



北京利德华福电气技术有限公司 2013 年度企业信用评级报告

大公报 SD【2013】642 号

信用等级：A-

受评主体：北京利德华福电气技术有限公司
评级展望：负面

评级观点

北京利德华福电气技术有限公司（以下简称“利德华福”或“公司”）主要从事高压变频器等产品的研发、生产和销售。评级结果反映了变频器行业未来面临较大市场需求，公司具有一定的技术竞争优势，市场占有率较高等优势；同时也反映了公司产品结构单一，营业收入和毛利率大幅下降，所有者权益大幅下滑等不利因素。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险较小。

预计未来 1~2 年，公司盈利能力水平难有明显好转。因此，大公对利德华福的评级展望为负面。

主要优势/机遇

- “十二五”期间，随着国家节能政策的强力推动和企业节能内在需求的持续增加，未来变频器行业仍面临较大的市场需求；
- 公司注重研发，具有一定的技术竞争优势；
- 公司产品销售市场覆盖面较广，销售手段多样化，市场占有率较高。

主要风险/挑战

- 公司产品结构单一，对高压变频产品依赖性过高；
- 2012 年以来，受下游需求下降影响，公司订单减少，营业收入和毛利率大幅下降；
- 2012 年以来，公司提高应收账款坏账计提比例，导致利润水平大幅下降，未分配利润减少，所有者权益大幅下滑；
- 公司期间费用率较高，影响公司利润水平。

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2013.3	2012	2011	2010
总资产	10.31	10.44	11.97	10.70
所有者权益	3.91	4.66	6.25	5.82
营业收入	1.45	7.23	8.77	7.44
利润总额	0.08	-1.81	0.67	1.71
经营性净现金流	0.01	0.72	0.20	0.41
资产负债率 (%)	62.12	55.37	47.76	45.65
流动比率 (倍)	1.61	1.73	2.04	2.17
毛利率 (%)	30.48	37.71	44.05	45.91
总资产报酬率 (%)	0.84	-16.87	5.85	16.45
净资产收益率 (%)	1.69	-34.70	8.97	25.27
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.48	15.93	5.87	8.17
经营性净现金流/总负债 (%)	0.24	12.58	3.79	8.27

注：2013 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：赵娜
评级小组成员：李宇璐 孟宪兵
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传真：010-84583355
Email：rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司
二〇一三年七月二十四日

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、评审人员与受评主体之间，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，评级意见未因受评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受评主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、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、本报告信用等级有效期为一年，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。

受评主体

公司是由汇富投资集团有限公司于 2003 年 11 月 10 日投资组建。2004 年 4 月，汇富投资集团有限公司将其持有全部股权转让给利德华福电气技术控股有限公司（原汇通发展有限公司）。2011 年 6 月 8 日施耐德电气东南亚（总部）有限公司（英文名 Schneider Electric South East Asia (HQ) PTE. LTD., 以下简称“施耐德”）收购北京利德华福电气技术控股有限公司全部股权。施耐德成为公司最终实际控制人。公司于 2012 年 1 月 16 日取得变更后的企业法人营业执照，法人代表为自然人徐骏，注册资本为 1,500 万美元。

公司主要从事高压大功率变频器的研发、生产和销售业务，现有园区占地面积 40,000 多平方米，生产车间拥有 500 多套先进的生产设备和计量检测仪器，年产能 2,160 台，是国内最大的高压变频器专业生产基地之一。据变频通讯统计数据，公司高压变频器产品市场占有率超过 20%，连续九年保持国内市场占有率第一，营销网络遍布各大城市。公司拥有北京市级企业技术中心，产品获得“中国名牌产品”等称号。

宏观经济和政策环境

2013 年一季度，中国国民经济增速继续放缓，固定资产投资增长较快，货币供应量稳定增长，新增贷款同比增长；预计未来 1~2 年，中国经济增长水平将阶段性放缓，但长期来看经济将保持平稳较快增长

2013 年一季度，中国国民经济增速继续放缓，实现国内生产总值（GDP）11.89 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%，增速同比下降 0.4 个百分点；分产业来看，第一产业增加值 7,427 亿元，同比增长 3.4%；第二产业增加值 54,569 亿元，同比增长 7.8%；第三产业增加值 56,859 亿元，同比增长 8.3%。从环比看，一季度国内生产总值增长 1.6%。

2013 年一季度，固定资产投资较快增长，为 58,092 亿元，同比名义增长 20.9%，增速与 2012 年同期持平，比 2012 年全年加快 0.3 个百分点。分产业看，第一产业投资 930 亿元，同比增长 31.4%；第二产业投资 24,635 亿元，增长 16.2%；第三产业投资 32,527 亿元，增长 24.5%。在第二产业投资中，工业投资 24,254 亿元，同比增长 17.4%；其中，采矿业投资 1,338 亿元，增长 2.7%；制造业投资 20,473 亿元，增长 18.7%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资 2,443 亿元，增长 15.3%。

货币供应量稳定增长，新增贷款同比增长。2013 年 3 月末，广义货币（M2）余额 103.61 万亿元，同比增长 15.7%，增速比 2012 年末加

快1.9个百分点；人民币贷款余额65.76万亿元，人民币存款余额97.93万亿元。2013年一季度，新增人民币贷款2.76万亿元，同比多增2,949亿元。

预计未来1~2年，受外需疲弱、劳动力增长放缓和发展方式转变等影响，中国经济增长水平将呈现一个阶段性放缓的过程。但长期来看，中国仍处于城镇化、信息化、工业化和农村现代化的进程中，经济结构正在朝着预期的方向转变，经济将保持平稳较快增长。

行业及区域经济环境

2012年，受下游需求放缓影响，高压变频器行业需求萎缩；“十二五”期间，随着国家节能政策的强力推动和企业节能内在需求的持续增加，未来变频器行业仍面临较大市场需求

变频器是利用控制软件和电力半导体器件的通断作用来改变工频电源的频率特性，从而可以根据工况需要随时调节电动机转速等运行指标的控制装置，进而达到调速节能的目的。变频器应用广泛，其中高压变频器主要应用于电力、冶金、建材、石化等高耗能行业的电动机传动控制，节能效果明显。

表1 变频产品应用领域及节能效果

行业	高压变频装置应用部位	节能率
火力发电行业	送风机、引风机、吸尘风机、增压风机排粉机、凝结水泵等	25%~60%
钢铁行业	煤气鼓风机、高炉出铁口除尘风机、转炉除尘风机等	20%~60%
石油化工行业	注水泵、电潜泵、输油泵、管道泵、排风机、压缩机、除垢泵	50%左右
煤炭开采行业	带式输送机、矿井提升机、高压排水泵等	30%左右
市政行业	取水泵、供水泵、污水泵、净化泵、清水泵等	30%左右

资料来源：根据公开资料整理

2012年，受整体宏观经济形势影响，高压变频器下游行业增速放缓，高压改造市场需求放缓，高压变频器需求呈现不同的变化：水化工高压变频器需求增幅为10%，石化行业增幅为6%，但冶金、建材、矿山、电力需求下降明显，分别萎缩7%、8%、9%、12%。

随着我国节能环保规划的出台，高压变频器行业有较大发展前景。“十二五”期间，我国环保投入将达到3.10万亿元，预计到2015年，我国节能环保产业总产值将达5.30万亿元，相当于同期GDP的8%~10%。工业和信息化部公布的《工业节能“十二五”规划》正式提出，到2015年规模以上工业增加值能耗比2010年下降21%左右，该规划预计仅电机系统节能领域投资需求将达600亿元。高压变频器作为节能减排的主力军和急先锋，未来存在着较大的市场需求。

高压变频器行业国内品牌替代国外品牌已经形成趋势；行业盈利水平趋于稳定

高压变频器下游企业对性价比的关注超过对性能的关注，高压变频器售价成为客户购买时考虑的一个重要因素。售价较低的国产品牌产品占据 80% 的市场份额，尤其是在通用型高压变频器市场。大功率、矢量控制的高性能高压变频器子市场因技术门槛较高，目前仍以外资厂商如西门子、ABB、富士等为主，产品毛利率较高，极具增长潜力。随着国内本土厂家技术开发能力获得提升，国内企业已经拥有了一定的技术和品牌积累，国内品牌替代国外品牌高压变频设备已经成为趋势。

高压变频器行业属高技术行业，涉及电子、控制、信息等多个领域。在技术方面，高压变频器行业进入门槛较高，行业新进入者也要面对资金和渠道壁垒。经过近几年的价格战，目前行业内的毛利率水平在 30% 左右，当前价格下新进入者动力不强。预计未来 1~2 年高压变频器行业盈利趋于稳定。

北京市 2012 年综合经济实力保持在全国前列，为区域内企业发展提供良好的环境

北京市是全国政治、文化和国际交往中心，经济社会发展具有人才、技术、政策等诸多优势，综合经济实力保持在全国前列，北京所处的环渤海经济区是我国最大的工业密集区。2012 年，北京市实现地区生产总值 17,801 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%；人均地区生产总值为 87,091 元；全市完成地方财政收入 3,314 亿元，同比增长 10.0%。

固定资产投资方面，2009 年以来，在国家拉动内需、刺激经济的宏观政策和城市改造、轨道交通等基础设施建设的带动下，全市全社会固定资产投资恢复增长，2010~2012 年，分别达到 5,493.5 亿元、5,910.6 亿元和 6,462.8 亿元。稳步增长的固定资产投资为地区经济持续增长奠定了良好基础。

经营与竞争

公司产品结构较为单一，对高压变频器产品依赖性过高，高压变频产品仍是主要的收入和利润来源；2012 年以来受下游需求下降影响，公司订单减少，营业收入和毛利率大幅下降

公司主要从事高压变频器等产品的研发、生产和销售，主要面向电力、冶金、水泥、石化、市政等下游行业。公司营业收入和毛利润主要来源于高压变频器产品。2012 年受下游行业需求下降影响，公司订单减少，价格也有所下降，营业收入同比下降 17.57%，其中高压变频器产品营业收入同比下降 21.62%；毛利润同比下降 29.43%，其中高压变频器毛利润同比下降 36.06%。

表 2 2010~2012 年及 2013 年 1~3 月公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2013 年 1~3 月		2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	14,492	100.00	72,254	100.00	87,655	100.00	74,408	100.00
高压变频器	13,322	91.93	64,155	88.79	81,854	93.38	70,442	94.67
其他	1,170	8.07	8,099	11.21	5,801	6.62	3,966	5.33
毛利润	4,418	100.00	27,248	100.00	38,611	100.00	34,162	100.00
高压变频器	3,700	83.75	22,001	80.74	34,410	89.12	31,521	92.27
其他	718	16.25	5,247	19.26	4,201	10.88	2,641	7.73
综合毛利率	30.48		37.71		44.05		45.91	
高压变频器	27.77		34.29		42.12		44.75	
其他	61.37		64.79		75.27		66.58	

数据来源：根据公司提供资料整理

从综合毛利率来看，2010~2012 年，公司综合毛利率逐年下降。2012 年公司综合毛利率大幅下降，主要是由于产品受下游需求下降影响，订单价格有所下降所致。

2013 年 1~3 月，受下游行业需求持续下降影响，公司订单减少，营业收入同比下降 6.60%，毛利润下降 32.63%，综合毛利率同比下降 11.79 个百分点。

2010~2012 年，由于公司采取订单式生产，产销率较高；公司注重研发，具有一定的技术竞争优势

2010~2012 年公司产能利用率有所波动。2012 年，公司产能利用率下降主要是由于受下游需求减少影响，公司新增订单减少所致。由于公司采取订单式生产，同时每年客户新验收的变频器产品计入当年销量，2010~2012 年和 2013 年 1~3 月公司产销率较高。2010 年以来，随着国内高压变频器企业技术水平的提高以及市场竞争的加剧，公司高压变频器产品平均售价不断下降。

表 3 2010~2012 年及 2013 年 1~3 月公司高压变频器产销情况

指标	2013 年 1~3 月	2012 年	2011 年	2010 年
产能（台、套/年）	2,160	2,160	2,160	2,160
产量（台、套/年）	285	1,679	1,724	1,308
销量（台、套/年）	408	1,760	1,838	1,409
产能利用率（%） ¹	52.78	77.73	79.81	60.56
产销率（%）	143.16	104.82	106.61	107.72
平均销售价格（万元）	40.93	46.52	52.96	64.71

资料来源：根据公司提供资料整理

¹ 2013 年 1~3 月产能利用率经过年化处理。

公司是中关村园区高新技术企业，已获得数十项专利技术。2011年，公司在10KV高压变频器取得突破，签订了一套18,000KW/10kV、两套12,000KW/10KV负载为压缩机的超大功率高压变频器，体现了公司在超大功率变频器研发方面的强大实力。公司先后与清华大学电机工程与应用电子系、北京交通大学电气工程学院、中国矿业大学建立了战略合作伙伴关系，签署多项开发项目，具有一定的技术竞争优势。

公司高压变频器产品原材料构成稳定，采购渠道畅通，供应商较为分散

高压变频器原材料主要包括变压器、IGBT、冷却风机、电阻、电容、散热器、各种机柜等，其中变压器占比约为35%左右；IGBT是高压变频器的核心元件，占原材料比重在9%左右。

公司变压器采购主要来自于国内厂商，通过与供应企业长期合作，有利于成本的控制。冷却风机、散热器等原材料供应商较多，采购渠道畅通，供应商较为分散。IGBT主要依靠进口，由规模较大、信誉良好的国外厂商供应。公司采购IGBT价格有所波动，2012年IGBT成本占比为9.64%，同比有所上升。

公司产品销售市场覆盖面较广，销售手段多样化，市场占有率较高

公司采取以直销为主、代理为辅的销售模式。公司在上海、南京、太原、重庆、长春、沈阳、哈尔滨等大中城市均设有办事处，可较好地满足当地客户需求并起到辐射周边市场的作用。高压变频器一般与大中型企业的技术改造工程相配套，主要销售模式是参与用户招标，中标后按照购销合同及技术协议进行设计和生产。

表4 2010年以来公司销售区域构成情况（单位：万元、%）

销售区域	2013年1~3月		2012年		2011年		2010年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东	1,496	8.96	11,643	14.22	14,949	15.36	23,036	25.40
华北	5,364	32.12	15,177	18.54	14,050	14.43	9,521	10.50
华南	1,076	6.44	7,419	9.06	12,610	12.95	10,618	11.70
西南	721	4.32	4,734	5.78	11,669	11.99	16,395	18.00
西北	501	3.00	7,148	8.73	8,744	8.98	5,739	6.30
华中	1,738	10.41	4,877	5.96	8,244	8.47	7,886	8.70
东北	1,021	6.11	7,604	9.29	7,018	7.22	6,680	7.40
重点	912	5.46	7,072	8.64	9,736	10.00	3,762	4.10
合作销售	1,751	10.99	7,671	9.37	58	0.05	2,452	2.70
国外	2,120	12.69	8,531	10.41	10,261	10.55	4,759	5.20
合计	16,700	100.00	81,876	100.00	97,339	100.00	90,848	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

从公司销售区域看，公司产品在国内大部分省份均有销售。近年来，公司加快国际业务发展，产品已出口到欧洲、东南亚、澳洲、北美等市场区域，2010~2012年及2013年1~3月出口金额占总销售的比值分别为5.20%、10.55%、10.41%和12.69%，销售区域的多样化有利于公司抵抗区域经济周期性下滑带来的销售风险。另外，公司也在继续尝试引进其它销售手段如合作销售。公司销售区域不断深化，销售手段不断多样化，市场占有率较高。

目前，除公司以外，国内市场高压变频产品的知名供应商主要包括上海提迈克电气传动科技有限公司、合康亿盛变频科技股份有限公司、北京ABB电气传动系统有限公司、荣信股份、九洲电气等公司。各厂商能够提供的产品比较类似，竞争较为激烈。

由于中国节能市场巨大以及公司的发展潜力巨大，2011年6月施耐德以6.50亿美元将公司收购。施耐德电气是法国一家世界500强企业，专注于能源管理和节能改造解决方案。公司被收购后，有助于公司的研发技术实力达到领先水平，同时也为公司未来的国际化发展开辟了新的道路。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至2013年3月末，公司注册资本为1,500万美元，施耐德持有公司全部股权，为公司最终实际控制人。公司法人代表为自然人徐骏。

公司严格按照《公司法》、《公司章程》及相关法律法规的规定，建立了健全的企业法人治理结构。公司在管理方面建立了较为完善的现代企业制度和不断完善的法人治理结构。施耐德为公司唯一股东，下设总经理，并设有市场、研发、制造、品质、装备等业务部门及财务部、人力资源部、行政部等管理部门。

战略与管理

公司秉持“以人为本”的人才战略，提倡“创新精神、开拓精神、协作精神”，把“追求卓越”作为企业持之以恒的经营理念。施耐德全资收购公司后，公司推出了“双品牌”战略，即将高压变频器和低压变频器同时推向市场。公司通过新组建的研发团队对高压变频器进行了创新和改造，打造出施耐德品牌高压变频器，满足工业用户对高端产品的需求，同时基于不同品牌的定位，对产品设计和性能要求加以区分，以应对不同层面客户不同的产品期待。未来公司将定位于全球市场，国外施耐德品牌是主打，国内利德华福品牌是主力。

抗风险能力

公司主要从事高压变频器的研发、生产和销售业务，是国内最大的高压变频器专业生产基地之一。公司被施耐德全资收购后，逐步更

新并健全了法人治理结构，内部执行情况良好。综合来看，公司抗风险能力较强。

财务分析

公司提供了 2010~2012 年及 2013 年 1~3 月财务报表。普华永道中天会计师事务所有限公司对公司 2010 年财务报表进行了审计；信永中和会计师事务所对公司 2011~2012 年财务报表分别进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2013 年 1~3 月财务报表未经审计。公司被施耐德收购后，经公司管理层批准 2012 年提高了坏账准备和存货跌价准备计提比例，对资产减值损失、应收账款和存货科目产生较大影响。

资产质量

2010~2012 年末，公司总资产规模有所波动，资产以流动资产为主；流动资产中存货和应收账款占比较高；2012 年末公司提高应收账款坏账计提比例，导致应收账款大幅减少

2010~2012 年末及 2013 年 3 月末，公司总资产规模有所波动，2012 年公司总资产减少主要是应收账款和存货的减少所致；公司资产以流动资产为主，占比分别为 88.31%、88.20%、82.89%和 83.98%。

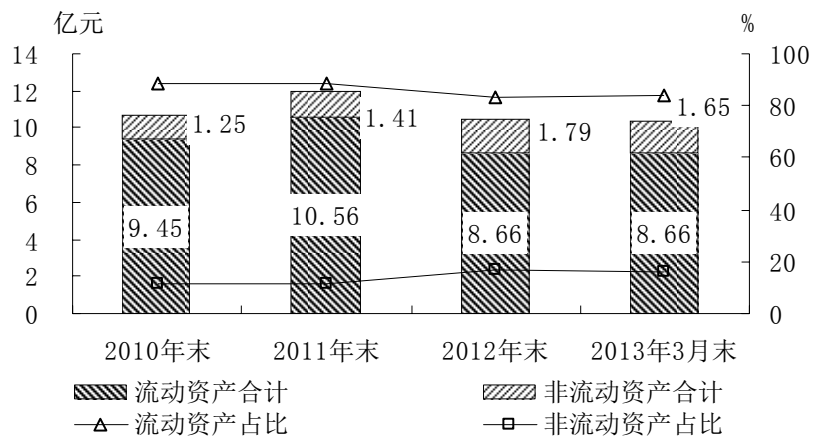


图 1 2010~2012 年末及 2013 年 3 月末公司资产构成

公司流动资产主要由存货、应收账款、货币资金、应收票据等构成。2012 年末，公司存货 3.20 亿元，同比减少 10.26%，主要是在产品和发出商品减少所致；应收账款为 3.06 亿元，同比下降 36.50%，其中计提坏账准备 3.09 亿元。应收账款变化较大主要是由于公司 2012 年提高坏账计提比例，对高风险等级客户账龄在一年以上应收账款全部计提坏账准备，一年以内应收账款计提比例为 50%；对低风险等级客户一年半以上应收账款全部计提坏账准备。货币资金为 1.21 亿元，较 2011 年末小幅增长，主要是银行存款增加；应收票据为 0.83 亿元，同

比增长 21.12%，均为银行承兑汇票。2013 年 3 月末，公司存货为 3.05 亿元，较 2012 年末下降 4.66%；应收账款较 2012 年末变化不大。

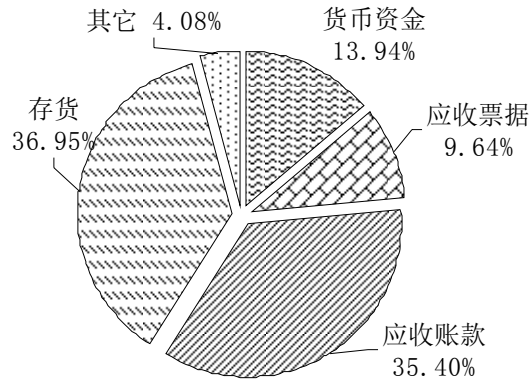


图 2 2012 年末公司流动资产构成

公司非流动资产主要包括固定资产、无形资产、递延所得税资产等，其中固定资产和递延所得税资产占非流动资产的比例较大。2012 年末，公司固定资产为 0.82 亿元，占非流动资产的比例为 46.09%，固定资产主要是房屋建筑物、机器设备等；递延所得税资产为 0.61 亿元，其中应收账款坏账准备为 0.46 亿元，存货减值准备为 0.07 亿元；无形资产为 0.29 亿元，其中土地使用权 0.16 亿元。

2010~2012 年及 2013 年 1~3 月，公司应收账款周转天数分别为 190.16 天、188.92 天、196.54 天和 188.51 天，有所波动；存货周转天数分别为 301.23 天、263.68 天、270.47 天和 279.07 天，存货周转天数较高主要是由于存货中发出商品占比较高，高压变频器设备运到现场等待安装调试但客户尚未验收均被列为存货所致。

总体来看，公司资产规模有所波动，资产以流动资产为主；流动资产中存货和应收账款占比较高。

资本结构

公司负债规模持续增加，负债结构以流动负债为主，其中预收款项占比较高；2012 年末公司坏账准备增加导致未分配利润减少，所有者权益大幅下降；2012 年末及 2013 年 3 月末资产负债率持续上升

2010~2012 年末及 2013 年 3 月末，公司负债规模持续增加，负债结构以流动负债为主，流动负债占比分别为 89.01%、90.40%、86.44% 和 83.91%。

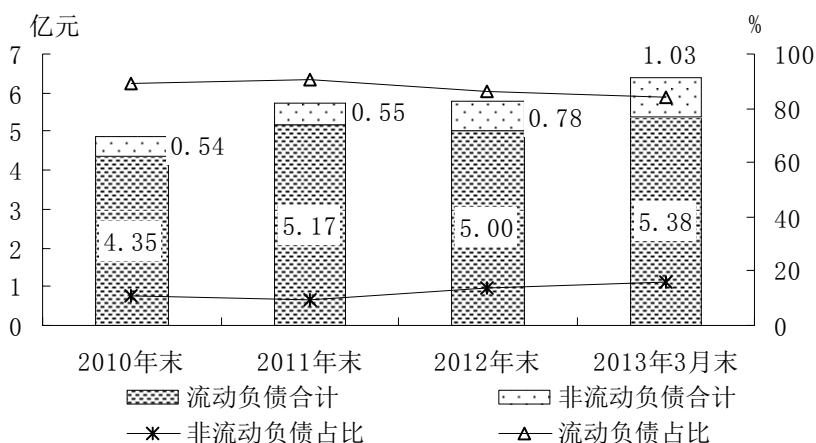


图3 2010~2012年末及2013年3月末公司负债构成

公司的流动负债以预收款项和应付账款为主。2012年末，公司预收款项为2.58亿元，同比增长10.93%；应付账款为1.74亿元，同比下降1.91%。公司利用其行业优势通过增加应付账款和预收款项金额来满足短期资金需求，在一定程度上降低了资金使用成本。2013年3月末，公司流动负债为5.38亿元，较2012年末略有上升。

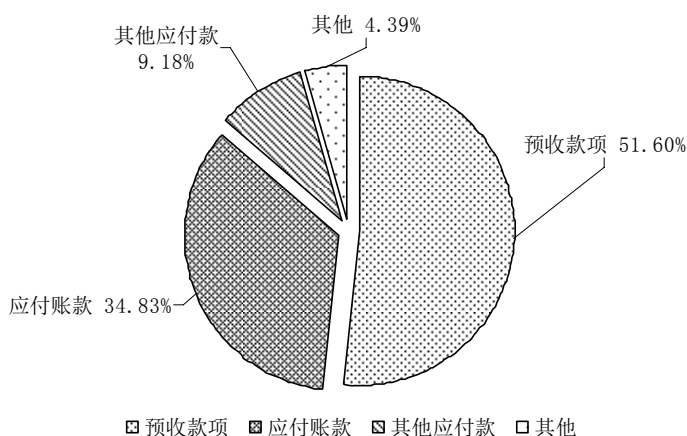


图4 2012年末公司流动负债构成情况

2010~2012年末及2013年3月末，公司非流动负债主要是预计负债和应付债券。2012年末，公司非流动负债为0.78亿元，同比增长41.82%，其中：应付债券0.49亿元；预计负债0.29亿元，同比增加0.22亿元，主要是产品质量保证金增加。2013年3月末，公司非流动负债为1.03亿元，全部为预计负债，主要是产品质量保证金增加较多；公司应付债券预计将在2013年8月偿还，计入一年内到期的非流动负债。

表 5 2010~2012 年末及 2013 年 3 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

科目	2013 年 3 月末	2012 年末	2011 年末	2010 年末
短期有息债务	0.49	0.00	0.17	0.18
长期有息债务	0.00	0.49	0.48	0.47
总有息债务	0.49	0.49	0.65	0.65
短期有息债务占总息债务比	100.00	0.00	26.26	27.90
长期有息债务占总息债务比	0.00	100.00	73.74	72.10
总有息债务占总负债比	7.65	8.49	11.32	13.21

2012 年末，公司有息债务减少，主要是因为公司偿还了短期借款；有息债务占总负债的比重很低，有息债务全部是 2010 年发行的 0.50 亿元集合债券。截至 2013 年 3 月末，公司总有息债务全部为短期有息债务，占总负债的比重很低。

2010~2012 年末及 2013 年 3 月末，公司资产负债率逐年上升，资产对负债的保障程度降低；流动比率逐年下降，速动比率有所波动，流动资产对流动负债的保障程度不稳定。

表 6 2010~2012 年末及 2013 年 3 月末公司部分财务指标

项目	2013 年 3 月末	2012 年末	2011 年末	2010 年末
资产负债率（%）	62.12	55.37	47.76	45.65
债务资本比率（%）	11.14	9.52	9.38	9.98
长期资产适合率（%）	298.91	304.83	481.70	507.73
流动比率（倍）	1.61	1.73	2.04	2.17
速动比率（倍）	1.04	1.09	1.35	1.34
保守速动比率（倍）	0.42	0.44	0.34	0.27

2010~2012 年末及 2013 年 3 月末，公司所有者权益分别为 5.82 亿元、6.25 亿元、4.66 亿元和 3.91 亿元，所有者权益有所波动。2012 年公司所有者权益大幅下降，主要是由于公司 2012 年提高坏账计提比例，资产减值损失大幅增加，导致利润水平大幅下降，利润总额亏损，未分配利润同比下降 34.52%所致。

截至 2013 年 3 月末，公司无对外担保事项。

综合来看，公司负债规模持续增加，负债结构以流动负债为主，其中预收款项占比较高；2012 年末公司出现亏损，未分配利润减少，所有者权益大幅下降；2012 年末及 2013 年 3 月末资产负债率持续上升。

盈利能力

2012 年，受下游需求下降影响，公司订单减少，产品价格有所下降，同时公司计提较多坏账准备导致亏损；公司期间费用率较高，影响了公司利润水平

2010~2012 年，公司营业收入波动较大；毛利率分别为 45.91%、

44.05%和 37.71%，逐年下降。2012 年公司营业收入大幅下降，主要是由于下游行业对产品需求下降，订单减少，同时高压变频器产品价格也有所降低所致；毛利率下降主要是由于公司订单减少，同时价格有所下降所致。

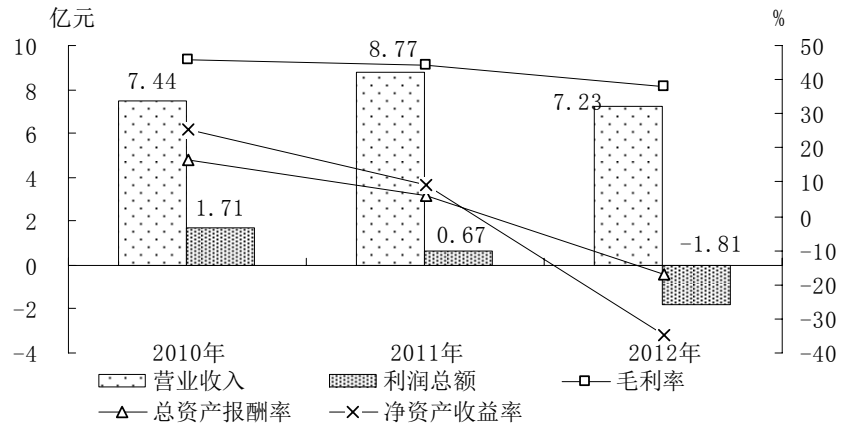


图 5 2010~2012 年公司收入和盈利情况

2010~2012 年，公司期间费用分别为 1.91 亿元、2.19 亿元和 2.12 亿元。期间费用率较高，分别为 25.69%、25.00%和 29.37%，期间费用中销售费用占比较高，影响了公司利润水平，其中 2012 年管理费用增长 6.84%，主要是公司研发费用增加所致。

表 7 2010~2012 年及 2013 年 1~3 月公司期间费用占营业收入比情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年 1~3 月		2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	0.20	14.12	1.49	20.63	1.60	18.21	1.49	20.06
管理费用	0.14	9.83	0.58	8.00	0.54	6.17	0.36	4.87
财务费用	0.01	0.62	0.05	0.74	0.05	0.62	0.06	0.76
期间费用合计	0.35	24.57	2.12	29.37	2.19	25.00	1.91	25.69

2010~2012 年，公司利润总额分别为 1.71 亿元、0.67 亿元和 -1.81 亿元，净利润分别为 1.47 亿元、0.56 亿元和 -1.62 亿元。2012 年公司利润总额亏损，主要是由于 2012 年公司受下游需求下降影响，订单减少，产品价格有所下降；同时公司使用新的坏账准备和存货跌价准备计提方法导致 2012 年资产减值损失增加 2.89 亿元。2012 年公司营业外收入为 0.57 亿元，同比增加较多，其中政府补助为 0.56 亿元，较 2011 年增加 0.37 亿元。

2010~2012 年，公司总资产报酬率分别为 16.45%、5.85%和 -16.87%，净资产收益率分别为 25.27%、8.97%和 -34.70%。2012 年总资产报酬率和净资产收益率大幅下降的原因是由于 2012 年公司利润总额和净利润因营业收入下降和资产减值损失较多而大幅减少。

2013 年 1~3 月，受订单持续减少影响，公司实现营业收入 1.45

亿元，同比下降 6.45%；利润总额 0.08 亿元，同比下降 55.56%；净利润 0.07 亿元，同比下降 53.33%。

综合分析，2012 年，受下游需求下降影响，公司订单减少，产品价格有所下降，同时公司计提较多坏账准备，导致公司出现亏损；公司期间费用率较高，影响了公司利润水平。

现金流

2012 年公司经营性净现金流大幅增加，对债务的保障程度大幅提高；2010~2012 年公司净利润持续下降，EBIT 和 EBITDA 对利息的保障程度降低

2010~2012 年，公司经营性净现金流有所波动。2012 年公司经营性净现金流同比大幅上升，主要是公司资产减值准备、经营性应付项目增加所致；投资性净现金流大幅下降，主要是公司购买了大型机器设备所致；筹资性净现金流同比大幅下降，主要是公司借款减少所致。

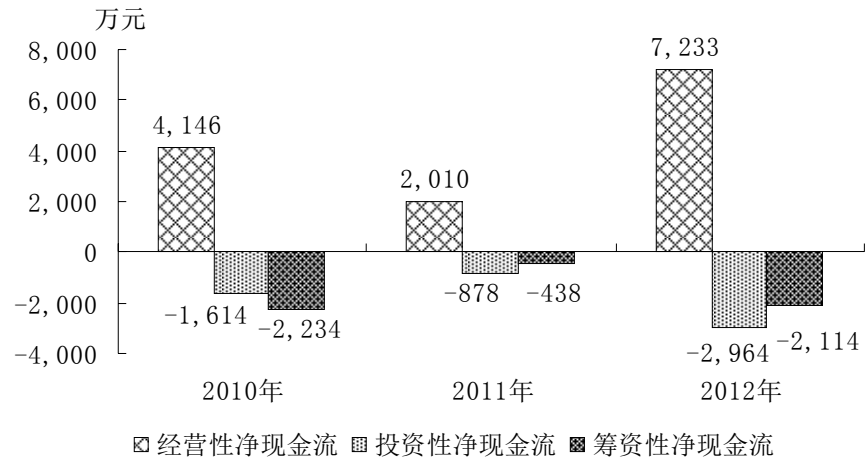


图 6 2010~2012 年公司现金流情况

2010~2012 年，经营性净现金流对债务和利息的保障程度波动较大。2012 年，由于经营性净现金流同比大幅增加，导致其对债务保障程度大幅提高；2010~2012 年，由于公司净利润持续下降，导致 EBIT 和 EBITDA 对利息的保障程度持续降低。

表 8 2010~2012 年及 2013 年 1~3 月公司利息及债务保障情况

科目	2013 年 1~3 月	2012 年	2011 年	2010 年
经营性净现金流/流动负债 (%)	0.29	14.23	4.22	8.81
经营性净现金流/总负债 (%)	0.24	12.58	3.79	8.27
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.48	15.93	5.87	8.17
EBIT 利息保障倍数 (倍)	8.70	-38.81	20.46	34.68
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	11.32	-36.49	23.39	36.34

2013 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 148 万元，投资性净现金

流为-108 万元，筹资性净现金流为 64 万元。

偿债能力

2010~2012 年末及 2013 年 3 月末，公司总资产规模有所波动，资产以流动资产为主；流动资产中存货和应收账款占比较高。公司负债规模持续增加，负债结构以流动负债为主，其中预收款项占比较高。2012 年公司订单减少，产品价格有所下降，同时公司计提较多坏账准备，导致公司利润总额亏损，未分配利润减少，所有者权益大幅下滑。2012 年公司经营性净现金流大幅增加，对债务的保障程度大幅提高。综上所述，公司偿还债务的能力较强。

债务履约情况

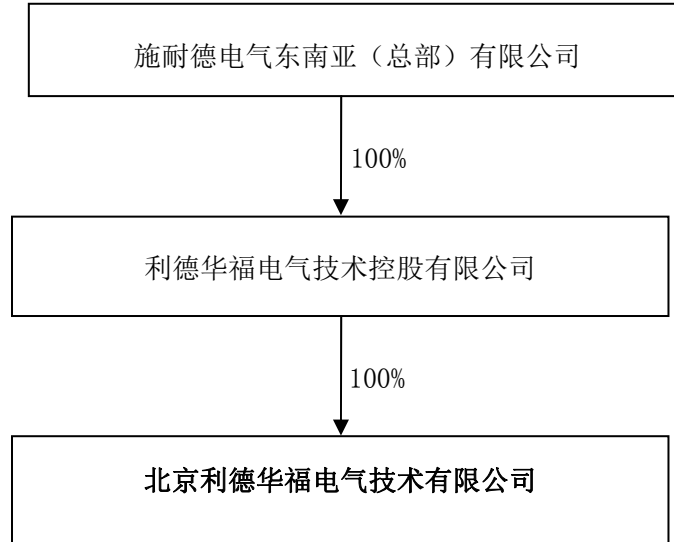
根据公司提供的由中国人民银行出具的《企业基本信用信息报告》，截至 2013 年 5 月 21 日，公司未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司在债券市场发行的 2010 年北京中关村集合债券，到期利息均按时支付。

结论

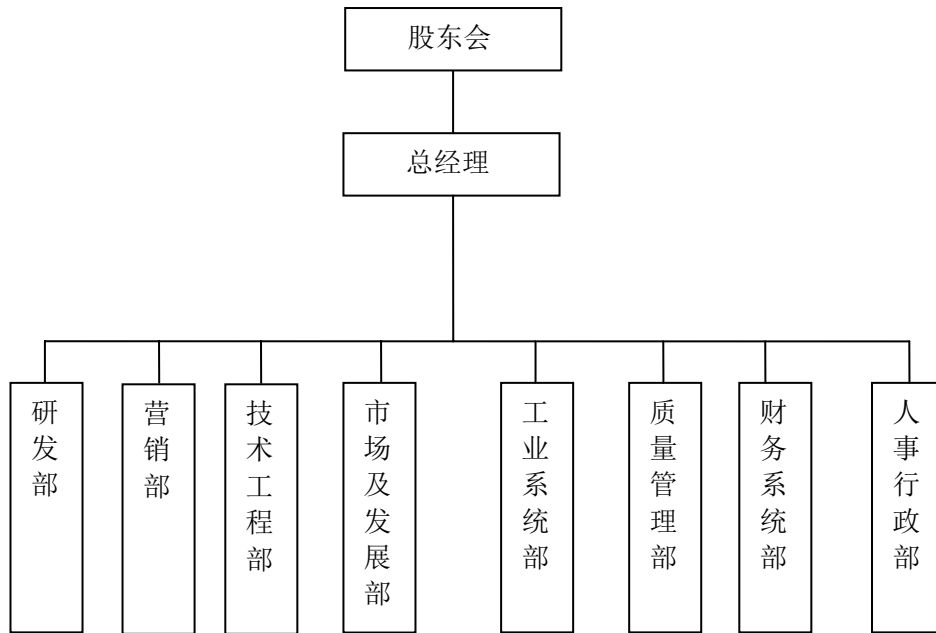
我国国民经济的持续发展、能源约束、环境保护不断促进相关行业的发展，高压变频技术作为国家重点推广的节能技术之一，行业整体得到快速发展。公司是我国最先进入高压变频器生产的厂商之一，技术比较先进。但 2012 年以来，受下游需求下降影响，公司订单减少，营业收入大幅下降，同时计提了较多坏账准备，出现亏损。

预计未来 1~2 年，公司盈利能力水平难有明显好转。因此，大公对利德华福的评级展望为负面。

附件 1 截至 2013 年 3 月末北京利德华福电气技术有限公司股权结构图



附件 2 截至 2013 年 3 月末北京利德华福电气技术有限公司组织结构图





附件 3 北京利德华福电气技术有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2013年3月 (未经审计)	2012年	2011年	2010年
资产类				
货币资金	11,549	12,063	10,742	10,212
应收账款	30,068	30,640	48,254	43,742
存货	30,494	31,984	35,641	36,202
应收票据	9,272	8,341	6,886	1,444
其他应收款	1,328	858	1,850	1,730
预付款项	2,011	825	2,202	1,181
流动资产合计	86,621	86,560	105,576	94,511
长期股权投资	1,600	0	0	0
固定资产	8,117	8,233	8,223	8,393
在建工程	0	495	55	76
无形资产	2,560	2,941	3,543	3,556
递延所得税资产	3,277	6,098	2,295	490
非流动资产合计	16,520	17,862	14,120	12,515
总资产	103,141	104,423	119,696	107,026
占资产总额比 (%)				
货币资金	11.20	11.55	8.97	9.54
应收账款	29.15	29.34	40.31	40.87
存货	29.57	30.63	29.78	33.83
应收票据	8.99	7.99	5.75	1.35
其他应收款	1.29	0.82	1.55	1.62
预付款项	1.95	0.79	1.84	1.10
流动资产合计	83.98	82.89	88.20	88.31
固定资产	7.87	7.88	6.87	7.84
无形资产	2.48	2.82	2.96	3.32
非流动资产合计	16.02	17.11	11.80	11.69
负债类				
短期借款	0	0	1,700	1,800
应付账款	13,910	17,408	17,746	12,411
预收款项	26,910	25,787	23,247	23,788
应付职工薪酬	2,379	3,030	3,216	1,804
其他应付款	6,597	4,587	4,003	3,879
一年内到期的非流动负债	4,898	0	0	0
流动负债合计	53,761	49,973	51,682	43,483
应付债券	0	4,907	4,774	4,652
预计负债	10,310	2,935	715	718
非流动负债合计	10,310	7,842	5,490	5,370
负债合计	64,071	57,814	57,171	48,853

附件 3 北京利德华福电气技术有限公司主要财务指标(续表 1)

单位：万元

年 份	2013 年 3 月 (未经审计)	2012 年	2011 年	2010 年
占负债总额比 (%)				
短期借款	0.00	0.00	2.97	3.68
应付账款	21.71	30.11	31.04	25.40
预收款项	42.00	44.60	40.66	48.69
其他应付款	10.30	7.93	7.00	7.94
一年内到期的非流动负债	7.65	0.00	0.00	0.00
流动负债	83.91	86.44	90.40	89.01
应付债券	0.00	8.49	8.35	9.52
预计负债	16.09	5.07	1.25	1.47
非流动负债	16.09	13.56	9.60	10.99
权益类				
实收资本	10,944	10,944	10,944	10,944
资本公积	0	0	0	594
盈余公积	5,472	5,472	5,472	5,472
未分配利润	22,654	30,192	46,109	41,207
所有者权益	39,070	46,608	62,525	58,173
损益类				
营业收入	14,492	72,254	87,655	74,408
营业成本	10,075	45,005	49,043	40,247
销售费用	2,047	14,903	15,961	14,926
管理费用	1,425	5,782	5,412	3,625
财务费用	89	533	542	569
营业利润	759	-23,634	4,932	13,930
营业外收支净额	9	5,561	1,724	3,167
利润总额	768	-18,073	6,657	17,097
所得税	107	-1,901	1,047	2,397
净利润	661	-16,172	5,610	14,700
占营业收入比 (%)				
营业成本	69.52	62.29	55.95	54.09
销售费用	14.12	20.63	18.21	20.06
管理费用	9.83	8.00	6.17	4.87
财务费用	0.62	0.74	0.62	0.76
营业利润	5.24	-32.71	5.63	18.72
利润总额	5.30	-25.01	7.59	22.98
净利润	4.56	-22.38	6.40	19.76

附件 3 北京利德华福电气技术有限公司主要财务指标(续表 2)

单位：万元

年 份	2013 年 3 月 (未经审计)	2012 年	2011 年	2010 年
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	148	7,233	2,010	4,146
投资活动产生的现金流量净额	-108	-2,964	-878	-1,614
筹资活动产生的现金流量净额	64	-2,114	-438	-2,234
财务指标				
EBIT	868	-17,619	6,999	17,605
EBITDA	1,130	-16,568	8,002	18,451
总有息债务	4,899	4,907	6,474	6,452
毛利率 (%)	30.48	37.71	44.05	45.91
营业利润率 (%)	5.24	-32.71	5.63	18.72
总资产报酬率 (%)	0.84	-16.87	5.85	16.45
净资产收益率 (%)	1.69	-34.70	8.97	25.27
资产负债率 (%)	62.12	55.37	47.76	45.65
债务资本比率 (%)	11.14	9.52	9.38	9.98
长期资产适合率 (%)	298.91	304.83	481.70	507.73
流动比率 (倍)	1.61	1.73	2.04	2.17
速动比率 (倍)	1.04	1.09	1.35	1.34
保守速动比率 (倍)	0.42	0.44	0.34	0.27
存货周转天数 (天)	279.07	270.47	263.68	301.23
应收账款周转天数 (天)	188.51	196.54	188.92	190.16
经营性净现金流/流动负债 (%)	0.29	14.23	4.22	8.81
经营性净现金流/总负债 (%)	0.24	12.58	3.79	8.27
经营现金流利息保障倍数 (倍)	1.48	15.93	5.87	8.17
EBIT 利息保障倍数 (倍)	8.70	-38.81	20.46	34.68
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	11.32	-36.49	23.39	36.34
现金比率 (%)	24.85	27.77	20.78	23.48
现金回笼率 (%)	68.31	109.89	94.00	109.32

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
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 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
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 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数² = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数³ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

² 一季度取 90 天。

³ 一季度取 90 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 企业主体信用等级符号和定义

大公主体信用等级符号和定义：

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。