

信用等级公告

联合[2017]150 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洛娃科技实业集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）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：

二零一七年二月十三日

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

公开发行 2017 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 12 亿元，基础发行规模 6 亿元，可超额配售不超过 6 亿元

债券期限：5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017 年 2 月 23 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 6 月
资产总额（亿元）	100.12	116.14	135.71	148.80
所有者权益（亿元）	68.59	75.97	84.19	89.90
长期债务（亿元）	1.68	0.85	20.15	29.65
全部债务（亿元）	25.12	37.11	45.94	52.53
营业收入（亿元）	48.60	53.42	55.35	47.76
净利润（亿元）	4.95	7.51	7.01	5.71
EBITDA（亿元）	9.28	11.95	11.90	--
经营性净现金流（亿元）	8.87	8.54	18.66	7.70
营业利润率（%）	19.93	23.68	27.83	26.91
净资产收益率（%）	7.49	10.39	8.75	6.56
资产负债率（%）	31.49	34.59	37.96	39.59
全部债务资本化比率（%）	26.80	32.81	35.30	36.88
流动比率（倍）	1.40	1.44	2.13	2.84
EBITDA 全部债务比（倍）	0.37	0.32	0.26	--
EBITDA 利息倍数（倍）	8.33	9.40	7.17	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.93	1.19	1.19	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、其他流动负债中已计入公司短期债务；3、公司 2016 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对洛娃科技实业集团有限公司（以下简称“公司”或“洛娃集团”）的评级反映了公司作为一家集乳业、日化和旅游地产三大产业于一体的多元化企业，乳业板块已形成完整产业链，具备一定奶源优势，奶牛储备质量不断提升；日化板块技术水平较高，具有一定品牌知名度，2014 年以来在新开发县级市场的贡献下，收入规模和毛利率持续提升；旅游地产板块的租金收入较稳定，毛利率较高。近年来，公司营业收入持续增长，盈利水平较高，经营活动现金流状况佳，债务负担较轻。同时，联合评级也关注到公司奶源自给率不高，日化行业竞争激烈，原材料价格波动，销售费用大幅增长等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司产能的扩张，新产品类型的推出，新开发县级市场的成熟以及电商渠道的贡献，公司竞争实力有望进一步增强，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司所处的乳品和日化行业，受国家政策支持力度较大，行业发展前景较好。

2. 公司乳业板块已形成完整产业链，具备奶源优势，奶牛储备质量不断提升。

3. 公司日化板块研发创新能力较强，设备先进，2014 年以来随着“千县计划”的实施和渠道的拓展，收入规模和毛利率有较大提升。

4. 近三年，公司资产质量较好，债务负担较轻，经营性现金净流入能够完全覆盖投资

活动资金缺口。

关注

1. 国内奶源态势紧张，生鲜乳价格波动较大，消费者对国产乳制品的信任度有待进一步提高。

2. 公司乳品业务的奶源自给率不高，约80%的生鲜乳依赖外部供应，易受生鲜乳价格波动的影响，质量管控的难度较大。

3. 日化行业价格战现象较普遍，外资巨头和国产龙头企业的竞争实力强，公司日化产品面临激烈竞争。

4. 随着“千县计划”的实施，公司营销费用和渠道费用大幅增长，销售费用对公司利润造成侵蚀。

分析师

冯磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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”）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2016年6月底，公司注册资本为6,000万元。2016年9月，公司注册资本增加至15,000万元，实收资本15,000万元，公司股东持股情况为：胡克勤持股72.34%，胡静竹持股21.33%，胡玉朋持股2.33%，李桂玲和董雪梅各持股2.00%。公司实际控制人为胡克勤。

表 1 截至 2016 年 9 月底公司股权结构（单位：万元，%）

股东	出资额	持股比例
胡克勤	10,850.00	72.34
胡静竹	3,200.00	21.33
胡玉朋	350.00	2.33
李桂玲	300.00	2.00
董雪梅	300.00	2.00
合计	15,000.00	100.00

资料来源：公司提供

2016年9月公司增资后，主要经营范围变更为：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）；货物进出口、代理进出口、技术进出口；销售矿产品、计算机硬件及辅助设备、电子产品、珠宝首饰、工艺品、针纺织品、服装鞋帽、化妆品、体育用品、塑料制品、金属材料；技术开发、技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务；企业管理；经济贸易咨询；市场调查；承办展览设计；设计、制作、代理、发布广告；房地产开发；物业管理；机械设备租赁；汽车租赁（不含九座以上客车）；企业策划、设计；公共关系服务；提供点子、创意服务；教育咨询；会议服务；包装服务；翻译服务；电脑打字、录入、校对、打印服务；电脑排版、印制、装订服务；复印、传真、电话服务；名片印字、刻章服务；电脑喷绘、晒图服务；标志牌、铜牌的设计、制作服务；奖杯、奖牌、奖章、锦旗的设计、制作服务；服装模特大赛、影视广告模特大赛、摄影广告模特大赛、艺术广告模特大赛；礼仪服务；个人形象包装及设计；个人行为、活动策划、设计、安排；个人经纪代理服务；文艺演出票务代理、体育赛事票务代理、展览会票务代理、博览会票务代理；筹备、策划、组织运动会；筹备、策划、组织晚会；筹划、策划、组织大型庆典；筹备、策划、组织艺术大赛；筹备、策划、组织文化节；筹备、策划、组织艺术节；筹备、策划、组织电影节；筹备、策划、组织服装节；筹备、策划、组织啤酒节；筹备、策划、组织演出；筹备、策划、组织展览；筹备、策划、组织民间活动；筹备、策划、组织民俗活动；代理报关。公司是一家以日化 and 乳业为主要产业的企业集团。

截至2016年6月底，公司董事会下设财务中心、人力资源部、企管办、办公室、投资部、法务部、宣传部和、信息部、法规部和上市办合计10个职能部门（见附件1）；下辖13家一级子公司；公司员工总数3,976人。

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6月底，公司合并资产总额148.80亿元，负债合计58.90亿元，所有者权益（含少数

股东权益) 89.90亿元, 归属于母公司的所有者权益89.56亿元。2016年1~6月, 公司实现营业收入47.76亿元, 净利润(含少数股东损益) 5.71亿元, 归属于母公司所有者的净利润5.70亿元; 经营活动产生的现金流量净额7.70亿元, 现金及现金等价物净增加额5.39亿元。

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、本期债券及债券募集资金用途

1. 本期债券概况

本次债券发行规模不超过12亿元, 拟分期发行, 首期基础发行规模为6亿元, 可超额配售不超过6亿元。本期债券名称为“洛娃科技实业集团有限公司公开发行2017年公司债券(第一期)”, 面值为100元, 按面值平价发行。本期债券期限为5年, 附第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券为固定利率债券, 票面利率将根据发行时询价结果, 由发行人与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。本期债券采用单利按年计息, 不计复利, 每年付息一次, 最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券面向合格投资者公开发行。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后, 拟全部用于补充公司流动资金。

三、行业分析

公司是一家集乳业、日化和旅游地产三大产业于一体的多元化企业集团, 2015 年乳业板块和日化板块的收入分别占公司营业收入的 62.83%和 34.14%, 乳制品行业和日化行业对公司经营业绩具有重要影响。

1. 乳制品行业

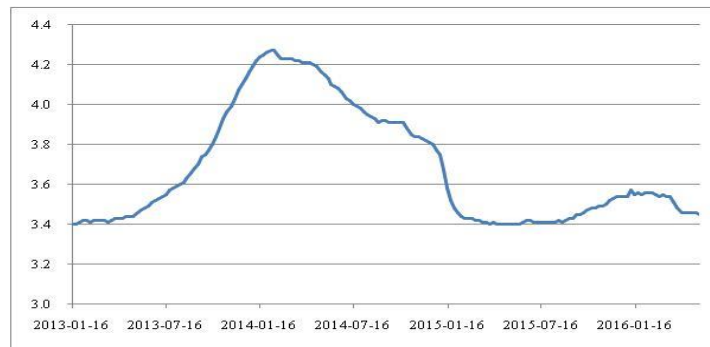
(1) 行业概况

在 2008 年之前的近十年中, 中国乳制品行业处于高速发展期, 生鲜奶产量年平均增长 17.4%。自 2008 年三聚氰胺事件后, 乳制品行业增速明显回落, 进入缓慢增长期。2013 年, 受养殖成本增加、牛肉价格高涨、奶牛疾病疫病等多因素影响, 部分养殖散户退出, 规模化养殖场产能释放尚需时日、不能及时填补散户退出的缺口, 牛奶产量出现同比 5.7%的下跌; 2014 年在上年牛奶价格上涨形势的激励下, 散户退出减缓、奶牛场补栏积极性提高, 奶牛整体存栏量增长, 牛奶产量同比上涨 5.5%达到 3,725 万吨, 增速高于 2009 年以来水平; 2015 年全国牛奶产量达 3,755 万吨, 同比小幅增长 0.8%, 增速再次下滑。

以 2008 年作为乳制品行业发展的分水岭, 之前的十几年中国奶源增长一直维持在 15%及以上; 2008 年由于受三聚氰胺事件对消费者信心和需求的影响, 奶源增长率和价格出现大幅下滑, 奶牛养殖效益下滑、奶牛存量数迅速下降; 直至 2009 年下半年随着国内市场对乳制品需求出现回复, 生鲜乳价格开始触底反弹, 由于奶源建设整体跟不上乳制品销售的进展, 奶源紧张态势始终存在, 生鲜乳均价由 2009 年中低点的 2.3 元/公斤升至 2014 年初的 4.2 元/公斤以上, 价格的上涨也推动了国内奶牛养殖的积极性, 整体奶牛存栏量、牛奶产量逐步提高; 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 年以来，生鲜乳价格基本保持平稳，第四季度开始价格小幅上涨（见下图）。但需要关注的是，2013 年由于国内需求饱满、新西兰干旱导致供给紧缺，全球牛奶价格出现上涨，各大主产国牛奶产量随之明显上涨，引起 2014 年全球原料奶价格普遍下降，与国内生鲜奶价格出现“倒挂”，乳企、贸易商对进口的倾向性加强，对国内生鲜乳尤其是散户供给生鲜乳的销售价格形成压力。

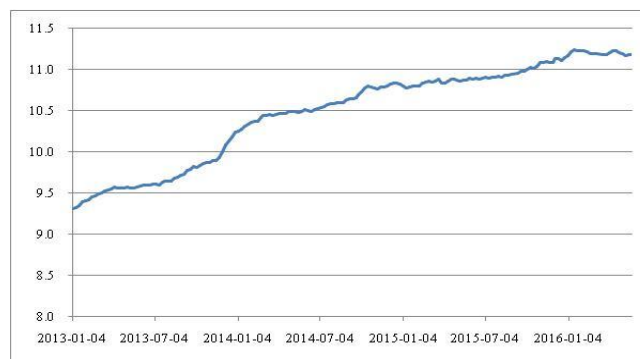
图 1 2013 年以来生鲜乳（主产区）均价情况（单位：元/公斤）



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消费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。据商务部统计，2009~2010 年的两年间，由于消费者对奶制品安全的恐慌心理影响，消费需求受到压制，牛奶零售价格始终处于 8.0 元/升以下水平；2011 年以来，市场需求恢复已有一段时间，奶源建设进度推进，奶牛存栏量有所提升，拉动了牛奶零售价格的持续性上升，由 2011 年初的 8.0 元/升增至 2015 年底的 11.14 元/升，价格上涨趋势较平稳（见下图）。

图 2 2013 年以来牛奶周零售价（单位：元/升）



资料来源：商务部

2016 年上半年，乳制品生产出现回暖增长态势，规模以上企业销售收入 1,667.5 亿元，较上年同期增长 5.40%；利润总额 135.3 亿元，较上年同期增长 15.80%；库存产成品 79.8 亿元，较上年同期下降 14.28%，较 2015 年底减少 8.4 亿元。乳制品企业经济效益有所好转，去库存取得一定成效。

总体看，2008 年三聚氰胺事件以来，我国乳制品行业增速放缓，生鲜乳价格波动较大，终端牛奶零售价格保持稳步增长；2016 年上半年，乳制品生产出现回暖增长态势。

（2）奶源供给及下游需求

乳品加工企业掌控下的原奶资源及地域分布是影响产品供给和产品品质的重要因素，原奶价格决定了乳品加工企业的生产成本，而原奶的品质安全和可控性是乳品加工企业管理质量和消费者选择企业产品的关键因素之一，所以奶源建设是乳品加工企业发展的重要投资。由于奶源的安全标准不断提高，奶牛养殖业逐步由散养向规模化的养殖模式转型，散户养殖模式受到一定抑制。

表 2 中国奶业基本情况（单位：万头，万吨）

项目	2013年	2014年	2015年
奶牛存栏量	1,492.91	1,498.60	1,369.00
牛奶产量	3,531.40	3,725.00	3,755.00
乳制品产量	2,698.03	2,651.81	--

资料来源：Wind 资讯

中国奶牛养殖产业已经步入产业结构调整期，向规模化养殖转型。根据农业部数据，截至2015年底，奶牛养殖规模化率达49%，较上年提升4个百分点，生鲜乳中三聚氰胺抽检合格率达100%；我国的规模牧场奶牛养殖业已经跻身世界先进水平，建立起了质量安全系统性的保障体系。

由于现阶段我国存在规模化养殖、机械化程度较低，存栏奶牛品种大多不够纯正，没有足够的耕地和土地支撑规模化牧场的饲料用地和粪污处理，饲草料质量较差等问题，我国的奶牛养殖成本相对较高，单牛产量相对较低，资源禀赋的劣势使得我国高企的养殖成本将长期存在。

乳业生产对饲草料供给的数量、质量和及时性有很高要求。我国草原由于气候因素，饲草的供给存在较大的波动性；由于路途遥远，精饲料和配合饲料的价格相对较高；由于缺水和政策限制，草原地区一般难以进行大规模的青贮饲料原料生产，饲草料供应的稳定性成为我国草原地区发展奶牛养殖业的瓶颈之一。

我国自2014年下半年起部分地区开始产生奶源过剩现象，主要系消费市场动力不足、乳制品生产增幅回落、奶牛养殖业盲目发展造成原料奶产能过剩等原因综合所致。进入2016年，原料奶产能过剩未得到明显缓解，国内饲料饲草资源不足，进口饲草大量增加，饲养水平相对较低，加重了国内的奶牛养殖成本。

从下游需求来看，目前我国牛奶产量位居世界第三，但人均乳制品消费量仍然较低，乳品需求空间仍然较大。2015年，我国牛奶人均占有量约为26公斤，一线城市人均占有量可达48公斤，人均乳品消费水平约为世界乳品消费水平的三分之一。

总体看，奶源方面，我国奶牛养殖成本高企，饲草料供给波动性较大，养殖效益有待进一步提升，存在奶源过剩现象；下游方面，我国人均乳制品消费量仍然较低，乳制品仍有较广阔的市场空间。

（3）行业竞争

公司生产的乳制品以工业奶粉为主，指用于食品工业的奶粉，主要供乳品企业进行再加工或生产使用，如乳饮料、酸奶、酸奶饮料、饼干、糖果、巧克力、冰品等都需要添加食品工业用全脂奶粉。

在近十年的发展过程中，中国乳品行业经历了价格战、危机事件、行业洗牌等多重而复杂的历史时期，目前已经形成了相对有序的竞争格局，市场集中度不断提升，品牌发展也相对稳定。按照企业性质来分类，竞争格局可以分为基地型、城市型以及综合性竞争格局。其中：基地型企业多生产常温奶，以伊利、蒙牛为代表；城市型企业多生产保质期较短的巴氏奶，以上海光明为

代表；而综合性企业产品线覆盖比较广，各单位销售量都不算太大，尚无龙头型企业。

国际竞争方面，国内乳品企业主要的竞争对手来自新西兰。2008年10月1日起，中国与新西兰的自由贸易协定生效，关税逐步降低至完全取消，促进新西兰进口乳制品量的迅速上升。2014年，中国奶粉进口92.3万吨，其中从新西兰进口的奶粉占进口总量的78.8%，对中国奶粉市场具有重大影响，对国产奶粉市场造成冲击。2015年，中国奶粉进口54.7万吨，较上年下降40.7%，奶粉进口数量大幅减少，国产奶粉的竞争力提升，国内消费者对国产奶粉的信任度有所增强。

出于对口感风味的连续性要求，奶粉企业基本不会更换原料产地，一般不存在竞争对手大幅降价的情况，最终售价主要取决于奶源地的鲜奶价格和公司品牌优势。随着国家对乳制品行业整合，不能达标的小型乳品厂将面临关停，国内乳品企业、尤其是拥有一定原奶资源的大型企业将通过产品品质的不断提升强化竞争优势。

总体看，我国乳品企业竞争对手主要来自国外市场，随着国内乳品行业的不断整合，整体竞争力已经有所增强。

（4）行业政策

2013年，婴幼儿配方奶粉质量安全引起中央高度重视，国务院研究部署加强婴幼儿奶粉质量安全工作，并提出五条具体监管措施。食品药品监管总局、工业和信息化部、公安部、农业部、质检总局等九部委联合发布《关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作的意见》，要求婴幼儿配方乳粉生产企业须具备自建自控奶源，对原料乳粉和乳清粉等实施批批检验，严格执行原辅料进货查验、生产过程控制、产品出厂全项目批批检验、销售记录和问题产品召回等制度；国家食药总局发布《婴幼儿配方乳粉生产许可审查细则（2013版）》细化婴幼儿奶粉生产管理。

2013年，中国对奶业扶持政策力度继续加大，根据国家奶牛产业技术体系发布的《2013年中国奶业发展概况及展望》，扶持政策主要体现在四个方面：其一，推进标准化规模养殖，加大投资用于奶牛养殖场区标准化改扩建和标准化示范场建设，已改造了3,000多个奶牛场；其二，继续落实良种补贴政策，中央财政投入2.6亿元用于奶牛良种冻精补贴，荷斯坦牛奶牛实现全覆盖；其三，继续开展奶牛生产性能测定，中央财政投入2,000万元用于奶牛生产性能测定工作；其四，继续实施“振兴奶业苜蓿发展行动”，中央财政投入5.25亿元用于推动苜蓿产业发展。

2014年，国家进一步加强对奶粉进口的管理，国家质检总局自5月起全面实施对进口乳品境外生产企业的注册管理，未经注册的境外生产企业生产的乳品不得进口，其中包括婴幼儿配方奶粉；4月底，中国国家认证认可监督管理委员会在官网公布了首批注册厂商名单，有13个国家的41家婴幼儿配方奶粉生产商获得了继续向中国进口的资格。

2014年，工信部、发改委、财政部、食品药品监管总局发布、已经国务院批准的《推动婴幼儿配方乳粉企业兼并重组工作方案》，部署推动中国境内依法取得婴幼儿配方乳粉生产资质的乳制品企业实施兼并重组，引导生产要素向优势企业和重点区域集中，推动婴幼儿配方乳粉产业规范化、规模化、现代化发展；《方案》提出力争到2015年形成10家左右年销售收入超20亿元的大型婴幼儿配方乳粉企业集团，前10家国产品牌企业的行业集中度达65%。

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，国家重视乳品行业，近年来通过出台多项政策保障行业整体健康发展。

（5）行业关注

奶源价格波动较大，供应不稳定

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，养殖成本相对较高，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，疫病风险和饲草料供应的不稳定性也成为奶源供给的不确定因素。

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造成冲击

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，中国乳制品行业累计进口161.12万吨，同比下降11.11%，其中新西兰乳品进口量同比增长38.87%，乳制品进口开始下降，但新西兰乳制品进口仍保持较快增长。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。

产品同质化竞争激烈，消费者的需求升级

我国乳制品同质化严重，市场竞争激烈，持续的价格战、营销战、并购战，再加上跨境电商的冲击，大部分乳品企业业绩增长放缓，广告及宣传费用规模较大。随着市场容量的扩增，消费者的消费水平和选择标准不断提高，差异化和品质安全成为消费者的关注重点，我国高端乳制品市场仍需培育。

（6）行业发展

目前，我国乳制品行业竞争已经较为饱和，处于转型升级时期。面对部分消费者对国产乳品信心不足，生产成本持续上升，原奶价格波动频繁，养殖效益低等现象，未来行业标准和监管制度将更加严格，通过强化产品质量提升消费者信心；通过电子商务等创新模式，降低流通成本，提高经营效率；推进农牧结合，延长产业链，构建农牧民与奶企的利益联结机制。

另一方面，国内乳制品行业竞争格局已较为稳定，伊利、蒙牛、光明的合计市场份额超过45%，内生增长速度可能放缓。从国外企业经验来看，大型乳品企业后期开始走外延扩张道路，后续国内乳品行业并购整合概率较高。

总体看，在国家严格的安全监管制度下，消费者信心有望进一步增强，未来乳制品行业并购整合的概率较高。

2. 日化行业

（1）行业概况

洗涤用品行业主要包括合成洗涤剂和肥（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，合成洗涤剂已经替代传统的肥（香）皂，成为洗涤用品行业产量最大、最主流的产品。

中国洗涤用品产销规模已经居于世界前列。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%。从行业主要经济指标来看，2015年，国家统计局共对382家规模以上企业进行了统计，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。近年来，洗涤用品行业增速开始放缓，行业亏损加重，产品结构发生变化，液体洗涤剂快速增长，肥皂、洗衣粉等产品产量下降。

洗涤用品行业市场集中度高，主要竞争者的规模较大。根据中华全国商业信息中心对全国重点大型零售企业主要洗涤用品的销售统计，2015年前三季度，合成洗衣粉销售前十大品牌市场占有率合计84.9%，香皂为53.6%，清洁洗涤剂为56.4%，洗衣液为74.1%。宝洁和联合利华两大外资巨头在中国日化市场占据较大份额，但近年来其市场份额出现明显下降；立白、雕牌、蓝月亮、洛娃等国产洗涤品牌凭借在二、三线城市及乡镇、农村市场的快速发展和技术实力的提升，本土品牌逐渐显现优势。

从上游原材料来看，皂类的原料主要来自天然的动植物可再生资源，合成洗涤剂大部分原料（主要包括表面活性剂、三聚磷酸钠、4A沸石等）来自石油及化石原料等不可再生资源，同时日化产品中的包装材料85%以上依赖石油化工，均受到石油等原材料价格波动的影响。目前，大部分国内自主生产的助剂、表面活性剂品种能够满足洗涤用品行业的需求。

总体看，近年来洗涤用品行业产品结构发生改变，液体洗涤剂快速增长；行业集中度高，外资品牌市场份额明显下降，本土品牌优势开始显现。

（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，普通粉状产品的有效物含量低，导致生产过程、流动环节、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、原料品种的制约；二是表面活性剂产品工艺技术和工程化水平不高，对清洁生产工艺的开发不足，节能降耗减排尚不充分。

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）行业发展

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、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家集日化、乳业、旅游地产三大产业于一体的多元化企业集团，2002 年至今连续 10 余年被认证为高新技术企业，是北京市重点企业、全国文明单位、首都文明单位标兵。

北京洛娃日化有限公司（下称“洛娃日化”）作为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，在国内首家提出绿色、环保、健康的洗涤用品概念，企业应用 MES 配比的新型高效清洁产品被国家科技部列入“2012 年国家火炬计划产业化示范项目”，同年荣获 2012 新清洁绿色贡献创新大奖；旗下的洛娃皂粉成为中国首个获得环境标志认证的洗涤产品，被认定为“北京市著名商标”。洛娃日化致力于环保型洗涤用品的开发和生产，目前已形成了五大系列、近百个种类的产品，主要生产基地位于北京绿色国际港—顺义马坡聚源工业区的洛娃科技园，园区占地面积 50 亩，建筑面积 26,000 多平方米，设计产能 35 万吨，截至 2016 年 6 月底已投产产能为 20 万吨。

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，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，形成了完整的乳业产业链。截至 2016 年 6 月底，双娃乳业原料粉产能达 12.75 万吨/年；双娃乳业自有牛只存栏数 30,981 头，公司自身生产所需生鲜奶超过 20%可达到自供，具有一定奶源优势。

乳品销售模式方面，公司主要采取直接点对点的销售模式。公司主要客户群体为国内乳制品企业与商贸公司，长期以来，公司与娃哈哈、卡夫、均瑶、三元、光明、伊利、味全、维维、新希望等国内外知名企业建立起长期稳定的合作关系。销售渠道方面，2016 年公司品牌代理商计划开发数量达 200 家，以地市级代理商为主，2016 年上半年，公司已完成河北、山东、辽宁、河南、安徽、江苏、浙江、湖北、四川等 10 个省市的主要地市级及县市级代理商的开发；同时，公司还积极开拓终端渠道，打造产品终端形象店、开拓电商渠道等。

其他方面，公司主要以洛娃大厦、金潮玉玛国际酒店、金潮玉玛丫髻山国际森林酒店的租赁和洛娃度假村的运营为主，洛娃大厦是北京市望京地区第一个 5A 级智能化标准写字楼，洛娃度假村开发了平谷桃源溪谷度假村项目。

总体看，公司作为多元化企业集团，产业布局完整，整体竞争力强。

2. 人员素质

截至 2016 年 6 月底，公司董事、监事及高级管理人员共 9 人，均具有丰富的从业经验和较高的专业素质。

公司董事长兼总经理胡克勤先生，1958年生，大专学历，曾任河北邢台棉织厂工人、技改办主任、厂长助理职务。1995年，胡克勤先生创办公司，担任董事长兼总经理至今。此外，胡克勤先生现任全国政协委员、全国政协经济委员会委员、全国工商联常委、北京市商会副会长、北京市光彩事业促进会副会长、北京市新的社会阶层人士联谊会副会长、中国洗涤用品工业协会副理事长和中国乳制品工业协会副理事长。

截至2016年6月底，公司在职员工总数3,976人。从文化程度来看，初中及以下占比10.46%，高中及中专占比39.64%，大专占比30.38%，本科及以上学历占比19.52%；从职务来看，管理人员占比7.87%，研发人员占比4.80%，生产人员占比60.92%，销售人员占比26.41%；从年龄来看，30岁以下占比40.04%，30~50岁占比52.64%，50岁及以上占比7.32%。

总体看，公司管理层具有丰富的管理经验，整体素质较高。员工构成符合行业特点，可满足公司发展需要。

3. 技术水平

公司成立以来，以科技为先导，以创新推动产业进步，不断加大产品科技含量，增强企业竞争力，致力于为客户提供绿色、环保、健康的高科技产品和服务。公司本部及洛娃日化、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。2013~2015年，公司研发投入分别为968.69万元、3,039.56万元和6,237.19万元，占营业收入的比重分别为0.20%、0.57%和1.13%，公司研发投入呈逐年上升态势。

日化板块

洛娃日化产品均由公司研发中心发起并立项，经反复论证、试验后上市。洛娃日化实现了产品的清洁去污功能与漂白功能、杀菌、节水节能功能的有机结合，科研成果多次被列入“北京市火炬计划”。

2014年以来，公司共推出113款新产品，其中，皂类产品18项，皂粉系列3项，洗衣粉系列6项，洗衣液类产品15项，洗洁精类产品18项，柔顺剂类产品12项，洗衣机槽抑菌清洁剂1项，羽绒服清洁剂类1项，洁厕类产品2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；除此之外，公司还对10项老产品进行了包装升级。

专利技术和标准制定方面，截至2016年6月底，共获得国家知识产权局授权专利35项，其中发明专利25项、外观设计专利10项；自主研发的“小麦蛋白新材料在清洁产品中的应用”取得2014年国家火炬计划产业化示范项目证书；同时，为掌握行业话语权，公司参与了国家表面活性剂和洗涤用品标准化技术委员会对部分国家标准和行业标准的制定，其中包括“GB/T洗手液”、“GB/T洗涤用品三氯卡班含量的测定”、“QB/T地板清洁脱蜡剂”。

乳业板块

双娃乳业通过和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，目前拥有“一种低敏性的乳清蛋白水解物及其制备方法”、“一种乳清蛋白降血压肽及其制备方法与应用”、“乳清蛋白酶法生产血管紧张素转化酶（ACE）抑制肽的方法”等多项发明专利。

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，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先进的胚胎移植技术，培育出高产良种的奶牛，改变了高产纯种奶牛单纯依靠进口的局面，加快了当地奶牛良种改造的进程，促进了中国乳业的良性发展，首批获得了“国家良好农业规范认证示范牧场”称号。

产品品质方面，双娃乳业制定了高于国家标准的内控标准，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，从饲草饲料、牛只养殖，到产品生产、储存、运输等环节进行全程监测，确保产品品质，先后有多项产品被列入“北京市重大科技成果推广项目”，自2002年至今连续被认证为高新技术企业。

乳品生产方面，双娃乳业的奶粉生产线采用全套德国韦斯伐里亚公司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，将天然纯牛奶经先进工艺高温浓缩、喷雾干燥处理制成乳香纯正、质量稳定的奶粉，实现了生产设备的节能、环保、卫生安全及自动化控制；并于2013年对无水奶油生产线进行改造，使乳产品系列更加多元化。此外，余热回收、二次复聚的工艺设计极大地提高了设备能效。

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。

五、管理分析

1. 治理结构

公司按照《公司法》等有关规定，建立了规范的法人治理结构，包括股东会、董事会、监事会。股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。董事会有7名董事，设董事长1人，由股东会选举产生。监事会成员2人，由股东选举产生。

公司实行董事会领导下的总经理负责制。公司重大事项实行三层决策机制：股东会、董事会和集团领导班子。股东会依据股权实行表决；董事会是受股东会委托的决策机构，依据多数原则实行表决，董事长有一票否决权；集团领导班子是日常经营管理机构，负责对重大事项依据董事会或股东会决议执行，报董事会或股东会审议批准，依据多数原则实行表决，总裁有一票否决权。

公司日常经营管理决策实行三级管理体制：董事会、集团领导班子、产业与职能部门。分别通过董事会、经营管理例会和专题会议的形式体现。

对公司决策执行实行三级监督管理：监事会负责对重大事项通过外部审计方式进行监督；企管中心负责对日常经营管理活动进行监督管理和专项审计；办公室负责对公司日常文件、事务执行情况进行检查监督。

总体看，公司建立了比较完善的治理结构，能满足日常经营需要。

2. 管理制度

公司重视内部管理水平的提升，在财务管理、资金管理、质量安全管理等方面制定了一系列管理制度。

公司财务管理体制实行董事会领导下的财务总监负责制，在董事长的领导下开展工作，董事长对重大投融资和投资决策有一票否决权。公司总部对下属控股合资公司、分公司、子公司等实行财务总监领导下的各合资公司、分公司和子公司部门财务总监/经理负责制。

会计核算和财务管理制度方面，公司制定了《会计业务处理原则》、《全面预算管理办法》、《货币资金管理制度》、《往来款项的管理制度》、《存货管理制度》、《在建工程管理制度》、《固定资产管理制度》、《筹资的管理制度》、《对外投资的管理制度》等制度。上述制度使公司资金使用效率提高，降低了公司的财务成本。

公司本部对下属控股及合资公司、分子公司等财务管理体系，实行人事、业务垂直领导，

即各公司的财务部门经理由总部任免，业务执行公司总部统一制定的财务管理制度。公司所属控股合资公司、分公司、子公司等的总经理对财务经理只有推荐权利，没有任免权利。

公司对外担保是指公司为他人提供的担保，包括公司对控股子公司的担保。公司对担保事项实行统一管理。未经公司股东会批准，子公司不得对外提供担保，不得互相提供担保，也不得请外单位为其提供担保。公司总经理指定有关部门对被担保方资信情况进行审查和评估，并将有关材料上报公司经理层审定后提交公司董事会审议，董事会审议后再上报召开股东大会。

公司乳制品生产严格执行 ISO9000 质量管理体系。其中乳品事业部和饲料厂制定了《卫生管理制度》、《安全生产管理制度》等制度。奶牛事业部制定了《各奶牛养殖场工作标准》、《各奶牛养殖场技术标准》、《各奶牛养殖场管理标准》等制度。以上制度充分保证了乳制品的质量安全。

总体看，公司内部管理制度较为完善，实际运行规范有序。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是一家集乳业、日化和旅游地产三大产业于一体的多元化企业集团，其中以日化和乳业业务为主。公司本部行使管理职能，具体经营业务由下属子公司负责。

2014 年 3 月，公司旅游物业板块的经营主体和经营模式发生变动：公司转让了原有的 3 家涉及酒店和生态旅游业务子公司的股权以及酒店物业的经营权（仍拥有酒店物业所有权），公司变更为酒店物业的出租方，每年按合同约定收取一定额度的租金收入，酒店物业的运营费用和人工成本将不由公司承担，导致该板块当年的毛利率大幅提升。

2013~2015 年，公司营业收入呈持续增长态势，年均复合增长 6.72%，2015 年为 55.35 亿元；其中乳品和日化作为公司两大核心板块，2015 年分别占比 62.83%和 34.14%，旅游地产收入规模小，2015 年占比 3.03%，主要为大厦租金收入和酒店收入，公司主营业务突出。从板块变动态势看，由于 2013 年国内奶源紧张、公司主要产品原料粉供不应求导致了板块销售规模大幅扩张，2014 年奶牛存栏量整体回升，乳品供应紧张的状况有所缓解，销售增速回落，近三年乳品板块收入平稳增长，年均复合增长 2.08%；日化板块收入以年均 16.11%的速度持续增长，主要由于 2014 年“千县计划¹”的实施有效拓展了该板块的营销渠道和收入规模。

毛利率方面，2013~2015 年，日化板块毛利率持续上升，2014 年较上年增加 7.88 个百分点，主要系随着销售渠道拓展的规模效益初步显现，毛利率明显回升；乳品板块毛利率近三年分别为 19.26%、20.38%和 27.36%，2015 年较上年增加 6.98 个百分点，主要系原材料生鲜乳价格下降、毛利率较高的新品销售规模增加所致；旅游地产板块的毛利率分别为 44.17%、91.63%和 68.94%，2014 年由于经营模式变动导致毛利率提大幅升，该板块盈利能力强，对整体利润形成了补充。综上影响，2013~2015 年，公司综合毛利率分别为 20.17%、24.11%和 28.42%，呈现持续上升态势。

表 3 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

板块	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~6 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
乳制品	33.38	68.68	19.26	34.17	63.96	20.38	34.78	62.83	27.36	30.96	64.83	23.64

¹公司销售策略，详见“日化业务产品销售”。

日化产品	14.02	28.85	18.35	17.93	33.56	26.23	18.90	34.14	26.79	15.86	33.20	32.86
其他业务	1.20	2.47	44.17	1.32	2.48	91.63	1.68	3.03	68.94	0.94	1.97	57.79
合计	48.60	100.00	20.17	53.42	100.00	24.11	55.35	100.00	28.42	47.76	100.00	27.38

资料来源：公司提供

2016年1~6月，公司实现营业收入47.76亿元，较上年同期增长52.38%，主要系新推出的乳制品终端制品销量增长、以及随着“千县计划”的推进日化产品销量增长所致；其中，乳制品收入占比64.83%，日化产品收入占比33.20%，收入结构变化不大。公司综合毛利率为27.38%，较2015年变化不大，其中乳制品板块毛利率下降至23.64%，主要系公司终端新产品降价促销活动以及OEM奶粉产量增加所致；日化产品毛利率上升至32.70%，主要系公司持续推出高毛利率的新产品所致。

总体看，公司营业收入持续增长，主业维持了较强的盈利能力；受益于新开发县级市场的业绩贡献，日化板块增长动力强，随着规模效益逐步显现，毛利率水平逐年上升；乳品板块近三年收入较为平稳，受益于原材料生鲜乳价格下降，乳品毛利率持续提升。

2. 乳制品业务

公司乳制品业务的经营主体双娃乳业已形成了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，产业链较完整。

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。

生鲜乳采购方面，分为自产和外部供应两种方式。2013~2015年，公司生鲜乳采购数量波动增长，三年分别为70.76万吨、94.07万吨和72.15万吨；生鲜乳自给率分别为20.01%、20.11%和23.52%，自给率较低。2016年1~6月，公司生鲜乳自给率提升至30.00%，主要系奶粉的OEM产量增加、公司用奶量减少所致。

表4 公司近年生鲜乳采购量数据（单位：万吨）

生鲜乳	2013年	2014年	2015年	2016年1~6月
自产	14.16	18.92	16.97	8.42
外收	56.60	75.15	55.18	19.65
合计	70.76	94.07	72.15	28.07

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2016年6月底，公司自有牛只和通过奶农养殖牛只的存栏数分别为30,981头和231,543头，具有一定的奶牛储备。外部供应是指公司向农户出售奶牛，并提供奶牛防病灭疫等专业化服务，农户向公司统一采购饲料并进行饲养，公司从饲草饲料、牛只养殖到产品生产、储存、运输等环节进行全程监测、确保品质，并建立奶厅、奶站向农户集中收购生鲜乳，收购价格参考市场价格，这部分收购量占公司需求总量的80%左右。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50年，其中持有土地使用证172万亩，持有草原使用证14万亩；除滦县部分饲草外购外，其余全部是自给，自给率95%左右），同时外租一定面积的牧场土地，配套建设了1个饲料厂、6个良种荷斯坦奶牛

基地、3个乳品厂。整体看，公司基本做到了从源头保证原料的安全性。

表5 截至2016年6月底公司牛只存栏数据（单位：头）

地区	自有	奶农
阿荣旗牛场	17,467	104,233
滦县牛场	2,172	--
崞岗牛场	11,342	99,217
海拉尔地区	--	28,093
合计	30,981	231,543

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。公司万头奶牛项目于2014年底基本完成，通过较高质量的育成牛只补进、质量偏低的牛只淘汰，整体的奶牛储备质量得到有效提升。饲料种植加工方面，公司与农科院等多家科研院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10,302.64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。2013~2015年，受整个市场牛只存栏量恢复影响，公司生鲜乳采购均价呈持续下降态势，2015年为2.07元/kg，同比下降25.81%。

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。

总体看，公司乳品板块产业链完整，具备一定的奶源优势；受益于主要原材料生鲜乳采购价格下降，可有效节约生产成本。

生产及销售

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”）。

乳品生产方面，截至2016年6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1,400吨/日、300吨/日、1,200吨/日。一般情况下，公司1吨生鲜乳可生产120KG奶粉。公司乳品产能利用率较高，近三年分别为94.11%、106.52%和97.22%。

产能方面，2014年公司新增了全脂奶粉生产线，使得产能水平有了一定幅度的提高，由2013年的10.65万吨/年增至12.75万吨/年，2015年公司产能与2014年持平。

公司原料粉产销量波动上升，2015年分别为123,991吨和123,653吨，分别年均复合增长11.25%和14.74%；2016年1~6月，原料粉产销量分别为90,843吨和89,780吨，达到2015年全年水平的73.26%和72.61%。公司原料粉产销率一直保持高水平，始终位于93%以上，2015年为99.73%。

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公司（Global Dairy Trade）²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

²恒天然乳品网上拍卖的子公司，全球乳制品贸易公司（Global Dairy Trade）。

幅度和生鲜乳原料波动幅度较为一致。近三年，原料粉均价持续下降，分别为3.84万元/吨、2.76万元/吨和2.00万元/吨。

表 6 公司原料粉产品经营数据（单位：吨/年，万元/吨，%）

奶粉	2013年	2014年	2015年	2016年1~6月
产能	106,462	127,530	127,530	62,850
产量	100,191	135,840	123,991	90,843
销量	93,928	137,153	123,653	89,780
产销率	93.75	100.97	99.73	98.83
平均价格（含税）	3.84	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1~6月OEM为62,536吨。

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，并给与一定的优惠。2015年，公司前五大客户贡献的销售额占乳制品销售总额的29.55%左右，集中度一般。

表 7 公司 2015 年乳品板块前五大客户概况（单位：万元，%）

序号	销售单位	产品	销售金额	占比
1	天津娃哈哈宏振食品饮料贸易有限公司	工业奶粉	22,834.75	6.57
2	高碑店市瑞琪食品销售有限公司	工业奶粉、配方粉、豆粉	22,767.69	6.55
3	天津金雕商贸有限公司	工业奶粉、配方粉及豆粉	21,828.81	6.28
4	重庆天友乳业股份有限公司乳品一厂	工业奶粉	18,811.00	5.41
5	卡夫食品（北京）有限公司	工业奶粉	16,530.88	4.75
合计		--	102,773.13	29.55

资料来源：公司提供

注：上下相差0.01%系四舍五入造成；销售占比为销售金额占双娃乳业整体收入的比重。

结算方面，2012年之前，公司一般给予客户1.5个月的账期，2012年受进口乳制品关税下调影响，公司为维护销售网络、保证销量而对下游客户放宽账期。2013年以来，一方面，部分销售势头较好的商品扩大了现金销售的比例，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，公司开始推出豆浆粉、中老年奶粉及学生奶粉等乳品市场终端产品，2~12月合计贡献收入12.43亿元。豆浆粉等产品主要借助公司日化板块的销售渠道和销售策略，以“千县计划”为核心，同时登陆互联网销售平台。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，乳品板块的盈利能力有望获得增长。

总体看，公司乳品板块收入规模稳步增长，毛利率稳步提高；公司于2015年推出豆浆粉、中老年奶粉等新产品，丰富产品结构，公司抗风险能力增强；但同时，2013年以来乳品价格下滑，对公司业务拓展提出了挑战。

3. 日化业务

洛娃日化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100多种产品，其中，洗衣液、洗洁精、洁厕剂为主导产品。通过不断的创新和技术研发，

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）和包装用原料（包装瓶、自立袋、纸箱等），均为国内供应，基本无需进口。

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，2013~2015年，其采购总额均呈不同程度的增长态势，上述三类原料占采购总额的比重分别为34.30%、23.85%和31.15%；公司采购的包装用原料主要为自立袋和纸箱，近三年这两类合计占2015年采购总额的比重分别为59.22%、41.19%和52.47%。整体看，公司对包装用料的采购额略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，受原油价格震荡下行影响，生产用原料价格持续下降；2013~2015年，主要生产原料AES、磺酸和AEO-9的均价分别以年均17.76%、16.59%和6.11%的速度持续性下滑，2015年分别为5.85元/公斤、8.00元/公斤和12.35元/公斤；包装用料方面，2013~2015年，自立袋的采购均价持续增长，2015年为1.67元/公斤；纸箱的采购均价波动增长，2015年为4.44元/公斤。2016年1~6月，AES采购均价出现一定反弹，其他原材料采购均价延续下跌趋势。

表8 公司日化板块主要原材料概况（单位：万元，元/公斤，%）

分类	名称	项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~6 月
主要原辅 料	AES	采购额	12,617	17,908	18,729	17,557
		采购均价	8.65	6.80	5.85	6.80
	磺酸	采购额	5,991	7,328	7,492	7,026
		采购均价	11.50	9.20	8.00	7.34
	AEO-9	采购额	2,608	4,420	4,682	4,389
		采购均价	14.01	12.50	12.35	10.74
	主要原料采购金额合计		21,216	29,656	30,903	28,973
	主要原料采购金额占采购总额的比重		34.30	23.85	31.15	32.79
主要包装 物	纸箱	采购额	19,422	24,678	27,157	25,553
		采购均价	4.10	4.84	4.44	4.35
	自立袋	采购额	17,215	25,278	27,157	24,748
		采购均价	1.63	1.65	1.67	1.50
	主要包装物采购金额合计		36,637	49,956	54,314	50,301
	主要包装物采购金额占采购总额比重		59.22	41.19	52.47	56.93
当期采购总额			61,861.91	88,951.96	95,214.53	88,356

资料来源：公司提供

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。2015年，公司日化板块主要原材料采购成本占成本总额的83.62%，其中向前五大供应商采购合计占日化板块成本总额比重为34.71%，集中度不高。

表9 公司2015年日化板块原材料前五大供应商概况（单位：万元，%）

序号	采购单位	产品	采购金额	占日化板块总采购额比重
1	北京喜泰贸易有限公司	AES、磺酸等	10,486	11.01
2	北京龙升华业经贸有限公司	AES	6,855	7.20
3	河北赞宇科技有限公司	AES	4,189	4.40
4	商丘立洁洗涤用品有限公司	洗衣粉、皂粉	5,808	6.10
5	石家庄市宏远洗涤日化有限公司	洗衣皂，皂液	5,713	6.00
合计		--	33,051	34.71

资料来源：公司提供

注：商丘立洁洗涤用品有限公司、石家庄市宏远洗涤日化有限公司为公司日化板块OEM生产厂商。

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。

总体看，公司日化板块的主要原材料采购规模均呈不同幅度增长态势，受原油价格震荡下行影响，生产用原料价格持续下降；包装类原材料采购均价略有上升；整体上公司采购集中度不高。

产品生产

洛娃日化的生产设备引进德国和美国先进技术：前端配料方面，整个配料前处理系统采用西门子S7系列可编程控制器控制，产品粘度、PH值和温度等关键工艺参数均由从美国进口的在线检测仪实时监控，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，截至目前，公司未出现环境污染及安全事故。

生产方面，洛娃日化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。2012年，公司对部分生产线进行更新改造，提高了产品的生产效率和工艺水平，目前技改工作已完成。

公司生产基地位于顺义，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。2015年，公司生产各类液体洗涤剂共计19.96万吨，产能利用率达到100.00%。

表10 2015年公司日化板块主要产品产量概况（单位：万吨，%）

产品	2015年		
	产量	产能	产能利用率
洗衣液	13.02	13.00	100.15
洗洁精	2.05	2.09	98.09
洁厕剂	1.31	1.30	100.77
柔顺剂	1.43	1.42	100.70
油烟净	1.69	1.69	100.00
合计	19.50	19.50	100.00

资料来源：公司提供

随着“千县计划”的实施，公司产能无法满足市场需求，公司采取自建、收购及OEM模式不断扩张产能。

从日化板块营业成本构成上看，2015年，公司日化板块原材料成本占营业成本的68.88%，原

材料的价格波动是影响产品成本的重要因素。

表 11 公司日化板块营业成本构成概况（单位：万元，%）

项目	金额	占日化板块营业成本比重
直接材料	95,296.16	68.88
直接人工	1,023.61	0.74
制造费用	42,021.46	30.38
合计	138,341.23	100.00

资料来源：公司提供

总体看，受益于“千县计划”的实施，公司日化板块产量不断增加，产能利用率高。

产品销售

公司的日化产品种类和用途呈多元化，其中洗衣液、洗洁精、洁厕剂、柔顺剂、油烟净为主导产品，近三年的销售额占比均超过80%。公司日化产品的市场认可度较好，2015年五大产品的产销率保持在97%以上。

2014年起，依托国家新型城镇化建设和新农村建设，洛娃日化提出城镇化与大日化市场融合概念，确立了两年内开拓2,000个县级市场的计划。目前开发的县级客户覆盖全国800个县，县级市场已经从华东、华北区域向华南、西南区域扩展。为配合县级市场的开发，协助经销商铺市，洛娃日化公司对经销商给予了大力度的市场支持，每个百万客户配备了铺市车辆、1名车销业务、2名促销人员，及相应的促销物料；加大产品创新和市场建设力度，在品牌建设上进行了投入，先后在北京、天津、河北、河南、山东、山西、辽宁、黑龙江、江苏等地进行了电视广告、公交车身、三轮车、出租车、刷墙广告、门头广告、终端门店内展示广告、公关网络类的广告投放。

销量方面，2013~2015年，随着“千县计划”的逐步推进，除洁厕剂外，公司整体市场接受度有所提高，公司主要日化产品均呈不同幅度的增长态势；分产品看，洗衣液是日化板块销量最大的产品，且以年均3.73%的速度稳定上升，2015年销量达12.74万吨；除洗衣液外，销量在2万吨以上的产品还有洗洁精和柔顺剂，2015年分别实现销量4.02吨和2.42万吨，分别以年均4.38%和78.44%的速度持续性增长；洁厕剂和油烟净在五类产品中销售规模较小，2014年分别实现销量1.51万吨和1.82万吨。2016年1~6月，公司五大日化产品销量合计18.99万吨，为2015年全年水平的84.36%。

产品价格方面，洗涤用品作为日用产品，具有刚性消费的特征，价格近年来相对保持稳定，且公司产品大部分属于非高端产品，所以五类产品近三年的含税均价波动幅度很小（年均复合增长率均未超过1.00%）。2015年，洗衣液、洗洁精、洁厕剂、柔顺剂和油烟净的均价（含税）分别为7,692.25元/吨、6,639.25元/吨、4,833.57元/吨、7,679.56元/吨和18,536.27元/吨，其中油烟净虽然销量相对小，但因其具有特殊功效、细分市场容量较小等特性，近年来价格始终处于高位。

销售金额方面，2013~2015年，公司日化产品主要五类产品销售金额均呈持续增长态势，其中洗衣液、洗洁精和油烟净销售收入较大，2015年分别为9.80亿元、2.67亿元和3.37亿元。

表12 近年来日化板块各产品产销情况（单位：万吨，%，元/吨，万元）

产品		2013年	2014年	2015年	2016年1~6月
洗衣液	销量	11.84	11.92	12.74	10.69
	产销率	94.82	110.12	97.85	161.97
	销售单价	7,606.83	7,623.15	7,692.25	7,724.60
	销售额	83,283.40	90,867.95	97,999.27	82,575.97
洗洁精	销量	3.69	3.90	4.02	3.49

	产销率	94.74	102.53	196.10	297.25
	销售单价	6,605.23	6,630.30	6,639.25	6,649.27
	销售额	22,533.48	25,858.17	26,689.79	23,205.97
洁厕剂	销量	1.51	1.49	1.51	1.41
	产销率	99.51	115.73	115.27	278.12
	销售单价	4,819.57	4,833.21	4,833.57	4,933.75
	销售额	6,743.32	7,201.48	7,298.69	6,956.59
柔顺剂	销量	0.76	2.39	2.42	2.03
	产销率	93.47	106.21	169.23	266.35
	销售单价	7,665.37	7,670.19	7,679.56	7,710.65
	销售额	5,506.39	18,331.75	18,584.54	15,652.62
油烟净	销量	0.86	1.79	1.82	1.37
	产销率	93.91	99.59	107.69	192.30
	销售单价	18,521.31	18,530.25	18,536.27	18,700.50
	销售额	15,856.88	33,169.15	33,736.01	25,619.69

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。

公司日化板块以北京市场为核心，逐步开发全国市场，北京市场的比重在各区域始终占首位，但贡献比重有所下降，2013~2015年，北京市场销售比重分别为67.16%、55.37%和44.56%；外埠市场以辽宁、黑龙江、河北等省为主，且由于2013年以来“千县计划”的逐步推进，公司开发重点放在辽宁、黑龙江、河北等省份，带动了外埠市场的销售额和比重稳步增长，2015年销售比重分别为12.46%、6.52%和7.42%。

表13 近年来销售额区域分布情况（单位：%）

区域	2013 年	2014 年	2015 年
北京	67.16	55.37	44.56
辽宁	11.29	12.56	12.46
黑龙江	4.93	6.44	6.52
河北	6.14	7.63	7.42
山东	0.96	3.52	3.41
其他	9.52	14.48	25.63
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

营销模式方面，洛娃日化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，1,000个县级市场开拓主要通过经销商展开，截至2016年6月底，全国范围内共发展县级经销商830个，其中有一部分的经销商覆盖2~3县，实际已完成了1,200个县的覆盖。销售额大幅提升，比计划实施前增加了300%以上。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。

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；日化板块以北京市场

为核心，并逐步开发全国市场；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

物业租赁方面，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。2013~2015年，大厦租赁业务分别实现收入0.58亿元、0.78亿元和0.71亿元，且毛利率保持在75%以上，每年为公司带来稳定的收入和利润。2015年12月，公司与北京润富莱科贸有限公司股东签订《股权转让合同》，最终交易价1.65亿元，收购目的在于持有位于洛娃大厦周边的晓星电脑城（现更名为“洛娃D座”）。截至2016年6月底，相关工商变更手续尚未完成，洛娃D座出租率为100%。

度假村业务方面，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。目前，公司度假村业务未对外经营，故未实现收入。

酒店业务方面，2014年3月之前，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交由当时下属的3家子公司负责运营，每年实现的营业收入在5,000~7,000万元的范围内。其中，金潮玉玛国际酒店营业面积3万平米，拥有7幢楼共89套各种类型的高级客房以及各式会议室14个；金潮玉玛丫髻山国际森林酒店2011年4月开始试营业，2012年正式营业，营业面积1万平米，拥有1,500公顷人工林和22万亩桃园及41万亩各色果园，林木覆盖率高达95%。2014年3月，由于公司转让了酒店的经营权，由经营主体转换为出租方，公司每年将以“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2,500万元，则按2,500万元作为保底租金收取，2015年实际收取租金为2,639.16万元。一方面，公司退出酒店业务后，将集中精力发展乳制品和日化两大主业；另一方面，公司每年可获取固定额度的纯收益，对整体运营形成良好的利润和现金流的补充。根据转让合同约定，公司收取固定分红的期限截至2017年底，期满后将根据市场行情、经营情况等因素重新商定条款。

总体看，公司旅游地产业务收入比较稳定，毛利率较高，整体发展较好。

5. 经营效率

2013~2015年，随着公司业务规模不断扩大，加之公司加大应收账款催缴力度，公司应收账款周转次数呈逐年上升态势，分别为4.37次、6.55次和7.95次；存货周转次数持续下降，分别为5.14次、5.01次和4.62次，主要系公司存货规模扩大所致；受公司总资产规模增幅较大影响，公司总资产周转次数呈下降态势，三年分别为0.51次、0.49次和0.44次。

整体看，公司经营效率尚可。

6. 重大投资项目

在建项目方面，截至2016年6月底，公司主要在建项目为牛舍维修工程、乳品厂生产线改造等项目，投资资金均源于自有资金，总投资合计4,536.00万元，目前已完成投资2,392.65万元，未来还需投入2,143.35万元，投资规模较小，对外融资需求较低。

表 14 截至 2016 年 6 月的主要在建工程（单位：万元）

序号	项目名称	总投资	已完成投资	2016 年 7~12 月投资计划
1	牛舍维修工程	2,800.00	1,755.28	1,044.72
2	丫髻山二期	300.00	1.03	298.97
3	生态园改造工程	90.00	13.20	76.80
4	乳品厂生产线改造	1,346.00	623.14	722.86
合计		4,536.00	2,392.65	2,143.35

资料来源：公司提供

总体看，公司目前在建项目主要为项目维修或生产线改造项目，投资规模较小，对外融资需求不大。

7. 经营关注

生鲜乳价格的波动对公司产品价格造成影响

原料粉价格的波动幅度和生鲜乳波动幅度较为一致，考虑到2014年以来上游生鲜乳价格下滑的传导作用，生鲜乳价格的波动对终端产品价格存在一定影响，对乳业板块盈利稳定性形成压力。

公司奶源自给率不高

公司乳制品业务的原材料主要为生鲜奶，其供应以外部供应（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。近三年，公司奶源自产部分占生鲜乳采购总量的20%左右，自给率不高。

消费者对国产乳制品的信任度有待回升

“三鹿奶粉事件”、“倒奶事件”等突发性事件使消费者对乳制品的质量表现缺乏信心，对国内外多家乳品企业的产品造成了影响。因此，公司存在突发事件引发的经营不确定性。

日化板块原材料价格受原油价格影响，价格波动较大

公司日化板块原材料主要为AES、磺酸等，其产品价格主要受到国际原油价格走势主导，国际原油价格由市场供需决定，市场供应要素主要体现在产油国原油供应量、供应价格与原油供应成本，一旦影响原油价格供需关系的要素发生变化，石油价格上涨将直接影响公司日化板块原材料的成本，进而影响公司日化产品的附加值空间。

日化板块行业竞争激烈，产品差异化有待提升

随着生活水平的日益提高，我国居民对快速消费品行业的需求层次也在不断上升，从基本的需求上升到了求新、求变、求质的多元化需求。日化行业同类同质可替代商品相当多，居民的品牌忠诚度较低，我国从事日化洗涤品生产和加工的企业众多，如蓝月亮、立白和雕牌等，市场竞争日益激烈。此外，随着国际日化行业巨头纷纷参与到国内市场的竞争中来，日化行业的竞争将更加激烈。

8. 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，平稳发展，成为主业的有益补充，但随着酒店物业经营权的转让，公司现有的旅游地产板块将向物业租赁性质的业务板块转型。

总体看，公司发展规划围绕主业展开，规划清晰，发展比较稳健。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 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 年半年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。

2013 年以来，公司合并范围发生一定变化（见下表），但由于该等子公司资产及净资产规模相对较小，合并范围变化对公司财务数据的影响不大，财务数据仍具有可比性。

表 15 近年来公司合并范围变化（单位：家）

时间	变动方向	变动原因	变动子公司数量
2014 年	减少	股权转让	3
2015 年	增加	新设	1
	增加	收购	7
	减少	股权转让	3

资料来源：审计报告

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6月底，公司合并资产总额148.80亿元，负债合计58.90亿元，所有者权益（含少数股东权益）89.90亿元，归属于母公司的所有者权益89.56亿元。2016年1~6月，公司实现营业收入47.76亿元，净利润（含少数股东损益）5.71亿元，归属于母公司所有者的净利润5.70亿元；经营活动产生的现金流量净额7.70亿元，现金及现金等价物净增加额5.39亿元。

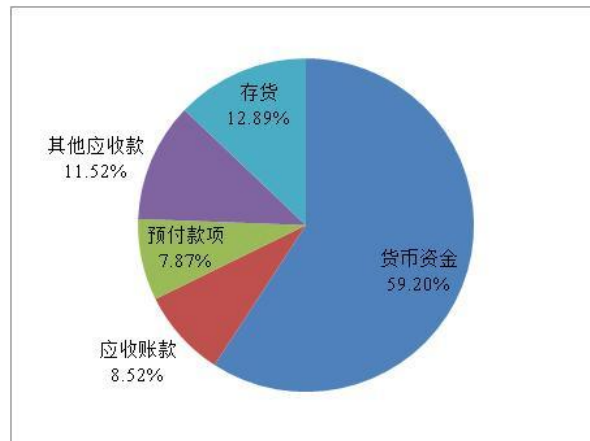
2. 资产质量

2013~2015年，公司资产规模逐年上升，年均复合增长16.43%，主要系货币资金的增长所致。截至2015年底，公司资产总额135.71亿元，较年初增长16.85%，其中流动资产占45.53%，非流动资产占54.47%，非流动资产占比较高。

流动资产

2013~2015年，公司流动资产逐年上升，年均复合增长26.56%。截至2015年底，公司流动资产61.78亿元，较年初增长15.79%；流动资产由货币资金（占比59.20%）、应收账款（占比8.52%）、预付款项（占比7.87%）、其他应收款（占比11.52%）和存货（占比12.89%）构成，如下图所示。

图3 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2013~2015 年，公司货币资金余额逐年快速提升，年均复合增长 98.15%，主要系公司筹资活动收到的现金增长所致。截至 2015 年底，公司货币资金余额 36.58 亿元，较年初增长 57.48%，主要系公司于 2015 年进行应收账款催收所致；货币资金中银行存款占 97.73%，无受限资金。

2013~2015 年，公司应收账款账面价值波动下降，年均复合减少 17.03%，其中 2014 年的增长主要系经营规模扩大所致，2015 年的下降主要系公司对应收账款催收所致。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%，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，考虑到公司应收账款账龄较短，计提尚可；前五大应收账款账面价值合计占 28.55%，均为乳品业务的应收货款，集中度一般。

2013~2015 年，公司预付款项波动下降，年均复合减少 7.94%，其中 2014 年的增长主要系经营规模扩大所致，2015 年的下降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，公司预付款项 4.86 亿元，较年初下降 24.01%，以生鲜乳、饲料的预付采购款为主。

2013~2015 年，公司其他应收款账面价值波动下降，年均复合减少 10.40%，其中 2014 年的下降主要系公司减少了与北京紫铜鸿发矿业投资有限公司（以下简称“紫铜鸿发”）的资金往来所致，2015 年的增长主要系随着公司营业规模扩大、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。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%；公司对单项金额重大的其他应收款累计计提坏账准备 5.25 万元，整体计提比例不足 1%，计提略显不足；账龄 1 年以内的其他应收款占 74.52%，公司存在部分账龄较长的其他应收款；前五大其他应收款账面价值合计占 58.93%，集中度较高，如下表所示。

表 16 截至 2015 年底公司前五大其他应收款（单位：万元，%）

单位名称	与本公司关系	款项性质	金额	占比
北京德厚源技术咨询有限公司	非关联方	货款	18,199.44	25.57
北京紫铜鸿发矿业投资有限公司	非关联方	往来款	18,136.65	25.48
天津金雕商贸有限公司	非关联方	货款	1,915.63	2.69
洛阳华波商贸有限公司	非关联方	货款	1,886.63	2.65
高碑店国康商贸有限公司	非关联方	货款	1,802.57	2.53
合计	--	--	41,940.92	58.93

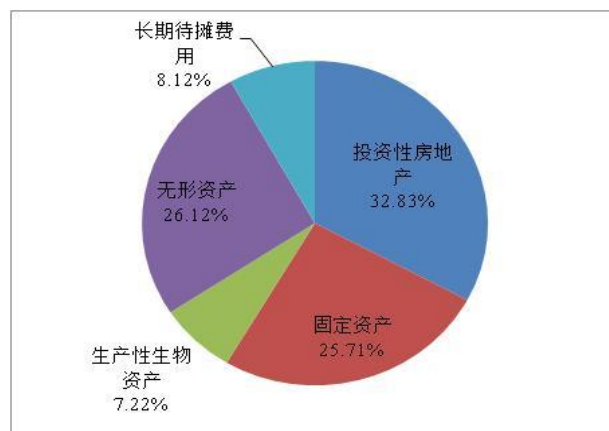
资料来源：审计报告

2013~2015 年，公司存货账面价值波动提升，年均复合增长 6.77%，其中 2014 年的上升主要系原材料价格波动所致，2015 年的下降主要系公司于年末举行了日化产品的订货会所致。截至 2015 年底，公司存货 7.96 亿元，较年初下降 13.48%，未计提跌价准备；考虑到公司乳制品和日化产品的产销率均在 100%左右，公司未对存货计提跌价准备；公司存货以库存商品（占比 66.90%）和原材料（占比 25.74%）为主。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产逐年上升，年均复合增长 9.60%，主要系固定资产的增长所致。截至 2015 年底，公司非流动资产 73.93 亿元，较年初增长 17.75%；非流动资产主要由投资性房地产（占比 31.74%）、固定资产（占比 24.86%）、生产性生物资产（占比 6.98%）、无形资产（占比 25.55%）和长期待摊费用（占比 7.85%）构成，如下图所示。

图 4 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：审计报告

公司投资性房地产按公允价值计量。2013~2015 年，公司投资性房地产逐年小幅提升，年均复合增长 1.76%。截至 2015 年底，公司投资性房地产 23.23 亿元，较年初增长 1.27%，具体情况如下表所示。公司投资性房地产均位于北京，入账成本合计 9.64 亿元，整体增值率为 140.89%。

表 17 截至 2015 年底公司投资性房地产情况（单位：平方米，万元，%）

项目	位置	业态	建筑面积	入账成本	公允价值	增值率
金潮玉玛国际酒店	北京顺义区	酒店	29,886.55	53,076.00	82,641.33	55.70
洛娃大厦 A、B 座	北京朝阳区	商办	16,113.62	20,994.51	79,308.03	277.76
洛娃大厦 C 座	北京朝阳区	商办	8,171.47	13,765.17	39,540.75	187.25
金潮玉玛丫髻山森林酒店	北京平谷区	酒店	8,214.27	8,583.51	30,772.76	258.51
合计	--	--	62,385.91	96,419.19	232,262.87	140.89

资料来源：公司提供

2013~2015 年，公司固定资产账面价值逐年提升，年均复合增长 14.82%。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%，主要系公司购买的法国农田计入固定资产中的房屋及建筑物所致；固定资产累计计提折旧 6.57 亿元，未计提减值准备，固定资产成新率为 73.66%，成新率较好；固定资产账面价值主要由房屋及建筑物（占比 73.73%）和机器设备（占比 17.89%）构成。

2013~2015 年，公司生产性生物资产逐年提升，年均复合增长 19.07%，主要系公司原有乳牛

不断繁衍、自有牛只价格得到改善和提升所致。截至 2015 年底，公司生产性生物资产 5.08 亿元，较年初增长 1.57%，全部来自牛只价值，未计提减值准备。

2013~2015 年，公司无形资产账面价值逐年小幅下降，年均复合减少 1.09%。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；公司无形资产主要为牧场的土地使用权。

2013 年，公司无长期待摊费用；2014~2015 年，公司长期待摊费用分别为 0.31 亿元和 5.97 亿元，2015 年增幅达 1,848.35%，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 6 月底，公司资产总额 148.80 亿元，较年初增长 9.65%，主要系发行债券后货币资金增长以及其他应收款中新增农业项目前期投入款项所致；其中流动资产占 51.19%，非流动资产占 48.81%，流动资产占比较年初上升 5.67 个百分点。

总体看，近三年公司资产规模逐年提升，流动资产与非流动资产占比相近，现金类资产较充裕，受限资产规模较小。公司资产整体质量较好。

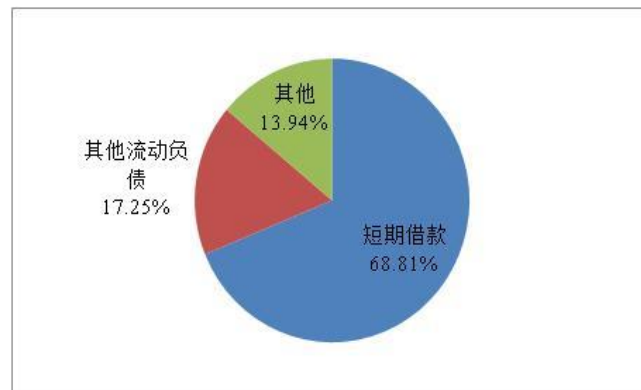
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债逐年上升，年均复合增长 27.84%。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%，流动负债占比较高。

2013~2015 年，公司流动负债先升后降，年均复合增长 2.52%。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；流动负债主要由短期借款（占比 68.81%）和其他流动负债（占比 17.25%）构成，如下图所示。

图 5 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：审计报告

2013~2015 年，公司短期借款逐年上升，年均复合增长 3.68%。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、补充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。

公司其他流动负债系短期融资券。2013 年公司无其他流动负债；2014~2015 年，公司其他流动负债分别为 10.00 亿元和 5.00 亿元。

2013~2015 年，公司非流动负债波动上升，年均复合增长 138.97%。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；非流动负债主要由应付债券（占比 88.75%）和递延所得税负债（占比 10.58%）构成。

2013~2014 年，公司无应付债券；截至 2015 年底，公司应付债券 20.00 亿元，具体情况如下表所示。

表 18 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

2013~2015 年，公司递延所得税负债逐年小幅提升，年均复合增长 2.60%。截至 2015 年底，公司递延所得税负债 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引起。

2013~2015 年，公司全部债务逐年较快提升，年均复合增长 35.24%，主要系公司因开发新产品进行投资和并购、融资需求增长所致。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%，短期债务占比较高。公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率均呈逐年上升趋势，截至 2015 年底分别为 37.96%、35.30% 和 19.31%，均处于较低水平，公司债务负担较轻。

截至 2016 年 6 月底，公司负债合计 58.90 亿元，较年初增长 14.33%，主要系公司新增发行 PPN5.00 亿元和中票 4.50 亿元所致；其中流动负债占 45.61%，非流动负债占 54.39%，流动负债占比较年初下降 10.66 个百分点。公司全部债务 52.53 亿元，较年初增长 14.36%，其中长期债务占比 56.45%；公司新增发行债券后，债务结构有所改善。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 39.59%、36.88%和 24.80%，较年初分别上升了 1.62 个百分点、1.58 个百分点和 5.49 个百分点，债务负担仍属较轻。

总体看，公司负债规模逐年增长，流动负债占比较高；公司债务负担较轻，但债务结构有待进一步改善。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益逐年上升，年均复合增长 10.79%，主要系未分配利润的增长所致。截至 2015 年底，公司所有者权益 84.19 亿元，较年初增长 10.81%，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有待提升。

截至 2016 年 6 月底，公司所有者权益 89.90 亿元，较年初增长 6.78%，主要系未分配利润的增长所致，权益结构的变化不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益结构的稳定性有待提升。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司分别实现营业收入 48.60 亿元、53.42 亿元和 55.35 亿元，呈逐年上升趋势，年均复合增长 6.72%，主要系日化板块的收入增长所致；公司分别实现营业利润 5.98 亿元、8.68 亿元和 8.21 亿元，呈波动上升态势，年均复合增长 17.16%，其中 2014 年的增长主要系主营业务毛利率提升所致，2015 年的下降主要系销售费用大幅增长所致；公司分别实现净利润 4.95 亿元、7.51 亿元和 7.01 亿元，年均复合增长 18.98%，其中归属于母公司所有者的净利润分别为 4.95 亿元、7.51 亿元和 6.99 亿元。

从期间费用来看，2013~2015 年，公司费用总额于 2013~2014 年基本保持稳定，2015 年较上年大幅提升 76.99%；2015 年公司费用总额 7.92 亿元，其中销售费用占 64.95%，管理费用占 16.09%，财务费用占 18.96%，以销售费用为主。2013~2015 年，公司销售费用年均复合增长 90.33%，主要系公司开展“千县计划”后营销费用和渠道费用增长所致；管理费用年均复合下降 16.80%，主要系 2014 年部分管理费用细化分类至其他科目所致；财务费用年均复合增长 13.18%，主要系债务规模的增长所致。2013~2015 年，公司费用收入比分别为 9.12%、8.38%和 14.31%，呈波动上升态势，公司费用控制能力有待提升。

从利润构成来看，公允价值变动收益和投资收益对公司利润水平造成一定影响。2015 年，公司通过投资性房地产实现公允价值变动收益 0.29 亿元，占当年利润总额的 3.52%；通过长期股权投资实现投资收益 0.43 亿元，占当年利润总额的 5.27%。公司利润大部分来自主营业务，其他收入来源对利润的贡献不大。

从盈利指标来看，2013~2015 年，公司总资本收益率分别为 6.68%、8.49%和 7.00%，总资产报酬率分别为 7.32%、9.19%和 7.75%，净资产收益率分别为 7.49%、10.39%和 8.75%，均呈波动上升态势，其中 2014 年的上升主要系公司利润水平提升所致，2015 年的下降主要系利润水平的下降和债务规模的提升综合所致。公司盈利指标处于较高水平。

2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 47.76 亿元，较上年同期增长 52.38%，主要系新推出的乳制品终端产品销量增加、以及随着“千县计划”的推进日化产品销量增加所致；实现净利润 5.71 亿元，较上年同期增长 55.33%，主要系公司业务规模扩大及期间费用减少所致。

总体看，近三年公司营业收入逐年增长，净利润波动增长，2015 年受“千县计划”影响，公司费用控制能力减弱；公司利润大部分来自主营业务，整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动来看，2013~2015 年，公司经营活动现金流量净额分别为 8.87 亿元、8.54 亿元和 18.66 亿元，其中 2015 年净流入规模大幅增长，主要系公司营业收入增长及公司催收应收账款所致；公司经营活动现金流入量分别为 55.78 亿元、56.06 亿元和 64.68 亿元，年均复合增长 7.68%；经营活动现金流出量分别为 46.92 亿元、47.52 亿元和 46.02 亿元，年均复合下降 0.96%。公司现金收入比率分别为 114.25%、104.67%和 115.40%，呈波动提升态势，公司收入实现质量较高。

从投资活动来看，2013~2015 年，公司仅在 2013 年实现投资活动现金流入 0.33 亿元；随着经营规模的扩张和产品的丰富，公司购建固定资产支付的现金分别为 5.11 亿元、1.61 亿元和 8.59 亿元；公司分别实现投资活动现金净流出 4.78 亿元、1.61 亿元和 10.25 亿元，经营活动现金净流入能够完全覆盖投资活动的资金缺口。

从筹资活动来看，2013~2015 年，公司通过借款和债券的方式分别实现筹资活动现金净流入 0.29 亿元、6.98 亿元和 4.94 亿元，其规模小于经营活动现金净流入规模。筹资活动现金流对公司营运资金形成一定补充，支撑公司业务拓展及寻找并购机会。

2016 年 1~6 月，公司实现经营活动现金净流入 7.70 亿元，投资活动现金净流出 4.09 亿元，筹资活动现金净流入 1.78 亿元，现金流情况良好。

总体看，公司收入实现质量较高，近三年保持较大规模的经营活动现金净流入，经营活动现金流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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2013~2015 年，受公司货币资金快速增长的影响，流动比率、速动比率和短期现金债务比均呈逐年上升趋势，流动比率分别为 1.40 倍、1.44 倍和 2.13 倍，速动比率分别为 1.15 倍、1.19 倍和 1.86 倍，现金短期债务比分别为 0.40 倍、0.64 倍和 1.42 倍；经营现金流动负债比率分别为 32.14%、23.09%和 64.37%，呈波动上升态势，经营活动现金流对流动负债的保障较强。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 9.28 亿元、11.95 亿元和 11.90 亿元，年均复合增长 13.21%，主要系利润总额的增长所致。2015 年的 EBITDA 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%，以利润总额为主。2013~2015 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 8.33 倍、9.40 倍和 7.17 倍，EBITDA 对利息的保障能力强；EBITDA 全部债务比分别为 0.37 倍、0.32 倍和 0.26 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较强。整体看，公司长期偿债能力强。

公司与多家商业银行建立了良好合作关系，截至 2016 年 6 月底，公司合并口径获得的银行贷款授信额度合计 14.26 亿元，其中未使用的授信额度 2.32 亿元，公司间接融资渠道有待进一步拓展。

截至 2016 年 6 月底，公司对外担保金额合计 2.97 亿元，对外担保比率为 3.30%，具体情况如下表所示。被担保自然人、公司实际控制人胡克勤先生信用状况良好；被担保企业紫铜鸿发经营状况正常。紫铜鸿发成立于 2007 年，是一家从事矿产投资、探、采、选、销售为一体的大型资源开发企业，主营产品为磁铁粉、镜铁粉、铜精粉等，矿权内已发现了磁铁、镜铁、铜、铅、锌、金、银等金属资源，报矿点达 3,800 个，其中云母状镜铁矿在世界范围内的储量较小，紫铜鸿发云母氧化铁生产线建成后，将弥补国内市场的供给不足；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，2015 年实现营业收入 2.01 亿元，净利润 0.54 亿元。公司或有负债风险不大。

表 19 截至 2016 年 6 月底公司对外担保情况（单位：万元，%）

被担保方	关系	担保金额	占比	担保终止时间
胡克勤	实际控制人	5,000.00	16.84	2017 年
紫铜鸿发	非关联方	24,700.00	83.16	2016~2022 年
合计	--	29,700.00	100.00	--

资料来源：公司提供

截至 2016 年 6 月底，公司不存在重大未决诉讼、仲裁事项。

根据公司提供的企业信用报告（机构代码：G1011010500005950H），截至 2016 年 10 月 12 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。

总体看，公司偿债能力指标良好，整体偿债能力强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 6 月底，公司全部债务总额 52.53 亿元。本期拟发行债券规模不超过 12.00 亿元，占公司 2016 年 6 月底全部债务总额的 22.84%，对公司现有债务负担有一定影响。

以 2016 年 6 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 12.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率将分别变为 44.09%、41.79%和 31.66%，分别上升了 4.51 个百分点、4.90 个百分点和 6.86 个百分点，债务负担有一定增长，但仍处于适中水平。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年的 EBITDA 为 11.90 亿元，为本期公司债券发行额度（12.00 亿元）的 0.99 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。公司 2015 年的经营活动现金流入量为 64.68 亿元，为本期公司债券发行额度（12.00 亿元）的 5.39 倍，对本期债券的覆盖程度较高。

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，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

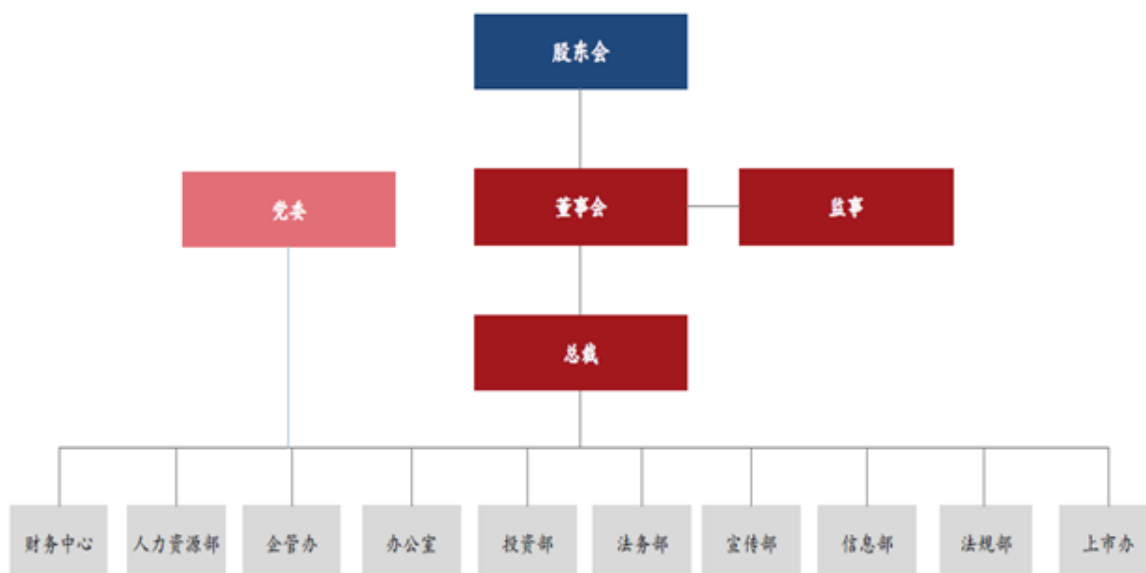
九、综合评价

公司作为一家集乳业、日化和旅游地产三大产业于一体的多元化企业，乳业板块已形成完整产业链，具备一定奶源优势，奶牛储备质量不断提升；日化板块技术水平较高，具有一定品牌知名度，2014 年以来在新开发县级市场的贡献下，收入规模和毛利率持续提升；旅游地产板块的租金收入较稳定，毛利率较高。近年来，公司营业收入持续增长，盈利水平较高，经营活动现金流状况佳，债务负担较轻。同时，联合评级也关注到公司奶源自给率不高，日化行业竞争激烈，原材料价格波动，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，新产品类型的推出，新开发县级市场的成熟以及电商渠道的贡献，公司竞争实力有望进一步增强，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 洛娃科技实业集团有限公司 组织结构图



附件 2 洛娃科技实业集团有限公司

主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
资产总额（亿元）	100.12	116.14	135.71	148.80
所有者权益（亿元）	68.59	75.97	84.19	89.90
短期债务（亿元）	23.44	36.26	25.79	22.88
长期债务（亿元）	1.68	0.85	20.15	29.65
全部债务（亿元）	25.12	37.11	45.94	52.53
营业收入（亿元）	48.60	53.42	55.35	47.76
净利润（亿元）	4.95	7.51	7.01	5.71
EBITDA（亿元）	9.28	11.95	11.90	--
经营性净现金流（亿元）	8.87	8.54	18.66	7.70
应收账款周转次数（次）	4.37	6.55	7.95	--
存货周转次数（次）	5.14	5.01	4.62	--
总资产周转次数（次）	0.51	0.49	0.44	0.34
现金收入比率（%）	114.25	104.67	115.40	106.00
总资本收益率（%）	6.68	8.49	7.00	--
总资产报酬率（%）	7.32	9.19	7.75	--
净资产收益率（%）	7.49	10.39	8.75	6.56
营业利润率（%）	19.93	23.68	27.83	26.91
费用收入比（%）	9.12	8.38	14.31	12.84
资产负债率（%）	31.49	34.59	37.96	39.59
全部债务资本化比率（%）	26.80	32.81	35.30	36.88
长期债务资本化比率（%）	2.39	1.11	19.31	24.80
EBITDA 利息倍数（倍）	8.33	9.40	7.17	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.37	0.32	0.26	--
流动比率（倍）	1.40	1.44	2.13	2.84
速动比率（倍）	1.15	1.19	1.86	2.50
现金短期债务比（倍）	0.40	0.64	1.42	1.83
经营现金流动负债比率（%）	32.14	23.09	64.37	28.65
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.93	1.19	1.19	--

注：1、2016 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化；2、其他流动负债已计入公司短期债务。

附件 3 有关财务指标的计算公式

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	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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+应付短期债券+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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 洛娃科技实业集团有限公司 公开发行 2017 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年洛娃科技实业集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

洛娃科技实业集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。洛娃科技实业集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注洛娃科技实业集团有限公司的相关状况，如发现洛娃科技实业集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如洛娃科技实业集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至洛娃科技实业集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送洛娃科技实业集团有限公司、监管部门等。

