

跟踪评级公告

联合[2017] 867 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持洛娃科技实业集团有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16洛娃科技CP002”和“16洛娃科技CP003” A-1的信用等级，维持“16洛娃科技MTN001” AA的信用等级。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

洛娃科技实业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 洛娃科技 CP002	2 亿元	2016/07/21-2017/07/21	A-1	A-1
16 洛娃科技 CP003	3 亿元	2016/12/16-2017/12/16	A-1	A-1
16 洛娃科技 MTN001	4.5 亿元	2016/6/22-2019/6/22	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 16 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	18.54	35.76	41.46	65.77
资产总额(亿元)	116.14	135.71	167.88	182.42
所有者权益合计(亿元)	75.97	84.19	88.91	91.03
短期债务(亿元)	36.26	25.79	28.92	19.36
长期债务(亿元)	0.85	20.15	39.63	65.43
全部债务(亿元)	37.11	45.94	68.55	84.79
营业总收入(亿元)	53.42	55.35	75.52	20.96
利润总额(亿元)	8.67	8.26	6.84	2.89
EBITDA(亿元)	12.00	11.74	11.92	--
经营性净现金流(亿元)	8.54	18.66	10.05	1.51
营业利润率(%)	23.68	27.83	25.57	32.21
净资产收益率(%)	9.88	8.33	6.30	--
资产负债率(%)	34.59	37.96	47.04	50.10
全部债务资本化比率(%)	32.81	35.30	43.53	48.22
流动比率(%)	144.29	213.13	257.88	470.70
经营现金流流动负债比(%)	23.09	64.37	27.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.09	3.91	5.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.08	7.82	5.14	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计；计入其他流动负债的短期融资券已计入有息债务；现金类资产已剔除受限货币资金。

分析师

方 晓 王喜梅

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

评级观点

洛娃科技实业集团有限公司(以下简称“公司”或“洛娃集团”)是一家集日化、乳业于一体的企业集团。跟踪期内，公司乳业板块产业链完整，具备一定奶源优势，奶牛储备质量不断提升，产品结构升级，配方粉销售额大幅上升；日化板块技术水平高，具有一定的知名度，受益于“千县计划”的实施，收入规模进一步增长，盈利能力较强。同时，联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到，国内乳制品和日化产品竞争激烈，公司其他应收账款快速增长，债务规模增长较快等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

随着国民收入和生活水平的提高，中国城市化进程的加快带来的消费需求提升，国内对乳制品和洗涤用品需求将不断增长。未来随着公司日化销售渠道进一步开拓以及乳品板块终端产品贡献收入，公司竞争实力有望进一步提升。

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定；同时维持“16洛娃科技CP002”和“16洛娃科技CP003”A-1的信用等级，维持“16洛娃科技MTN001”AA的信用等级。

优势

1. 公司乳业板块产业链完整，拥有一定奶源优势；日化板块研发创新能力较强，技术设备先进，产品具有一定的知名度，“千县计划”的实施进一步提升收入规模。
2. 公司营业总收入持续增长，主业盈利能力较强。
3. 公司现金类资产、经营活动现金流对“16洛娃科技 CP002”和“16洛娃科技 CP003”的保障程度高。公司 EBITDA、经营活动现金流对“16洛娃科技 MTN001”的保障程度高。

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. 公司有息债务规模快速增长，债务压力有所加重。
2. 公司期间费用较高，对利润有一定侵蚀。
3. 公司尚未使用的银行授信额度较低，融资渠道有待拓宽。

声 明

一、本报告引用的资料主要由洛娃科技实业集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

洛娃科技实业集团有限公司跟踪评级

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于洛娃科技实业集团有限公司主体长期信用及“16 洛娃科技 CP002”、“16 洛娃科技 CP003”和“16 洛娃科技 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

洛娃科技实业集团有限公司(以下简称“公司”或“洛娃集团”)，系经北京市工商局批准，于1995年9月设立的有限责任公司，前身为北京洛娃新型化工材料技术开发有限责任公司。经过多次增资，截至2017年3月底，公司注册资本21000万元。公司股东持股情况为：胡克勤持股80.24%，胡静竹持股16.90%，李桂玲和董雪梅各持股1.43%。公司实际控制人为胡克勤。

公司主要经营范围：销售酒；生产化工材料、日用化学制品；普通货运；货物专用运输（冷藏保鲜）；货物进出口、代理进出口、技术进出口等。公司是一家以日化和乳业为主要产业的企业集团。

截至2017年3月底，公司合并范围包括17家二级子公司。公司本部下设财务中心、人力资源部、企管中心、办公室、投资部、法务部、宣传部和信息部。

截至2016年底，公司（合并）资产总额为167.88亿元，所有者权益合计88.91亿元（其中少数股东权益0.20亿元）；2016年公司实现营业收入总收入75.52亿元，利润总额6.84亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额为182.42亿元，所有者权益合计为91.03亿元（其中少数股东权益0.20亿元）；2017年1~3月，公司实现营业收入总收入20.96亿元，利润总额2.89亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区望京利泽中园二区203号；法定代表人：胡克勤。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2017年3月底，公司发行的“16 洛娃科技 CP002”、“16 洛娃科技 CP003”和“16 洛娃科技 MTN001”所募集资金已按规定用途使用完毕。

表1 公司存续期债务融资工具情况

债券名称	发行日	到期日	期限	金额(亿元)
15 洛娃科技 PPN001	2015/8/3	2018/8/3	2+1年	10.00
15 洛娃 01	2015/12/28	2020/12/28	3+2年	10.00
16 洛娃科技 PPN001	2016/2/24	2019/2/24	2+1年	5.00
16 洛娃科技 MTN001	2016/6/22	2019/6/22	3年	4.50
16 洛娃 01	2016/7/5	2021/7/5	3+2年	10.00
16 洛娃科技 CP002	2016/7/21	2017/7/21	1年	2.00
16 洛娃科技 CP003	2016/12/16	2017/12/16	1年	3.00
17 洛娃 01	2017/3/3	2022/3/3	3+2年	12.00
合计				56.50

资料来源：公司提供、Wind 资讯
注：数据未包含公司发行的美元债

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，

固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，

制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产

投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

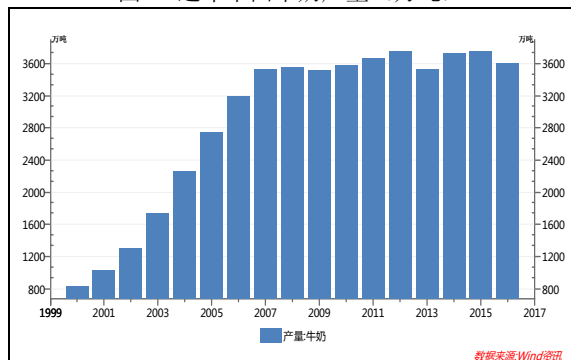
公司是一家集日化、乳业于一体的企业集团，2016年公司日化板块和乳业板块收入分别占公司营业收入的29.07%和60.63%，日化行业和乳制品行业发展对公司日常经营产生重要影响。

1、乳业板块

(1) 行业概况

根据国家统计局2016年经济发展报告，2016年牛奶产量3602万吨，同比下降4.10%，国内两大牛奶主产区黑龙江省全年牛奶产量546万吨，同比下降4.3%，内蒙古全区2016年前11个月牛奶产量536.10万吨，同比下降20.30%，降幅较大。近年来，我国牛奶产量波动幅度不大，2008年至2016年间，年均增长率仅为0.16%。

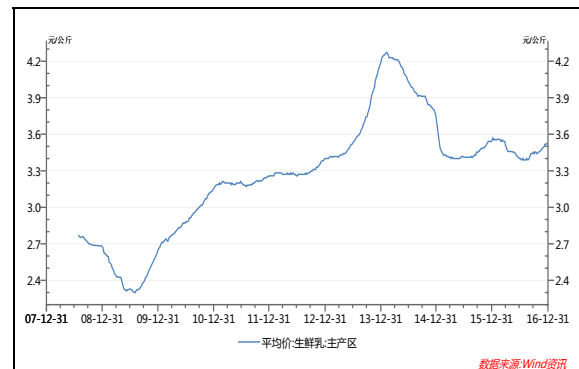
图1 近年中国牛奶产量（万吨）



资料来源：Wind资讯

2014年以来，国内原料奶供应紧缺相对缓解，生鲜乳价格持续回落，但仍处于近年的较高水平，2014年底的生鲜乳均价仍在3.75元/公斤以上；2015~2016年，生鲜乳价格相对稳定，价格位于3.40~3.67元/公斤，截至2016年12月底，生鲜乳价格为3.53元/公斤。

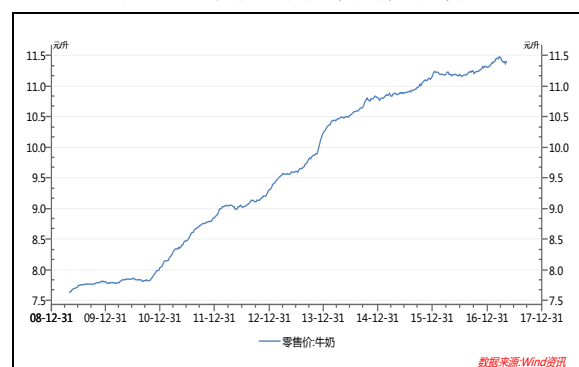
图2 近年生鲜乳(主产区)均价的走势



资料来源：Wind资讯

零售终端牛奶价格主要由奶源供应和市场需求两方面因素共同主导，但终端价格由于传导效应，可能滞后于上游原料的价格变动。2016年，牛奶零售价呈上升趋势，截至2016年12月底，牛奶零售价格达到11.31元/升。2017年1~3月，牛奶零售价格继续上涨，3月底达到11.47元/升。

图3 近年中国牛奶零售价的走势



资料来源：Wind资讯

(2) 行业政策

2016年10月《婴幼儿乳粉产品配方注册管理办法》（以下简称“《办法》”）推出注册制，2018年1月1日正式实施将调整行业供给端，每个企业原则上不得超过3个配方系列9

种产品配方，目前市场上大量中小品牌和贴牌婴幼儿奶粉将淡出市场，我国 2000 多个婴幼儿奶粉品牌将降为 500 多个品牌。《办法》的出台将提升婴幼儿配方乳粉行业准入门槛，配方、品牌乱象将有较大改善，品牌集中度进一步提升，市场竞争环境更加趋于良性，有利于形成中国婴幼儿配方乳粉行业健康发展的新格局。

2016 年 12 月 27 日，农业部、国家发展改革委、工业和信息化部、商务部、食品药品监管总局联合印发《全国奶业发展规划（2016-2020 年）》（以下简称《规划》），这是指导“十三五”乃至更长一个时期全国奶业发展的纲领性文件。《规划》指出当前中国奶业发展主要任务有优化区域布局，巩固发展东北和内蒙古产区、华北产区，稳步提高西部产区，积极开辟南方产区，稳定大城市周边产区；发展奶牛标准化规模养殖，提升奶业生产机械化、信息化、智能化水平；提升婴幼儿配方乳粉竞争力，鼓励研发适合中国婴幼儿的产品，培育具有国际影响力和竞争力的国产婴幼儿配方乳粉品牌；推动乳制品加工业发展，优化乳制品产品结构，鼓励企业兼并重组；加强乳品质量安全监管；加快推进产业一体化等。通过多方措施，保证中国奶业快速健康发展。

政策层面上看，食品安全事件爆发后，国家对乳制品行业的健康持续发展更为重视。相关监管部门陆续出台了促进奶牛标准化规模养殖、振兴奶业苜蓿发展行动、奶牛政策性保险、乳品企业技术改造、婴幼儿配方乳粉质量安全追溯等重大政策，初步构建起覆盖全产业链的政策法规体系。

（3）行业关注

奶源紧张、成本压力是行业面临突出矛盾

近年来，中国乳品价格呈现出持续的上涨态势，一方面，中国奶牛养殖产业正处于结构调整，奶牛养殖规模程度偏低，散户及小型养殖场的单产水平不高，奶源建设尚不能匹配乳品销售的增长速度，整体看原奶资源仍处于供给紧缺的状态，生鲜乳价格持续大幅增长，传

导至终端的乳品价格。另一方面，饲料成本（玉米、豆粕、苜蓿等）及劳动力价格升高也是推高生鲜乳价格、进而推高乳品终端产品价格的主要因素之一，其中饲料成本占养殖总成本的 70% 左右，近年来玉米和进口苜蓿价格相对平稳，但豆粕呈现了较大的价格波动，在 2012 年底达到阶段性高点后再次步入震荡下滑，且人工工资始终处于上涨趋势，均对养殖企业的成本控制产生压力。

进口乳制品冲击国内乳品养殖、加工产业

近年来，中国乳制品进口维持高速增长，出口增长相对缓慢。2016 年中国共计进口各类乳制品 195.56 万吨（不含婴幼儿配方奶粉），同比增加 21.4%，进口额 33.71 亿美元，同比增长 6%，其中，进口干乳制品 130.06 万吨，同比增加 14%，进口额 26.89 亿美元，同比增长 0.8%，进口液态奶 65.5 万吨，同比增加 39.2%，进口额 6.82 亿美元，同比增长 32.8%。2016 年婴幼儿配方奶粉共进口 22.13 万吨，同比增长 25.8%，价值 30.09 亿美元，同比增长 21.8%；其中来自荷兰 79016 吨，占 35.7%，同比增长 37%；爱尔兰 32380 吨，占 14.6%，同比增长 32.5%；新西兰 23932 吨，占 10.8%，同比增长 65.4%。中国乳制品出口量仍然非常小，同比还在进一步下降，主要出口产品为广东供应香港的鲜奶。2016 年中国共出口各类乳制品 30814.50 吨，同比下降 7.53%，出口额 4735.02 万美元，同比增长 5.04%；2016 年液态奶出口 23669 吨，同比下降 5.7%，出口额为 2154.56 万美元，同比下降 12.5%。

总体看，一方面中国奶源持续紧张、原奶价格上涨，进口奶源具有一定价格优势；另一方面，中国消费者由于乳品安全事件的发生，对国产乳品信心的完全恢复仍需时日，对进口产品仍有惯性依赖。

2、日化板块

（1）行业概况

洗涤用品行业主要包括合成洗涤剂和肥皂（香）皂两大类。合成洗涤剂是由石油化工原

料衍生的合成表面活性剂（如烷基苯磺酸钠、脂肪醇硫酸钠）和各种助剂（如三聚磷酸钠）、辅助剂配制而成的一种洗涤用品，属于石油化工产业链下的工业产品。

近年来，随着洗涤剂的发展更趋于注重洗涤护理效果、安全便捷、环保节约、包装简约和个性化需求等方面，合成洗涤剂已经替代传统的肥（香）皂，而成为洗涤用品行业产量最大、最主流的产品。2001~2016年，国内合成洗涤剂产量从312万吨增至1299万吨。同时，洗涤产品用途不断细化，专业化和多样化不断加强，覆盖了更广泛的消费需求。

从洗涤用品产量的地域分布来看，东北地区相对较少，主要集中在华东、华南地区，主要由于华南地区地处亚热带，全年气候炎热，消费者盥洗频率高，行业区域性发展趋势明显。

洗涤用品行业产品生产集中度均较高，各品种主要竞争者的规模相对较大，目前中国市场中，宝洁、联合利华、立白、纳爱斯市场占比超过70%。近年来，宝洁和联合利华这两大外资日化巨头在华市场份额出现下降，尤其体现在牙膏和洗涤等细分市场，而中国本土洗涤企业凭借在二、三线城市以及乡镇、农村市场的发展显示出较强增长势头。在洗衣粉和肥皂品类中，宝洁和联合利华的市场份额约为15%，而广州立白和纳爱斯集团两家本土公司的合计市场份额已超过25%，本土品牌逐渐显现优势。

皂类与合成洗涤剂在资源利用上存在差异：肥皂的原料来自于天然的动植物等可再生资源；合成洗涤剂大部分原料（主要是表面活性剂、三聚磷酸钠、4A沸石等）来自于石油以及化石原料等不可再生资源，同时日化产品中的包装材料有85%以上依赖于石油化工，均受到石油等原材料价格波动的影响。

目前，大部分中国自主生产的助剂、表面活性剂品种均能满足洗涤用品行业的需求。

（2）行业关注

节能降耗压力较大

洗涤用品行业的节能减排压力体现在两方

面：一是产品结构不尽合理，洗涤产品以普通粉状产品为主，产品有效物含量低直接导致生产过程和流通环节以及消费环节中的无效能耗和物耗，但产品结构调整又受到生产工艺和装备的技术水平以及原料品种的制约；二是表面活性剂中间体和产品工艺技术和工程化水平不高，如大多数生产工艺均为间歇式操作，反应的动力及热能消耗相对较高。表面活性剂生产领域的生态循环与经济发展矛盾依然突出，对清洁生产工艺开发不足，资源利用效率及合理性有待于进一步改善，节能降耗减排尚不充分。

产业结构有待改善 低价竞争严重

行业中符合低碳经济的浓缩型洗涤剂目前只占洗衣粉总量不足5%，绝大部分仍为普通洗衣粉，含有较多的非有效化学成分，对环境影响较大。行业产品附加值不高，过分依赖价格竞争和规模扩张，而低价格带来的低利润导致企业研发经费不足，使企业陷入低价竞争的恶性循环。经过反复的价格大战，洗涤行业终端产品的价格已经基本降至底线，行业进入了微利时代。长此以往，洗涤用品行业以及企业的发展必然会受到限制，破坏产业的价值链，不利于行业健康持续发展。

技术创新有待提升

虽然中国规模较大的企业逐渐开始重视科技创新的投入，加大新技术、新产品的研发力度，但投入仍显不足，新成果的产业化率低；新产品产值占总产值比重低，功能型表面活性剂等一些技术含量较高、具有特殊功能的原料还主要依赖跨国公司的产品。创新能力不足一定程度上限制了中国洗涤用品行业的发展。

总体看，洗涤用品具有刚性消费的特征，跟踪期内，行业发展较为稳定。随着社会消费水平的提高以及城镇化和经济转型进程的加快，特别是消费结构由保障基本生活到享受型、发展型等高层次消费需求的转变和升级，带动整个消费市场和工业生产的发展。一方面，中国消费市场向二三线城市、农村市场移动，洗涤用品有望迎来更广阔的市场；另一方面，经

济转型的主要任务在于提高劳动者收入水平进而带动消费能力的提高，城镇化消费群体的消费将向高品质、科学消费等方面转型，促进了产品的更新升级。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2017年3月底，公司注册资本为21000万元。公司股东持股情况为：胡克勤持股80.24%，胡静竹持股16.90%，李桂玲和董雪梅各持股1.43%。公司实际控制人为胡克勤。

2. 企业规模

公司是一家集日化、乳业于一体的企业集团，是北京市重点企业、全国文明单位、首都文明单位标兵。

北京双娃乳业有限公司（下称“双娃乳业”）是乳业板块的经营主体，跟踪期内，双娃乳业产业链进一步完善，乳品销售能力提升。

北京洛娃日化有限公司（下称“北京洛娃”）是公司日化板块的经营主体，是中国洗涤用品工业协会副理事长单位，在中国首家提出绿色、环保、健康的洗涤用品概念。跟踪期内，北京洛娃“多功能低泡洗衣液”获得2016年度北京市新技术新产品证书；目前已形成了五大系列、近百个种类的产品，被连续多年认定为国家高新技术企业。

3. 技术水平

公司本部及北京洛娃、双娃乳业均为国家高新技术企业，享受15%的所得税优惠政策。

跟踪期内，双娃乳业保持与北京工商大学食品学院、中国农业大学、内蒙古农业大学的校企合作，不断提升技术研发能力；奶牛养殖继续实施改良项目计划，从新西兰、澳大利亚引进谱系明确、高产纯种荷斯坦奶牛；奶粉生产线采用全套德国韦斯伐里公司GEA全自动收奶、巴氏、贮存生产线，以及自动收奶系统

和先进的电脑控制系统，公司不断创新工艺，持续改造乳品生产线，提高设备能效；公司建立了完善的质量管理体系，并率先通过了ISO9001:2000国际质量体系认证及HACCP认证，保证乳品质量。北京洛娃产品均由该公司研发中心发起并立项，经反复论证、试验后上市。通过不断的创新和技术研发，2014年以来，公司共推出161款新产品，其中，皂类产品25项，皂粉系列5项，洗衣粉系列10项，洗衣液类产品37项，皂液类产品2项，洗衣凝珠2项，洗洁精类产品23项，柔顺剂类产品12项，洗衣机槽抑菌清洁剂1项，洁厕类产品2项，空调清洗剂2项，油污净1项，卫尔系列消杀产品8项，洗手液产品12项，母婴产品13项，电商特供产品6项；除此之外，公司还对12项老产品进行了包装升级。

截至2017年3月底，公司共获得国家知识产权局授权专利36项，其中发明专利18项、外观设计专利18项，参与制定11项国家及行业标准。

总体看，公司严格执行科技创新驱动战略，研发创新能力较强，技术设备先进，为公司持续发展提供了有力的支持。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、管理体制和管理制度方面无重大变化。

八、重大事项

子公司洛娃日化（江苏）股份有限公司新三板挂牌

公司于2015年8月收购攀柔莎（江苏）生物科技股份有限公司（以下简称“攀柔莎”，股票代码：837897.OC），2016年8月2日，攀柔莎进入全国中小企业股份转让系统挂牌公开转让，2016年12月，攀柔莎定向发行股票834万股，发行价格1.20元/股，发行对象为北京洛娃日化控股有限公司（以下简称“日化控股”），本

次股票发行后，日化控股直接持有攀柔莎65.51%的股份，为控股股东，胡克勤间接持有52.57%的股份，为实际控制人。2017年3月，经向全国中小企业股份转让系统有限责任公司申请，攀柔莎名称变更为“洛娃日化（江苏）股份有限公司”（以下简称“洛娃日化”）。

2017年6月7日，洛娃日化发布公告，拟向洛娃集团以定向发行股份的形式购买其持有的北京洛娃100%股权，交易价格50923.00万元，发行股份价格为1.20元/股，共计发行424358333股。本次交易完成后，洛娃集团将持有洛娃日化90.39%的股份，成为其控股股东，实际控制人仍为胡克勤；北京洛娃将成为洛娃日化100%的全资子公司。本次交易尚需取得洛娃日化股东大会审议通过。

九、经营分析

1. 经营概况

公司是一家集日化、乳业于一体的企业集团，公司本部行使管理职能，具体经营业务由下属子公司负责。

公司通过实施“千县计划”有效拓展了板块的营销渠道和收入规模，2016年，公司营业总收入为75.52亿元，同比增长36.44%。从板块来看，乳制品板块仍为第一大板块，2016年营业总收入45.79亿元，同比增长31.66%；日化产品收入21.96亿元，同比增长16.19%；公司其他业务板块包括洛娃大厦租金收入、酒店收入及子公司贸易业务收入，2016年为7.78亿元，同

比大幅增长，系子公司北京洛娃进出口有限公司（以下简称“洛娃进出口”）收入增加5.44亿元所致。

毛利率方面，2016年，公司综合毛利率为26.32%，同比下降2.10个百分点，受公司日化板块及其他业务板块毛利率下降所致。其中，受“千县计划”不断推进和终端乳制品销量增长影响，2016年乳品板块毛利率较2015年提升3.72个百分点至31.08%；日化板块受原材料价格上涨影响，毛利率较2015年下降5.79个百分点至26.79%；其他业务板块由于洛娃进出口收入占比较高，主营业务为大宗贸易，毛利率水平较低，整体其他业务板块毛利率由2015年的68.94%下降至13.33%。

2017年1~3月，公司实现营业总收入20.96亿元，同比下降8.07%，占2016年全年的27.75%，综合毛利率32.67%，较2016年增加6.35个百分点。乳制品价格延续上涨趋势，2017年一季度公司乳制品板块实现收入14.63亿元，同比增长4.65%，毛利率33.94%，较2016年底提升2.86个百分点；同期，日化产品价格销量较上年同期均有下滑，该板块实现收入5.55亿元，同比下降33.61%，毛利率为22.51%，较2016年底增加1.51个百分点。

总体看，跟踪期内，受益于“千县计划”的进一步推进，公司乳制品和日化产品业务收入持续增长，主业盈利能力较强。

表2 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014年			2015年			2016年			2017年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
日化产品	17.93	33.56	26.23	18.90	34.14	26.79	21.96	29.07	21.00	5.55	26.50	22.51
乳制品	34.17	63.96	20.38	34.78	62.83	27.36	45.79	60.63	31.08	14.63	69.79	33.94
其他	1.32	2.48	91.63	1.68	3.03	68.94	7.78	10.30	13.33	0.78	3.72	18.82
合计	53.42	100.00	24.11	55.35	100.00	28.42	75.52	100.00	26.32	20.96	100.00	32.67

资料来源：公司提供

2. 乳制品业务

双娃乳业已形成集饲草饲料种植加工、奶牛养殖繁育、畜牧业服务、技术研发、乳品加工、乳品销售六大业务体系于一体的产业体系，产业链较长。

(1) 原材料采购及奶源建设

公司乳制品业务的原材料主要为生鲜奶，另有部分包装材料的采购需求。其中，生鲜奶的供应以外部供应（主要通过建立奶厅、奶站向农户收购）为主、自有奶牛产奶为辅，再由有生鲜奶运输资格的专用奶车进行运输。包装材料全部源于外部采购，公司每年采用招投标的形式确定供应商。

表3 公司近年生鲜乳采购量数据（单位：万吨）

生鲜乳	2014年	2015年	2016年	17年1-3月
自产	18.92	16.97	16.82	4.85
外收	75.15	55.18	29.79	7.98
合计	94.07	72.15	46.61	12.83

资料来源：公司提供

奶源建设方面，公司实行“公司+基地+农户”的产业管理模式；截至2017年3月底，公司自有牛只和通过奶农养殖牛只的存栏数分别为30688头和231114头，奶牛存栏数储备稳定。公司在呼伦贝尔地区拥有近200万亩的饲草饲料基地（使用权30-50年，其中持有土地使用证171.95万亩，持有草原使用证14.69万亩），同时外租一定面积的牧场土地，配套建设了1个饲料厂、3个良种荷斯坦奶牛基地、3个乳品厂。总的来说，公司基本做到从源头保证了原料的安全性。

表4 截至2017年3月底公司牛只存栏数据

（单位：头）

地区	牛场	奶农
阿荣旗牛场	30688	104227
嵯岗牛场	--	99206
海拉尔地区	--	28110
合计	30688	231543

资料来源：公司提供

奶牛养殖方面，双娃乳业实施了万头奶牛

改良项目计划，从新西兰、澳大利亚引进了谱系明确、高产纯种荷斯坦奶牛（年产奶量高达7-10吨），并通过与内蒙古大学合作，将体外授精技术研究成果转化为更为先进的胚胎移植技术，培育出高产良种奶牛，改变了高产纯种奶牛单纯依靠进口的局面，首批获得了“国家良好农业规范认证示范牧场”称号。饲料种植加工方面，公司与农科院等多家科研院所合作研制开发了高产奶牛各个生长阶段所需的精饲料，公司饲料厂房面积10302.64平方米，生产工艺及设备技术含量较高，年设计生产量10万吨，基本能够满足自有牛场的饲料用量。

生鲜乳采购价格方面，其价格根据奶牛的生理周期、按产奶期和干奶期浮动，同时市场需求也对鲜奶价格产生影响；奶牛存栏量下滑、市场的恶性竞争、生鲜乳产量萎缩、生产厂家集中等不利因素也是原料价格波动的主要原因。2014年以来，国内原料奶供应紧缺相对缓解，生鲜乳价格持续回落，2015年~2016年，生鲜乳采购价格波动较小，公司2016年生鲜乳采购价格为2150元/吨，同比增长3.86%。

表5 公司近年生鲜乳采购均价（单位：元/吨）

	2014年	2015年	2016年	17年1-3月
生鲜乳	2790	2070	2150	2100

资料来源：公司提供

生鲜乳采购结算方面，针对农户采购，公司一方面采用向农民出售奶牛和饲料、定期从农户处收购生鲜奶作为回报的“物易物”方式，同时对差价部分采用现金结算方式；针对非农户采购（原料、包装材料等），公司主要采用现金或票据的结算方式。

(2) 生产及销售

乳品生产方面，截至2017年3月底，公司共有三个乳品厂，分别为阿荣旗乳品厂、海拉尔乳品厂、新左旗乳品厂，年处理能力分别为1400吨/日、300吨/日、1200吨/日。一般情况下，公司1吨生鲜乳可生产120KG奶粉。

双娃乳业的主要产品为全脂奶粉，多作为

乳饮料、冷饮、焙烤、糖果等行业的原料奶粉（又称“原料粉”）。公司的销售模式主要为直接点对点销售，销售区域遍布全国。公司与国内外多家知名企业均建立起长期稳定的合作关系，实现了对国内乳制品市场的全覆盖，成为中国原料粉主要生产企业之一。公司会根据客户回款情况和质量反馈情况，将每一客户分为不同等级，并给予一定的优惠。

表6 公司原料粉产品经营数据（单位：吨、万元/吨）

工业奶粉	2014年	2015年	2016年	17年1-3月
产量	135840	123991	106270	43500
销量	137153	123653	105193	43113
平均价格(含税)	2.76	2.00	2.64	2.65

资料来源：公司提供

注：数据仅包含工业奶粉。2016年产量包括OEM52072吨，2017年1-3月产量OEM包括9570吨。

由于现有产能不能满足市场推广和产品销售的需求，公司通过OEM方式实现产品的快速供应。同时，通过OEM合作方区域的选择，能够有效缩短运输半径，从而达到降低生产成本和运输成本的目的。OEM账期一般为现金结算无账期或30天内账期。

公司与OEM合作方主要通过三种合作模式：（1）OEM合作方代采原材料（包括生产原材料与包装物），并提供代加工服务；（2）OEM合作方代采部分原材料，并提供代加工服务；（3）公司采购全部原材料，OEM合作方只提供代加工服务。三种模式均采用公司提供的核心生产技术，并通过全过程监督控制OEM产品质量。OEM合作方需要将所有原材料供应商资质及外检报告发送公司备案，包装纸箱使用前需要先将样品送至公司总部质量部门进行核检，通过核检后才能使用。对于OEM产品进行抽样和寄样检测，OEM驻场人员实施现场抽样检测，并将每批次产品寄样至公司总部质量部门进行核检，对未按要求和标准寄样的OEM工厂进行考核记录。公司对OEM产品生产全过程监督控制的同时，建立了市场终端反馈制度，通过终端反馈进行分类统计，并追溯至OEM合

作方进行处理或改进。

2016年，公司原料粉产销量同比分别下降17.52%和14.93%，同时，原料粉销售均价的提升使得销售总额同比增长12.29%；2017年1-3月原料粉产销量分别为43500吨和43113吨，同比分别增长4.49%和4.39%。原料粉产销率一直保持高水平，始终位于93%以上，2016年为98.99%，较2015年变化不大。

销售价格方面，原料粉的国际市场定价权由每半月进行一次的全球乳制品贸易竞价结果确定，公司主要依据此价格确定售价。由于价格调整周期较短、调整较为及时，原料粉价格的波动幅度和生鲜乳原料波动幅度较为一致。近三年，原料粉均价呈波动下降趋势，分别为2.76万元/吨、2.00万元/吨和2.64万元/吨，2017年1-3月原料粉均价较2016年变化不大。

结算方面，公司对部分销售势头较好的商品扩大现金销售的比例，同时针对下游客户的账期优惠政策逐步取消；另一方面，公司内部集中开展赊销款项催收；在双重因素的促进下，公司乳品收入实现质量改善。

2015年2月以来，公司开始推出婴幼儿配方奶粉（27类细分产品）、成人奶粉（包括中老年系列、学生系列、全职奶粉、全脂甜奶粉共12类细分产品）、豆浆粉（包括女士系列、经典系列、甜豆浆粉系列共9类细分产品）等40余款乳品市场终端产品。

表7 公司终端粉经营数据（单位：吨、万元/吨、万元）

奶粉	奶粉	2015年	2016年	17年1-3月
配方粉	产量	6151.00	15123.23	4465.80
	销量	5749.00	14861.40	4361.87
	平均价格(含税)	12.54	12.66	12.67
	销售额	72099.69	188145.36	55264.95
豆粉	产量	19533.00	18899.00	5980.00
	销量	19325.00	17029.55	5414.98
	平均价格(含税)	3.77	3.77	3.76
	销售额	72909.38	64201.41	20360.34

资料来源：公司提供

公司自2015年推出配方粉后，依托公司原有产业链优势，2016年，公司配方粉产销量均得到大幅提升，销售额同比增长160.95%至18.81亿元，对公司乳业板块营收贡献较大；2016年，公司豆粉产销量有所下滑，分别同比下降3.25%和11.87%，均价保持3.77万元/吨，实现销售额6.42亿元，同比下降11.93%。

跟踪期内，公司以“千县计划”为核心，立足8个核心省份，重点开辟500个县级市场，同时登陆互联网销售平台（如天猫、京东、一号店、顺丰、中粮我买网、苏宁、坨坨工社等大型电商）以及北京高端社区实体体验旗舰店。由于终端产品相对原料粉具备更强的盈利能力，随着该部分业务的推广，乳品板块的收入规模和盈利能力有望获得增长。

总体看，跟踪期内，公司乳品板块产品结构升级，原料粉、豆粉销量下滑，配方粉销售额大幅上升，整体乳品板块收入规模增长，盈利水平提升。

3. 日化业务

北京洛娃主营日化产品的研发、生产和销售，核心产品拥有自主知识产权，拥有厨房、居室、卫生间、衣物、商业清洗五大系列200多种产品，其中洗衣液、洗洁精、洁厕剂为主导产品。

(1) 原材料采购

公司日化板块的原材料包括生产用料（AES、磺酸、纯碱、AEO-9等）和包装用料（包装瓶、自立袋、纸箱等），均为国内供应，基本无需进口。公司主要采取从生产厂家进货与从经销商进货相结合的方式，以降低对主要供应商的依赖程度。

从原材料构成看，前五大采购原料分别为AES、磺酸、AEO-9、自立袋和纸箱。公司采购的生产用原料有超过300种，其中以AES、磺酸和AEO-9为主，2016年，上述三类原料占采购总额的比重分别为22.22%、8.89%和5.56%，较2015年变化不大。公司采购的包装用原料主

要为自立袋和纸箱，这两类占2016年采购总额的比重分别为31.11%和32.22%。整体看，公司对包装用料的采购额超过生产用料的采购额，但考虑到细化产品分类较多，不同产品的成本构成存在差异，高附加值的产品中生产用料所占比重相对较高。

从采购价格看，2016年，主要生产原料AES、磺酸均价分别为6.04元/公斤和8.12元/公斤，同比分别增长3.24%和1.50%，AEO-9均价小幅下降0.16%，原料价格变动不大。2017年一季度，上述三类原料价格基本保持稳定，无较大波动；包装用料采购均价稳定性较强，2016年和2017年一季度，自立袋和纸箱采购均价均未发生较大变化。

从采购结算看，公司采用现款现货、票据结算和预付货款相结合的支付方式，AES、磺酸、AEO-9等部分原材料采用预付款方式，近年来预付款结算方式比重有所增长。

(2) 产品生产

北京洛娃的生产设备引进德国和美国先进技术，实现从原材料配方到投料的自动化控制，提高了产品的稳定性和准确性；同时，整个配料工艺对余料和废水进行循环使用，基本实现污染物的零排放。生产方面，北京洛娃装备了国内领先的全自动自立袋包装生产线和全自动上瓶、罐装、拧盖、套标于一体的瓶装生产线，提高人均生产率和产品质量的同时，降低了人力成本，避免了用工危机；生产线在保留了浆式和柜式搅拌机的基础上，引进国际领先的高剪切式乳化机系列，保证了产品质量的稳定性。

公司液体合成洗涤剂的设计产能为35万吨，目前已经投入运营的产能为20万吨，生产基地位于顺义；除自有生产基地外，公司在山东、河北、河南和浙江等地均有代加工厂。公司日化产品种类和用途呈多元化，主要分为洗衣液、洗洁精、洁厕剂、柔顺剂、油烟净五大类。2017年1~3月，公司生产各类液体洗涤剂共计5.89万吨。

随着“千县计划”的实施，公司产能将无

法满足市场需求，公司将采取自建、收购及OEM模式不断扩张产能。

(3) 产品销售

销量方面，2016年，公司日化产品销量均较2015年有所增长。2016年销量为25.98万吨，同比增长15.42%，主要源于“千县计划”逐步推进有效提升了县级市场对洛娃品牌的认知度，销售量进一步提高。2016年销量在2万吨以上的产品有洗衣液、洗洁精、柔顺剂和油烟净，其中洗衣液2016年销量15.01万吨，同比增长17.82%；洗洁精销量4.55万吨，同比增长13.18%；柔顺剂销量2.65万吨，同比增长9.50%；油烟净2016年销量突破2万吨，达到2.02万吨，同比增长10.99%，洁厕剂销售规模较小，2016年为1.75万吨，同比增长15.89%。2017年1~3月，公司五大产品销量合计6.56万吨，为2016年全年水平的25.25%。整体看，随着“千县计划”的进一步拓展，2016年日化板块前五大主导产品销量实现不同程度增长。

洗涤用品作为日用产品，具有刚性消费的特征，跟踪期内，价格保持稳定。

表8 近年来日化板块各产品产销情况

(单位：万吨、%、元/吨)

产品	2014年	2015年	2016年	17年1~3月	
洗衣液	销量	11.92	12.74	15.01	3.76
	产销率	110.17	97.85	100.00	100.00
	均价(含税)	7623.15	7692.25	7699.45	7698.95
洗洁精	销量	3.90	4.02	4.55	1.15
	产销率	102.63	196.10	190.38	188.52
	均价(含税)	6630.30	6639.25	6661.16	6660.86
洁厕剂	销量	1.49	1.51	1.75	0.44
	产销率	115.50	115.27	115.13	112.82
	均价(含税)	6630.30	4833.57	4833.69	4832.13
柔顺剂	销量	2.39	2.42	2.65	0.66
	产销率	106.22	169.23	164.60	165.00
	均价(含税)	7670.19	7679.56	7699.91	7698.99
油烟净	销量	1.79	1.82	2.02	0.55
	产销率	99.44	107.69	106.32	110.00
	均价(含税)	18530.25	18536.27	18556.65	18557.98

资料来源：公司提供

注：日化产品产销率较高，系销量中包含OEM代加工产量。

2016年，洗衣液、洗洁精、洁厕剂、柔顺剂和油烟净代工量分别为1.73万吨、2.86万吨、0.57万吨、1.78万吨和0.63万吨。公司日化板块以北京市场为核心，逐步开发全国市场，2016年，北京市场销售比重为43%，较2015年减少2%；外埠市场以辽宁、黑龙江、河北等省为主，2016年销售比重分别为11%、7%和8%。2017年1~3月，公司各市场的销售比重较2016年未发生变化。

营销模式方面，北京洛娃目前形成传统渠道为主、配合电子商务营销的经营模式。传统渠道模式方面：北京市场分为批发和零售两类模式，零售业务主要通过物美、京客隆等连锁超市直接签订合同展开合作，批发业务通过经销商展开；外埠市场主要通过经销商合作模式进入地方超市货架，一般在每个开展业务的城市配设一个经销网点，1000个县级市场开拓主要通过经销商展开，截至2017年3月底已开拓1583个县级市场。电子商务模式方面，公司逐步进入电子商务市场，先后与京东商城、苏宁易购、一号店等电商开展合作。

物流模式方面，公司与专业物流公司建立合作关系。结算方面，公司与经销商和超市客户的结算周期一般为3~4个月。

表9 近年来销售额区域分布情况(单位：%)

区域	2014年	2015年	2016年	17年1~3月
北京	55	45	43	43
辽宁	13	12	11	11
黑龙江	6	7	7	7
河北	8	7	8	8
山东	4	3	3	3
其他	14	26	28	28
合计	100	100	100	100

资料来源：公司提供

总体看，受益于“千县计划”的实施，公司日化板块产销量有力增长；未来随着新市场的成熟以及电商渠道的贡献，板块规模有望进一步扩展。

4. 其他业务

公司所属的洛娃大厦坐落于北京望京地区，由三栋花园式5A级智能化涉外甲级写字楼组成，出租率常年保持在95%以上，截至2017年3月底，洛娃大厦出租率达99%。2016年，大厦租赁业务实现收入0.76亿元，毛利率为96.11%，为公司带来稳定的收入和利润。

洛娃桃源溪谷度假村位于北京市平谷区峨眉山景区内，有别墅、标准客房、餐厅、歌舞厅、会议室、棋牌室以及室外网球、篮球、垂钓等多项娱乐设施为客人提供服务。洛娃农场由北京洛娃农业生态园有限公司负责经营，占地近200亩，整个农场分四大块：种植区、养殖区、餐饮区、跑马区，种植区以无公害、绿色、有机三位一体为模式，主要为附近高端酒店的餐饮提供原料。

公司旗下的金潮玉玛国际酒店和金潮玉玛丫髻山国际森林酒店由公司作为出租方，每年以“保底+浮动”的方式向酒店承租方收取租金，

租金计算方式为：公司按酒店完成经营毛利润的95%向承租方收取租金，如酒店完成经营毛利润的95%不足2500万元，则按2500万元作为保底租金收取，2016年实际收取租金2546.18万元，对整体运营形成良好的利润和现金流的补充。

截至2016年底，公司完成的法国土地收购包括平原小麦农业开发公司、香布思农业开发公司、图芒农业开发公司、大福来农业公司、大美农业公司和贝尔日黑农业公司。法国农业项目总资产9899.62万欧元，约合人民币72334.59万元，实现营业收入660.21万欧元，约合人民币4824.06万元，实现净利润312.29万欧元，约合人民币2281.82万元。2016年，公司新收购土地有贝尔日黑农业公司，收购价格686万欧元。公司投资法国农业，在多处粮食主产区接连收购大型农场，目前已产出优质面粉、粗粮等产品。

表10 公司法国收购土地情况

公司名称	地号	土地面积	收购比例 (%)	收购价格 (欧元)
法国小麦平原农业公司	#8	自有土地 102.40 公顷	100	4700058.77
法国香布思农业公司	#15	自有土地面积 516 公顷、租赁土地面积 500 公顷	98	28589175.45
法国图芒农业公司	#17	自有土地 370 公顷	98	19639210.66
法国大福来农业公司	#19	自有土地 114.38 公顷	99	9847874.10
拉波尔不动产公司			90	
法国大美农业公司	#20	自有土地 120.57 公顷	99	8068165.73
克里斯克不动产公司			98	
贝尔日黑农业公司	#23	自有土地 138.40 公顷	90	6858873.90

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2016年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为9.20次、6.25次和0.50次，较2015年均有所提升。公司经营效率指标强化，整体经营效率较好。

6. 在建项目

在建项目方面，公司主要在建项目为牛舍

维修工程、日化工厂改造工程、丫髻山二期、生态园改造工程和乳品厂生产线更新改造项目，总投资6736万元，截至2017年3月底，已完成投资1683.31万元，2017年4-12月份计划投资1996.80万元。投资资金均源于自有资金，且投资规模小，短期看，未来项目投资的融资需求不大。

表11 截至2017年3月底公司主要在建项目
(单位: 万元)

项目名称	总投资	已完成投资	2017年4-12月投资计划
牛舍维修工程	2800.00	63.45	400.00
日化工厂改造工程	2200.00	1143.50	800.00
丫髻山二期	300.00	1.03	120.00
生态园改造工程	90.00	13.20	76.80
乳品厂生产线改造	1346.00	462.13	600.00
合计	6736.00	1683.31	1996.80

7. 未来发展规划

未来在投资策略上, 公司将日化和乳业作为企业发展的根基, 形成更加具有竞争性和产业领导力的企业发展格局, 着力于销售渠道的开拓。

总体看, 公司发展规划围绕主业展开, 规划清晰, 目前在建项目已基本完成投资, 短期看公司未来投资项目的融资需求不大, 资金需求主要源于营运资金的需求。随着公司经营规模的提升, 以及营销渠道的开发拓展, 未来营运资金需求将有所上升。

十、财务分析

公司提供的2016年财务报表经亚太(集团)会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 审计机构出具了标准无保留意见, 2017年一季度财务报表未经审计。

2016年, 公司合并范围新增两家, 分别为北京晓星电脑技术有限公司和贝尔日黑农业公司。截至2017年3月底, 公司合并范围二级子公司17家, 较2016年底无变化。

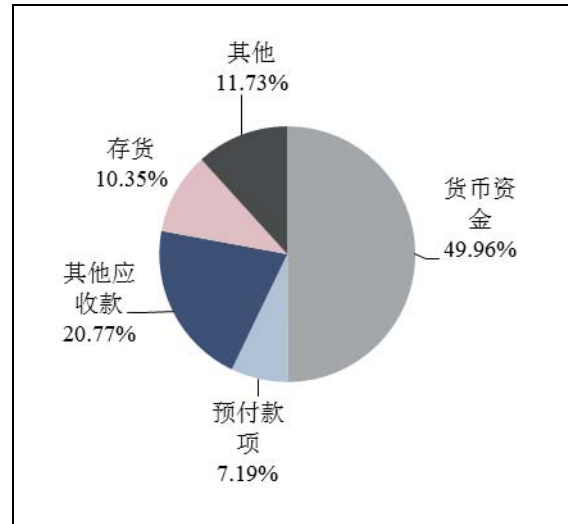
1. 资产质量

截至2016年底, 公司资产总额为167.88亿元, 较2015年增长23.70%。其中流动资产和非流动资产分别占56.71%和43.29%, 以流动资产为主。

流动资产

截至2016年底, 公司流动资产为95.20亿元, 同比增长54.09%, 主要由货币资金、应收账款和其他应收款构成。

图4 2016年底公司流动资产构成



资料来源: 公司审计报告

截至2016年底, 公司货币资金为47.57亿元, 同比增长30.04%, 主要是其他货币资金的增加所致, 主要包括保证金, 进出口国际贸易开具国际信用证以及银行承兑汇票保证金; 其中使用受限的货币资金为6.24亿元, 剔除受限后的现金类资产(货币资金+应收票据)为41.46亿元, 占流动资产的43.55%, 资产流动性较好。

截至2016年底, 公司应收账款同比大幅增长109.43%至11.02亿元, 主要是公司销售收入增长, 公司终端产品客户升级, 由小客户往中大型客户发展, 适当放宽账期所致。公司应收账款全部按信用风险特征组合计提坏账准备, 综合计提比例0.18%, 计提比例偏低。截至2016年底, 前五大客户应收款项占总额的37.82%, 集中度偏高。总体看, 公司应收账款规模大幅增加, 计提坏账准备比例较低, 集中度偏高, 存在一定回收风险。

截至2016年底, 公司预付款项6.85亿元, 较2015年增长40.85%, 主要是公司进出口贸易中预付款增加所致。从账龄看, 1年以内占比99.22%, 预付款项发生损失的可能性较小。

截至2016年底，公司其他应收款19.77亿元，同比大幅增长177.83%，系公司核算往来款模式的改变，公司将已发出对方已确认收货的，但未经过检验，客户未通知可以开发票确认收入的商品，在其他应收款中核算所致。截至2016年底，公司其他应收款计提坏账准备11686.94元，计提比例较低。截至2016年底，其他应收款的前五名欠款金额合计6.86亿元，占比34.72%，集中度较高。

截至2016年底，公司存货账面价值为9.86亿元，同比增长23.87%，主要库存商品增加所致，公司对存货计提跌价准备1.86万元，仅为原材料计提的跌价准备，由于库存商品及其他存货项目无明显减值迹象，公司未计提跌价准备。

非流动资产

截至2016年底，公司非流动资产为72.68亿元，同比小幅下降1.69%，以投资性房地产（占34.60%）、固定资产（占24.56%）和无形资产（占25.20%）为主。

截至2016年底，公司投资性房地产为25.15亿元，同比增长8.26%，系子公司北京晓星电脑技术有限公司投资性房地产本期增加公允价值损益1.62亿元所致。

截至2016年底，公司固定资产账面原值为23.64亿元，同比下降5.21%，主要由房屋建筑物（占70.52%）、机器设备（占25.00%）、运输工具（占1.10%）和电子设备（占3.38%）构成；累计折旧5.78亿元，未计提相关减值准备，截至2016年底，公司固定资产账面价值17.85亿元。

截至2016年底，公司无形资产18.31亿元，较2015年底下降4.01%。构成来看，主要是土地使用权17.90亿元；公司累计摊销1.80亿元，未计提减值准备。

截至2017年3月底，公司资产合计182.42亿元，较2016年底增长8.66%，主要来自于货币资金的增加，系公司于2017年3月发行12亿元公司债收到现金所致；流动资产和非流动资产分别

占60.74%和39.26%，流动资产比重较2016年底上升4.03个百分点。

总体看，跟踪期内，公司资产规模稳步增长，流动资产比重逐步增加，其中货币资金、应收账款、其他应收款及存货规模较大。总体看，公司资产质量和流动性尚可。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计88.91亿元，同比增长5.61%，主要来自于未分配利润的增长；其中归属与于母公司权益合计88.71亿元，主要由资本公积（占36.95%）和未分配利润（占59.07%）构成。其中资本公积主要由牧场、草场、洛娃大厦及酒店等形成。

截至2017年3月底，公司所有者权益合计增至91.03亿元，来自未分配利润的增加，结构较2016年底变化较小。整体看，公司权益稳定性偏弱。

负债

截至2016年底，公司总负债为78.97亿元，同比增长53.28%，流动负债和非流动负债分别占比46.75%和53.25%，非流动负债比重较2015年上升。

截至2016年底，公司流动负债36.92亿元，同比增长27.35%，主要是应付票据、应付账款和其他流动负债增加所致。截至2016年底，流动负债主要由短期借款（占31.52%）、应付票据（占19.72%）、应付账款（占13.23%）和其他流动负债（占27.09%）构成。

截至2016年底，公司短期借款11.64亿元，同比下降41.67%，主要包括信用借款2.00亿元、抵押借款8.58亿元和保证借款1.05亿元。

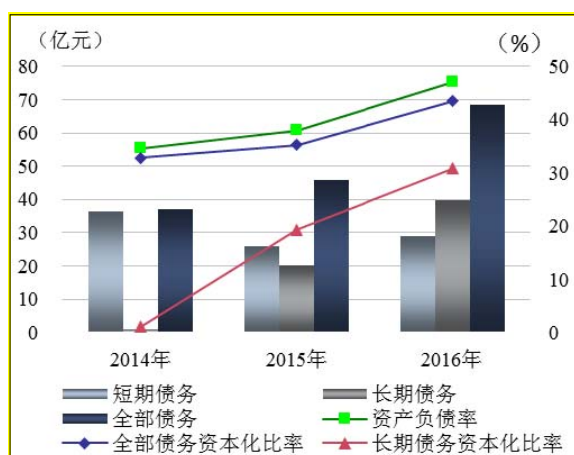
截至2016年底，公司应付票据7.28亿元，同比增加6.44亿元，全部为银行承兑汇票，系公司经营规模扩张，采购增加和上游供应商结算多采用银行承兑汇票所致。

截至2016年底，公司应付账款4.88亿元，同比增加4.06亿元，主要是支付给各奶农的货

款。

截至2016年底，公司其他流动负债10.00亿元，主要系公司于2016年7月发行额度2亿元的“16洛娃科技CP002”，2016年12月发行额度3亿元的“16洛娃科技CP003”所致。

图5 公司近年债务负担情况



资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司非流动负债42.06亿元，同比增长86.68%，主要由应付债券（占93.91%）和递延所得税负债（占5.75%）构成。截至2016年底，公司应付债券39.50亿元，同比增加19.50亿元，系公司2016年新发行5亿元PPN、10亿元公司债和4.50亿元中期票据所致。

有息债务方面，截至2016年底公司全部债务为68.55亿元，同比增长49.22%。其中短期债务28.92亿元（占42.19%），长期债务39.63亿元（占57.81%），同比增长96.87%，主要是公司2016年新发公司债券、PPN及中期票据所致。受有息债务持续增长影响，截至2016年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较2015年底有所上升，分别为47.04%、43.53%和30.83%。

截至2017年3月底，公司负债总额91.39亿元，较2016年底增长15.73%，流动负债和非流动负债分别占25.76%和74.24%，非流动负债比重较2016年底进一步提高。截至2017年3月底，公司应付债券65.30亿元，较2016年底增长65.32%，系公司2017年一季度发行美元债2亿美元，公司债12亿元。截至2017年3月底，公司全

部债务84.79亿元，短期债务和长期债务分别占22.83%和77.17%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为50.10%、48.22%和41.82%。

跟踪期内，公司债务规模较快增长，债务压力加重，长期债务规模占比较高。

3. 盈利能力

2016年，公司实现营业总收入75.52亿元，同比增长36.44%；同期的营业成本为55.64亿元，同比增长40.43%，成本的增幅大于营业收入的增幅。2016年公司营业利润率为25.57%，较2015年下降2.26个百分点，公司盈利能力有所下降。

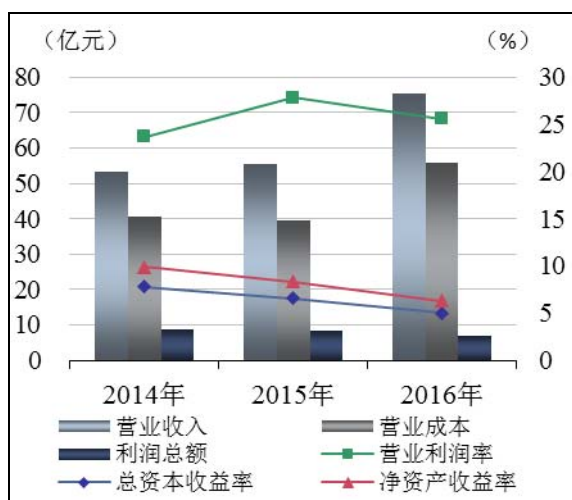
2016年，公司期间费用12.31亿元，同比增长55.43%，主要来自销售费用的增加，系公司广告费用摊销方式进行调整，由原来的3年摊销调整为全部进入当期费用所致。同期，公司管理费用和财务费用均较2015年有所增长。2016年，公司期间费用占营业总收入16.31%，同比增加2.00个百分点。期间费用对公司利润有一定侵蚀，期间费用控制能力有待加强。

盈利指标方面，2016年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为5.03%和6.30%，较2015年分别减少1.51个百分点和2.03个百分点。

2017年1~3月，公司实现营业总收入和利润总额分别为20.96亿元和2.89亿元，同比减少8.07%和22.52%；同期营业利润率为32.21%，较2016年增加6.64个百分点。

跟踪期内，公司营业总收入增长较快，同时受累于营业成本的较快增长，公司利润总额小幅下滑，盈利能力有所削弱，期间费用对公司利润总额形成一定侵蚀，期间费用控制能力有待加强。

图6 公司盈利能力情况



资料来源：公司审计报告

4. 现金流及保障

2016年，公司经营活动现金流入76.85亿元，同比增长18.82%，主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成；同期，公司经营活动现金流出66.80亿元，同比增长45.15%，主要是购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。2016年，公司现金收入比为97.42%，收入实现质量一般。2016年，公司经营活动现金流量净额为10.05亿元，同比下降46.14%。

2016年，公司投资活动现金流入6.65亿元，其中收到与投资活动有关的现金6.43亿元，主要是公司将理财产品收到的现金计入此科目所致；同期，公司投资活动现金流出10.23亿元，主要为支付其他与投资活动有关的现金6.43亿元，主要是公司购买理财产品支出的现金；投资活动现金流量净额-3.57亿元。考虑到目前在建项目的投资较少，且暂未规划拟建项目，短期看，公司未来的融资需求不大。

2016年，公司筹资活动现金流入45.17亿元，较2015年小幅增长，筹资活动现金流出主要取得借款收到现金11.44亿元和发行债券收到的现金25.50亿元为主；筹资活动现金流出46.90亿元，较2015年增长17.22%，系公司新增支付其他与筹资活动有关的现金17.32亿元所致，主要是公司银行承兑汇票及国际信用证保证金的支付。2016年公司筹资活动现金流量净

额为-1.73亿元。

2017年1~3月，公司经营活动现金流量净额为1.51亿元，现金收入比为141.95%，收入实现质量较好；筹资活动现金流入23.02亿元，主要是取得借款收到的现金，筹资活动现金流出5.70亿元，筹资活动现金流量净额17.32亿元。

总体看，跟踪期内公司现金收入质量一般，经营活动获取现金能够覆盖投资活动的资金缺口；短期看，公司主要在建项目投资规模较小，未来融资压力不大。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至2016年底，公司流动比率和速动比率分别为257.88%和231.19%，分别较2015年底增加44.75和45.53个百分点；2016年公司经营现金流动负债比率为27.23%。截至2017年3月底，公司流动比率和速动比率分别为470.70%和426.28%。整体看，公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，2016年公司EBITDA为11.92亿元，EBITDA利息倍数为5.14倍，全部债务/EBITDA倍数5.75倍。总体看，跟踪期内，公司EBITDA对债务本息的保障能力较强。

截至2017年3月底，公司对外担保为2.30亿元，全部为北京紫铜鸿发矿业投资有限公司（下文简称“紫铜矿业”）提供的贷款担保。紫铜矿业成立于2004年7月，注册资本6000万元，经营范围为项目投资、技术推广服务和销售矿产品（不含煤炭及石油产品），截至2017年3月底，紫铜矿业资产总额34.36亿元，所有者权益合计30.29亿元，2017年1~3月营业收入和利润总额分别为0.55亿元和0.18亿元，目前正常经营。

截至2017年3月底，公司共获得各银行授信额度合计13.96亿元，其中，已使用额度8.86亿元，尚未使用授信额度5.10亿元。公司融资渠道有待拓宽。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行查询的《企业信用报告

（银行版）》，截至2017年6月14日，公司不存在未结清的不良信贷信息记录，有两笔已结清的关注类贷款，目前已全部结清。

7. 抗风险能力

基于对公司所属行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，公司整体抗风险能力较强。

十一、存续债券偿还能力分析

公司分别于2016年7月和12月发行“16洛娃科技CP002”2亿元和“16洛娃科技CP003”3亿元，合计5亿元短期融资券。

截至2016年底和2017年3月底，公司现金类资产（剔除受限资金后）分别为41.46亿元和65.77亿元，分别为合计5亿元短期融资券的8.29倍和13.15倍；2016年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为76.85亿元和10.05亿元，对合计5亿元短期融资券的覆盖倍数为15.37倍和2.01倍。公司现金类资产、经营活动现金流对“16洛娃科技CP002”和“16洛娃科技CP003”的保障程度高。

公司于2016年6月22日发行“16洛娃科技MTN001”4.5亿元。2016年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别是“16洛娃科技MTN001”的2.65倍、17.08倍和2.23倍。公司EBITDA、经营活动现金流对“16洛娃科技MTN001”的保障程度高。

十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定；同时维持“16洛娃科技CP002”和“16洛娃科技CP003”A-1的信用等级，维持“16洛娃科技MTN001”AA的信用等级。

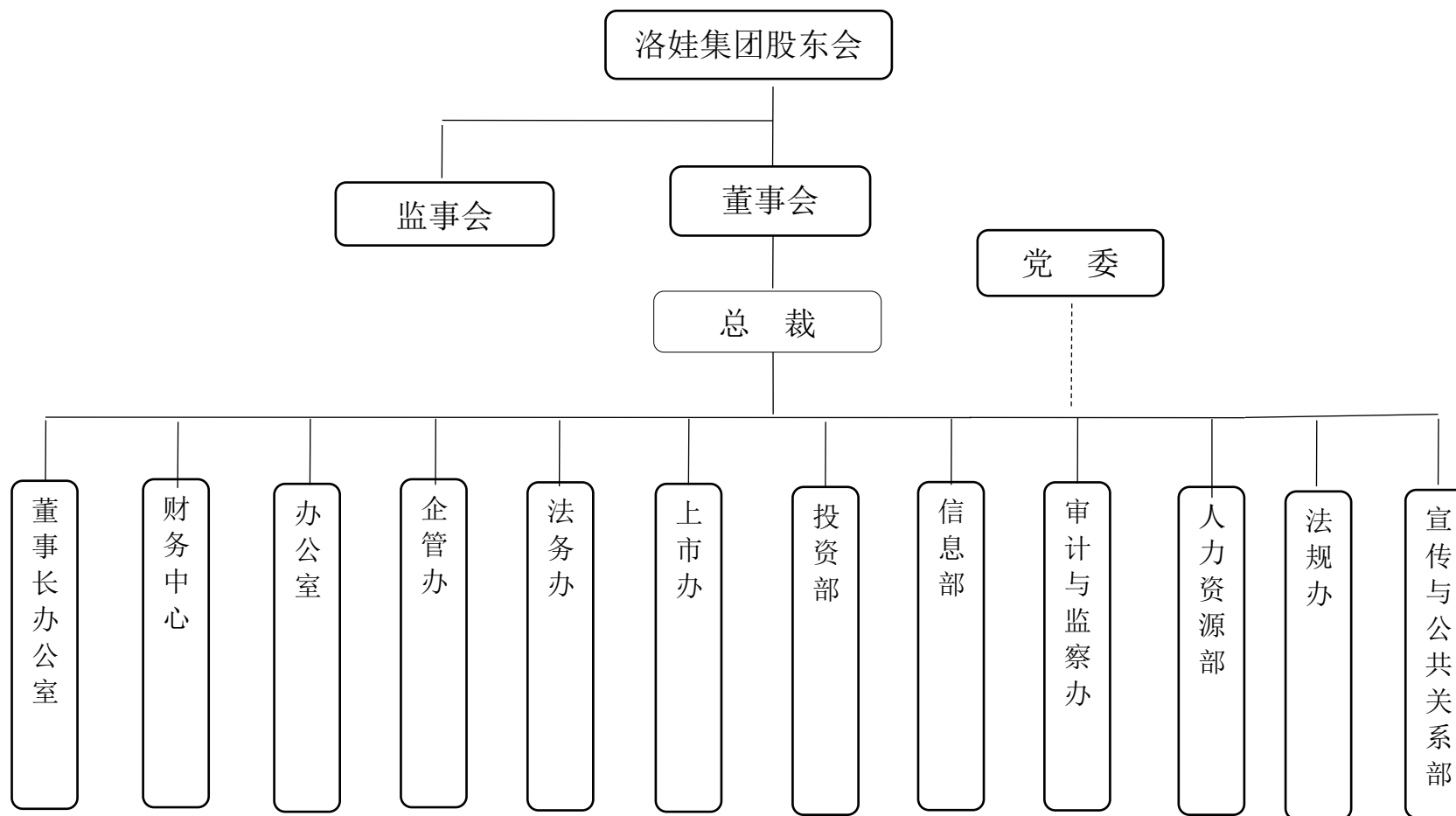
附件 1-1 公司股权结构图

股东	出资额（万元）	持股比例（%）
胡克勤	16850	80.24
胡静竹	3550	16.90
李桂玲	300	1.43
董雪梅	300	1.43
合计	21000	100.00

附件 1-2 截至 2017 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

序号	企业名称	公司层级	注册资本金（万元）	持股比例（%）
1	北京洛娃日化有限公司	二级	5000.00	100
2	北京双娃乳业有限公司	二级	10000.00	100
3	北京洛娃进出口有限公司	二级	200.00	100
4	北京洛娃物业管理有限公司	二级	300.00	100
5	北京洛娃农业生态园有限公司	二级	20.00	100
6	北京峨眉苑科技有限公司	二级	50.00	100
7	北京桃源溪谷度假村有限公司	二级	100.00	100
8	北京洛娃日化控股有限公司	二级	3100.00	100
9	法国小麦平原农业公司	二级	0.71	100
10	法国香布斯农业公司	二级	129.52	98
11	法国图茫农业公司	二级	10.64	98
12	法国大福来农业公司	二级	7.10	99
13	拉波尔不动产公司	二级	7.10	90
14	法国大美农业公司	二级	74.36	99
15	克里斯克不动产公司	二级	4.56	98
16	贝尔日黑农业公司	二级	688.30	100
17	北京晓星电脑技术有限公司	二级	3050.34	100

附件 1-2 组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.54	35.76	41.46	65.77
资产总额(亿元)	116.14	135.71	167.88	182.42
所有者权益(亿元)	75.97	84.19	88.91	91.03
短期债务(亿元)	36.26	25.79	28.92	19.36
长期债务(亿元)	0.85	20.15	39.63	65.43
全部债务(亿元)	37.11	45.94	68.55	84.79
营业总收入(亿元)	53.42	55.35	75.52	20.96
利润总额(亿元)	8.67	8.26	6.84	2.89
EBITDA(亿元)	12.00	11.74	11.92	--
经营性净现金流(亿元)	8.54	18.66	10.05	1.51
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.53	7.94	9.20	--
存货周转次数(次)	5.01	4.62	6.25	--
总资产周转次数(次)	0.49	0.44	0.50	--
现金收入比(%)	104.67	115.40	97.42	141.95
营业利润率(%)	23.68	27.83	25.57	32.21
总资本收益率(%)	7.81	6.54	5.03	--
净资产收益率(%)	9.88	8.33	6.30	--
长期债务资本化比率(%)	1.11	19.31	30.83	41.82
全部债务资本化比率(%)	32.81	35.30	43.53	48.22
资产负债率(%)	34.59	37.96	47.04	50.10
流动比率(%)	144.29	213.13	257.88	470.70
速动比率(%)	119.40	185.66	231.19	426.28
经营现金流流动负债比(%)	23.09	64.37	27.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.08	7.82	5.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.09	3.91	5.75	--

注：2017年一季度财务数据未经审计；计入其他流动负债的短期融资券已计入有息债务；现金类资产已剔除受限货币资金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息