跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 679 号

洛娃科技实业集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

洛娃科技实业集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

洛娃科技实业集团有限公司公开发行的“15 洛娃 01”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 六 月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http:// www.unitedratings.com.cn

洛娃科技实业集团有限公司
公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15洛娃01	10亿元	5年	AA	AA	2015.8.20

跟踪评级时间：2016 年 6 月 22 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	116.14	135.71	147.83
所有者权益（亿元）	75.97	84.19	87.36
长期债务（亿元）	0.85	20.15	25.15
全部债务（亿元）	37.11	45.94	56.06
营业收入（亿元）	53.42	55.35	22.80
净利润（亿元）	7.51	7.01	3.17
EBITDA（亿元）	11.95	11.90	--
经营性净现金流（亿元）	8.54	18.66	1.54
营业利润率（%）	23.68	27.83	30.20
净资产收益率（%）	10.39	8.75	--
资产负债率（%）	34.59	37.96	40.90
全部债务资本化比率（%）	32.81	35.30	39.09
流动比率（倍）	1.44	2.13	2.27
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.26	--
EBITDA 利息倍数（倍）	9.40	7.17	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.19	1.19	--

注：1、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、2016 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3、计入其他流动负债的短期融资券已计入短期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2015 年，乳品行业缓慢增长，奶源价格保持较低水平，消费者对国产乳制品的信任度有所提高；日化行业增速放缓，竞争加剧，产品结构进一步调整。洛娃科技实业集团有限公司（以下简称“公司”或“洛娃集团”）作为集乳业、日化和旅游地产三大产业于一体的多元化企业，保持了较好的规模优势，乳品业务推出了豆粉、配方粉等终端产品，日化业务通过拓展县级市场和电商渠道实现较快发展，各项业务收入均有所增长，综合毛利率有所提升。公司资产质量保持良好，债务负担仍属较轻，债务结构有所改善，盈利能力仍属较强，经营性现金净流入规模较大。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到，乳业和日化行业竞争激烈，公司奶源自给率仍较低，新产品的经营不确定性较大，销售费用大幅增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司产能的扩张，新产品的继续推出，新开发县级市场的成熟以及电商渠道的贡献提升，公司竞争实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 洛娃 01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司推出的豆粉、配方粉等新产品的销售额增长较快，毛利率较高，对公司的收入和毛利贡献较大。

2．公司日化业务的“千县计划”稳步推进，电商渠道发展较快，日化产品销售额有较大增长，大部分产品销售均价稳中有升。

3．公司资产质量保持良好，债务负担较轻，债务结构有所改善，盈利能力较强，经营活动现金流状况良好。

关注

1．乳品行业和日化行业竞争激烈，下游大客户的议价能力强且账期较长，公司利润空间受到下游的挤压，营运资金受到一定占用。

2．公司乳品业务的奶源自给率仍处于较低水平，易受生鲜乳价格波动的影响，质量管控的难度较大。

3.“千县计划”的推进使得公司营销费用和渠道费用大幅增长，侵蚀公司利润，2015年公司净利润有所下降。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

罗星驰

电话：010-85172818

邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http://www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

洛娃科技实业集团有限公司（以下简称“公司”或“洛娃集团”）前身系北京洛娃新型化工材料技术开发有限责任公司，是经北京市工商局批准于1995年9月设立的有限责任公司。历经多次增资，截至2016年3月底，公司注册资本为6,000万元，第一大股东为自然人胡克勤，持股比例为84.17%，系公司实际控制人（见下表）。

表 1　截至 2016 年 3 月底公司股权结构表（单位：万元，%）

股东	出资额	持股比例
胡克勤	5,050.00	84.17
胡玉朋	350.00	5.83
李桂玲	300.00	5.00
董雪梅	300.00	5.00
合计	**6,000.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

公司经营范围为：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）。公司是一家以日化和乳业为主要产业的企业集团。

2015年，公司本部新增法规部和上市办两个职能部门，组织结构进一步完善。截至2016年3月底，公司合并范围内包括10家子公司，较2014年底数量不变；公司合并范围内的在职员工共3,963人，较2014年底有所增加。

截至2015年底，公司合并资产总额135.71亿元，负债合计51.52亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计84.19亿元，归属于母公司的所有者权益83.86亿元。2015年，公司实现营业收入55.35亿元，净利润（含少数股东损益）7.01亿元，归属于母公司所有者的净利润6.99亿元；经营活动产生的现金流量净额18.66亿元，现金及现金等价物净增加额13.35亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额147.83亿元，负债合计60.47亿元，所有者权益（含少数股东权益）87.36亿元，归属于母公司的所有者权益87.04亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入22.80亿元，净利润（含少数股东损益）3.17亿元，归属于母公司所有者的净利润3.17亿元；经营活动产生的现金流量净额1.54亿元，现金及现金等价物净增加额2.45亿元。

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。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]2626号文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过20亿元的公司债券（以下简称“本次债券”）。本次债券采用公开发行的方式，其中第一期已于2015年12月28日发行完毕，债券名称为“洛娃科技实业集团有限公司公开发行2015年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模为10亿元，期限为5年，发行票面利率为5.80%，在债券存续期限的前3年固定不变，附发行人第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券已于2016年1月11日在上海证券交易所挂牌上市（债券简称：15洛娃01；债券代码：136125.SH）。本期债券募集资金主要用于补充流动资金和偿还债务，截至2016年3月底，尚未使用的募集资金3,600万元，使用比率为96.40%。

截至本报告出具日，本期债券尚未到第一个付息日。

三、行业分析

1．乳品行业

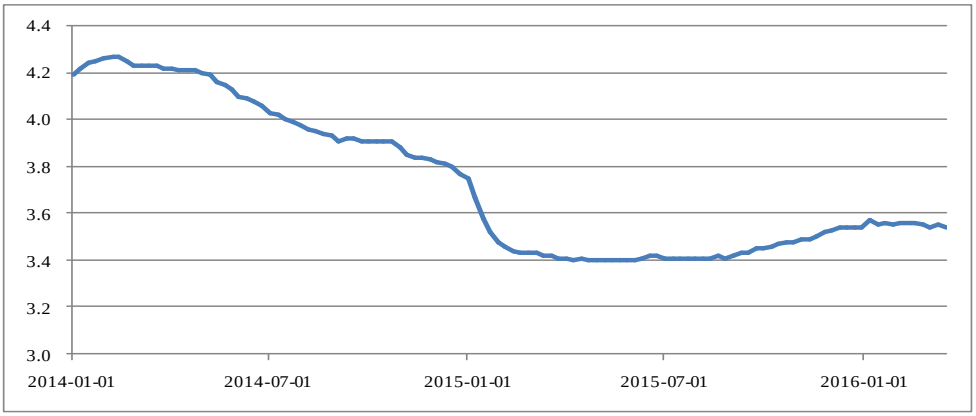
（1）行业概况

2015年，国内乳制品产量恢复增长，生鲜乳价格在低位基本保持稳定，销售增长缓慢，国内消费需求疲软，消费者对国产乳品的信任度有所提升。

从生产来看，据国家统计局数据，2015年，全国规模以上乳品企业乳制品产量同比增长4.60%，其中9月份增速达13.13%，各月产量均为正增长。乳制品生产扭转了去年同期负增长的局面，产量出现增长。

从原材料来看，2015年国内生鲜乳价格停止了2014年的下跌趋势，价格在低位保持平稳，第四季度起价格小幅反弹（见下图）。2014年底及2015年初，由于国际生鲜乳价格普遍下降，乳制品企业开始转向国外进口奶源，使得国内生鲜乳价格随国际价格持续下滑，奶农养殖效益大幅降低，国内部分奶牛养殖地区发生大规模的“倒奶事件”，对乳制品企业的奶源供给造成一定影响。近几年来，生鲜乳价格波动较大，奶源供应的稳定性对乳制品企业的经营有较大影响。

图 1　近两年国内主产区生鲜乳平均价（单位：元/公斤）



资料来源：Wind 资讯

从销售来看，2015年，牛奶零售价格保持小幅稳定增长，截至2015年底价格为11.14元/升。进口乳制品的数量和货值较上年明显下降，消费者对国产乳制品的信任度有所回升。据海关统计数据，2015年中国乳制品进口数量185万吨，同比下降7.6%；乳制品进口金额60.55亿美元，同比下降28.8%。进口乳制品中，婴幼儿配方奶粉的进口增幅最为显著，进口数量和货值分别同比增长45%和59.5%，主要系电商渠道的崛起和产品价格的下降所致，对国内婴幼儿配方奶粉市场造成较大冲击。

从政策来看，2015年4月，新版《食品安全法》审议通过，规定禁止以分装方式生产婴幼儿配方奶粉，并对配方实行注册管理制，同时放开对以委托、贴牌方式生产婴幼儿配方奶粉的限制。该项规定提高了奶粉品牌市场进入门槛，有助于鼓励企业加大研发投入。2015年4月，欧盟取消欧洲牛奶生产配额制度，将带动全球牛奶供应量上涨，进口乳制品将对国内乳制品的价格和销量造成一定影响。2016年国家开放“二孩政策”，婴幼儿奶粉市场需求将有望出现大幅增长，但该市场受进口产品的冲击严重，国产婴幼儿奶粉面临较严峻的市场竞争。

总体看，2015年，乳品行业缓慢增长，奶源价格在低位相对保持平稳，进口乳制品的数量和货值出现下降，消费者对国产乳制品的信任度有所回升。

（2）行业关注

奶牛养殖规模化程度较低，奶源供应仍相对紧缺

国内奶牛养殖行业处于结构调整期，奶牛养殖规模程度仍属较低，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，原奶资源仍属于供给相对紧缺的状态，生鲜乳价格波动较大。另一方面，饲料成本及劳动力价格升高也是推动生鲜乳价格、进而推高终端产品价格的主要因素之一。

质量安全事故引发的公众信任危机尚未完全消除

2008年的三鹿事件对国内乳制品行业造成巨大冲击，行业从高速发展期进入缓慢发展期，甚至出现过产量负增长。2013年8月，恒天然集团旗下部分产品含有肉毒杆菌毒素的事件曝光，对国内外多家乳品企业再次造成冲击。目前，国内消费者对国产乳制品的信任度有所增强，但信任危机的完全解除仍需时间和乳品企业的良好表现。

进口乳制品对国内市场的冲击仍较大

近年来，中国乳制品进口增长速度较快，出口增长相对缓慢。2015年，中国乳品行业累计进口161.12万吨，同比下降11.11%，乳制品进口开始下降，但新西兰乳品进口量同比增长38.87%，仍保持较快增长。进口乳制品已经进入液态奶市场，2014年下半年出现的“倒奶”事件即与进口液态奶价格较低有关。进口乳制品对国内的乳品养殖、加工企业均造成一定影响。

（3）未来发展

国内乳制品行业正处于转型阶段，传统乳制品的市场竞争加剧，利润降低，部分新品种与高端品种具有较高毛利率，成为乳制品企业的利润增长点，如常温酸奶、高端白奶、零食酸奶等。面对国内消费需求不足和进口产品冲击的局面，国内乳制品企业需加大对产品的创新和改善力度，加大对新的销售渠道和商业模式的探索力度，提升企业和产品的竞争力。

总体看，传统乳制品竞争激烈，未来乳品企业的利润点主要在于创新型和高端型产品。

2．日化行业

（1）行业概况

根据国家统计局统计，2015年，肥皂及合成洗涤剂制造业规模以上企业合成洗涤剂的产量累计1,264.55万吨，同比增长4.37%，其中合成洗衣粉产量444.76万吨，同比减少4.91%，液体洗涤剂产量819.79万吨，同比增长10.20%。2015年，国家统计局共对382家规模以上企业进行了统计，洗涤用品行业主营业务收入为1,777.91亿元，同比增长5.13%；利润总额129.37亿元，同比减少9.64%；亏损企业亏损额8.93亿元，同比增长87.76%，行业亏损面为10.73%，同比增长1.05个百分点。洗涤用品行业产量和销售收入增速明显下降，企业亏损额和亏损面加大，液体洗涤剂产量快速增长。

从上游来看，受全球大宗原料价格持续下降及国内经济下行影响，2015年，洗涤用品行业主要原料价格持续走低。从下游来看，洗涤用品行业产品销售渠道依然以卖场为主，部分大卖场的入场条件进一步严苛。电商渠道的快速发展，一方面有利于企业拓宽营销渠道，另一方面由于网络打假困难、相关法规有待健全，也给企业带来一定不利影响。

目前，国内洗涤用品行业以中低端产品为主，产品同质化严重，行业利润降低，竞争加剧。随着整体经济下行、产品结构和消费渠道发生变化，洗涤用品行业面临转型阶段，差异化、浓缩化、液体化、低碳化成为发展趋势，质量和品牌对洗涤用品企业的重要性进一步提升。

总体看，2015年，洗涤用品行业增速放缓，利润降低，亏损加重，竞争加剧，产品结构调整，行业面临转型。

（2）行业关注

产品结构有待改善，低价竞争严重

目前国内市场中符合低碳经济的浓缩型洗涤剂市场份额仍低于普通洗衣粉，洗衣粉中含有较多的非有效化学成分，对环境影响较大。行业产品附加值普遍不高，过分依赖价格竞争和规模扩张，而低价格带来的低利润将导致企业研发经费不足，使企业陷入低价竞争的恶性循环。经过反复的价格战，洗涤行业终端产品的价格基本降至底线，行业进入微利时代，长此以往将不利于行业健康持续发展。

技术创新能力有待提升

虽然国内规模较大的企业已经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。

（3）未来发展

洗涤用品具有刚性消费的特征，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，将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、三线城市及农村市场移动，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，从而促进产品的更新升级。

总体看，随着城镇化水平的不断提高以及城乡经济水平的提升，洗涤用品行业发展潜力较大，产品结构将进一步更新升级。

四、管理分析

2015年，公司董事、监事及高级管理人员无变动，管理方式及管理制度未发生重大变化。公司高级管理人员及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1．经营概况

2015年，公司仍以乳制品、日化产品和旅游地产三大产业为主营业务，实现营业收入55.35亿元，同比增长3.61%，三大产业的收入规模均有所上升；公司实现营业利润8.21亿元，同比下降5.42%，主要系日化板块的营销费用和渠道费用大幅增长所致。公司营业收入构成和毛利率情况如下表所示。

表 2　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

板块	2014 年			2015 年			2016 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
乳制品	34.17	63.96	20.38	34.78	62.83	27.36	13.98	61.33	24.54
日化产品	17.93	33.56	26.23	18.90	34.14	26.79	8.36	36.68	39.77
其他	1.32	2.48	91.63	1.68	3.03	68.94	0.45	1.99	60.02
合计	**53.42**	**100.00**	**24.11**	**55.35**	**100.00**	**28.42**	**22.80**	**100.00**	**30.80**

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2015年，三大产业的收入占比变化不大。乳制品收入占营业收入的62.83%，仍是公司的最大收入来源；日化产品收入占营业收入的34.14%，是公司第二大收入来源；其他收入占营业收入的3.03%，主要由酒店和办公楼的租金收入构成，对公司收入影响较小。

从各板块收入来看，2015年，乳品业务收入34.78亿元，同比增长1.79%，实现平稳增长；日化业务收入18.90亿元，同比增长5.41%，主要系公司积极开拓县级市场取得成效所致；其他业务实现收入1.69亿元，同比增长27.27%，主要系新收购的子公司产生的合并收入所致。

从毛利率来看，2015年，公司综合毛利率为28.42%，较上年提升4.31个百分点，主要系乳品业务盈利能力的提升所致。其中，乳品业务毛利率为27.36%，较上年提升6.98个百分点，主要系新增的豆粉、配方粉等终端产品毛利率较高所致；日化业务毛利率为26.79%，较上年基本保持稳定。

2016年1~3月，公司实现营业收入22.80亿元，较上年同期增长51.60%，主要系日化产品县级市场和电商渠道的进一步拓展所致；公司综合毛利率为30.80%，较2015年进一步提升，日化业务毛利率大幅提升至39.77%，主要系原材料价格下降及规模效益提高所致。

总体看，2015年，公司营业收入有所增长，综合毛利率有所提升，三大产业的收入占比变化不大；公司乳品业务收入平稳增长，随着新的终端产品的推出，毛利率有较大提升；公司积极开拓县级市场，日化业务收入有较大增长。

2．乳品业务

2015年，公司产品不再限于工业奶粉，开始推出了豆浆粉、中老年奶粉及学生奶粉等终端产品，产品结构更加丰富，综合毛利率提升。

从生产来看，2015年，公司3个乳品厂的年处理能力合计2,900吨/日，乳品产能利用率为97.22%，较上年下降9.30个百分点，但仍处于高水平。2015年，公司全脂奶粉产能未发生变化，仍为12.75万吨/年；公司原料粉产量为12.40万吨，同比下降9.56%，主要系部分产能用于生产新产品所致；其中通过OEM厂商生产的原料粉3.33万吨，占总产量的26.86%。

从生鲜乳采购来看，2015年，公司生鲜乳采购量为72.15万吨，同比下降23.30%，主要系原料粉的生产减少所致；其中公司自产生鲜乳16.97万吨，占总采购量的23.52%，自产的比例较上年提高3.41个百分点，公司奶源自给率有所提高，但仍以外收为主。

从采购价格来看，2014年生鲜乳市场价格持续下降，2015年生鲜乳市场价格在低位保持平稳。公司生鲜乳以外收为主，采购价格的变化趋势与市场价格较一致。2015年，公司生鲜乳采购均价为2.07元/公斤，同比下降25.81%。

从采购结算来看，2015年，受银行承兑汇票利率上升的影响，公司在对非农户的采购结算中使用票据的比例减少，使用现金的比例增多。

从奶源建设来看，2015年，公司没有新增的牧场、奶牛基地或配套的饲料厂、乳品厂，仍主要通过出售奶牛和饲料、提供奶牛防病灭疫服务、全程品质监控等方式向农户收购生鲜乳。2014年底公司“万头奶牛改良项目计划”已基本完成，公司自有牛只的存栏数量有所提升。截至2016年3月底，公司自有牛只存栏数量31,398头，较2015年3月底增加1,333头；奶农牛只存栏数量231,538头，较2015年3月底减少21,695头。

从原料粉的销售来看，2015年，公司原料粉销量为12.37万吨，同比下降9.84%，主要系产量下降所致；产销率为99.73%，较上年略有下降，但仍处于很高水平；平均价格（含税）为2.00万元/吨，同比下降27.54%，与生鲜乳的价格波动基本保持一致。随着产量和销售价格的下降，原料

粉对公司销售收入的贡献降低。2016年1~3月，公司原料粉产量为4.16万吨，销量为4.13万吨，产销率达99.20%，保持很高水平；原料粉平均销售价格为2.00万元/吨，较2015年全年均价保持稳定。公司原料粉销售情况如下表所示。

表 3　公司原料粉销售情况（单位：吨/年，万元/吨，%）

奶粉	2014年	2015年	2016年1~3月
产量	135,840	123,991	41,632
销量	137,153	123,653	41,299
产销率	100.97	99.73	99.20
平均价格（含税）	2.76	2.00	2.00

资料来源：公司提供
注：2015 年产量中 OEM 为 33,300 吨；2016 年一季度 OEM 为 30,000 吨。

从新产品的销售来看，公司豆浆粉等新产品于2015年2月推出，主要借助公司日化板块的销售渠道和销售策略，积极开拓县级市场，同时登陆互联网销售平台。2015年2~12月，新产品销售收入合计12.43亿元，占公司全年乳品业务收入的35.74%，对公司收入规模有较大影响；新产品的综合毛利率高于原料粉的毛利率，推动公司乳品业务综合毛利率从2014年的20.38%提升至2015年的27.36%。未来随着新产品的推广，公司乳品业务的盈利能力有望进一步增强。

从销售集中度来看，2015年，前五大客户贡献的销售额占乳制品销售总额的29.55%，集中度一般。

总体看，2015年，公司乳品业务推出豆浆粉等终端产品，综合毛利率有较大提升，产品结构更加丰富；随着生鲜乳价格的下降，公司原料粉价格同样呈下降趋势，原料粉的销售收入规模萎缩。

3．日化业务

2015年，公司日化业务发展速度较快，新产品数量较多，取得了技术上的新突破。公司全年共推出各类新产品约80项，其中皂类产品12项，洗衣粉系列2项，洗衣液类产品8项，洗洁精类产品13项，柔顺剂类产品7项，洁厕类产品1项，卫尔系列消杀产品7项，洗手液产品9项，母婴产品16项，电商特供产品5项，并对1项老产品进行了包装升级。2015年公司新增1项发明专利和6项外观设计专利，2016年1月新增1项发明专利。

从生产来看，2015年，公司洗衣液、洗洁精、油烟净、柔顺剂和洁厕剂五大日化主要产品的产能合计19.50万吨，产量合计19.50万吨，产能利用率为100%，其中洗衣液产量13.02万吨，占总产量的66.77%，仍是公司最主要的日化产品。公司液体合成洗涤剂的产能较上年未发生变化，但根据实际情况对不同产品的产量进行调整，2015年公司洗衣液产量有所提升。

从采购来看，2015年，公司采购的主要原料和主要包装物未发生变化，主要原料的采购额占总采购额的32.46%，主要包装物的采购额占总采购额的57.04%，占比较上年变化不大。随着产量的提升，当期采购总额同比增长7.04%。价格方面，主要原料AES采购均价同比下降13.97%，磺酸下降13.04%，AEO-9下降幅度较小；主要包装物纸箱采购均价下降8.26%，自立袋均价小幅上升。公司日化产品主要原料受原油价格下行影响，采购均价有所下降。公司对前五大日化供应商的采购额占总采购额的34.71%，集中度一般。

表4 公司日化板块主要原材料采购情况

分类	名称	项目	2014 年	2015 年
主要原料	AES	采购额（万元）	17,908	18,729
		采购均价（元/公斤）	6.80	5.85
	磺酸	采购额（万元）	7,328	7,492
		采购均价（元/公斤）	9.20	8.00
	AEO-9	采购额（万元）	4,420	4,682
		采购均价（元/公斤）	12.50	12.35
	主要原料采购金额合计（万元）		29,656	30,903
	主要原料采购金额占采购总额的比重（%）		33.34	32.46
主要包装物	纸箱	采购额（万元）	24,678	27,157
		采购均价（元/公斤）	4.84	4.44
	自立袋	采购额（万元）	25,278	27,157
		采购均价（元/公斤）	1.65	1.67
	主要包装物采购金额合计（万元）		49,956	54,314
	主要包装物采购金额占采购总额比重（%）		56.16	57.04
当期采购总额（万元）			**88,951.96**	**95,214.53**

资料来源：公司提供

从销售来看，随着“千县计划[1]”的推进，公司日化产品的销量增长，区域布局拓宽。截至 2016 年 3 月底，公司实际已完成了 1,128 个县的覆盖，共发展县级经销商 861 个。五大产品的销量均有所增长，其中洗衣液全年销量同比增长 6.88%，洗洁精增长 3.08%，其他产品增长较平稳，增幅均未超过 2%。随着销量的提升，公司产能规模无法满足销售需要，采取了 OEM 方式提高产量，使得产销率处于高水平。价格方面，五大产品销售价格均稳中有升。公司五大日化产品销售情况如下表所示。

表5 日化板块五大产品销售情况（单位：万吨，%，元/吨）

产品		2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
洗衣液	销量	11.92	12.74	5.41
	产销率	110.17	97.85	167.49
	均价(含税)	7,623.15	7,692.25	7,720.50
洗洁精	销量	3.90	4.02	2.00
	产销率	102.63	196.10	297.30
	均价(含税)	6,630.30	6,639.25	6,648.56
洁厕剂	销量	1.49	1.51	0.86
	产销率	115.50	115.27	277.42
	均价(含税)	4,833.21	4,833.57	4,930.25
柔顺剂	销量	2.39	2.42	1.12
	产销率	106.22	169.23	254.55
	均价(含税)	7,670.19	7,679.56	7,709.79
油烟净	销量	1.79	1.82	0.75
	产销率	99.44	107.69	187.50
	均价(含税)	18,530.25	18,536.27	18,681.51

资料来源：公司提供
注：2015 年洗洁精、柔顺剂的产销率分别为 196.10%和 169.23%，主要系公司委托 OEM 厂商生产部分产品所致。

[1]2014 年，洛娃日化提出城镇化与大日化市场融合的概念，确立了两年内开拓 2,000 个县级市场的计划，公司称之为“千县计划”。

从区域分布来看，2015年，北京仍是公司日化产品的最大市场，但其占比较上年下降约10个百分点。随着“千县计划”的推进，公司日化产品逐渐从东北、华北市场向南方地区推进，新开拓市场销售额的占比从2014年的约14%提升至2015年的约26%。

总体看，2015年，公司日化业务主要原材料价格保持下降趋势；随着公司“千县计划”的推进，五大日化产品尤其是洗衣液的销量有所增长，公司产能规模无法满足销售需求，通过OEM方式提高产量；公司日化产品区域布局进一步拓宽，除洁厕剂外的产品销售价格均稳中有增。

4．旅游地产业务

2015 年，公司旅游地产业务共实现租金收入 7,099.56 万元，较上年基本保持稳定，租金水平未发生变化。公司商办物业洛娃大厦 A、B 和 C 座均保持约 98%的出租率，酒店物业金潮玉玛国际酒店和金潮玉玛丫髻山森林酒店的承租方均正常运营。公司旅游地产业务情况如下表所示。

表 6　2015 年公司旅游地产业务情况（单位：平方米，%，万元）

项目	位置	业态	建筑面积	出租率	租金收入
洛娃大厦 A、B 座	北京朝阳区	商办	16,113.62	98	3,072.86
洛娃大厦 C 座	北京朝阳区	商办	8,171.47	98	1,387.54
金潮玉玛国际酒店	北京顺义区	酒店	29,886.55	100	2,020.57
金潮玉玛丫髻山森林酒店	北京平谷区	酒店	8,214.27	100	618.59
合计	--	--	**62,385.91**	--	**7,099.56**

资料来源：公司提供

总体看，2015 年，公司旅游地产业务经营情况稳定。

5．经营关注

（1）乳品业务新产品的经营情况不确定性较大

2015 年公司开始推出豆粉、配方粉等乳品市场终端产品，未来还将继续推出更多终端产品类型。公司长期专注于原料粉市场，在乳品业务终端市场的运营时间较短，且该等产品的市场竞争较激烈，竞争格局较稳定，新产品的未来经营情况不确定性较大。

（2）大客户的账期较长，应收账款规模仍较大，一定程度占用公司营运资金

公司原料粉的主要客户包括娃哈哈、卡夫等大型食品加工企业，为应对进口乳品的竞争，维护已有客户，公司给予原料粉客户的账期较长；公司日化产品与超市及经销商的结算周期一般为 3~4 个月，账期较长。2015 年末公司对应收账款进行了集中催收，但应收账款规模仍较大，一定程度占用公司营运资金。

（3）奶源自给率仍较低

公司乳品业务的生鲜乳供应以外收为主，2015 年公司奶源自给率为 23.52%，较上年有所提升，但仍处于较低水平，公司容易受到生鲜乳价格波动的影响，且质量管控的难度较大。

（4）日化业务下游渠道商议价能力强，挤压公司利润空间

公司日化产品的下游渠道商多为全国连锁的大型超市，议价能力强，且日化产品同质化竞争激烈，可替代产品多，公司面对下游渠道商、经销商时处于弱势地位，利润空间受到挤压。

6．未来发展

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；旅游地产作为公司产业布局的重要组成部分，已经向物业租赁性质的业务板块转型，稳定的租金收入将成为主业的有益补充。

总体看，公司发展规划围绕主业展开，规划清晰，发展较稳健。

六、财务分析

公司提供的2015年财务报表已经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司2016年一季度财务报表未经审计。公司按照财务部于2006年颁布的《企业会计准则》及其后颁布的企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定进行确认和计量。2015年，公司新设子公司1家，收购7家，股权转让3家，合并范围内的子公司净增5家。该等子公司的资产及净资产规模相对较小，合并范围的变化对公司财务数据的影响不大，财务数据仍具有可比性。

截至2015年底，公司合并资产总额135.71亿元，负债合计51.52亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计84.19亿元，归属于母公司的所有者权益83.86亿元。2015年，公司实现营业收入55.35亿元，净利润（含少数股东损益）7.01亿元，归属于母公司所有者的净利润6.99亿元；经营活动产生的现金流量净额18.66亿元，现金及现金等价物净增加额13.35亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额147.83亿元，负债合计60.47亿元，所有者权益（含少数股东权益）87.36亿元，归属于母公司的所有者权益87.04亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入22.80亿元，净利润（含少数股东损益）3.17亿元，归属于母公司所有者的净利润3.17亿元；经营活动产生的现金流量净额1.54亿元，现金及现金等价物净增加额2.45亿元。

1．资产及负债结构

（1）资产

截至2015年底，公司资产总额135.71亿元，较年初增长16.85%，主要系货币资金的增长所致；其中流动资产占45.53%，非流动资产占54.47%，资产结构变化不大。

截至2015年底，公司流动资产61.78亿元，较年初增长15.79%；流动资产主要由货币资金（占比59.20%）、存货（占比12.89%）、其他应收款（占比11.52%）、应收账款（占比8.52%）和预付款项（占比7.87%）构成。

截至2015年底，公司货币资金余额36.58亿元，较年初增长57.48%，主要系公司债券募集资金到账所致，其中银行存款占97.73%，无受限资金。

截至2015年底，公司应收账款账面价值5.26亿元，较年初下降39.30%，主要系公司加强催收力度所致，账龄全部在1年以内；公司对单项金额重大的应收账款计提坏账准备28.05万元，考虑到应收账款的账龄较短，计提较充分；前五大应收账款合计占28.55%，均为对大型乳品厂商的应收货款，集中度一般，坏账风险较小。

截至2015年底，公司预付款项4.86亿元，较年初下降24.01%，主要系子公司洛娃日化为清理预付款项而加快了发货速度、使得向经销商预付的市场费用结转所致。

截至2015年底，公司其他应收款账面价值7.12亿元，较年初增长21.86%，主要系随着公司经营规模的扩大、客户尚未确认收货及公司未开发票情况下的货款增长所致；其中账龄1年以内的占74.52%，存在部分账龄较长的款项；公司对单项金额重大的其他应收款计提坏账准备5.25万元，计提略显不足；前五大其他应收款合计占58.93%，集中度较高，其中对北京紫铜鸿发矿业投资有限公司（以下简称“紫铜鸿发”）的往来款合计1.81亿元，占比25.48%，对公司

资金形成一定占压。

截至 2015 年底，公司存货账面价值 7.96 亿元，较年初下降 13.48%，主要系洛娃日化于年末举行了订货会所致；存货中库存商品占 66.90%，原材料占 25.74%；公司未对存货计提跌价准备，考虑到原料粉价格呈下行趋势，公司存货存在一定跌价风险。

截至 2015 年底，公司非流动资产 73.93 亿元，较年初增长 17.75%，主要系长期待摊费用的增长所致；非流动资产主要由投资性房地产（占比 31.42%）、无形资产（占比 25.81%）、固定资产（占比 24.85%）和长期待摊费用（占比 8.07%）构成。

截至 2015 年底，公司投资性房地产 23.23 亿元，较年初增长 1.27%，以公允价值计量，2015 年实现公允价值变动收益 2,907.43 万元，具体情况如下表所示。

表 7　截至 2015 年底公司投资性房地产情况（单位：万元，%）

项目	成本	公允价值	累计增值率
金潮玉玛国际酒店	53,076.00	82,641.33	55.70
洛娃大厦 A、B 座	20,994.51	79,308.03	277.76
洛娃大厦 C 座	13,765.17	39,540.75	187.25
金潮玉玛丫髻山森林酒店	8,583.51	30,772.76	258.51
合计	**96,419.19**	**232,262.87**	**140.89**

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司无形资产账面价值 19.08 亿元，较年初下降 1.20%，累计摊销 4.86 亿元；公司无形资产主要来自牧场的土地使用权。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值 18.37 亿元，较年初增长 27.69%，主要系公司购买的价值 6.99 亿元的法国农田计入固定资产所致；固定资产累计折旧 6.57 亿元，成新率为 73.66%，成新率较高。

截至 2015 年底，长期待摊费用 5.97 亿元，较年初大幅增加 5.66 亿元，主要系公司投资性房地产装修和外部平整的费用所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 147.83 亿元，较年初增长 8.93%，主要系其他应收款的增长所致；其中流动资产占 50.51%，非流动资产占 49.49%，流动资产占比较上年底有所提升。公司受限资产合计 19.83 亿元，占资产总额的 13.41%，分别来自货币资金、投资性房地产、固定资产和无形资产。公司资产受限程度不高。

总体看，2015 年，公司资产规模有所增长，非流动资产的占比仍较高，现金类资产较充裕，资产受限程度不高。公司资产整体质量仍属较高。

（2）负债及所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 51.52 亿元，较年初增长 28.26%，主要系应付债券的增长所致；其中流动负债占 56.26%，非流动负债占 43.74%，流动负债的占比较年初大幅下降 35.79 个百分点，负债结构发生较大变化。

截至 2015 年底，公司流动负债 28.99 亿元，较年初下降 21.61%，主要系应付票据的减少所致；主要由短期借款（占比 68.81%）和其他流动负债（占比 17.25%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款 19.95 亿元，较年初增长 5.79%，主要系公司投资活动规模较大带动营运资金的需求增长所致；短期借款由抵押借款（占比 86.19%）和保证借款（占比 13.81%）

构成。

截至 2015 年底，公司应付票据 0.84 亿元，较年初下降 88.65%，主要系上半年票据的成本上升、公司在下半年减少票据规模所致；应付票据全部为银行承兑汇票。

截至 2015 年底，公司其他流动负债 5.00 亿元，较年初减少 5.00 亿元，系公司偿还短期融资券所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债 22.53 亿元，较年初大幅增长 606.08%，主要系公司发行债券 20.00 亿元所致；由应付债券（占比 88.75%）和递延所得税负债（占比 10.58%）构成。其中，公司长期借款 0.15 亿元，较年初下降 82.46%，剩余长期借款将在 2028 年到期；应付债券 20.00 亿元，具体情况如下表所示，不存在集中偿付现象；递延所得税负债 2.39 亿元，较年初增长 1.86%，主要系投资性房地产公允价值变动所致。

表 8　截至 2015 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

债券简称	债券类型	发行规模	发行时间	到期时间
15 洛娃 Z1	PPN	10.00	2015 年 8 月	2018 年 8 月
15 洛娃 01	公司债	10.00	2015 年 12 月	2020 年 12 月

资料来源：公司提供
注：15 洛娃 Z1 的债券期限为 2+1 年。

截至 2015 年底，公司全部债务 45.94 亿元，较年初增长 23.80%，其中短期债务占 56.14%，长期债务占 43.86%，短期债务的占比较年初大幅下降 41.57 个百分点，债务结构有较大改善。公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 37.96%、35.30%和 19.31%，均较年初有所上升，但仍处于较低水平，公司债务负担较轻。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 60.47 亿元，较年初增长 17.36%，主要系公司新发行短期融资券和 PPN 所致；其中流动负债占 54.47%，非流动负债占 45.53%，负债结构较年初变化不大。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务 56.06 亿元，较年初增长 22.05%，仍以短期债务为主；资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 40.90%、39.09%和 22.35%，较年初均有所上升，但公司债务负担仍处于合理水平。

总体看，2015 年，公司负债规模上升，流动负债的占比大幅下降；公司债务负担仍属较轻，债务结构有较大改善，但短期债务占比仍较高。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 84.19 亿元，较年初增长 10.81%，主要系未分配利润的增长所致，其中归属于母公司的所有者权益占 99.61%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 0.72%，资本公积占 39.09%，盈余公积占 1.99%，未分配利润占 58.20%；未分配利润占比较高，公司所有者权益结构的稳定性仍有待提升。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 87.36 亿元，较年初增长 3.77%，权益结构的变化不大。

总体看，2015 年，公司所有者权益结构变化不大，权益结构的稳定性仍有待提升。

2．盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 55.35 亿元，同比小幅增长 3.61%，主要系日化业务的收入增长所致；实现营业利润 8.21 亿元，同比下降 5.42%，主要系销售费用大幅增长所致；实现净利润 7.01 亿元，同比下降 6.62%，其中归属于母公司所有者的净利润 6.99 亿元。2015 年，公司营业利润率为 27.83%，较上年提升 4.15 个百分点，公司主营业务盈利能力有所增强

从期间费用来看，2015 年，公司费用总额 7.92 亿元，同比增长 76.99%，其中销售费用同比大幅增长 157.66%，主要系“千县计划”的推进使得公司营销费用和渠道费用大幅增长所致；管理费用同比增长 10.10%，主要系员工人数的增加导致薪酬增长所致；财务费用同比增长 13.67%，主要系公司债务规模增长导致利息支出增长所致。销售费用占费用总额的 64.95%，公司费用总额仍以销售费用为主，但其占比有较大提升。公司费用收入比为 14.31%，较上年上升 5.93 个百分点，公司费用控制能力有所下降，销售费用对公司利润形成一定侵蚀。

从利润构成来看，2015 年，公司投资性房地产实现公允价值变动收益 0.29 亿元，对北京润富莱科贸有限公司的长期股权投资实现投资收益 0.43 亿元，分别占营业利润的 3.54%和 5.30%，对公司利润水平有一定影响。资产减值损失和营业外收支对公司利润水平影响很小。

从盈利指标来看，2015 年，公司总资本收益率为 7.13%，总资产报酬率为 7.87%，净资产收益率为 8.75%，较上年分别下降 1.36 个百分点、1.32 个百分点和 1.63 个百分点；受公司期间费用侵蚀利润的影响，该等盈利指标均有所下降，但仍处于较高水平。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.80 亿元，较上年同期增长 51.62%；实现营业利润 3.72 亿元，较上年同期大幅增长 149.76%，主要系销售费用的下降所致；实现净利润 3.17 亿元，较上年同期增长 142.61%。

总体看，2015 年，公司营业收入小幅增长，但期间费用尤其是销售费用对利润造成侵蚀，公司利润水平有所下降，但整体盈利能力仍然较强。

3．现金流

从经营活动来看，2015 年，公司实现经营活动现金净流入 18.66 亿元，同比大幅增长 118.56%，主要系公司催收应收账款所致。经营活动现金流入 64.68 亿元，同比增长 15.37%；经营活动现金流出 46.02 亿元，同比下降 3.17%。公司现金收入比率为 115.40%，较上年提升 10.72 个百分点，公司收入实现质量有所提高。

从投资活动来看，2015 年，公司仍无投资活动现金流入。公司实现投资活动现金净流出 10.25 亿元，净流出规模同比大幅增长 538.09%，主要系公司购买法国农田支出现金 6.99 亿元以及长期股权投资支付现金 1.66 亿元所致。

从筹资活动来看，2015 年，公司实现筹资活动现金净流入 4.94 亿元，同比下降 29.24%，主要系公司偿还债务规模大幅增长所致。筹资活动现金流入 44.95 亿元，同比增长 55.76%，主要系发行债券所致；筹资活动现金流出 40.01 亿元，同比增长 82.88%。

2016 年 1~3 月，公司实现经营活动现金净流入 1.54 亿元，筹资活动现金净流入 0.91 亿元，未发生投资活动现金收支。

总体看，2015 年，随着公司收入实现质量的提高，经营活动现金净流入规模大幅增长，能够完全覆盖投资活动的资金缺口；筹资活动对公司营运资金形成一定补充，能够支撑公司寻找潜在投资项目。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 2.13 倍（上年末为 1.44 倍）和 1.86 倍（上年末为 1.19 倍），较上年末均有所提升，主要系公司减少应付票据的使用并利用新增的长期债务补充营运资金、使得流动负债规模下降所致；现金短期债务比由上年末的 0.64 倍提升至 1.42 倍，主要系公司现金类资产增长及短期债务下降双重影响所致；经营现金流动负债比率由上年末的 23.09%提升至 64.37%，主要系经营性现金净流入大幅增长及流

动负债下降综合所致。整体看，公司短期偿债能力仍然较强。

从长期偿债能力指标来看，2015 年，公司 EBITDA 为 11.90 亿元，较上年小幅下降 0.41%；其中利润总额占 69.39%，计入财务费用的利息支出占 13.94%，折旧占 11.63%，摊销占 5.04%，仍以利润总额为主；EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别由上年的 9.40 倍和 0.32 倍下降至 7.17 倍和 0.26 倍，EBITDA 对利息和全部债务的保障仍属较强。整体看，公司长期偿债能力较强，但较上年有所下降。

截至 2016 年 3 月底，公司合并口径获得的金融机构授信额度合计 15.86 亿元，其中未使用的授信额度 0.30 亿元，公司间接融资渠道有待进一步拓展。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保金额合计 3.12 亿元，其中对自然人胡克勤先生的担保占 16.03%，对紫铜鸿发的担保占 83.97%。2015 年，紫铜鸿发经营状况正常，实现营业收入 2.01 亿元，净利润 0.54 亿元；截至 2015 年底，紫铜鸿发资产总额 34.93 亿元，所有者权益 29.67 亿元。公司对外担保比率为 3.57%，或有负债风险不大。

截至 2016 年 3 月底，公司不存在金额 500 万元以上的未决诉讼、仲裁事项。

总体看，2015 年，公司整体偿债能力仍属较强。

5．过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（机构代码：G1011010500005950H），截至 2016 年 5 月 25 日，公司无未结清的不良或关注类贷款信息，无已结清的不良类贷款信息，存在 2 笔已结清的关注类贷款，系贷款业务本身被银行列为关注类所致。公司过往债务履约情况良好。

七、本期债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 39.04 亿元，约为债券本金（10.00 亿元）的 3.90 倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度高；净资产达 87.36 亿元，约为债券本金（10.00 亿元）的 8.74 倍。公司较大规模的现金类资产和净资产能够对债券本金的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBIDTA 为 11.90 亿元，约为债券本金（10.00 亿元）的 1.19 倍，EBIDTA 对本次本期债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2015 年，公司经营性活动产生的现金流入 64.68 亿元，约为债券本金（10.00 亿元）的 6.47 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较好。

综合上述分析，并考虑到公司经营规模、行业地位、品牌知名度、资产质量、现金流状况等因素，公司对本期债券的偿还能力很强。

八、综合评价

2015 年，乳品行业缓慢增长，奶源价格保持较低水平，消费者对国产乳制品的信任度有所提高；日化行业增速放缓，竞争加剧，产品结构进一步调整。公司作为集乳业、日化和旅游地产三大产业于一体的多元化企业，保持了较好的规模优势，乳品业务推出了豆粉、配方粉等终端产品，日化业务通过拓展县级市场和电商渠道实现较快发展，各项业务收入均有所增长，综合毛利率有所提升。公司资产质量保持良好，债务负担仍属较轻，债务结构有所改善，经营性现金净流入规

模较大。同时，联合评级也关注到，行业竞争激烈，新产品的经营不确定性较大，“千县计划”的实施使得销售费用大幅增长，债务结构有待进一步改善等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司产能的扩张，新产品的继续推出，新开发县级市场的成熟以及电商渠道的贡献提升，公司竞争实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15洛娃01”的债项信用等级为“AA”。

附件1 洛娃科技实业集团有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	116.14	135.71	147.83
所有者权益（亿元）	75.97	84.19	87.36
短期债务（亿元）	36.26	25.79	30.92
长期债务（亿元）	0.85	20.15	25.15
全部债务（亿元）	37.11	45.94	56.06
营业收入（亿元）	53.42	55.35	22.80
净利润（亿元）	7.51	7.01	3.17
EBITDA（亿元）	11.95	11.90	--
经营性净现金流（亿元）	8.54	18.66	1.54
应收账款周转次数（次）	6.55	7.95	--
存货周转次数（次）	5.01	4.62	--
总资产周转次数（次）	0.49	0.44	--
现金收入比率（%）	104.67	115.40	80.67
总资本收益率（%）	8.49	7.13	--
总资产报酬率（%）	9.19	7.87	--
净资产收益率（%）	10.39	8.75	--
营业利润率（%）	23.68	27.83	30.20
费用收入比（%）	8.38	14.31	14.29
资产负债率（%）	34.59	37.96	40.90
全部债务资本化比率（%）	32.81	35.30	39.09
长期债务资本化比率（%）	1.11	19.31	22.35
EBITDA 利息倍数（倍）	9.40	7.17	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.26	--
流动比率（倍）	1.44	2.13	2.27
速动比率（倍）	1.19	1.86	2.04
现金短期债务比（倍）	0.64	1.42	1.26
经营现金流动负债比率（%）	23.09	64.37	4.67
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.19	1.19	--

注：1、2016 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；2、计入其他流动负债的短期融资券已计入短期债务；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+

一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

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，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。