

中储发展股份有限公司

2006 年 6 亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果:

A-1

评级时间:

2006 年 5 月 10 日

主要数据:

项 目	2003 年	2004 年	2005 年
资产总额(万元)	195224.64	231659.13	362589.20
股东权益(万元)	79185.77	109086.29	152312.74
主营业务收入(万元)	195291.70	342242.23	521457.26
利润总额(万元)	4203.18	8003.22	10029.86
EBITDA (万元)	8484.90	12610.47	20921.13
负债比率(%)	58.90	52.35	57.05
全部资本化比率(%)	50.69	43.95	43.62
净资产收益率(%)	4.08	4.67	4.20
流动比率(%)	110.32	131.62	119.41
EBITDA 利息倍数(倍)	6.38	7.64	8.81
债务保护倍数(倍)	0.08	0.09	0.12

分析员

张学群 刘文炳

电话

8610-64912118-827/853

传真

8610-64912663

地址

100101

北京市朝阳区安慧里四区 15 号楼

五矿大厦 16 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评级观点

中储发展股份有限公司是我国最大的仓储型物流企业。物流业在我国属于朝阳产业,是国家重点鼓励发展的现代服务业,面临着良好的发展前景。公司规模较大,物流网络遍布全国 20 多个省市,在仓储型物流业中处于国内领先地位,具有很强竞争力。近年来,公司通过配股、收购、兼并等资本运作,资产规模与物流网络不断扩大,高附加值的物流业务不断增加,业务能力与经营业绩快速提高,公司发展态势良好。目前,公司管理较为规范,资产质量较好,财务构成合理,经营活动持续获现能力较强。总体看,本期短期融资券到期不能偿付的风险小。

优势

1. 公司拥有渤海物流圈的大部分仓储业务市场份额,滨海新区开发被列入国家发展战略,为公司提供了良好的发展机遇。
2. 公司已有 40 多年经营历史,管理与服务经验丰富,品牌优势明显。
3. 公司构筑了遍布东部沿海与长江、黄河沿岸中心城市的物流网络,网络优势与区位优势明显。
4. 公司土地资源丰富,资产增值潜力大。

关注

1. 公司主营业务收入很大部分来自钢材的存储、运输和经销,业务品种比较单一,容易受钢铁行业市场景气周期的影响。
2. 随着物流业的对外开放,公司面临较大的竞争压力。

一、发债主体概况

中储发展股份有限公司（以下简称“公司”或“中储股份”）的前身——天津中储商贸股份有限公司，是由成立于 20 世纪 50~70 年代的天津中储南仓一库、天津中储南仓二库、天津中储南仓三库、天津中储西站二库、天津中储新港物资公司和天津中储新港货运代理公司等六家联合发起，1996 年经中国证券监督管理委员会证监管字（1996）年 378 号文批准，通过向社会公开募集股份设立的股份有限公司，并于 1997 年 1 月在上海证券交易所挂牌交易。1998 年 11 月天津中储商贸股份有限公司变更为现名。2006 年 1 月公司完成股权分置改革，股票简称“G 中储”，股本总额为 62067.78 万股，其中第一大股东——中国物资储运总公司（以下简称“中储总公司”）持有公司 44.30% 股份。

公司主营业务包括：以仓储为基础开展的商品储存、运输配送、国际货运代理、集装箱多式联运、现货市场租赁、仓单质押监管等综合物流业务；物资经销业务；电子衡器、包装机械、电子产品、自动化控制系统和相关产品的设计、生产和销售。经过近 10 年的发展，公司已由一家地处天津的区域性物流公司，逐步发展成为物流网络遍布全国 20 多个中心城市的大型仓储型物流企业，形成了物流、商贸与金融相结合的独特运营模式。

截至 2005 年底，公司下辖 27 家分公司、8 家控股子公司、2 家参股公司，内设总经理办公室、人力资源管理部、财务资产部、资金结算中心、物流管理部、证券部、投资管理部、经销管理部、信息技术开发部、法律事务部 10 个职能部门，天津、上海 2 个事业部。现有员工 3750 人。

截至 2005 年底，公司（合并）资产总额 362589.20 万元，股东权益 152312.74 万元，2005 年实现主营业务收入 521457.26 万元，利润总

额 10029.86 万元，现金及现金等价物净增加额 25559.72 万元。

公司注册地址：天津市北辰经济开发区开发大厦；办公地址：北京市南四环西路 188 号。

法定代表人：韩铁林。

二、本期债券概况及资金投向

公司本期计划发行 2006 年短期融资券 6 亿元，期限 365 天，面值为 100 元，贴现发行。本期短期融资券无担保。

本期短期融资券的募集资金将主要用于满足发行人生产经营流动资金的需要。

三、行业分析

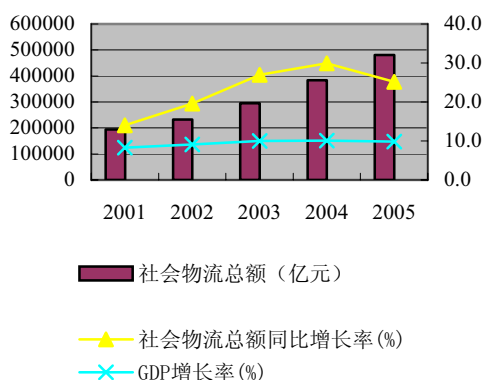
1、物流业概况

物流是指物品从供应地向接收地的实体流动过程，物流服务是将运输、储存、装卸、搬运、包装、流通加工、配送、信息处理等基本功能实施有机结合。现代物流业是在传统的生产制造业、运输仓储业、商品流通业与现代信息产业融合、重组、提升的基础上形成的一种新的产业。随着世界经济日趋一体化，物流作为一种新的理念，渗透于各行各业，并发挥着重要作用。作为一种先进的组织方式和管理技术，现代物流被广泛认为是企业在降低物资消耗、提高劳动生产率以外的重要利润源泉。近年来现代物流业已经成为发达国家最具普遍影响力的经济基础和“朝阳产业”。

改革开放以来，随着我国国民经济持续快速发展和对外开放的不断扩大，物流需求的规模、层次、范围得到扩展，现代物流发展的环境不断改善，物流基础设施的水平与能力显著提高，物流标准化、信息化建设加快，我国物流业呈现出快速发展的势头。根据中国物流信息中心的统计数字显示，“十五”期间，全国社会物流总额达 158.7 万亿元，比“九五”时期增长近 1.4 倍，年均增长 23%。扣除价格因素，

需要运输、装卸等物流服务的实物量年均增长15%左右，明显快于同期 GDP 年均 9.5%的增长水平，详见图 1。2005 年，我国社会物流总额为 48.1 万亿元，较上年同比增长 25.2%，增幅比上年同期回落 4.3 个百分点。可以看出，随着近 2 年国家宏观调控政策的成效逐步显现，我国物流行业在历经了超高速增长阶段后，2005 年回归到平稳、理性的增长。

图1 社会物流总额与GDP增长情况



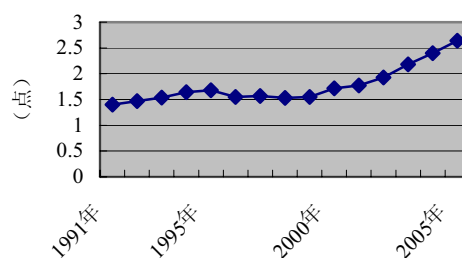
注：数据来源于中国物流与采购联合会

现代物流业已经成为加快发展第三产业，推动经济结构调整的必不可少的重要措施，我国国民经济发展对物流的依赖程度越来越高。据中国物流与采购联合会测算，每一单位 GDP 的物流需求系数（即 GDP 总值/社会物流总值）从 1991 年的 1:1.40 扩大到了 2005 年的 1:2.64，“十五”时期单位 GDP 对物流需求的系数平均为 1: 2.18，较“八五”、“九五”时期的 1: 1.54 和 1: 1.58 明显提高(详见图 2)。现代物流作为国民经济的重要产业，直接推动 GDP 的扩大与增长，据中国物流信息中心测算，“八五”以来，物流业对 GDP 总量的平均贡献为 8.1%，拉动 GDP 年均增长约 0.8 个百分点。

中国物流业呈现出良好的发展态势。目前，中国已建成由铁路、公路、水路、航空和管道 5 种运输方式组成的综合运输体系；现代物流业务收入增长明显快于传统物流业务，综合型物流企业收入增长明显快于运输型和仓储型物流企业，物流结构在向好的方面发展；中国的

第三方物流企业也开始起步，配送中心稳步发展，现代物流技术的应用得到加强，管理与服务水平有了大幅提高。我国物流总费用增速逐年趋缓，社会物流总费用占社会物流总值的比重呈下降趋势，我国物流业效益不断提高。我国物流市场上，已经有一些民族物流品牌初具规模，显示出旺盛的生机与活力，如中远、中海、中外运、中储、中铁等。

图2 单位GDP物流需求变动情况



注：数据来源于中国物流与采购联合会

2、我国物流业存在的问题与不足

从物流业发展总体水平来讲，中国的物流业还处于发展的初期阶段，物流发展水平仍相对落后。具体表现在：①现代物流观念还比较薄弱，物流企业“小而全”，“散而差”，我国目前具有全球竞争能力的物流企业不多，大多数物流企业只能提供简单的运输和仓储服务，很难满足国外跨国公司一体化物流服务的需要。②尽管“十五”期间，我国物流用固定资产年均增速达 19.7%，但由于物流需求的大幅增长，近几年我国的铁路与水运均出现了紧张局面，目前物流基础设施仍然比较薄弱。③我国现代物流业务增值服务少、附加值低，物流活动还处于低水平、粗放的阶段，很难适应目前多品种、多批次、少批量的流通方式的变化。据美国交通统计局（BTS）数据计算，2002 年美国单位货运量物流收入为 476 元/吨，而我国 2005 年还不到 160 元/吨。④物流信息化、标准化程度不高。⑤受体制和机制约束，内部分割、垄断、封锁的现象依然突出，尚未建立公正、公平、公开的竞争市场与机制。

从竞争角度看,我国物流业企业众多,据 2006 年 2 月国务院第一次全国经济普查领导小组办公室发布的第三号公告显示,2004 年底我国共有物流企业 72753 家,行业竞争激烈。未来几年,随着我国物流行业的对外开放,外资进入国内物流市场的速度明显加快,跨国物流公司采用并购的办法在中国快速扩张,国有、民营与外资三足鼎立的格局正在发生变化,中国物流业将直面世界物流业的挑战和竞争,国内的物流市场竞争将会十分激烈。

从物流业的经济效益看,由于竞争激烈,我国物流服务收费水平普遍有所下降(除运输价格外),而物流企业成本支出快速上升,行业的整体盈利能力偏低。据 2006 年 2 月国务院第一次全国经济普查领导小组办公室发布的第三号公告数据测算,2004 年物流业净资产收益率约为 3.66%,仓储型物流企业净资产收益率约为 2.01%。

3、行业前景与发展趋势

我国物流业商机巨大。中国国民经济的持续健康发展和国际地位的不断提高,为物流业发展提供了广阔的前景。一方面我国的石油、矿产等很多资源要依赖国际市场;另一方面,中国正在成为全球的制造业中心,国际市场对中国的依赖程度也在不断加大。据中国物流与采购联合会预测,假设“十一五”期间 GDP 年均增长 8.5%,物流总额年均增长将达到 16.7%,到 2010 年社会物流总额将达到 90 万亿元,比 2005 年翻一番。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十一个五年规划的建议》中,首次把“物流”列入要大力发展的现代服务业,并明确指出要按照市场化、产业化、社会化的方针大力发展物流业,这为我国物流业的发展指明了方向、提供了政策保障。2005 年 8 月国家发改委等八部委联合发布的《全国物流标准 2005 年—2010 年发展规划》,有利于建立规范的物流市场秩序。此外,各地政府也加大了对物流基础设施

建设的投入,促进物流技术装备水平的提高和物流管理技术创新。同时我国政府还陆续出台了财政贴息、核销贷款等一系列优惠政策促进物流企业的发展。

总的来看,物流业发展有着良好的政策环境,是国家重点支持的服务业之一,享受较多的政策支持和资金支持。随着国民经济的持续增长和经济发展对物流依赖程度的逐步提高,以及经济全球化、一体化的发展,我国物流业面临着广阔的市场前景以及日益加剧的国际化竞争,物流企业机遇与挑战并存。

四、基础素质

1、企业规模

公司是其控股股东——中储总公司唯一一家上市公司,也是它的核心资产,公司的发展得到了中储总公司的大力支持。公司自 1997 年上市以来,一方面通过 2 次配股、5 次收购先后将中储总公司辖下的郑州电子秤厂(现更名为郑州恒科实业有限公司)以及分布在上海、南京、无锡、青州、胶州、衡阳、成都、西安等地的 19 家物流公司并入了公司(其中 2005 年收购了成都、西安等 10 家公司),又通过投资改造或新建了天津现代物流中心项目、上海吴淞物流基地一期、上海大场交割场、大场分公司物流中转库工程、雀巢项目改造工程、南京现代物流中心、青岛物流中心、无锡中储现代物流中心项目等项目,物流基地面积与装备能力有了很大提高(见表 1),物流网络快速扩大,使公司从一家区域性公司发展成为了全国性仓储型物流公司;另一方面,公司遵循“技术服务创造价值”的经营理念 and “优质、高效、便捷、周到”的服务方针,通过了 ISO9000 质量认证,拓展物流业务服务链,提高物流业务附加值,物流业务模式已从单一的仓储运输向仓储、运输、配送、国际货运代理、现货市场租赁、集装箱多式联运、仓单质押监管等多种业务模式转变。

表 1 装备能力变动情况

项 目	1997 年底	2005 年底
物流基地占地面积 (万平方米)	140	480
库房面积 (万平方米)	14.5	84
货物存储能力 (万吨)	70	250
货物吞吐量 (万吨/年)	450	3600
装卸设备 (台)	90	473
装卸能力 (吨)	720	4000
铁路专用线 (条、公里)	17 条(15 公里)	44 条(41 公里)
现货市场 (个)	0	15

截至 2005 年底,公司拥有 27 家分公司、8 家控股公司(见表 2)、2 家参股公司,物流网络遍布天津、上海、南京、无锡、宁波、青岛、

武汉、成都、西安、大连、郑州、廊坊、广州、深圳等 20 多个中心城市,物流基地占地面积达到 480 万平方米,年物资吞吐量达到了 3664 万吨。目前公司已成为国内规模最大的仓储型物流企业,占据着国内两大物流圈——长江三角洲、渤海物流圈较大的市场份额。2005 年,公司被中国物流与采购联合会评定为“中国物流示范基地”和 2005 年中国物流企业 50 强第 4 名;被中国交通运输协会评定为 2005 年度中国物流百强企业第 8 名。

表 2 控股公司概况与 2005 年经营情况(单位:万元)

公司名称	主要产品或服务	持股比例 (%)	注册资本	会计报表并入时间 (年)	资产总额	主营业务收入	收入贡献率 (%)	净利润	净利润贡献率 (%)
无锡中储物流有限责任公司	物资的货运代理、储存、配送等	95.00	1900	2001	16457	42715	8.19	1176	17.45
郑州恒科实业有限公司	电子衡器、电子产品自动化控制系统及配件的设计、生产、销售	70.00	1000	1998	6602	4726	0.91	1402	15.34
天津中储国际货运代理有限公司	承办海运进出口货物的国际货运代理业务	54.29	700	2003	2199	1024	0.20	115	0.98
上海超一物流有限公司	仓储物业管理、销售金属材料、化工原料及产品、建筑材料、汽车配件等	79.00	100	1999	16113	43706	8.38	246	3.65
南京生产资料中心批发市场	金属材料、化工材料等销售	75.00	60	2001	462	818	0.16	150	2.34
中储上海物流有限公司	仓储,销售金属材料、机电产品等	90.00	1515	2005	10279	4851	0.93	1658	23.32
上海中储物流配送有限公司	集装箱非集装箱仓储运输咨询服务; 货运、运输代理; 理货等	98.30	5000	2005	11414	4307	0.83	30	0.5
中国物资储运天津有限责任公司	物资商品的储存、运输、装卸; 汽车及起重设备维修、龙门吊制造、检验等	90.00	7928	2005	11768	7239	1.39	-222	-3.12

2、竞争优势

公司目前是国内规模最大的仓储型物流企业,也是国内唯一一家全国性仓储型物流公司,公司与仓储类物流上市公司比较见表 3,公司在同业内处于领先地位,具有很强竞争力,具体表现在:

①品牌优势:公司大股东是国内最早从事物流业务的企业之一,已有 40 余年物流经营历史,在本行业中具有较高的知名度。公司凭借大股东在管理、服务、技术等方面积累的经验,在客户中树立了“服务在中储、满意在中储”

的良好声誉。

②物流网络与区位优势:公司已在 20 多个城市形成了一批服务功能齐全、装备水平完善的物流基地,构筑了遍布东部沿海、长江和黄河沿线中心城市的物流网络,是目前国内唯一一家拥有全国性物流网络的仓储性物流公司。

③资产资源优势:公司现有物流基地 480 万平方米,其中物流货场面积 144 万平方米,库房面积 85 万平方米,拥有各类物流设备 604 台套及多年物流服务所培育的庞大客户群,这些资产、资源优势重置成本很高,一般物流企

业难以企及。

④人才优势：公司拥有一批具有多年物流经营与管理经验的人才，业务创新能力强。

⑤服务优势：公司能为客户提供全程、全方位、多功能物流服务。

表 3 2005 年底公司与仓储型物流业上市公司指标比较

股票代码	000889	000805	600787	平均值	中储股份排名
股票简称	渤海物流	ST 炎黄	G 中储		
总资产（万元）	166445.73	10014.54	362589.20	179683.16	1
所有者权益（万元）	68103.86	-25623.06	152312.74	64931.18	1
每股收益（元）	-0.27	-0.40	0.10	-0.19	1
主营业务收入（万元）	58249.23	164.96	521457.26	193290.48	1
主营业务利润（万元）	8734.47	15.81	32596.52	13782.27	1
利润总额（万元）	-7400.66	-2635.20	10029.86	-2.00	1
净利润（万元）	-7961.06	-2267.82	6399.24	-1276.55	1
销售毛利率（%）	17.50	10.72	6.67	11.63	3
主营业务利润率（%）	15.00	9.58	6.25	10.28	3
净资产收益率（%）	-11.69	-	4.20	-	1
总资产同比增长率（%）	-3.72	-23.72	56.52	9.69	1
主营业务收入同比增长率（%）	-4.47	-73.83	52.37	-8.64	1
应收账款周转次数（次）	8.73	0.34	42.51	17.19	1
存货周转率（次）	0.67	0.56	17.29	6.17	1
总资产周转率（次）	0.34	0.01	1.76	0.70	1
流动比率（%）	103	9	119	77	1
速动比率（%）	28	9	103	47	1
资产负债率（%）	58.65	355.25	57.05	156.98	3

3、人员素质

截至 2005 年底，公司员工共 3750 人。按教育程度划分，本科以上（含本科）学历员工占 10.61%，专科学历员工占 19.36%，高中及中专学历员工占 37.25%，初中及以下学历员工占 32.78%；按岗位划分，物流服务人员占 60.81%，销售人员占 9.01%，技术人员占 11.33%，财务人员占 3.97%，行政人员占 14.88%。公司员工岗位构成情况符合物流行业特点，员工文化程度一般。近年来，公司通过加大现有人员培训、积极引进本科及以上学历的管理人才，人员素质不断提高，管理人员综合素质处于同业较好水平。

公司现有董事、监事和高级管理人员共 21 人，大都具有大学学历，在本行业工作多年。公司现任董事长韩铁林先生，现年 48 岁，博士学位，高级经济师，历任北京四维电气有限公司中方副总经理、北京奥瑞恩科技开发公司总经理、北京中达塑料制品有限公司董事长、中国物资储运总公司总经济师、中国物资储运总公司总经理等职。公司总经理林军先生，现年

55 岁，硕士学位，高级经济师，历任上海储运公司检验所副主任、中国物资储运上海公司副总经理、中储上海物流有限公司董事长、中储浙江物流有限公司董事长等职。

总体看，公司员工业务素质基本能够满足生产经营的需要。高层管理人员具有长期从事相关业务的工作和管理经验，具有丰富的专业知识与良好的管理协调能力，整体素质高。近年来，公司高层管理人员变动不大，团队凝聚力强。

4、外部环境

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》将滨海新区开发正式列入国家发展战略，将滨海新区的发展定位为：立足天津，依托京冀，服务环渤海，辐射“三北”，面向东北亚，建成高水平的现代制造和研发转化基地、北方国际航运中心和国际物流中心、宜居的海滨新城。天津地区业务在公司主营业务中占有重要地位，滨海新区将成为深圳、浦东之后新的投资热点，滨海新区的加

速发展将促进公司物流业务的快速发展。另外，随着滨海新区经济的发展和房地产的升温，公司拥有的土地资源具有很大的升值潜力。

公司大股东——中储总公司，是中国诚通控股公司的成员企业，隶属国务院国有资产监督管理委员会管理。中储总公司前身为国家计委储运局，成立于1962年，是原冶金部、石油工业部等国家部委的物资供应仓库，历经近40年的发展，成为了中国最大的以提供仓储、分销、加工、配送、国际货运代理、进出口贸易以及相关服务为主的综合物流企业之一。截至2005年底，中国物资储运总公司总资产60亿元，在全国中心城市和重要港口设有子公司78家，实力雄厚。近年来公司在人才、资源等方面等到了大股东的大力支持。未来几年，公司在物流网络建设上有望继续得到大股东的支持。

综合看，公司发展具有良好的政策环境和外部条件。

五、管理分析

公司按照《公司法》、《证券法》等法律法规，《上市公司治理准则》、《上市公司股东大会规范意见》等有关规范性文件的要求，建立了健全的法人治理结构，是一家运作规范的上市公司。

近年来，随着公司资产规模与物流网络不断扩大，业务模式不断创新，公司调整了内部组织结构，优化了管理程序。目前公司10个管理部门负责对外公共事务与内部综合管理；2个事业部负责市场的统一开发，统筹协调分、子公司的业务；子、分公司负责生产经营。同时，公司加强了预算、资金、投资、业务等方面的管理，健全和完善了适应市场经济要求的管理制度和运行机制。

在预算管理方面，公司实行全面预算管理，针对各分、子公司不同业务类型和不同经营模式，制定了不同的收入增长目标以及相应的成本、费用控制目标，并实行了预算执行过程的

全程监控。另外，公司实行预算执行情况与员工待遇挂钩，有效地调动了员工积极性，为实现公司经营目标提供了保障。

在资金管理方面，公司2004年成立了资金结算中心，实行资金的统一管理和监控，有效地规避了资金运作风险。

在投资管理方面，公司对拟建的项目进行科学、系统的可行性研究，降低投资风险，确保投资收益；对在建项目，严格执行公司《投资项目管理规定》，做好招投标、工程监理、投资预算管理、合同管理和项目结算审计工作，确保工程质量和资金安全。

在业务及质量管理方面，公司面对国家宏观调控和市场波动，加大了业务管理力度，对各项业务操作提出具体要求，并加强了对市场和基层单位的调研；同时将质量体系运行情况检查（内审）和物流综合业务检查结合起来，制订了物流业务综合考评办法，将精细化管理落到实处。

总体看，公司机构设置合理，运作规范，内控制度健全，管理水平较高。

六、经营分析

1、业务分布

公司主营业务涉及物流、物资经销与生产制造三大板块。近3年生产制造业务收入占比及其毛利润占比有所下降，经销业务收入占比有所上升但利润占比下降，物流业务收入占比有所下降但毛利润有所上升，详见表4。从表4看，目前生产制造在公司的收入与利润中占比较小，物资经销与物流业务分别是公司收入与利润的主要来源。截至2005年底，公司只有郑州恒科实业有限公司（以下简称“恒科实业”）一家生产制造型公司，其他分、子公司均从事物流、经销业务。

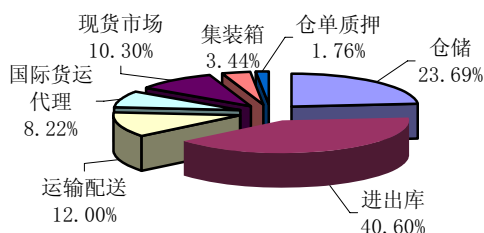
表 4 近 3 年收入与利润占比情况

业务板块	收入占比 (%)			毛利润占比 (%)		
	2003 年	2004 年	2005 年	2003 年	2004 年	2005 年
物流业务	12.63	9.19	9.53	49.73	46.31	53.63
生产制造	1.60	1.70	0.91	10.19	13.15	10.12
经销业务	85.77	89.11	89.57	40.09	40.54	36.25

物流业务

公司仓储物流业处于国内领先地位，具有很强的竞争力。近 3 年，随着公司资产规模与物流网络的不断扩大，以及创新业务的增加与服务链条的拓展，物流业务表现出了良好的成长性。物流业务收入以年均 41.95% 幅度增长，2005 年物流业务实现主营业务收入 49687.63 万元，其构成见图 3。

图 3 2005 年公司物流业务收入构成



从图 3 看，公司物流业务收入 64.29% 来源于仓储与进出货业务，仓储与进出货业务是公司的核心和基础业务。公司拥有中华国际、神华集团、TCL、包钢股份、大连实德、上海期货交易所、中国五矿、马钢、上海有色金属网、扬子石化、柯达、长虹集团等一大批长期合作伙伴，公司在上海、无锡的 6 个仓库已被上海期货交易所指定为有色金属、橡胶、铝锭的交割仓库，交割量占该地区总交割量的 70% 左右。近期公司正在积极申请多个大型钢材物流中心（即下文的现货市场）成为首批钢材期货交割库。

近 3 年，公司仓储业务收入与进出货业务收入分别以年均 39.24% 和 32.62% 幅度增长，货物吞吐量以年均 45.40% 速度增长。从吞吐货物结构看，生产资料占 94.5%，其中，煤炭占

37.6%、钢材占 34.1%、有色金属占 9.9%、化工产品占 3.7%、其它类（纸张和集装箱）占 7.3%；生活资料占 5.5%，其中，家电占 3.2%。可见金属材料 and 煤炭等生产资料仍占主导地位。

配送、国际货运代理、集装箱多式联运、现货市场租赁、仓单质押监管等业务是公司新拓展的增值业务。尽管此类创新业务目前在公司物流业务收入中占比较小，但业务风险较小、市场前景较好，近 3 年发展较快，详见表 5。

表 5 近 3 年物流业务各板块收入情况（单位：万元）

业务板块	2003 年	2004 年	2005 年 (含 10 家)	变动率 (%)	2005 年 (不含 10 家)	变动率 (%)
仓储	6071	6582	11771	39.24	9776	26.90
进出货	11468	14258	20171	32.62	16580	20.24
运输配送	4170	4667	5963	19.58	5321	12.96
国际货运代理	426	928	4082	209.55	3968	205.20
现货市场租赁	1978	3853	5117	60.84	3636	35.58
集装箱业务	543	922	1709	77.41	1444	63.07
仓单质押	4	255	875	1379.02	828	1338.75
合计	24660	31465	49688	41.95	41552	29.81

注：表中“10 家”是指 2005 年 8 月公司新并购的 10 家企业

仓单质押监管业务是公司首创的金融创新业务，既帮助中小企业解决了融资难题，又有效地规避了银行的经营风险，而公司只负监管责任，风险小，同时可带动其他业务。自 2003 年公司开展此项业务以来，仓单业务收入以年均 1379.02% 速度快速增长，但目前看，在物流业务收入中占比仍然很小，2005 年为 0.17%，长期看此项业务市场潜力大。2005 年，公司共为 239 家客户提供了 46.7 亿元贷款的仓单质押监管业务，总质押量 260 万吨，质押货物总值 69 亿元，质押监管收入 875 万元，给公司带来其他业务收入 1485.6 万元。

现货市场租赁业务是公司利用原有物流设施将其改造成钢材交易市场对外出租，利润率较高，业务风险很小。截至 2005 年底，公司已在天津、上海、武汉、南京、无锡等 10 多个地区设置了 15 个现货交易市场、3505 个市场摊位、营业面积 19 万平方米，摊位出租率达到了 95%。现货市场租赁业务前景较好，公司在南

京、无锡、武汉、天津 4 个现货交易市场已发展成为当地最大的钢材交易市场，年交易额均在 100 亿元以上。

集装箱业务方面，公司目前在上海港、青岛前湾港、天津新港设有网点，业务拓展情况良好，近 3 年集装箱业务以年均 63.07% 幅度快速增长。2005 年，公司累计完成吞吐量 261 万吨，集装箱业务收入 1709 万元。随着天津新港物流基地的煤炭仓储业务 2006 年底全部转移到天津南疆货场，改做集装箱业务，未来两年公司集装箱业务规模有望翻番。

物资经销业务

公司依托遍布全国的物流中心和生产资料交易市场所形成的销售渠道，开展商品经销业务。目前公司有 16 家分、子公司开展了物资经销业务，业务涉及国内贸易与国际贸易两大块。

① 国内贸易

国内贸易主要以钢材贸易为主，约占公司国内贸易收入的 80% 左右，有色金属、焦炭、矿砂、纸浆及纸制品、橡胶、机电等经销业务占比很小。

公司凭借其良好的品牌优势、多年的诚信经营，与国内主要钢厂建立了长期、稳定的工贸伙伴关系。目前公司主要做马钢、首钢、华菱管线、本钢、酒钢、永钢等 10 多家大、中型钢铁企业的产品一级代理。这一方面可有效控制产品供应商的信用风险与产品质量风险；另一方面因公司与这些企业已有多年合作关系，可获得延后一月付款及遇涨不涨、遇降则降的优惠条件，在市场供不应求时，可保证公司产品的供应。综合看，公司进货渠道稳定，钢材经销业务对于公司而言，来自上游的钢材价格波动风险相对较小。

公司钢材产品主要通过二级分销、工程招标以及面向市场直接销售三种方式销售。在分销方面，公司构筑了包括天津、上海、南京、无锡、北京、廊坊、郑州、沈阳等地的一体化分销网络，拥有南京国安金属材料有限公司、

无锡百乐有限公司、上海巨盈实业公司、江苏省化建贸易有限公司等 20 多家长期分销客户；在工程招标方面，公司凭借遍布全国的物流网络与“中储”品牌，在国家重点工程项目供货方面竞争优势明显，近年来已为中石化、长江二（三）桥、北京奥体中心、南京地铁、山西铝厂、人民大会堂副楼、新华社通讯大楼、北京首都机场业务楼、黄河小浪底工程、东南大学建设工程等国家重点工程提供了各种建筑用钢材；在面向市场直接销售方面，公司拥有遍布全国的现货交易市场，已有多年的直销经验，拥有一批直销客户。综上所述，公司在国内物资经销方面竞争优势明显，近 3 年钢材销售量以年均 37.63% 幅度增长，2005 年公司销售钢材 110 万吨。

另外，公司通过收取足额保证金与款到发货方式，有效控制了货款的回收质量。

② 国际贸易

公司目前主要经营铁矿石（砂）的进口代理。近 5 年，随着我国钢、钢材产量分别以年均 22.99% 和 23.91% 幅度快速增长，我国的铁矿石（砂）进口量以年均 31.35% 的幅度大幅提高，2003 年开始我国超越日本、欧盟，成为了全球最大的铁矿石进口国，2005 年我国进口铁矿石达到了 2.75 亿吨。据有关专家预计，2006 年我国进口铁矿石量 3.0 亿吨左右，市场前景仍然较好。

公司是 2005 年拥有铁矿石（砂）进口代理许可证的 48 家贸易公司之一，代理的客户主要是没有铁矿石（砂）进口权的中、小型钢铁企业与贸易商。公司凭借其跟钢铁企业的长期、良好的合作关系，从 2005 年开始经营铁矿石进口代理业务，当年经销铁矿石（砂）180 万吨，在全国铁矿石（砂）进口企业排名中名列第 44 位，在贸易类铁矿石（砂）进口企业排名中位列第 4 名。

生产制造

郑州恒科实业有限公司(以下简称“恒科实

业”)成立于1987年,主要开发和生产工业衡器类、包装机械类、公路超限、超载检测保护类、起重衡器类、自动控制类、无线通信类等系列产品,为用户提供各种称重计量及控制系统解决方案。恒科实业是目前国内最大的起重衡器类产品生产与检测基地,也是中国衡器协会副理事长单位,起草了电子吊秤国家标准,生产了国内第一台替代同类进口产品的电子吊秤,在行业内处于领先地位,具有很强竞争力,主导产品国内市场占有率一直高于50%。

近2年,恒科实业高起点进入公路超限检测行业,先后推出了ZCS-30固定式公路运输超限检测系统和SCS-30-ZZ无线便携式动静态汽车轴重计量系统,该产品销售情况良好,利润率高。

综合看,公司的三大业务在同业内竞争力较强,近3年主营业务表现出了良好的成长性,但目前看,钢材的仓储、运输与经销在公司业务中占比较大,经营品种较单一,公司经营容易受钢铁行业市场景气度影响。另外,随着我国物流行业的对外开放,外资进入国内物流市场的速度明显加快,公司面临较大的竞争压力。

2、经营评价

近3年,公司物流、经销、生产制造三块业务的主营业务收入分别以年均41.95%、66.98%和22.80%幅度增长,毛利润分别以年均38.92%、27.22%和33.30%幅度增长。公司业务发展态势与经营情况良好。

表6 近3年各业务板块毛利率情况(%)

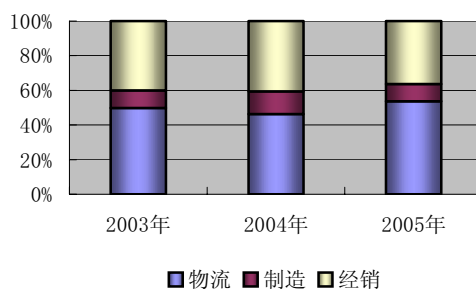
业务板块	2003年	2004年	2005年	变动率
物流	36.73	36.57	35.18	-2.13
其中:现货市场租赁	48.13	43.76	67.29	18.24
仓单质押	-	68.24	86.74	-
生产制造	59.22	56.11	69.78	8.55
物资经销	4.36	3.30	2.53	-23.81

从三大业务的毛利率情况看,恒科实业通过优化流程、降低成本费用、提升质量目标、加大新产品开发和市场营销力度,生产制造板块毛利率有所提高。物流业务方面,物流业收

费价格(除现货市场外)稳中略降,但随着公司管理水平提高,以及现货市场租赁、仓单质押业务等高利润率的业务规模不断扩大,物流业务毛利率基本保持稳定。经销业务受钢铁经销市场竞争加剧,毛利率下降较快。目前生产制造、物流业务毛利率较高,物资经销业务毛利率低。详见表6。

从利润的构成情况看(见图4),物流业务一直是公司的主要利润贡献者,为公司的核心业务,2005年物流业务毛利润占比为53.63%。近3年现货市场租赁、仓单质押等高利润、低风险业务的利润占比分别以年均40.10%和216.97%幅度快速提高。

图4 近3年公司毛利润构成情况



从收入与利润的构成区域看,天津地区、上海地区与江苏地区是公司收入与利润的主要贡献者,合计占公司主营业务收入与利润的86.71%和74.23%。长江三角洲与环渤海地区是我国两大主要物流圈,可见公司业务布局较好。

表7 前三年发展速度及经营效率

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
主营业务收入	195291.70	342242.23	521457.26	63.41
主营业务成本	175990.46	315899.30	486674.09	66.29
管理费用	11087.48	9863.54	13727.14	11.27
主营业务利润	18215.60	24848.41	32596.52	33.77
利润总额	4203.18	8003.22	10029.86	54.48
资产总额	195224.64	231659.13	362589.20	36.28
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
管理费用率 (%)	5.71	2.95	2.67	3.78
成本率 (%)	99.51	97.82	98.41	98.58
销售债权周转次数(次)	29.41	28.82	20.59	26.27
存货周转次数 (次)	12.99	14.62	17.29	14.97
总资产周转次数 (次)	1.17	1.60	1.76	1.51

从表 7 看,近 3 年,公司合并资产总额、主营业务收入、利润总额分别以年均 36.28%、63.41%和 54.48%的幅度增长,公司业务拓展情况良好,资产增长质量较高。从经营效率指标看,近 3 年公司管理费用率逐年下降,成本率有所波动,2005 年上述 2 项指标分别为 2.67%和 98.41%,好于同业平均水平。近 3 年销售债权周转次数有所下降,存货周转次数与总资产周转次数逐年提高,2005 年上述 3 项指标分别为 20.59 次、17.29 次、1.76 次,目前公司的经营效率较高。

3、发展规划与经营预测

未来两年,在管理方面,公司将从总部到事业部、分公司、子公司按照集约化组织管理模式,进一步理顺管理程序,缩短管理链条,降低管理成本,提升管理效率,构建适应市场不断变化和客户多样化需求的综合物流管理服务平台。

在业务方面,公司拟通过以下手段增强公司竞争力。①开拓新型物流业务,延伸物流服务价值链,参与供应链竞争;②调整经销品种,优化营销渠道,拓展机电出口等新业务,保证经销业务稳定发展;③加快天津物流中心、生资市场等现有物流设施改扩建与天津塘沽码头、上海临港保税仓库、无锡新区物流中心等新物流基地的建设(见表 8),以及通过购并、合作等方式继续将大股东物流基地纳入公司,进一步扩大公司物流网络,提高物流设施装备能力;④发展高端物流客户群。

表 8 未来 2 年主要投资项目情况(单位:万元)

项 目	2006 年	2007 年
天津中储塘沽码头工程	4133	
天津物流中心二期	2595	
改扩建生资市场十斤二期项目	970	
中储股份上海临港保税仓库		12838
无锡新区物流中心项目	16000	
合 计	23698	12838

随着上述措施的落实,公司的核心竞争力与抗风险能力将进一步增强,公司的经营情况

与盈利能力有望持续向好。未来两年公司经营预测见表 9。

表 9 预测数据

项目(万元)	2006 年	2007 年
计划投资	23000	22000
总资产	424635	463452
所有者权益	156343	164543
销售收入	612689	666495
利润总额	10200	12000
净利润	6800	8000
EBITDA	23150	25950
短期借款	60000	60000
应付票据	100000	100000
长期借款	0	0
指 标	2006 年	2007 年
总资本盈利率(%)	2.89	3.17
净资产收益率(%)	4.35	4.86
负债比率(%)	62.19	63.46
长期资本化比率(%)	0	0
全部资本化比率(%)	56.46	52.15
EBITDA 利息倍数(倍)	9.45	10.59
债务保护倍数(倍)	0.11	0.12
筹资活动前的债务保护倍数(倍)	0.12	0.09

结合公司前几年的发展速度,考虑到 2005 年新购买的 10 家公司 2005 年只并入了 8 月~12 月的数据(主营业务收入 44741 万元,毛利润 4388 万元),以及“十一五”期间公司面临的良好发展环境,我们认为公司的预测目标比较稳健。

七、财务分析

1、财务数据说明

公司提供的 2003~2005 年财务报告已经天津五洲联合会计师事务所审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。2003 年到 2005 年,公司会计报表合并范围变动较大,由 2003 年 6 家控股子公司、14 家分公司增加到了 2005 年的 8 家控股子公司、22 家分公司。

2、资产构成

近 3 年公司(合并)资产总额以年均 36.28%幅度增长,其中固定资产与无形资产分别以年均 59.72%和 175.63%的幅度快速增长,流动资产增长幅度不大,长期投资略有下降。近 3 年各项资产占比情况见表 10,从表 10 看,公司

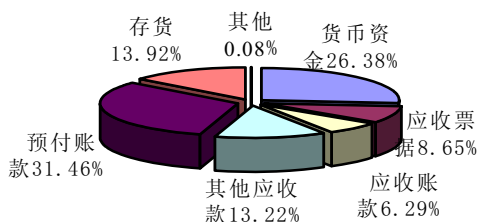
近 3 年的资产构成情况有所变动，但以流动资产为主的格局未改变。

表 10 前 3 年资产构成

项 目 (%)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
流动资产占比	64.95	68.83	66.94	1.52
长期投资占比	15.78	6.07	4.18	-48.54
固定资产占比	18.38	21.58	25.25	17.20
无形资产及其他资产占比	0.89	3.52	3.63	102.25

在公司流动资产中，近 3 年应收账款、应收票据、其他应收款分别以年均 55.10%、163.76%和 191.80%幅度快速增长，在流动资产的占比提高也较快，这主要由于公司业务规模增长（年均 63.41%）、2005 年新并入的 10 家企业应收账款较多，以及 2005 年上海市政府征用的土地补偿款未到位所致。2005 年底公司流动资产构成见图 5。

图 5 2005 年底流动资产构成图



从图 5 看，公司货币资金比较充足，应收账款、存货、应收票据占比较小，预付账款占比较大。

截至 2005 年底，公司应收票据 20986.62 万元，其中商业承兑票据 18214.92 万元，主要为应收上海绿地集团的土地款 1 亿元，其余为物资经销代理业务中除保证金外的其他应收货款，因此类应收货款的货物权掌握在公司，所以不存在款项回收的风险；应收账款余额 16994.72 万元，其中帐龄一年以内的占 76.32%，1~2 年的占 16.15%，2~3 年的占 1.43%，3 年以上的占 6.10%，公司按应收账款余额 5%并结合个别认定法计提坏账准备 1735.22 万元，计提比例较高。公司的前五名欠款客户合计欠

款占应收账款余额的 18.47%，欠款集中度较低；其他应收款余额 35585.12 万元，其中土地补偿款为 22103.01 万元(占 62.11%)，其余为代垫的海运费、铁路运费和进口关税等，账龄一年以内的占 92.58%，3 年以上的占 6.23%，其中 3 年以上帐龄中 81.34%为公司 2005 年新购买的 10 家企业的其他应收款，公司按 100%比例计提了坏账准备；存货 33792.12 万元，其中库存商品占 97.94%，符合公司业务特征，公司按照可变现净值低于成本部分计提了跌价准备；预付账款 76354.96 万元，均为开展经销业务时支付给钢厂的预付款。

截至 2005 年底，公司固定资产净额 79581.76 万元，主要由房屋建筑物、运输设备、专用设备以及通用设备构成，分别占固定资产合计的 66.80%、4.03%、9.89%和 6.20%；在建工程 11977.97 万元，占固定资产合计的 13.08%。

截至 2005 年底，公司长期投资净额 15149.00 万元，全部为长期股权投资；无形资产及其他资产 13123.36 万元，其中土地使用权 12998.65 万元，土地面积为 480 万平方米，主要分布在上海、天津、西安、武汉等中心城市(见表 11)。目前土地市场价格远远高于账面价值，无形资产增值潜力大。

表 11 公司土地分布概况 (单位: 万平方米)

城市名称	上海	天津	西安	平顶山	武汉	廊坊	衡阳	南京
土地面积	115	113	46	40	37	30	25	20

总体看，公司资产构成合理，整体资产质量高。

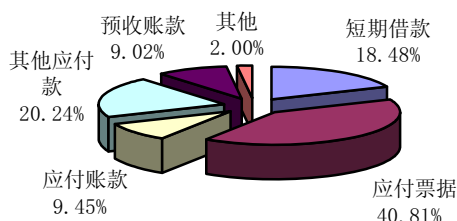
3、股东权益与负债构成

从资金来源看，近 3 年公司股东权益以年均 38.69%幅度增长，略高于资产规模（年均 36.28%）的增长幅度。公司股东权益增长主要来自土地变现带来的资本公积增加、企业并购与利润增长。截至 2005 年底公司股东权益为 152312.74 万元，其中股本、资本公积、盈余公

积、未分配利润分别占 40.75%、41.85%、9.66% 和 7.74%，构成比较稳定。

近 3 年，公司负债总额随着公司资产规模的扩大同步增长，年平均增幅 34.13%。公司的负债结构近 3 年变化不大，以流动负债为主。2005 年底公司负债总额 206847.91 万元，其中流动负债和长期负债分别占负债总额的 98.26%和 1.74%。流动负债中，近 3 年公司应付账款、其他应付款分别以年均 208.78%和 87.98%幅度快速增长，短期借款、应付票据增长幅度较小。2005 年底公司流动负债构成见图 6。

图6 2005年底流动负债构成图



从表 12 所反映的数据看，公司前三年负债水平稳中有降。2005 年底，负债比率为 57.05%，全部资本化比率为 43.62%，负债水平基本合理，公司的负债水平低于仓储型物流企业平均负债率（69.49%）。

表12 财务构成

项目(万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率(%)
股东权益	79185.77	109086.29	152312.74	38.69
少数股东权益	1059.87	1301.02	3428.56	79.86
短期债务	82477.90	86545.91	120511.37	20.88
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	114979.01	121271.81	206847.91	34.13
全部债务	82477.90	86545.91	120511.37	20.88
资产总额	195224.64	231659.13	362589.20	36.28
指 标 (%)	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
长期资本化比率	0.00	0.00	0.00	0.00
全部资本化比率	50.69	43.95	43.62	46.09
负债比率	58.90	52.35	57.05	56.10

本期短期融资券拟发行额度为 6 亿元，以 2005 年底财务数据为依据，预计发行后公司负债比率和全部资本化比率将分别上升到

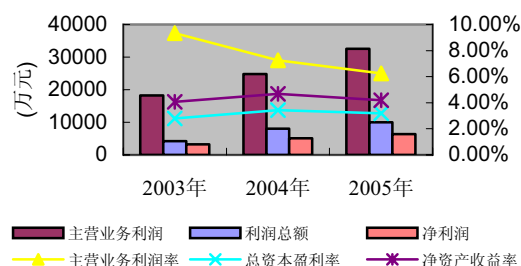
63.15%和 54.24%。从公司提供的预测数据看，2006 年与 2007 年公司负债比率分别为 62.19%和 63.46%，全部资本化比率分别为 56.46%和 52.15%（见表 9）。公司债务负担较前 3 年略有加重。

4、盈利能力

公司利润主要来源于公司的主营业务。近 3 年，物流、物资经销、生产制造三块业务的发展态势良好，公司主营业务收入以年均 63.41%的幅度增长，但由于公司主营业务收入中占比约 90%的物资经销业务，近 3 年毛利率以年均 23.81%幅度下降，公司主营业务利润增长幅度低于主营业务收入增长幅度，年均增幅为 33.77%。近几年公司管理水平提高较快，管理费用与财务成本控制较好，公司的营业利润、利润总额分别以年均 195.22%和 54.48%幅度增长。

从盈利指标看（见图 7），近 3 年公司主营业务利润率逐年下降，3 年平均值为 7.61%，2005 年为 6.25%；总资本盈利率、净资产收益率 2004 年最高，2005 年受合并范围与出售土地增加资本公积等因素影响，公司的总资本盈利率、净资产收益率较上年下降，上述 2 项指标 3 年平均值分别为 3.14%和 4.32%，2005 年分别为 3.18%和 4.20%。整体看，公司目前盈利水平较低，但在仓储型物流上市公司中处于较好水平。

图7 近3年利润情况



随着 2005 年购买的 10 家企业的利润全部体现，新港公司的业务步入正常，现货市场租

赁、仓单质押、集装箱业务等高附加值业务的规模进一步扩大，物流网络与业务链条不断拓展，预计公司近期盈利能力有望提高。公司预计 2006 年和 2007 年实现利润总额分别为 10200 万元和 12000 万元，总资本盈利率分别为 2.89%和 3.17%，净资产收益率分别为 4.35%和 4.86%，详见表 9。

5、现金流量分析

从现金流情况看，近 3 年公司销售商品、提供劳务收到的现金以年均 46.61%幅度增长，经营活动产生的现金流量净额也以年均 65.08%幅度快速增长，公司经营活动获取现金能力逐年增强。2005 年经营活动产生的现金流量净额为 28712.46 万元，目前公司经营活动获取现金能力较强。投资活动方面，近 3 年因公司不断收购大股东的优质资产、新建与改造物流设施等，资本性支出不断增加，投资活动产生的现金流出以年均 32.46%幅度增加，投资活

动产生的现金流量净额均为负值。筹资活动方面，随着公司经营规模的不断扩大，公司筹资规模也不断扩大，近 3 年筹资活动产生的现金流入与流出分别以年均 128.78%和 133.97%幅度增长。整体看，公司近 3 年现金流正常。

从获现能力看，近 3 年的现金收入比逐年下降，3 年平均值为 113.47%，2005 年为 100.75%，目前现金回流质量一般。

未来两年，随着公司经营情况的持续向好，应收的 3.2 亿元土地款（注：2005 年列在应收票据与其它应收款）2006 年收回，经营活动产生的现金净流量有望增强；投资活动方面，因天津塘沽码头、上海临港保税仓库、无锡新区物流中心等新物流基地的建设，投资活动产生的净流量仍为负值。预计经营活动产生的净现金流能较好地满足投资活动的现金流出。公司对未来 2 年的现金流预测见表 13。我们认为公司的预测比较客观，未来两年公司现金流情况有望保持良好。

表 13 现金流量（单位：万元）

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量								
现金流入小计	254945.14	423150.83	551936.28	47.14	551936	668978	774828	18.48
现金流出小计	244409.13	414739.99	523223.83	46.31	523224	626236	755483	20.16
经营活动产生的现金流量净额	10536.02	8410.84	28712.46	65.08	28712	42742	19345	-17.92
二、投资活动产生的现金流量：								
现金流入小计	11514.68	7886.45	20204.33	32.46	20204	94	10300	-28.60
现金流出小计	19802.03	11006.84	34743.42	32.46	34743	23698	22838	-18.92
投资活动产生的现金流量净额	-8287.35	-3120.39	-14539.09	-	-14539	-23604	-12538	-
三、筹资活动产生的现金流量：								
现金流入小计	26600	85142.00	139229.03	128.78	139229	176798	196000	18.65
现金流出小计	23364.13	88989.58	127897.61	133.97	127898	174720	195000	23.48
筹资活动产生的现金流量净额	3235.87	-3847.58	11331.42	87.13	11331	2078	1000	-70.29
四、现金及现金等价物净增加额	5484.54	1442.87	25559.72	115.88	25560	21216	7807	-44.73

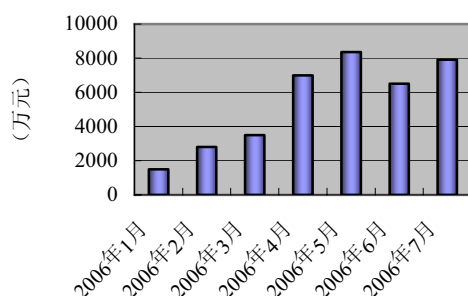
注：2006 年和 2007 年数据为公司提供的预测数据

6、偿债能力

近 3 年，公司全部债务（包括短期借款、应付票据、一年内到期借款、长期借款、应付债券）以年均 20.88%幅度增长，低于同期资产总额年均增长幅度；债务结构变动不大，近 3 年公司一直没有长期债务，并且短期债务以应

付票据为主，债务结构不够合理。2005 年底公司总债务 120511.37 万元，其中短期借款余额 37560.55 万元，应付银行承兑汇票 82950.81 万元，短期借款到期时间分布见图 8，应付银行承兑汇票每月支出在 9000 万元左右。可见，公司还款时间较分散，但月均还款金额较大。

图8 短期借款偿还期限分布图



从表 14 看,近 3 年公司的流动比率、速动比率有所波动,两项指标 3 年平均值分别为 120.45%和 102.66%,2005 年分别为 119.41%和 102.74%,目前公司短期债务偿还能力基本正常。近 3 年,公司 EBITDA 以年均 57.03%幅度增长,EBITDA 利息倍数、债务保护倍数逐年提高,2005 年底两项指标分别为 8.81 倍和 0.12 倍;筹资活动前现金流量净额利息偿还能力与全部债务的保护倍数逐年提高,2005 年分别为 5.97 倍和 0.12 倍。总体看,公司的利息支付能力较强,全部债务保护能力偏弱。

表14 偿债能力

指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
流动比率 (%)	110.32	131.62	119.41	120.45
速动比率 (%)	92.24	113.01	102.74	102.66
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.38	7.64	8.81	7.61
债务保护倍数 (倍)	0.08	0.09	0.12	0.10
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	1.69	3.20	5.97	3.62
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	0.03	0.06	0.12	0.07

公司计划 2006 年发行本期短期融资券 6 亿元,并将于 2007 年到期。根据公司预测,2006 年、2007 年公司 EBITDA 分别为 23150 万元和 25900 万元,分别为本期融资券发行额的 0.39 倍和 0.43 倍;2006 年、2007 年经营活动产生的现金流量净额分别为 42742 万元和 19345 万元,分别为本期融资券发行额的 0.71 倍和 0.32 倍,公司经营活动产生的现金流量净额对本次融资券偿还的保障能力较强。公司制订了还款计划,决定在短期融资券到期之前 3 个月,逐

月提取短期融资券偿还准备金,专项用于支付到期短期融资券本息,为短期融资券持有人提供切实保障。

公司目前没有对外担保与诉讼,近几年银行还款信用良好。

公司银企关系较好。截至 2005 年底,交通银行、中国建设银行、中国农业银行、中信实业银行、浦发银行等 8 家银行给予公司总计 31.9 亿元的流动资金授信额度,目前已使用额度 15.93 亿元。在授信有效期内,公司可以向授信银行提出资金需求并取得融资。

另外,公司拥有的土地增值潜力大,变现能力强,可以为本期融资券的偿还提供有力保障。

通过以上分析,我们认为公司对本次短期融资券具有很强的还本付息能力,本次融资券偿还的风险低。

附表 1-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	37027.40	38470.27	64029.99	31.50
短期投资	4850.00	100.00	106.00	-85.22
减：短期投资跌价准备				
短期投资净额	4850.00	100.00	106.00	-85.22
应收票据	3016.54	5118.19	20986.62	163.76
应收股利				
应收利息				
应收账款	6343.48	9275.19	15259.50	55.10
其他应收款	3767.94	8451.71	32083.79	191.80
预付账款	51014.49	75497.83	76354.96	22.34
应收补贴款				
存货	20700.18	22512.78	33792.12	27.77
减：存货跌价准备				
存货净额				
待摊费用	77.70	29.08	91.99	8.81
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	126797.72	159455.04	242704.97	38.35
长期投资				
长期股权投资	30802.20	14058.70	15149.00	-29.87
长期债权投资				
长期投资合计	30802.20	14058.70	15149.00	-29.87
减：长期投资减值准备				
长期投资净额	30802.20	14058.70	15149.00	-29.87
合并价差	0.00	0.00	669.15	
固定资产				
固定资产原值	50321.44	63767.50	130424.61	60.99
减：累计折旧	17170.37	19145.32	49859.79	70.41
固定资产净值	33151.07	44622.18	80564.82	55.89
固定资产净值减值准备	1195.77	1086.83	983.06	-9.33
固定资产净额	31955.30	43535.35	79581.76	57.81
在建工程	3935.07	6463.18	11977.97	74.47
固定资产清理	0.00	0.00	-0.59	
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	35890.37	49998.53	91559.14	59.72
无形资产及其他资产				
无形资产	1354.71	8066.30	13123.36	211.24
长期待摊费用	379.64	80.56	52.73	-62.73
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	1734.35	8146.86	13176.09	175.63
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	195224.64	231659.13	362589.20	36.28

附表 1-2 资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	26600.00	24288.00	37560.55	18.83
应付票据	55877.90	62257.91	82950.81	21.84
应付账款	2014.07	3920.14	19202.68	208.78
预收账款	18576.46	15611.41	18335.56	-0.65
代销商品款				
应付工资	531.44	610.00	331.04	-21.07
应付福利费	759.79	1265.46	2757.96	90.52
应付股利	85.05	104.48	388.48	113.72
应交税金	-1222.43	2382.99	73.94	
其他应交款	15.08	106.94	102.46	160.63
其他应付款	11641.64	10528.16	41137.68	87.98
预提费用	60.00	76.32	406.74	160.37
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	114939.00	121151.81	203247.91	32.98
长期负债				
长期借款				
应付债券				
长期应付款				
专项应付款	40.00	120.00	3600.00	848.68
住房周转金				
其他长期负债				
长期负债合计	40.00	120.00	3600.00	848.68
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	114979.00	121271.81	206847.91	34.13
少数股东权益	1059.87	1301.02	3428.55	79.86
股东权益				
股本	31033.77	62067.78	62067.78	41.42
资本公积	31910.75	25680.84	63749.40	41.34
盈余公积	11591.05	12547.06	14713.04	12.67
其中：公益金	3341.21	3534.62	4153.47	11.49
未分配利润	4650.20	8790.62	11782.52	59.18
外币报表折算差额				
股东权益合计	79185.77	109086.30	152312.74	38.69
负债及股东权益合计	195224.64	231659.13	362589.20	36.28

附表 2 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	195291.70	342242.23	521457.26	63.41
减: 折扣与折让	0.00	0.00	0.00	
主营业务收入净额	195291.70	342242.23	521457.26	63.41
减: 主营业务成本	175990.46	315899.30	486674.09	66.29
主营业务税金及附加	1085.64	1494.52	2186.65	41.92
二、主营业务利润	18215.60	24848.41	32596.52	33.77
加: 其他业务利润	90.26	349.75	388.21	107.39
减: 存货跌价损失				
营业费用	4990.60	6364.26	9263.36	36.24
管理费用	11087.48	9863.54	13727.14	11.27
财务费用	1278.87	1507.13	1724.21	16.11
三、营业利润	948.91	7463.23	8270.02	195.22
加: 投资收益	977.60	505.84	-90.87	-
补贴收入	0.00	150.43	212.05	-
营业外收入	2305.66	105.12	1794.52	-11.78
减: 营业外支出	28.99	221.40	155.86	131.85
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	4203.18	8003.22	10029.86	54.48
减: 所得税	837.18	2362.78	2778.94	82.19
减: 少数股东损益	132.36	544.02	851.68	153.66
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	3233.64	5096.42	6399.24	40.68
加: 年初未分配利润	2862.93	4650.20	8790.62	75.23
盈余公积转入数				
减: 合资企业提取奖福基金				
其他调整因素	0.00	-623.22	0.00	
六、可供分配的利润	6096.57	10369.84	15189.86	57.85
减: 提取法定盈余公积	515.29	451.21	618.86	9.59
提取法定公益金	446.04	451.20	618.85	17.79
七、可供股东分配的利润	5135.23	9467.43	13952.15	64.83
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积	485.05	676.81	928.28	38.34
应付普通股股利	0.00	0.00	1241.35	-
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	4650.19	8790.62	11782.52	59.18

附表 3-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	244410.16	391879.42	525381.99	46.61
收到的租金				
收到的税费返还	0.00	0.00	227.85	-
收到的其他与经营活动有关的现金	10534.98	31271.41	26326.44	58.08
现金流入小计	254945.14	423150.83	551936.28	47.14
购买商品、接受劳务支付的现金	219328.76	383416.85	478715.87	47.74
经营租赁所支付的现金				
支付给职工以及为职工支付的现金	11599.28	11591.91	16442.32	19.06
支付的各项税费	3224.97	6468.36	10066.75	76.68
支付的其他与经营活动有关的现金	10256.11	13262.87	17998.88	32.47
现金流出小计	244409.12	414739.99	523223.82	46.31
经营活动产生的现金流量净额	10536.02	8410.84	28712.46	65.08
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	5527.00	7130.80	0.00	-
取得投资收益所收到的现金	1031.05	261.75	75.89	-72.87
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	4956.63	206.79	110.27	-85.08
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	287.11	18754.50	-
现金流入小计	11514.68	7886.45	18940.66	28.25
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	6597.39	5812.12	15345.21	52.51
投资所支付的现金	13204.64	5194.72	18134.54	17.19
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	19802.03	11006.84	33479.75	30.03
投资活动产生的现金流量净额	-8287.35	-3120.39	-14539.09	-
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金	0.00	0.00	385.00	-
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	26600.00	85142.00	135364.03	125.59
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	3480.00	-
现金流入小计	26600.00	85142.00	139229.03	128.78
偿还债务所支付的现金	21000.00	87340.00	124248.05	143.24
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利、利润及偿付利息所支付的现金	2364.13	1649.58	3649.56	24.25
融资租赁所支付的现金				
减少注册资本所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金				
现金流出小计	23364.13	88989.58	127897.61	133.97
筹资活动产生的现金流量净额	3235.87	-3847.58	11331.42	87.13
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	54.93	-
五、现金及现金等价物净增加额	5484.54	1442.87	25559.72	115.88

附表 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	3233.64	5096.42	6399.24	40.68
加: 少数股东损益	132.36	544.01	851.68	153.66
减: 未确认投资损失				
计提的坏账准备或转销的坏账	242.25	226.45	3177.33	262.16
固定资产折旧	2198.45	2733.06	8061.18	91.49
无形资产摊销	54.06	150.94	416.13	177.43
长期待摊费用摊销	700.14	72.30	38.34	-76.60
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	368.37	192.63	-1636.20	-
待摊费用减少(减:增加)	-56.91	53.62	-62.92	-
预提费用增加(减:减少)	59.70	23.47	330.42	135.27
固定资产报废损失	470.97	0.00	32.25	-73.83
财务费用	1278.87	1650.73	2375.62	36.29
投资损失(减:收益)	-948.91	-505.84	90.87	-
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-14300.95	-1408.12	-11279.35	-
经营性应收项目的减少(减:增加)	-21963.85	-21413.79	-49814.99	-
经营性应付项目的增加(减:减少)	39067.82	20994.95	69732.86	33.60
其他				
经营性活动产生的现金流量净额	10536.02	8410.84	28712.46	65.08
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	37027.40	38470.27	64029.99	31.50
减: 货币资金的期初余额	31542.86	37027.40	38470.27	10.44
现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	5484.54	1442.87	25559.72	115.88

附表 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
净资产年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率= $\left[\left(\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}} \right)^{\frac{1}{n-1}} - 1 \right] \times 100\%$
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
应收账款周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总计
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
总资本收益率	$\frac{(\text{净利润} + \text{利息支出})}{(\text{股东权益} + \text{少数股东权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务})} \times 100\%$
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力	
EBITDA 利息倍数	EBITDA 利息保护倍数=EBITDA/支出利息
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 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	
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-存货) / 流动负债合计×100%
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/利息支出
本期短期融资券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额

附表 5 短期融资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《中国人民银行信用评级管理指导意见》（银发〔2006〕95 号）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。等级含义如下表：

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