸药品种齐全、规模较大的民爆企业，产品覆盖乳化炸药、铵油炸药、膨化硝铵炸药、震源药柱等。江南化工充分利用其在产品、技术、规模和管理等方面的优势，在以胶状乳化炸药和粉状乳化炸药为主导产品的基础上，大力发展现场混装炸药，重点拓展爆破工程服务市场，集民用炸药的生产、销售和爆破服务为一体，实现产品结构的优化和安全生产水平的提高，区域竞争力得到不断提升。目前公司生产区域已覆盖安徽、新疆、四川、福建、河南、湖北等 7 个省区。

2015 年以来，公司民用炸药产品产量继续下降，主要是由于受新疆反恐形势影响，区域实行火工品禁运政策，公司新疆地区的生产、销售和运输受到影响。

表 8　2013～2015 年及 2016 年 1～9 月公司民用炸药产能、产量情况

项目	2016 年 1～9 月	2015 年	2014 年	2013 年
产能（吨/年）	251,500	260,500	264,500	266,500
产量（吨）	117,139	170,496	218,055	227,727
产能利用率（%）	62.10	65.45	82.44	85.45

数据来源：根据公司提供资料整理

2015 年以来，主要原材料价格的下降有利于民爆业务生产成本控制

公司民爆化工业务产品主要原材料为硝酸铵，2015 年以来，受硝酸铵产能过剩影响，其市场价格下降明显，主要原材料价格的下降有利于公司的成本控制。

表 9　2013～2015 年及 2016 年 1～9 月公司硝酸铵采购情况（单位：吨、元/吨）

项目	2016 年 1～9 月	2015 年	2014 年	2013 年
采购量	83,115	117,590	153,760	166,280
采购均价	1,309	1,367	1,550	1,609

数据来源：根据公司提供资料整理

2015 年以来，受新疆地区和下游矿山开采不景气的影响，公司民用炸药销售量有所下降。由于目前国家对民爆化工行业的价格管制已放开，短期来看民用爆炸物品价格存在回落空间。公司民爆炸药价格继续下降，民爆产品价格的放开在短期内减弱了该业务的盈利能力。

表 10　2013～2015 年及 2016 年 1～9 月公司民用炸药的销售情况

项目	2016 年 1～9 月	2015 年	2014 年	2013 年
销售量（吨）	116,706	169,502	217,629	229,244
平均价格（万元/吨）	0.59	0.59	0.64	0.66
销售额（万元）	68,442	99,708	139,854	150,911

数据来源：根据公司提供资料整理

● 铜贸易

电解铜贸易仍采用“以销定购、套期保值”的贸易模式，在降低商品价格波动风险的同时，仍存在一定的决策和操作风险

公司本部和浙江盾安精工集团有限公司（以下简称“盾安精工”）是铜贸易业务的主要经营主体，主要从事电解铜贸易。由于公司装备制造的主要原材料为铜材加工产品，因此公司开展铜贸易能及时了解铜产品的价格波动，有效管控原材料价格和库存等，进而有利于制冷产品的成本控制。

公司仍采用“以销定购、套期保值”的贸易模式，利用相应月份电解铜期货合约来对冲电解铜现货市场的价格风险，将绝对价格风险减小到相对价差风险，这样的对冲机制降低了市场价格剧烈波动所产生的风险。但电解铜属于国际大宗商品，市场价格易受多种因素影响而剧烈波动，公司较大的铜贸易量决定了需要频繁进行双向套期保值操作，因此套期保值仍存在一定的决策和操作风险。

表 11　2015 年及 2016 年 1～9 月盾安精工主要财务指标情况（单位：万元、%）

年份	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	利润总额	经营性净现金流
2016 年 1～9 月	1,547,747	58.52	1,915,579	5.99	20,008	-
2015 年	1,430,964	61.12	2,003,461	7.34	21,954	19,697

数据来源：根据公司提供资料整理

公司铜贸易仍主要包括长单业务、现货业务和跨期套利业务，2015 年，三种业务交易占比分别为 52.29%、40.87%和 6.84%，2015 年，铜

贸易规模增长，营业收入规模增加，但毛利率水平仍保持很低水平。

表 12　公司电解铜贸易采购、销售情况（单位：万吨、万元/吨）

项目	2016 年 1～9 月	2015 年	2014 年	2013 年
采购量	84.18	87.51	72.95	55.83
采购均价	3.06	3.52	4.15	4.51
销售量	83.81	87.09	72.89	58.83
销售均价	3.11	3.58	4.21	4.58

数据来源：根据公司提供资料整理

公司铜贸易业务仍拥有较为通畅的销售渠道，对上下游客户仍采取信用等级分类制度，有利于降低贸易风险

为了控制风险，公司建立了铜贸易客户信用评级体系，该体系对客户的资金实力、市场信誉等因素综合进行评估，并根据不同的信用等级，与客户商定不同的收付款方式。信用等级分类制度有利于降低贸易风险。另外公司在电解铜贸易领域拥有较为通畅的销售渠道，一方面维持长期合作的客户，另一方面积极拓展贸易上下游渠道，不断开发新客户，有利于公司贸易上下游渠道的畅通。

公司电解铜的供应商仍主要集中于浙江、上海等长三角地区，另外长期合作的主要供应商还包括中铜矿业资源有限公司、金川迈科金属资源有限公司等大型企业。2015 年及 2016 年 1～9 月，公司前五大供应商占铜贸易采购额分别为 41.68%和 42.16%，集中度较高。

表 13　2015 年及 2016 年 1～9 月公司电解铜贸易业务前五大供应商情况（单位：万元、%）

时间	供货商名称	金额	比例
2016 年 1～9 月	浙江禾力佳德贸易有限公司	356,840	13.85
	浙江天创佳业贸易有限公司	274,639	10.66
	浙江宝莱盛达贸易有限公司	233,828	9.08
	上海天洁金属材料有限公司	119,846	4.65
	上海天集投资管理有限公司	100,872	3.92
	合　计	**1,086,023**	**42.16**
2015 年	浙江天创佳业贸易有限公司	393,904	12.79
	浙江宝莱盛达贸易有限公司	318,187	10.33
	浙江禾力佳德贸易有限公司	303,423	9.85
	上海力鉴投资管理有限公司	142,055	4.61
	新兴铸管（宁波）金属资源有限公司	126,221	4.10
	合　计	**1,283,790**	**41.68**

数据来源：根据公司提供资料整理

2015 年及 2016 年 1～9 月，前五大销售客户集中度为分别为 30.35%和 23.02%，集中度一般。因为公司定期对现有客户进行梳理，防范风险同时开拓新客户，所以，2016 年 1～9 月公司电解铜贸易业务前五大

销售客户变动较大。

表 14　2015 年及 2016 年 1～9 月公司电解铜贸易业务前五大销售客户（单位：万元、%）

时间	供货商名称	金额	比例
2016 年 1～9 月	新兴铸管（上海）金属资源有限公司	164,257	6.30
	浙江新湖集团股份有限公司	131,537	5.05
	上海红鹭国际贸易有限公司	124,946	4.79
	浙江信愿行集团有限公司	102,050	3.92
	上海铜道电子商务有限公司	77,222	2.96
	合　计	**600,012**	**23.02**
2015 年	山西兆丰信远物资经销有限公司	425,532	13.66
	上海万偕贸易有限公司	185,321	5.95
	上海天集投资管理有限公司	135,193	4.34
	浙江中升港通贸易有限公司	103,269	3.31
	新兴际华国际贸易有限公司	96,220	3.09
	合　计	**945,537**	**30.35**

数据来源：根据公司提供资料整理

● 房地产

公司房地产板块的主要经营主体为浙江盾安房地产开发有限公司（以下简称“盾安房产”）。盾安房产主要经营范围为房地产开发经营、建筑材料、装潢材料的销售。盾安房产具备房地产开发三级资质，专业从事科技住宅和商业地产的投资开发和租赁。

表 15　2015 年及 2016 年 1～9 月盾安房产主要财务指标情况（单位：万元、%）

年份	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	利润总额	经营性净现金流
2016 年 1～9 月	724,955	61.33	32,436	0.09	3,572	-
2015 年	749,041	63.05	153,189	28.62	-20,332	77,847

数据来源：根据公司提供资料整理

公司房地产板块形成了集中高端住宅与城市综合体开发、建筑科技研发、物业管理以及商业运营管理为主营业务的产业结构。公司已参与国内多个相关行业技术标准的编制，如《低温辐射电热膜》、《楼板预埋管蓄能采暖制冷系统应用技术规程》等。

2013～2015 年，盾安房产营业收入因经济形势影响有所下降，2016 年 1～9 月，房地产业务收入为 3.24 亿元，占公司营业收入的 0.80%；公司预售房屋面积 3.35 万平方米，新开工面积 12,97 万平方米，竣工面积 9.18 万平方米。

表 16　2013～2015 年及 2016 年 1～9 月公司房地产开发经营情况（单位：万平方米、万元）

项目	2016 年 1～9 月	2015 年	2014 年	2013 年
新开工面积	12.97	0.00	14.59	19.00
在建总面积	9.60	5.81	51.11	55.70
销售面积	3.35	5.99	17.01	15.87
竣工面积	9.18	45.30	19.18	12.68
回笼资金	40,900	88,815	162,925	192,805

数据来源：根据公司提供资料整理

公司房地产开发经营尚未形成持续开发，前期土地储备较少。截至 2016 年 9 月末，公司无土地储备，原有土地储备已全部进入开发阶段。

表 17　截至 2016 年 9 月末公司主要地产项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目性质	总投资	已投资	2016 年 10～12 月拟投资额	2017 年拟投资额	2018 年拟投资额
青岛蓝山湾	商住	42.70	38.74	0.13	2.70	1.13
沈阳新一尚品	商住	22.00	11.40	0.68	2.10	2.30
合计	-	**64.70**	**50.14**	**0.81**	**4.80**	**3.43**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司主要地产项目是青岛蓝山湾项目和沈阳新一尚品项目。其中青岛蓝山湾项目总建筑面积为 77.00 万平方米，项目分三期开发，可售面积为 58.40 万平方米，截至 2016 年 9 月末已销售面积 54.50 万平方米，累计销售额 44.13 亿元；沈阳新一尚品项目总建筑面积为 39.97 万平方米，可售面积 36.50 万平方米，截至 2016 年 9 月末已售面积 11.94 万平方米，累计销售额 6.48 亿元。

受国家宏观调控影响，房地产市场前景不明朗，公司对房地产业务的开发持审慎态度，对该业务板块规模有一定控制，公司未来无新增土地计划。

● 新材料

2015 年以来，随着项目的逐步投产，公司新材料产业经营规模大幅增长；金属镁市场价格的下降对公司新材料项目后期投资和发展造成不利影响

公司新材料业务经营主体主要为浙江柒鑫合金材料有限公司（以下简称“柒鑫合金”）及其子公司，主要从事金属镁、镁合金、硅铁、焦化、兰炭、矿产资源及衍生品的研发、生产和销售。公司已在宁夏吴忠、内蒙古阿拉善、新疆哈密三个地区建立了年产 7 万吨金属镁、8 万吨硅铁以及 120 万吨焦炭、30 万吨兰炭的三大工艺先进、节能环保的循环经济工业园和相应配套矿产资源开发、生产的基地；2014 年镁锭销售量（含贸易）已达到行业首位。

表 18　2015 年及 2016 年 1～9 月柒鑫合金主要财务指标情况（单位：万元、%）

年份	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	利润总额	经营性净现金流
2016 年 1～9 月	639,466	82.64	32,436	6.80	3,572	-
2015 年	567,228	78.71	383,036	4.98	2,857	17,712

数据来源：根据公司提供资料整理

2016 年 1～9 月，受新材料下游钢铁企业去产能、去库存的影响，硅铁和兰炭的需求大幅萎缩，公司暂时停止硅铁和兰炭的生产；由于焦炭的采购价格一直上扬，焦炭贸易的利润空间减少，所以公司暂时停止焦炭的贸易。

表 19　2013～2015 年及 2016 年 1～9 月公司新材料经营情况（单位：万吨、元/吨）

产品	类别	2016 年 1～9 月	2015 年	2014 年	2013 年
镁锭	产量	2.88	2.76	3.65	2.44
	销量	2.91	2.71	3.76	2.25
	平均价格	13,085	11,044	12,708	14,048
硅铁	产量	-	2.83	7.23	1.06
	销量	-	2.73	4.31	1.06
	平均价格	-	4,243	5,084	5,464
兰炭	产量	-	6.49	14.26	-
	销量	-	7.25	7.06	-
	平均价格	-	307	430	-
焦炭	产量	18.37	22.80	34.77	8.30
	销量	19.45	20.99	37.43	5.65
	平均价格	512.93	520.75	708.45	826.25
贸易	镁锭销量	13.64	16.67	10.00	1.07
	硅铁销量	15.82	20.75	1.13	1.91
	焦炭销量	-	41.20	21.52	-

数据来源：根据公司提供资料整理

● 新能源

2015 年，随着若干风场项目的竣工并网，公司新能源业务规模增长较快；弃风限电和风能不稳定性仍对产业发展造成一定不利影响

公司新能源业务经营主体为浙江盾安新能源发展有限公司（以下简称“盾安新能源”）及其子公司，主要涉及风场运营、售电和风机整机制造、销售等业务。盾安新能源已在内蒙古、新疆、宁夏和贵州相继成立风电场开发的项目公司，同时分别在甘肃、云南、山西、青海、湖南等地区开展风资源踏勘和测风工作，拥有超过 6 万兆瓦风资源储备。2015 年，随着新疆木垒 5 万千瓦风场、贵州瓮安 10 万千瓦风场、

内蒙古海力素二期 5 万千瓦风场和内蒙古包头百灵庙二期 5 万千瓦风场等风场项目的并网发电，公司风力发电的经营规模进一步扩大。截至 2016 年 9 月末，盾安新能源累计风电装机规模达到 70 万千瓦，太阳能装机规模 6 万千瓦。

表 20　2015 年及 2016 年 1～9 月盾安新能源主要财务指标情况（单位：万元、%）

年份	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	利润总额	经营性净现金流
2016 年 1～9 月	697,875	72.61	31,970	50.04	4,022	-
2015 年	668,114	71.81	30,540	49.41	679	17,669

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2016 年 9 月末，公司风电在建项目主要有三个，其中宁夏风电三期项目，装机容量 10 万千瓦，计划总投资 7.20 亿，已投资 3.60 亿元，项目建成后年发电预计在 18,000 万千瓦时以上，年收入 9,000 万元以上；山西隰县风电项目，装机容量 10 万千万，计划总投资 7.20 亿元，已投资 0.05 亿元，项目建成后年发电预计在 18,000 万千瓦时以上；酒泉风电瓜州项目，装机容量 10 万千万风电场，计划总投资 7.30 亿元，已投资 0.02 亿元，项目建成后年发电预计在 20,000 万千瓦时以上。此外，公司目前已获取优质风资源超过 6,000 万千瓦，分布在内蒙古、新疆、宁夏、贵州、甘肃、山西、云南、河北、安徽等 13 个省区，有超过 150 座测风塔正在进行风资源测量。截至 2017 年 2 月末，公司风电项目已累计投入 61.85 亿元，预计还将投入 14.81 亿元。

表 21　2013～2015 年及 2016 年 1～9 月公司电力装机及发电量情况

项目	2016 年 1～9 月	2015 年	2014 年	2013 年
风电装机容量（万千瓦）	76	76	25	15
设计发电量（万千瓦时）	116,354	92,492	51,511	39,173
实际发电量（万千瓦时）	73,248	64,661	44,728	34,339
上网电量（万千瓦时）	72,861	64,231	44,403	34,182
风电平均上网电价（元/千瓦时）	0.54	0.56	0.56	0.56
平均利用小时数（小时）	1,230	1,731	1,988	2,169

数据来源：根据公司提供资料整理

在新能源板块，盾安新能源于 2014 年 12 月在鄂尔多斯市设立了内蒙古久和能源装备有限公司（以下简称“久和能源装备”），主要从事风机整机的研发、生产和销售业务。截至 2015 年末，久和能源装备已生产 2 兆瓦风力发电机主机 119 台，装机容量 23.8 万千瓦。公司新能源产业发展较快，但未来投资需求较大，弃风限电和风能不稳定性对产业发展造成一定不利影响。

公司治理与管理

截至 2016 年 9 月末，公司注册资本为 20 亿元，法定代表人和实际控制人为姚新义。公司股东为盾安创投、姚新义和姚新泉，持股比例分别为 40.00%、30.60%和 29.40%。盾安创投注册资本 1 亿元，法定代表人姚新义，姚新义和姚新泉各持股 51.00%和 49.00%。

公司根据《公司法》等有关法律法规的相关规定，建立了较为完善的法人治理结构。公司的最高权力机构是股东大会，股东大会下设董事会和监事会，董事会和监事会向股东大会负责，基本形成了股东大会、董事会、监事会和经营管理层各司其责、协调运转、有效制衡的法人治理结构。从公司设立以来的运行情况看，管理制度比较规范、完善，部门职能明确，公司决策机构及职能部门一直对生产经营进行着有效的控制和管理。公司组织形式比较健全，有利于公司未来发展。

公司未来仍将继续以装备制造为基础，向节能环保型、资源能源型企业发展。在装备制造领域，公司坚持“从制造向制造服务壮行，从提供产品向提供系统转型，从供应商向服务商、运营商转型”的发展方向，以“人工环境系统”为核心，提供涵盖零部件、整机和集成的产品供应，为社会提供节能、环保、智能、健康的人工环境系统；在民爆化工领域，公司重点拓展爆破工程服务市场，以为客户提供综合成本最优化方案为目标，成为集科研、生产、销售、爆破服务一体化的新型矿山服务商；在新能源和新材料领域，公司建立节能环保、循环经济产业，力图在新产业内建立规模优势。

表 22　截至 2016 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	2017 年 拟投资额	2018 年 拟投资额
盾安环境节能项目	36.72	30.86	4.51	1.22
宁夏风电三期	7.20	4.09	1.67	0.72
山西隰县风电项目	7.20	1.28	4.48	0.72
酒泉风电瓜州项目	7.30	1.27	0.04	4.53
新材料项目	48.58	47.10	0.51	-
合计	**107.00**	**84.60**	**11.21**	**7.19**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司投资集中于多元化业务板块，运用资本优势发展产业规模。2015 年以来，公司投资领域主要集中于新能源和新材料。由于国内新材料市场尚未成熟，镁金属利润空间减小，而风电项目受自然环境影响较大，具有间歇性、波动性和随机性等特点，因此投资项目未来经营面临一定的不确定性。

经过多年发展，公司现已成为一家以制冷产业为基础，人工环境设备（中央空调）、精密制造业（制冷配件）、民用阀门、特种化工（民

爆器材）、房产开发、能源开发等产业并行发展，集科、工、贸于一体的集团企业，逐步奠定了在行业中的领先地位。公司板块多元化经营有助于分散风险，提升竞争力。整体来看，公司抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2015 年审计报告及 2016 年 1～9 月财务报表。北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 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。公司 2016 年 1～9 月财务报表未经审计。

资产质量

2015 年以来，公司资产规模继续增长，资产构成较为稳定；其他应收款规模较大且主要为应收关联方款项，存在一定的资金回收风险

2015 年末及 2016 年 9 月末，公司资产规模持续增长，资产构成波动不大，流动资产占总资产的比重分别为 47.61%和 49.88%，流动与非流动资产比例较为稳定。

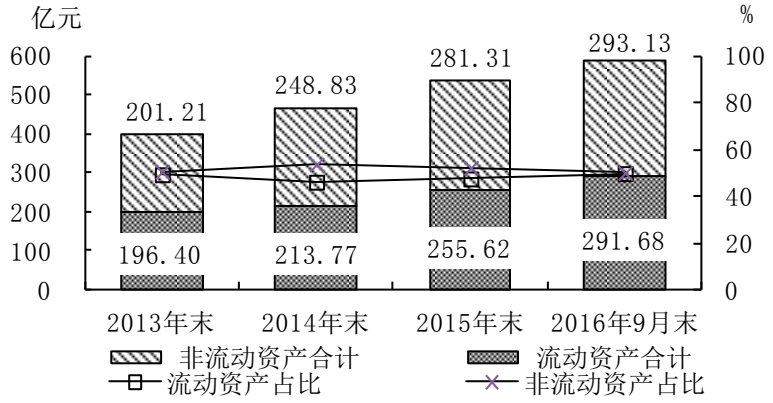


图 2　2013～2015 年末及 2016 年 9 月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由存货、货币资金、应收账款、其他应收款、预付款项构成，2015 年末，上述以上五项合计占流动资产的比重为 89.42%。

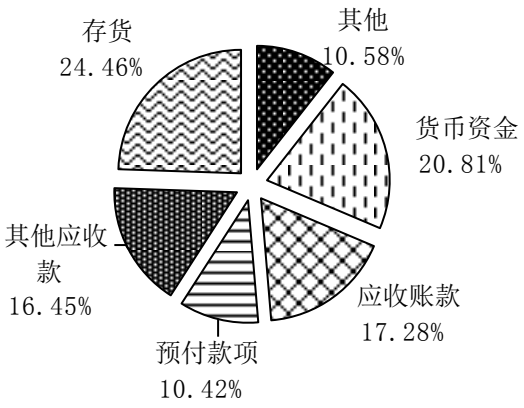


图 3　2015 年末公司流动资产构成情况

2015 年末，公司存货为 62.54 亿元，主要由开发成本及产品、库存商品和原材料构成，2015 年末存货同比增加 11.74 亿元，主要由于下属子公司森禾种业的工程施工大幅增加。2015 年末，货币资金继续增长，主要由银行存款 28.61 亿元和其他货币资金 24.55 亿元构成，其中受限货币资金 22.16 亿元，主要是用于铜贸易结算的信用证保证金和银行承兑汇票的保证金。

2015 年末，公司应收账款为 44.18 亿元，同比大幅增加 16.53 亿元，主要是新合并森禾种业应收园林绿化工程款所致；应收账款已计提坏账准备 2.44 亿元，账龄在 1 年以内的占比 83.22%；前五名应收账款欠款方金额占总额比重为 10.16%。

2015 年末，其他应收款为 42.04 亿元，主要是与其他公司之间的往来款项，其他应收款同比大幅增加 12.31 亿元，主要是内蒙古盾安光伏科技有限公司往来款增加5.52亿元以及森禾种业工程项目保证金等新增 6.73 亿元所致；已计提坏账准备 0.89 亿元，账龄 1 年以内比重 89.27%，其中应收关联方欠款 16.42 亿元，占其他应收款 39.06%。

2015 年末，公司预付款项为 26.63 亿元，构成包括房地产业务的工程款、其他在建项目的工程款和设备租赁款等；预付款项前五名单位总额为 6.24 亿元，占预付款项总额 24.43%。

2016 年 9 月末，公司流动资产为 291.68 亿元，较 2015 年末增长 14.10%，其中存货 74.05 亿元，较 2015 年末增长 18.41%；货币资金为 70.44 亿元，较 2015 年末增长 32.44%，主要是公司 2016 发行的短期融资券以及公司下属子公司柒鑫合金浙商企业基金资金到位所致，其中受限货币资金为 34.58 亿元；应收账款 45.89 亿元，较 2015 年末变化不大；其他应收款为 46.03 亿元，较 2015 年末略增 4.18%；预付款项 22.14 亿元，较 2015 年末下降 16.87%，主要系预付工程款竣工结算所致。

表 23　2016 年 9 月末公司其他应收款前五大欠款单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	与公司关系	金额	账龄	占比
宁波信安达投资合伙企业（有限合伙）	非关联	7.66	1 年以内	15.87
浙江青鸟旅游投资集团有限公司	关联	4.48	1 年以内	9.29
盾安重庆房地产开发有限公司	非关联	4.14	1 年以内	8.58
森禾控股集团有限公司	非关联	2.90	1 年以内	6.01
青岛文昌阁村民委员会	非关联	2.80	1 年以内	5.80
合　计	-	21.98	-	45.55

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产主要由固定资产、投资性房地产、在建工程、无形资产、可供出售金融资产构成，2015 年末，上述以上五项合计占非流动资产的比重为 93.32%。2015 年末，公司固定资产为 65.00 亿元，主要构成为机器设备 41.07 亿元和房屋建筑物 21.82 亿元。

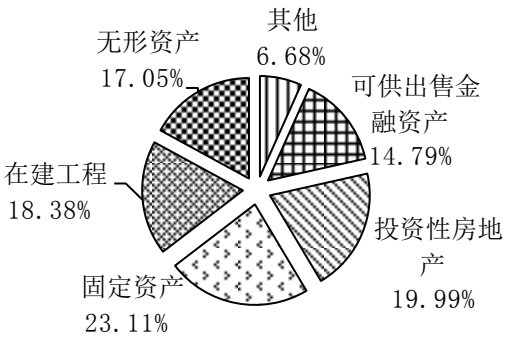


图 4　2015 年末公司非流动资产构成情况

2015 年末，公司投资性房地产为 56.23 亿元，其中按公允价值计量的投资性房地产为 55.58 亿元，主要为盾安新一城等商业地产和非住宅建筑物。

表 24　2013～2015 年末公司按公允价值计量的投资性房地产情况（单位：亿元）

项目	2015 年末	2014 年末	2013 年末
成本合计	37.84	42.34	31.73
公允价值变动合计	17.74	15.76	13.92
账面价值合计	**55.58**	**58.10**	**43.67**

资料来源：根据公司提供资料整理

2015 年末，公司在建工程为 51.70 亿元，同比增加 7.34 亿元，主要是镁合金和风电项目建设投入增加所致；无形资产为 47.97 亿元，主要包括特许经营权 35.50 亿元、土地使用权 9.74 亿元和专利技术等 2.05 亿元，无形资产摊销金额为 1.63 亿元。2015 年末，可供出售金融资产为 41.61 亿元，公司将长期股权投资重分类为可供出售金融资产的金额为 17.45 亿元，占重分类前长期股权投资的 72.19%。

2016 年 9 月末，公司非流动资产为 293.13 亿元，较 2015 年末略增 4.20%。其中固定资产为 79.96 亿元，较 2015 年末增长 23.01%，主要是公司新能源新建风场项目及部分在建工程完工结转，导致房屋建筑物和机器设备增加较多；投资性房地产为 59.98 亿元，较 2015 年末略增 6.67%；在建工程为 50.22 亿元，较 2015 年末略降 2.85%；无形资产为 48.71 亿元，较 2015 年末变化不大；可供出售金融资产为 33.28 亿元，较 2015 年末下降 20.03%，主要是由于公司减持芜湖海螺型材科技股份有限公司、广州鹏辉能源科技有限公司部分股份所致。

2015 年，公司存货周转天数为 42.88 天，存货周转效率略有提高；公司应收账款周转天数为 25.04 天，应收账款周转率有所下降。2016 年 1～9 月，公司应收账款周转天数和存货周转天数分别为 30.16 天和 49.15 天。

截至 2016 年 9 月末，公司受限资产总额为 80.32 亿元，包括以房屋建筑、土地、机器设备等形式抵质押资产 45.74 亿元以及受限货币资金 34.58 亿元，公司受限资产占总资产比例为 13.73%，占净资产比例为 35.85%。同时，公司将下属子公司盾安精工持有的 18,000 万股盾安环境股票进行质押，质押金额为 6.7 亿元；另外公司将 5,370.81 万股江南化工股票进行质押，质押金额为 5,437 万元。

综上所述，公司资产规模持续增长，资产构成较为均衡；其他应收款数量较大，对资金形成较大占用。

资本结构

2015 年以来，公司总负债规模继续增长，负债构成有所波动；投资需求推动债务负担上升，有息债务规模持续增加；公司不断减少对外担保额度，担保比率明显下降

2015 年末及 2016 年 9 月末，公司负债规模继续增长，流动负债占总负债的比重分别为 56.60%和 51.47%。

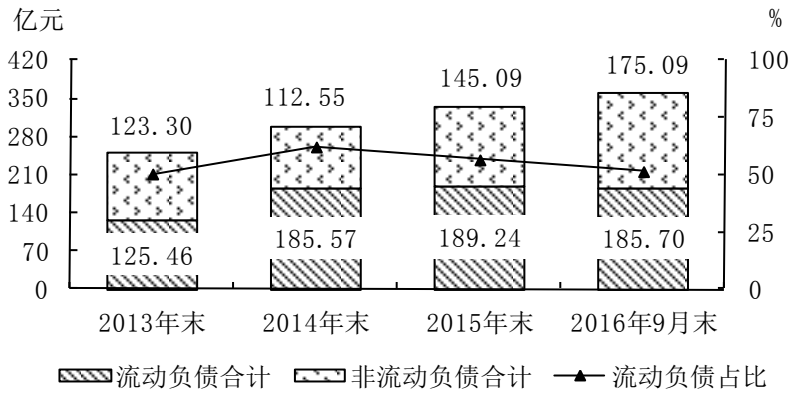


图 5　2013～2015 年末及 2016 年 9 月末公司负债构成情况

公司流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付

账款和应付票据构成，以上四项合计占流动负债的比重为 86.61%。

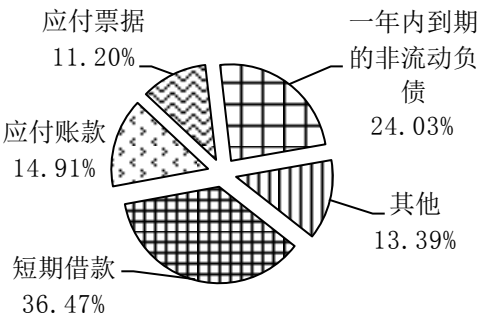


图 6　2015 年末公司流动负债构成情况

2015 年末，公司短期借款为 69.01 亿元，由保证借款 46.53 亿元、信用借款 8.58 亿元、质押借款 7.04 亿元和抵押借款 6.87 亿元构成；一年内到期的非流动负债为 45.47 亿元，主要包括一年内到期的应付债券 39.00 亿元和一年内到期的长期借款 5.77 亿元。2015 年末，应付账款为 28.22 亿元，主要是应付工程款和设备款；应付票据继续增长，主要由于随着业务规模扩大，公司增加了票据结算的比例和金额，其中 2015 年末全部为银行承兑汇票。

2016 年 9 月末，公司流动负债为 185.70 亿元，较 2015 年末变动不大；其中，随着公司经营、投资规模的扩大，短期借款较 2015 年末增加 12.30 亿元；一年内到期的非流动负债为 33.05 亿元，较 2015 年末下降 27.31%，主要是公司偿还了部分到期债务；应付账款为 27.83 亿元，较 2015 年末变化不大；随着公司规模扩大，增加了票据结算的金额，应付票据较 2015 年末增长 20.04%，为 25.44 亿元。

公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。2015 年，长期借款继续增长，主要是随着公司经营规模扩张、投资需求增长，长期资金需求相应增加所致，主要为保证借款 41.36 亿元、抵押借款 28.42 亿元；2015 年末应付债券为 63.86 亿元，同比增加 20.53 亿元，主要是公司于 2015 年 3 月发行 20.00 亿元非定向债务融资工具。2016 年 9 月末，公司非流动负债为 175.09 亿元，较 2015 年末增长 20.67%，主要是公司于 2016 年 1 月发行了 10.00 亿元的中期票据，使得应付债券规模大幅上涨，以及公司为新能源新增项目贷款导致长期借款较 2015 年末增长 25.32%所致。

2015 年末及 2016 年 9 月末，公司总有息债务继续增加，投资需求推动债务负担上升。从债务期限结构来看，长期有息债务比重有所上升，债务期限结构较为均衡；总有息债务占总负债的比重较高。

表 25　2013～2015 年末及 2016 年 9 月末公司总有息债务及其构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年 9 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
短期有息债务	178.18[5]	138.68	120.72	74.55
长期有息债务	123.13	134.18	106.19	114.95
总有息债务	**301.31**	**272.86**	**226.91**	**189.50**
总有息债务占总负债比重	83.51	81.61	76.11	76.18

截至 2016 年 9 月末，公司一年内到期有息债务金额为 178.18 亿元，占总有息债务的比例为 59.14%。

表 26　截至 2016 年 9 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	>5 年	合计
金额	178.18	29.51	56.57	4.84	4.33	27.87	**301.31**
占比	59.14	9.79	18.77	1.61	1.44	9.25	**100.00**

2015 年末及 2016 年 9 月末，公司资产负债率继续下降，基本处于 60%以上的水平，债务资本比率变动较小。同期，流动比率、速动比率均有所上升。

表 27　2013～2015 年末及 2016 年 9 月末公司部分财务指标

指标	2016 年 9 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
资产负债率（%）	61.69	62.27	64.44	62.56
债务资本比率（%）	57.36	57.39	57.98	56.01
长期资产适合率（%）	136.15	123.60	111.34	135.26
流动比率（倍）	1.57	1.35	1.15	1.57
速动比率（倍）	1.17	1.02	0.88	1.08
保守速动比率（倍）	0.49	0.37	0.34	0.43

2015 年末及 2016 年 9 月末，公司所有者权益继续增长，主要是未分配利润增长所致。2016 年 9 月末，公司有 8.00 亿元的其他权益工具，主要是公司发行了 8.00 亿元的类永续债券。

2015 年以来，公司不断减少对外担保额度，担保比率明显下降，截至 2016 年 9 月末，公司对外担保余额 6,468.16 万元，担保比率为 0.29%，被担保企业为内蒙古运昇镁业科技有限公司，担保到期日为 2016 年 12 月 31 日[6]。

综合来看，公司总负债规模持续增长，负债构成有所波动；公司总有息债务继续增加，债务结构有所改善；公司不断减少对外担保额度，担保比率明显下降。

[5] 公司编制 2016 年 1～9 月财报时，将 38.38 亿元的一年内到期非流动负债计入应付债券科目，本报告在计算时将其调整回短期有息债务中。
[6] 截止本报告出具日，该笔对外担保已续保，担保余额为 4,540.29 万元，担保到期日为 2017 年 12 月 31 日。

盈利能力

2015 年以来，公司营业收入规模继续增长，期间费用继续增长，挤占了一定利润空间；公允价值变动收益和投资收益占利润总额比重较高且继续增长，缺乏一定的稳定性

2015 年，受铜贸易和新材料业务收入逐年增长推动，公司营业收入继续增长。

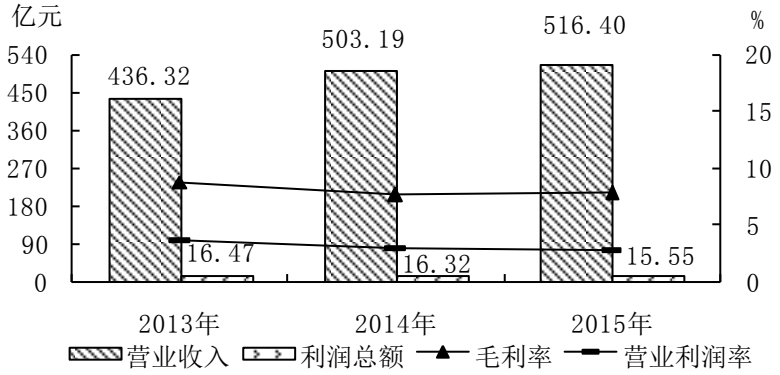


图 7　2013～2015 年公司收入和盈利情况

2015 年，公司期间费用同比增加 5.20 亿元，由于融资需求增加，有息债务规模增长，因此财务费用继续上升。同期，期间费用占营业收入的比重为 6.78%，同比小幅增长。

表 28　2013～2015 年及 2016 年 1～9 月公司期间费用及占营业收入比重情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年 1～9 月	2015 年	2014 年	2013 年
销售费用	4.77	6.70	6.51	6.47
管理费用	11.83	16.64	13.70	11.85
财务费用	8.14	11.65	9.58	7.37
期间费用合计	**24.74**	**34.99**	**29.79**	**25.70**
占营业收入比重	6.13	6.78	5.92	5.89

2015 年，公司公允价值变动收益为 1.98 亿元，主要由于公司投资性房地产评估价值增长，占营业利润比重为 14.12%；投资收益为 9.77 亿元，主要包括公司出售郑煤机、长城影视、南通锻压等可供出售金融资产取得的 4.12 亿元投资收益及二级市场股票交易产生的 3.18 亿元投资收益。2015 年，公允价值变动收益和投资收益占营业利润比重为 83.79%，同比增加 21.93 个百分点，公允价值变动收益和投资收益占营业利润比重较高，且继续增长，公司利润来源稳定性有待提高。

2015 年，公司营业利润为 14.03 亿元，同比下降 1.25 亿元；营业外收入为 2.06 亿元，主要为政府补助 1.56 亿元；利润总额为 15.55 亿元，同比下降 0.77 亿元，同期总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.98%和 5.61%，均有所下滑。

2016 年 1～9 月，公司实现营业收入 403.81 亿元，同比小幅下降 1.08%；期间费用 24.74 亿元，同比增长 11.44%，主要是因为公司非公开发行债务工具到期，利息支出增加，导致财务费用同比增长 20.50%，期间费用占营业收入的比重为 6.13%；公允价值变动收益为 2.69 亿元，同比增长 203.87%，主要是如山系列公司[7]持有的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产公允价值变动收益所致；投资收益为 4.93 亿元，主要是如山系列公司获取的股票投资收益以及理财产品等其他收益；非经常性损益占营业利润的比重为 72.96%，非经常性损益占营业利润比重较高；营业利润为 10.44 亿元，同比略增 1.80%；利润总额为 11.64 亿元，同比增长 5.48%。

综合来看，受铜贸易和新材料业务收入增长推动，公司营业收入规模持续增长；财务费用挤占一定利润空间，公允价值变动收益和投资收益占营业利润比重较高，缺乏一定的稳定性。

现金流

2015 年，公司经营性净现金流规模增长，对债务和利息的保障程度有所上升

2015 年，公司经营性现金流保持净流入状态，规模同比增加 4.49 亿元，主要是期间房地产业务回收房款增加所致；投资性现金流净流出规模同比下降，主要由于收回投资和投资收益收到的现金大幅增长，投资活动现金流入增加；2015 年筹资活动现金流净流出为 2.64 亿元，主要是当期偿还大量到期债务，导致流出规模增长。

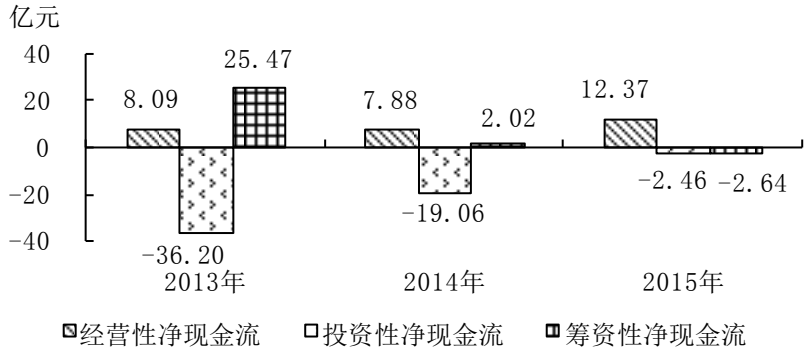


图 8　2013～2015 年公司现金流情况

2016 年 1～9 月，公司的经营性净现金流为 5.66 亿元，同比小幅减少 0.10 亿元；投资性净现金流为-14.71 亿元，同比减少 9.40 亿元，主要是 2015 年 1～9 月如山系列公司长期股权投资取得的分红收益及出售股票取得的投资收益较多所致；筹资性净现金流为 26.26 亿元，同比增加 15.02 亿元，主要是公司融资规模扩大所致。

[7] 如山系列公司主要是杭州如山创业投资有限公司、浙江如山成长创业投资有限公司、浙江如山新兴创业投资有限公司、浙江如山高新创业投资有限公司、浙江如山汇金资本管理有限公司。

表 29　2013～2015 年及 2016 年 1～9 月公司部分财务指标

财务指标	2016 年 1～9 月	2015 年	2014 年	2013 年
经营性净现金流/流动负债（%）	3.02	6.60	5.07	5.98
经营性净现金流/总负债（%）	1.63	3.91	2.88	3.59
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	0.51	0.58	0.37	0.57
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.77	1.51	1.55	1.92
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	1.84	1.82	2.19

2015 年，从经营性净现金流对债务和利息的保障能力来看，保障程度有所提升，但整体仍处于较低水平；同期，EBIT 利息保障倍数逐与 EBITDA 利息保障倍数较上年基本持平。

偿债能力

公司在制冷配件制造行业仍处于龙头地位，仍具备较强的商业信用和取得银行信用的能力，拥有盾安环境和江南化工两家上市子公司，资本融资渠道仍较为通畅

公司是集科、工、贸于一体的集团企业，在制冷配件制造和民爆化工领域均具有较高的市场地位，具备较强的商业信用和取得银行信用的能力，2015 年以来仍与多个银行均保持了良好的合作关系。同时，上市子公司能够通过股票市场筹集资金，可以充分利用资本市场进行融资，资本融资渠道较为通畅；公司多次在银行间市场上成功发行债务融资工具，本息均按期兑付，在资本市场上树立了良好的信誉。

综合来看，公司融资渠道较多，获得外部资金支持的能力较强，进一步提高了对债务的保障程度，公司偿债能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2017 年 3 月 24 日，公司本部未曾发生信贷违约事件；截至本报告出具日，公司在公开债券市场发行的已到期债务均按期兑付本息，存续期内的债务均按期支付利息。

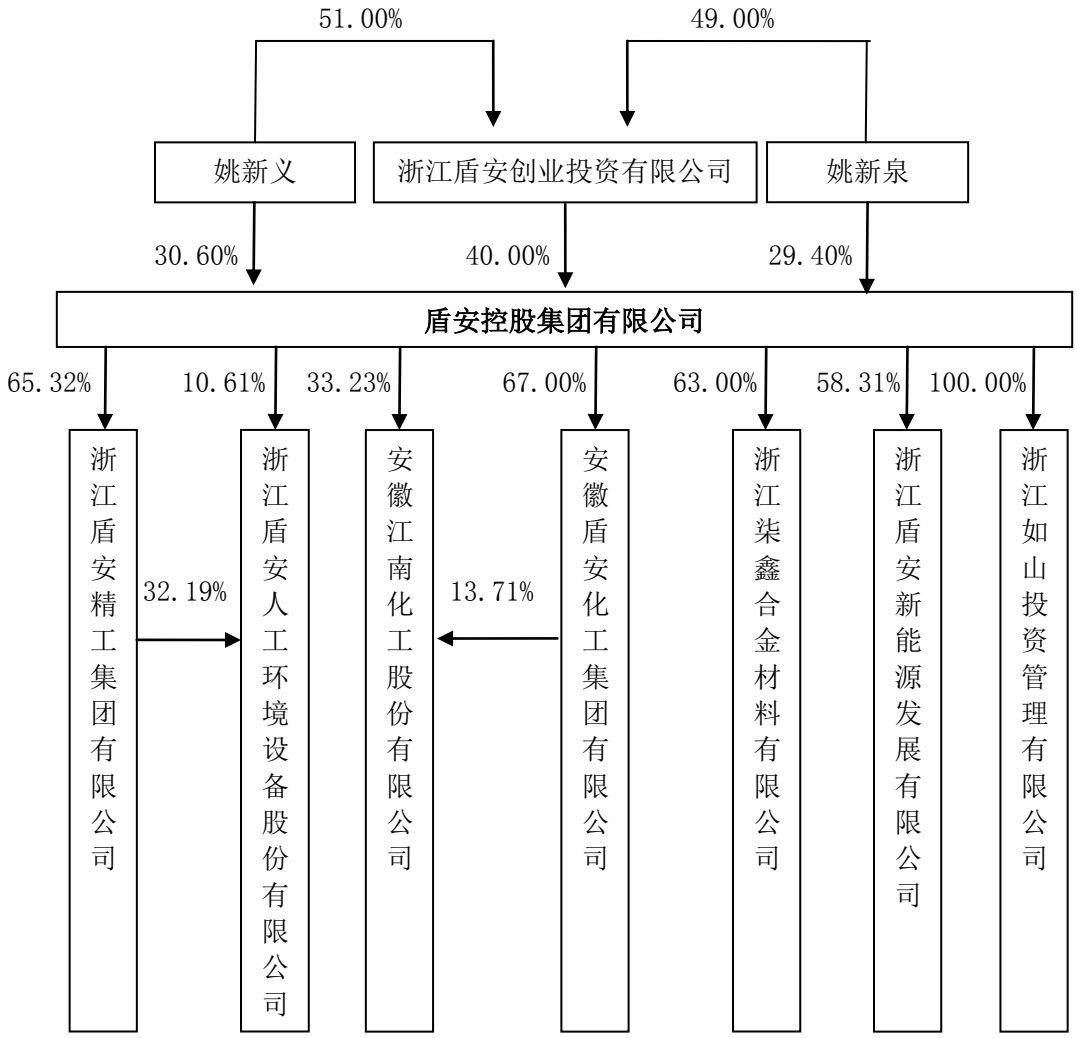
结论

制冷配件行业市场集中度高，公司仍是制冷配件行业龙头企业之一，规模优势明显，市场占有率较高；公司仍是国内少数具备核电站暖通系统总包业务资格的企业之一，仍有较高的市场地位，可提高未来的盈利能力；民爆化工业务炸药品种齐全，生产规模仍位于行业前列，区域市场竞争力强；板块多元化经营有助于分散风险，提升竞争力。公司拥有两家上市子公司，并发行多期债券，直接融资渠道较为畅通。同时，公司铜贸易收入比重较高，但利润贡献度低，新能源和新材料业务的未来经营具有不确定性，有息债务规模继续增长，非经

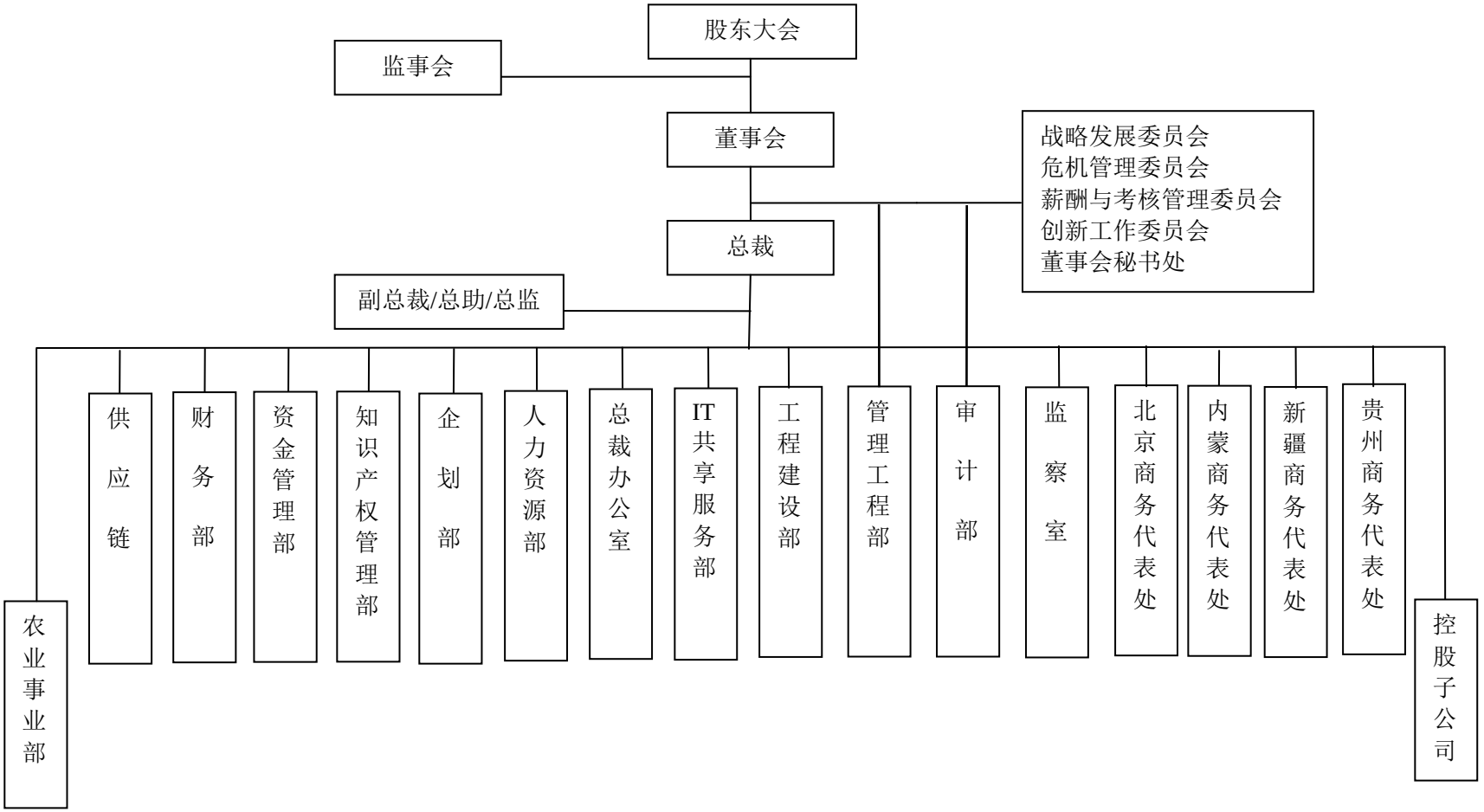
常性损益占营业利润比重仍较高。预计未来 1～2 年，公司经营结构将保持整体稳定。

综合分析，大公对公司“16 盾安 CP003”信用等级维持 A-1，主体信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定。

附件 1　　截至 2016 年 9 月末盾安控股集团有限公司股权结构图



附件 2　　截至 2016 年 9 月末盾安控股集团有限公司组织结构图



附件 3　　盾安控股集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2016 年 9 月（未经审计）	2015 年	2014 年	2013 年
资产类				
货币资金	704,374	531,830	442,811	416,906
应收票据	115,803	87,376	108,246	92,913
应收账款	460,255	441,800	276,527	228,344
预付款项	221,380	266,294	232,737	244,177
其他应收款	482,629	420,442	297,275	211,429
存货	740,496	625,384	507,960	609,253
流动资产合计	2,916,782	2,556,249	2,137,723	1,963,962
可供出售金融资产	332,760	416,105	258,116	38,937
长期股权投资	43,854	22,029	53,080	232,141
投资性房地产	599,775	562,287	587,447	459,950
固定资产	799,600	650,050	513,975	399,845
在建工程	502,215	516,951	443,622	403,642
无形资产	487,141	479,732	453,166	303,190
长期待摊费用	11,863	18,300	9,037	18,300
递延所得税资产	22,595	19,838	11,342	10,460
非流动资产合计	2,931,277	2,813,119	2,488,259	2,012,115
资产总计	5,848,059	5,369,368	4,625,981	3,976,077
占资产总额比（%）				
货币资金	12.04	9.90	9.57	10.49
应收票据	1.98	1.63	2.34	2.34
应收账款	7.87	8.23	5.98	5.74
预付款项	3.79	4.96	5.03	6.14
其他应收款	8.25	7.83	6.43	5.32
存货	12.66	11.65	10.98	15.32
流动资产合计	49.88	47.61	46.21	49.39
可供出售金融资产	5.69	7.75	5.58	0.98
长期股权投资	0.75	0.41	1.15	5.84
投资性房地产	10.26	10.47	12.70	11.57
固定资产	13.67	12.11	11.11	10.06
在建工程	8.59	9.63	9.59	10.15
无形资产	8.33	8.93	9.80	7.63
非流动资产合计	50.12	52.39	53.79	50.61

附件 3　　盾安控股集团有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2016 年 9 月（未经审计）	2015 年	2014 年	2013 年
负债类				
短期借款	813,111	690,133	590,138	557,538
应付票据	254,414	211,950	158,395	97,235
应付账款	278,324	282,157	294,769	247,801
预收款项	67,616	61,949	127,433	167,219
其他应付款	58,732	61,949	160,175	74,408
一年内到期的非流动负债	330,546	454,732	428,672	45,729
其他流动负债	5,105	32,400	33,579	46,903
流动负债合计	1,857,025	1,892,425	1,855,657	1,254,580
长期借款	881,291	703,260	628,610	530,468
递延所得税负债	31,494	42,929	25,488	14,793
应付债券	733,762	638,554	433,290	619,040
非流动负债合计	1,750,862	1,450,905	1,125,547	1,232,998
负债合计	3,607,887	3,343,330	2,981,204	2,487,578
占负债总额比（%）				
短期借款	22.54	20.64	19.80	22.41
应付票据	7.05	6.34	5.31	3.91
应付账款	7.71	8.44	9.89	9.96
预收款项	1.87	1.85	4.27	6.72
其他应付款	1.63	1.85	5.37	2.99
一年内到期的非流动负债	9.16	13.60	14.38	1.84
其他流动负债	0.14	0.97	1.13	1.89
流动负债合计	51.47	56.60	62.25	50.43
长期借款	24.43	21.03	21.09	21.32
应付债券	20.34	19.10	14.53	24.89
非流动负债合计	48.53	43.40	37.75	49.57
权益类				
股本	200,000	200,000	200,000	120,000
资本公积	279,656	248,241	225,441	291,598
盈余公积	68,504	69,585	61,443	39,994
未分配利润	571,305	510,569	454,082	384,471
其他权益工具	80,000	0.00	0.00	0.00
归属于母公司股东权益合计	1,238,360	1,114,906	971,107	838,577
少数股东权益	1,001,812	911,132	673,670	649,922
所有者权益合计	2,240,172	2,026,038	1,644,777	1,488,499

附件 3　　盾安控股集团有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	2016 年 9 月（未经审计）	2015 年	2014 年	2013 年
损益类				
营业收入	4,038,112	5,163,973	5,031,944	4,363,204
营业成本	3,751,399	4,757,346	4,643,680	3,978,462
销售费用	47,680	67,004	65,133	64,731
管理费用	118,340	166,423	137,003	118,539
财务费用	81,375	116,488	95,767	73,722
公允价值变动收益	26,927	19,800	44,767	35,840
投资收益	49,257	97,723	49,767	28,665
营业利润	104,416	140,267	152,812	157,193
利润总额	116,366	155,464	163,215	164,743
所得税费用	18,348	41,749	38,466	36,632
净利润	98,019	113,715	124,749	128,111
其中：归属于母公司股东的净利润	62,529	64,372	85,859	86,958
占营业收入比（%）				
营业成本	92.90	92.13	92.28	91.18
销售费用	1.18	1.30	1.29	1.48
管理费用	2.93	3.22	2.72	2.72
财务费用	2.02	2.26	1.90	1.69
公允价值变动收益	0.67	0.38	0.89	0.82
投资收益	1.22	1.89	0.99	0.66
营业利润	2.59	2.72	3.04	3.60
利润总额	2.88	3.01	3.24	3.78
所得税费用	0.45	0.81	0.76	0.84
净利润	2.43	2.20	2.48	2.94
其中：归属于母公司股东的净利润	1.55	1.25	1.71	1.99
现金流类				
经营活动产生的现金流净额	56,569	123,715	78,786	80,857
投资活动产生的现金流净额	-147,128	-24,583	-190,573	-362,050
筹资活动产生的现金流净额	262,648	-26,379	20,203	254,690
财务指标				
EBIT	197,741	321,336	326,739	270,887
EBITDA	-	390,123	384,146	310,433
总有息负债	3,013,125	2,728,629	2,269,106	1,895,011

附件 3　　盾安控股集团有限公司主要财务指标（续表 3）

年　份	2016 年 9 月（未经审计）	2015 年	2014 年	2013 年
毛利率（%）	7.10	7.87	7.72	8.82
营业利润率（%）	2.59	2.72	3.04	3.60
总资产报酬率（%）	3.38	5.98	7.06	6.81
净资产收益率（%）	4.38	5.61	7.58	8.61
资产负债率（%）	61.69	62.27	64.44	62.56
债务资本比率（%）	57.36	57.39	57.98	56.01
长期资产适合率（%）	136.15	123.60	111.34	135.26
流动比率（倍）	1.57	1.35	1.15	1.57
速动比率（倍）	1.17	1.02	0.88	1.08
保守速动比率（倍）	0.49	0.37	0.34	0.43
存货周转天数（天）	49.15	42.88	43.31	52.46
应收账款周转天数（天）	30.16	25.04	18.06	18.50
经营性现金净流/流动负债（%）	3.02	6.60	5.07	5.98
经营性现金净流/总负债（%）	1.63	3.91	2.88	3.59
经营现金流利息保障倍数（倍）	0.51	0.58	0.37	0.57
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.77	1.51	1.55	1.92
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	1.84	1.82	2.19
现金比率（%）	42.84	32.16	28.62	35.44
现金回笼率（%）	116.21	108.88	102.45	108.05
担保比率（%）	0.29	0.37	13.33	30.28

附件 4　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[8] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[9] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[8] 前三季度取 270 天。
[9] 前三季度取 270 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债(%)＝ 经营性现金流量净额/[(期初负债总额＋期末负债总额)/2]×100%

附件 5　　中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

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，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（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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

附件 6　　短期债券信用等级符号和定义

A-1 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。