

信用等级公告

联合[2010] 518 号

联合资信评估有限公司通过对 2011 年河南省中小企业集合债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

2011 年河南省中小企业集合债券
信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月二十四日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与 8 家河南省中小企业（以下简称“债券发行人”，包括：河南大用实业有限公司、南阳普康药业有限公司、河南平原非标准装备股份有限公司、开封特耐股份有限公司、林州重机集团股份有限公司、安阳市岷山有色金属有限责任公司、河南新乡华宇电磁线有限公司、新乡市起重机厂有限公司）以及 4 家担保公司（以下简称“债券担保人”，包括：河南省中小企业投资担保股份有限公司、郑州中小企业担保有限公司、新乡市发展投资担保有限公司、安阳市信用担保投资有限责任公司）构成委托关系外，联合资信、评估人员与债券发行人、债券担保人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因债券发行人、债券担保人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由债券发行人和债券担保人提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、2011 年河南省中小企业集合债券信用等级自本期债券发

行之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月二十四日



2011年河南省中小企业集合债券 信用评级报告

评级结果：

本期债券信用等级：AA

本期债券发行额度：4.90 亿元

本期债券期限：3+3 年

评级时间：2010 年 12 月 24 日

分析师

朱海峰 蒋建国 杨 杰 陈 静
张 华 孙恒志 丁继平
戎伟伟 闫昱州 王宇博 李文平 田 兵
刘毅荣 张 舒 李百羽 李英雄

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

债券发行人主体长期信用等级

债券发行人		主体长期信用等级
1	河南大用实业有限公司	A ⁻ /稳定
2	南阳普康药业有限公司	BBB ⁻ /负面
3	河南平原非标准装备股份有限公司	BBB ⁻ /稳定
4	开封特耐股份有限公司	BBB/稳定
5	林州重机集团股份有限公司	BBB ⁺ /稳定
6	安阳市峨山有色金属有限责任公司	BBB ⁻ /稳定
7	河南新乡华宇电磁线有限公司	BBB ⁻ /稳定
8	新乡市起重机厂有限公司	BBB ⁻ /稳定

债券担保人主体长期信用等级

债券担保人		主体长期信用等级
1	河南省中小企业投资担保股份有限公司	A
2	郑州中小企业担保有限公司	A
3	新乡市发展投资担保有限公司	BBB ⁺
4	安阳市信用担保投资有限责任公司	BBB

评级观点

河南省是中国重要的经济大省、迅速发展的新兴工业大省。2009 年河南省地区生产总值达到 19367.28 亿元，居全国第五位，同比增长 10.7%，在全国区域发展格局中，河南省发展态势良好。

河南省政府高度重视中小企业及民营经济发展，不断优化政策和创业环境。目前，民营经济已成为河南省工业的主导力量之一，数量众多的优质中小企业，为发行中小企业集合债券提供了良好的基础条件。本期债券的发行得到了省政府及有关部门的大力支持。

本期债券的 8 家发行人均是河南省中小企业的优秀代表，主体长期信用等级均在投资级别以上，其中 A 级 1 家，BBB⁺ 级 1 家，BBB 级 1 家，BBB⁻ 级 5 家，发行企业具有良好的持续经营能力和发展潜力。8 家发行主体所涉及细分行业较为分散，细分行业相关度较低。联合资信认为，上述 8 家发行主体同时发生大规模违约风险较小。

本期债券设立了较为完善的偿债保障措施安排，由 4 家担保公司组成统一担保人，为本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，并由河南省中小企业信用担保服务中心提供再担保，以及设立本期债券发行总额 10% 的偿债基金，这些措施将有效提升了本期债券的信用水平。

综合看，本期债券不能按期还本付息的风险低。

优势

1. 本期债券采用“统一组织、集合发行”的方式，并且得到了河南省人民政府的积极倡导和大力推动。
2. 根据豫发改财金[2008]1621 号文，河南省及各市财政按债券票面利率在债券存续期内给予一定比例的贴息，表明了地方政府对本期债券的支持力度。

3. 河南省中小企业服务局作为本期债券的牵头人，负责本期债券的组织、协调工作，并在本期债券存续期间密切关注各发行人的生产运营情况，将有利于督促本期债券筹集资金的使用及债券本息的按期兑付。

4. 本期债券的各发行人是河南省中小企业的优秀代表，主体级别均在投资级别以上，具有一定的还本付息能力，并且各债券发行人所涉及细分行业相关度较低，发生大规模违约风险较小。

5. 本期债券由 4 家担保公司组成统一担保人，以不可撤销的连带保证责任方式提供债券担保。这些担保公司大多为政府出资的政策性担保机构，可以获得当地政府的有力支持。组成统一担保人后，整体较强的资金实力将为本期债券的还本付息提供安全保证。

6. 河南省中小企业信用担保服务中心作为本期债券的再担保方，对债券担保人的担保责任承担一般保证责任，有助于增强本期债券本息偿还的安全性。

7. 本期债券设立了偿债专户，并提取债券发行总额 10% 作为风险准备金，具备一定的增级作用。

8. 为预防及控制本期债券发行、兑付风险，切实维护债券持有人的利益，特设立风险管理委员会。各担保公司都建立了严格的风险控制机制，并与相应的债券发行人签订了资产抵押等保障措施。这些保障措施将大大增强各债券发行人对偿还本期债券的约束力。

关注

1. 本期债券由 8 家中小企业集合发行，企业之间存在业务发展不均衡的情况，经营较易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响，个别发行人的兑付能力有可能发生变化。
2. 本期债券由 4 家担保公司组成统一担保人，各担保公司主要是为中小企业融资而设立的政策性担保机构，目前经营规模不大，个别担保公司的担保能力有可能发生变化。

一、基本情况

2011年河南省中小企业集合债券（以下简称“本期债券”）计划发行人民币债券4.90亿元，债券发行人和发行额度见表1。本期债券按照“统一组织、统一冠名、统一担保、分别负债、集合发行”的模式联合发行，本期债券为6年期固定利率债券，同时附加投资者回售选择权。投资者有权选择在本期债券第3年期满时将所持有的全部或部分债券按面值回售给发行人。在本期债券存续期的第3年末，投资者可选择按面值回售给发行人，如不行使回售权，则债券存续期后3年利率保持不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

表1 债券发行人及发债额度

债券发行人		发债额度（万元）
1	河南大用实业有限公司	15500
2	南阳普康药业有限公司	6800
3	河南新乡华宇电磁线有限公司	6000
4	开封特耐股份有限公司	5000
5	林州重机集团股份有限公司	5000
6	安阳市岷山有色金属有限责任公司	5000
7	新乡市起重机厂有限公司	4000
8	河南平原非标准装备股份有限公司	1700
合 计		49000

资料来源：联合资信整理

本期债券由河南省中小企业投资担保股份有限公司、郑州中小企业担保有限公司、新乡市发展投资担保有限公司、安阳市信用担保投资有限责任公司组成统一担保人，以不可撤销的连带保证责任方式提供债券担保。

本期债券设立偿债专户，提取债券发行总额10%的偿债资金，并聘请主承销商第一创业证券有限责任公司担任本期债券的债权代理人，聘请广东发展银行股份有限公司郑州商城支行作为本期债券的偿债基金专项账户管理人、募集资金专项账户管理人，以确保本期债券的按时还本付息。为预防及控制本期债券发行、兑付风险，切实维护债券持有人的利益，

特设立风险管理委员会。

本期债券得到了河南省政府的大力支持，河南省财政厅专门出台了针对本期债券的贴息政策；河南省中小企业服务局作为本期债券的牵头人，负责本期债券的组织、协调工作，在本期债券存续期间，牵头人将密切关注各发行人的生产运营情况，监督本期债券的偿付工作。

二、经营环境

1. 河南省经济社会发展概况

河南省位于中国中东部、黄河中下游，因大部分地区位于黄河以南，故称河南。河南省东接安徽、山东，北界河北、山西，西连陕西，南临湖北，呈望北向南、承东启西之势。河南地理位置优越，地处沿海开放地区与中西部地区的结合部，是中国经济由东向西梯次推进发展的中间地带。国家促进中部地区崛起的战略部署，更加凸显了河南独特的区位优势。

河南省总面积16.7万平方公里，居全国各省区市第17位，占全国总面积的1.73%。河南省辖郑州、开封、洛阳、平顶山、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳、许昌、漯河、三门峡、南阳、商丘、信阳、周口、驻马店等17个省辖市、济源市1个省直管市，20个县级市，88个县。

河南省矿产资源丰富，是全国矿产资源大省之一。目前，已发现各类矿产127种(含亚矿种为158种)。其中，探明储量的75种；已开发利用的86种。在已探明储量的矿产资源中，居全国首位的有8种，居前3位的有19种，居前5位的有26种。煤、铝、钼、金、石油、天然气、天然碱、萤石、耐火粘土等储量较大，其中石油保有储量居全国第12位，煤炭居第8位，天然气居第17位。

河南是全国第一人口大省。截至2009年底，全省总人口9967万人，全省常住人口9487万人。

河南既是全国第一农业大省、第一粮食生

产大省、第一粮食转化加工大省、第一劳动力输出大省，同时也是重要的经济大省、迅速发展的新兴工业大省，在全国具有举足轻重的地位。根据河南省统计年报，2009年地区生产总值达到19367.28亿元，居全国第五位，比上年增长10.7%，其中，第一产业增长4.2%，第二产业增长12.2%，第三产业增长10.9%，呈现出工业化、城镇化加快发展的显著特征。按常住人口计算，人均生产总值20414.5元，比上年增长10.0%。

近年来，河南省经济增长的质量和效益明显提高，财政实力显著增强。2009年，全省一般公共预算收入1126.10亿元，增长11.6%。增幅由1月份的下降2.6%逐渐上升至12月份的54.5%，呈现出稳定增长的良好态势。其中，税收收入821.50亿元，增长10.7%，占地方财政收入比重达73.0%，比上半年提升2.5个百分点，收入质量不断提高。

河南工业门类覆盖了国民经济行业的39个大类，形成了食品及饮料、机械、电力、建材、冶金、化工、煤炭、石油及天然气、烟草等一批重点产业。工业化进程不断加快。2009年，全省规模以上工业企业主营业务收入比上年增长12.1%，增幅比1~2月提高8.1个百分点；利润总额增长10.7%，提高29.4个百分点。亏损企业亏损额下降1.6%，比上年回落271.7个百分点。2009年，规模以上工业综合能源消费量比上年增长2.0%，增幅较上年回落4.8个百分点；万元工业增加值能耗下降10.99%，降幅较2008年扩大0.16个百分点。

河南省农畜产品、有色金属、煤炭等优势资源的精深加工能力不断提高，初步成为全国重要的粮食加工、畜禽加工、铝工业、煤炭加工和电力工业基地，食品工业经济总量居全省工业行业首位，居全国食品工业第二位，已经成为河南在全国经济格局中极具优势的产业；铝的精深加工不断推进，全国铝工业基地的地位进一步巩固。

2009年，河南省围绕着一极两圈三层总体

布局，着力推进“一个载体，三个体系”建设，积极实施“8511”投资促进计划，固定资产投资快速增长。全年城镇固定资产投资11455.01亿元，比上年增长31.3%。其中，第一产业投资增长37.5%，第二产业增长31.2%，第三产业增长31.0%。工业投资增长31.3%。新建投资增长28.2%，扩建投资增长39.6%，改建与技术改造投资增长49.5%。全省房地产开发投资增长28.8%，增速虽同比回落15.4个百分点，但比一季度加快16.8个百分点。

2. 河南省经济面临的机遇与挑战

从机遇来看，首先是中央扩大内需的政策导向有利于河南省加快发展。面对国际市场的萎缩，中央不断强化积极扩大国内需求的政策取向，一方面扩大消费需求，进一步加大在教育、医疗卫生、就业、旅游等领域的投入，不断完善基本医疗保障制度，扩大社会福利和救助覆盖范围；另一方面，要求在调整结构的基础上保持一定的投资规模。这对于地处内陆、人口众多、处于加快发展阶段的河南是一个难得的机遇。

二是经济调整期给河南省的发展带来新的机会。中国东部部分产业和资本在新的市场环境下，将会更加注意从内地寻求发展空间，这将有利于河南省高层次的承接沿海及海外产业转移。

三是为河南省调整结构、转变方式、提升产业竞争力提供了契机。这一时期通过市场手段淘汰落后产能、调整结构、转变方式的最佳时期，可以通过政府引导、资产重组、适时解决制约企业经营中暂时性困难等手段做大做强河南的优势产业，培育新的战略性支撑产业，提升全省经济的竞争能力。

从挑战来看，一是国际国内经济增速放缓特别是沿海省份增速持续走低对河南省经济的传导作用不容忽视，特别是需求不足的问题。

二是近期国际国内大宗商品价格的大幅下

跌对河南省部分资源性行业产生较大影响。河南省是能源原材料大省，这些产业在全省的经济发展中占据着重要的位置，但是，近期煤炭、电解铝、钢铁、建材等价格都出现了大幅度下滑，对河南省工业生产和利润将造成较大影响。

三是国内资本市场变化影响生产和消费。次贷危机通过影响国内资本市场投资者信心从而产生国内外资本市场的联动现象。如果资本市场持续低迷，在间接融资的信贷渠道控制较严的背景下，企业直接融资规模比上年缩小，则会影响上市公司经济活力，企业经营活动增长速度减慢，从而对资本市场发展和宏观经济稳定产生不利影响。股市的下跌，也使居民的财富大幅缩水，消费意愿明显降低。此外，国际需求减弱将影响出口增长的强劲势头，如果世界经济增长进一步减缓，全省出口将面临较大的调整压力。

从全国大环境看，中国国内市场空间广阔，发展潜力大，中央灵活应对、适时调整宏观调控的力度和节奏，保持经济平稳增长的政策会对市场产生积极的影响，这都将为河南省经济保持平稳发展提供良好的发展大环境。

河南是人口大省、经济大省、资源大省，正处于工业化、城镇化加速发展时期，具备持续扩展的消费市场、生产要素组合的独特优势、较为完整的工业体系以及近些年日趋改善的基础设施和产业配套条件，支撑经济增长的人力、财力、物力供给充分，投资、消费需求较旺，是经济调整期波动平稳化的重要因素。

3. 河南省中小企业经济发展概况

“十五”期间，中国扶持和促进中小企业发展的第一部专门法律——《中华人民共和国中小企业促进法》（以下简称《促进法》）正式颁布实施，广大中小及民营企业进入了一个里程碑式的发展阶段。2006年和2007年河南省政府出台了[2006]32、42、62号三个文件。为应对金融危机的冲击，2008年11月以来，河南省发

改委、财政厅、中小企业服务局、中国人民银行郑州市中心支行、中国银监会河南监管局联合又进一步下发了豫发改财金[2008]1621号文件“关于缓解资金供需矛盾的若干意见”，其中提出了“合力搭建银企合作平台”、“着力缓解中小企业融资难问题”、“努力扩大直接融资规模”等有利于中小企业发展的措施。省财政厅还计划拿出8亿元资金，按照县级财政1:1配套要求，省县两级财政将投入16亿元用于县级中小企业信用担保体系建设，以帮助中小企业解决融资难、担保难问题。这些措施将大大增强中小企业发展的信心。

根据河南省统计年报，截至2009年底，河南省中小企业数量达到37.8万家，比上年增加8.1万家，占全省企业总数的99.9%，解决社会就业人员989.1万人，比上年增加144.1万人。2009年，河南省中小企业全年实现增加值9494.7亿元，比上年增加1977.6亿元，同比增长26.31%；总产值30737.9亿元，比上年增加5902.6亿元，同比增长23.77%。全省中小企业去年全年实现销售收入29701.8亿元，比上年增加5630.7亿元，同比增长23.39%；实现利润总额2818.7亿元，比上年增加505.7亿元，同比增长21.86%。目前，民营经济已成为河南省工业的主导力量，数量众多的优质中小企业，为发行中小企业集合债券提供了良好的基础条件。

综合看，河南省委、省政府十分重视中小及民营经济发展，不断优化政策和创业环境，河南省中小企业的经营环境良好。

三、发行人基本情况及债券筹资项目概况

本期债券发行主体共8家，各企业主要财务数据见附件1。

1. 河南大用实业有限公司

主体概况

河南大用实业有限公司（以下称“河南大

用”)，成立于 1999 年 4 月，设立时注册资本 1200 万元，杜文君出资 1160 万元，占比为 96.67%；经过多次增资，截至 2009 年底，河南大用注册资本 10478 万元，其中杜文君占 98.18%，杜桂红和杜文田分别占 0.91%和 0.91%，杜文君、杜文田、杜桂红属于亲属关系。因此，杜文君是公司绝对控制人。

河南大用是专门从事饲料加工、鸡养殖、鸡肉产品加工的企业。根据中国肉类行业协会公布的数据，河南大用位列 2009 年中国肉行业第 9 位，肉鸡行业第 4 位，是中国食品工业百强企业，农业产业化国家重点企业。

河南大用内设行政部、人力资源部、财务部、信息部、质控中心、生产保障部、研究所、仓管办、鸡加工厂、精细加工厂、包装厂、种鸡孵化部等 17 个职能管理部门和下属工厂；截至 2009 年底，河南大用在职人员 13513 人。

截至 2009 年底，河南大用资产总额 189230.03 万元，所有者权益 63414.62 万元；2009 年，河南大用实现主营业务收入 229451.47 万元，净利润 12476.61 万元。

河南大用注册地址：河南省鹤壁市淇县思德桥北 107 国道东；法定代表人：杜文君。

募集资金用途

河南大用本次发行债券募集资金 15500 万元，将全部用于新建年产 20 万吨鸡肉熟食品加工及年屠宰 1 亿只肉鸡建设项目。

该项目总投资 45000 万元。资金来源：河南大用自筹 25000 万元，发行企业债券 15500 万元，国内银行贷款 4500 万元。该项目的内容主要是在河南省周口市西华县新建年产 20 万吨鸡肉熟食品和年屠宰 1 亿只肉鸡的加工厂，建设配套的产业及工程。

项目达产后，年屠宰肉鸡 1 亿只，所生产的分割鸡肉作为熟食品加工厂原料，年产鸡肉熟食品 20 万吨，按目前平均价 13000 元/吨计算，可实现年销售收入 26 亿元，年平均净利润额 17000 万元，产生所得税 5610 万元。

该项目编号为：豫周市域工[2008]00206，

已经河南省发展改革委审核同意，并办理项目备案。

2. 南阳普康药业有限公司

主体概况

南阳普康药业有限公司（以下简称“普康药业”）成立于1958年4月，原名为南阳市化学制药厂，2003年公司实行股份制改制，由国有独资企业变更为国有控股公司，名称由南阳普康集团化学制药厂更名为南阳普康药业有限公司，2008年3月14日，新康（中国）有限公司（香港）全资收购公司股份，目前普康药业性质为港资企业。截至2009年底，普康药业注册资本 13500 万元。

普康药业主要从事洁霉素等原料药、片剂、小容量注射剂、精神药品、硬胶囊剂、冻干粉针剂、散剂等的生产和销售。普康药业是国家大型一类企业，河南省生物工程及新医药行业重点支持企业，是目前国内最大的洁霉素生产和销售基地。

截至2009年底，普康药业内设财务部、生产部、质量部、技术部、生产部等18个职能部门，拥有南阳市和镇平县2个生产基地，16个生产单位和1个省级技术中心，已形成抗生素、生物化学药、制剂等三大系列为一体的GMP标准生产基地。

截至 2009 年底，普康药业资产总额为 62239.15 万元，所有者权益 21365.18 万元；2009 年普康药业实现主营业务收入 50658.15 万元，净利润 1843.91 万元。

普康药业注册地址：河南省南阳市工业路 143 号；法定代表人：付蓬旭。

募集资金用途

普康药业本期发行债券募集资金6800万元，全部用于实施年产500吨洁霉素高新技术产业化扩建工程项目。

该项目总投资为16500万元，其中国内银行贷款1200万元，企业自筹8500万元，本次发行债券募集资金6800万元。项目新征土地100亩，

建设年产500吨洁霉素生产线一条，并建设洁霉素菌种选育研究室等设施。项目采用普康药业具有自主知识产权的国内领先提炼工艺技术，购置安装发酵罐、提取罐浓缩器、结晶罐等工艺设备；产品以出口市场为主，国内外市场缺口1000吨以上，产品供不应求，发展前景良好。

该项目已经南阳市发展和改革委员会宛发改外经[2008]817号文审核批复。

3. 河南平原非标准装备股份有限公司

主体概况

河南平原非标准装备股份有限公司（以下简称“平原非标”）成立于2002年，原名为郑州平原非标工程有限公司；2008年9月经过股份制改革，更名为河南平原非标准装备股份有限公司。平原非标经多次增资和股权转让，截至2009年底，平原非标注册资本为4200万元。河南平原控股集团股份有限公司（以下简称“平原集团”）占公司40%的股份；孙振文及其亲属控制平原集团73.6%的股份，并合计控制公司65%的股权，是平原非标实际控制人。

平原非标是专门从事涂装工程及非标设备设计、制造、安装、调试的专业化公司。目前，平原非标合同订单中的汽车制造企业涂装生产线的工程建设居多。

平原非标内设研发中心、采购部、经营部、工程部、财务部等9个职能管理部门；平原非标无子公司。截至2009年底，平原非标在职人员241人。

截至2009年底，平原非标（合并）资产总额为17430.59万元，所有者权益合计为6917.03万元。2009年，平原非标实现营业收入18345.28万元，利润总额2357.13万元，净利润2035.52万元。

平原非标注册地址：开封市宋城路西段；法定代表人：逢振中。

募集资金用途

平原非标本次发行债券募集资金1700万元，将全部用于平原非标汽车涂装设备扩建项

目建设。

项目总投资3300万元，其中企业自筹资金1000万元，国内银行贷款600万元，使用本次债券发行募集资金1700万元。

该项目编号为豫汴市域工[2008]00228，已经河南省发展和改革委员会审核同意，并办理备案。

4. 开封特耐股份有限公司

主体概况

开封特耐股份有限公司（以下简称“开封特耐”）前身系成立于1984年的开封市特种耐火材料公司，1994年经开封市体改委汴体改字[1994]81号文批准整体改制，以定向募集方式设立，注册资本为1600万元。经数次增资扩股，截至2009年底，开封特耐注册资本4260万元，其中王孝文持有1485万股，占开封特耐总股本34.86%，为开封特耐的实际控制人。

表2 开封特耐股权结构情况

股东名称	持股数量	所占比例
王孝文	1485	34.86
红塔创新投资股份有限公司	1100	25.82
深圳市创新资本投资有限公司	320	7.51
河南创业投资股份有限公司	220.2643	5.17
郑州百瑞创新资本创业投资有限	220	5.16
横店集团控股有限公司	196.9457	4.62
183名自然人	717.79	16.85
总股本	4260	100

资料来源：开封特耐提供

开封特耐是国内少数几家掌握多系列高纯合成耐火原料生产技术的企业之一，主要产品包括高纯铝镁尖晶石、活性 α - Al_2O_3 微粉、白刚玉、纯铝酸钙水泥、莫来石、锆莫来石、氧化铝空心球、不定形耐火浇注料及其制品和耐火砖等9个系列395个规格，最终应用于钢铁、建材、化工等高温行业。主导产品为高纯铝镁尖晶石、活性 α - Al_2O_3 微粉和纯铝酸钙水泥。

开封特耐本部设有技术研发部、生产部、质监部、物流中心、财务部、行政部、人力资

源部、国际销售部、国内销售部、审计部和对外投资管理部等 11 个职能部门。截至 2009 年底，开封特耐拥有全资子公司 2 家，分别为开封凯特·诺豪耐火制品有限公司（注册资本 3000 万，以下简称“诺豪公司”）和开封特耐耐火材料销售有限公司（注册资本 500 万元）；控股子公司 2 家，分别为开封凯特耐火材料有限公司（注册资本 500 万元，公司占 69%）和周口凯特电熔材料有限公司（注册资本 500 万元，公司占 51%）；参股子公司 1 家，为开封市商业银行，公司投资比例 0.4%。

截至 2009 年底，开封特耐资产总额 36961.43 万元，所有者权益 18619.86 万元；2009 年开封特耐实现营业收入 24434.38 万元，净利润 2450.69 万元。

开封特耐注册地址：河南省开封市金明大道南段路东；法定代表人：张长喜。

募集资金用途

开封特耐本次发行债券募集资金 5000 万元，将全部用于 FBF 工艺年产 30000 吨活性 α - Al_2O_3 微粉项目和熔融法合成新型高纯铝镁尖晶石项目，上述两项目总投资 12807 万元。

FBF 工艺年产 30000 吨活性 α - Al_2O_3 微粉项目总投资 7307 万元，其中：固定资产投资 5307 万元，流动资金 2000 万元；项目资金来源为：公司自筹 1407 万元，发行企业债券 2000 万元，其它资金 3900 万元；项目建成后，预计正常年销售收入 20010 万元，年平均利润总额 5000 万元，年平均所得税 1250 万元，年平均净利润 3747 万元；项目编号为：豫汴市域高[2008]00205，已经河南省发展改革委审核同意，并办理项目备案。

熔融法合成新型高纯铝镁尖晶石项目总投资为 5500 万元，其中：固定资产投资 4120 万元，流动资金 1380 万元；项目资金来源为：公司自筹 900 万元，发行企业债券 3000 万元，其他资金 1600 万元；项目建成后，预计新增年销售收入 15620 万元，年平均净利润 1551.7 万元。本项目编号为：豫汴市域高[2008]00206，已经

河南省发展改革委审核同意，并办理项目备案。

5. 林州重机集团股份有限公司

主体概况

林州重机集团股份有限公司（以下简称“林州重机”）前身为成立于 1987 年的河南省林县重型煤机设备厂。1994 年依据河顺镇人民政府以河政（1994）6 号文《关于申村村委组建“林州重机集团公司”的请示》及林州市计划经济委员会林计经（1994）67 号文，林县重型煤机设备厂联合林州市重型锻造厂、林州市重型铸钢厂、林州市重型机械厂和林州市重机劳动服务公司等单位，组建林州重机集团公司，注册资本由 70 万元增加到 1000 万元。2007 年 3 月，林州重机注册资本增至 1 亿元，林州重机名称变更为林州重机集团有限公司，2007 年 12 月林州重机注册资本增加到 13660 万元。2008 年 2 月林州重机整体变更为股份有限公司，更名为林州重机集团股份有限公司；2008 年 11 月林州重机注册增加至 14360 万元，2009 年 12 月林州重机注册资本增加至 15360 万元。截至 2009 年底，林州重机注册资本 15360 万元，其中郭现生持股 51.44%，为林州重机实际控制人，具体持股比例见表 3。

表 3 林州重机股权结构情况

股东	持有股份 (股)	持股比例 (%)
郭现生	7901.10	51.439
韩录云	2087.30	13.589
北京国瑞金泉投资有限公司	1000.00	6.510
北京丰图投资有限责任公司	400.00	2.604
宋全启等其他 49 名自然人股东	3971.60	25.858
合 计	15360.00	100.00

资料来源：公司提供

林州重机主营包括煤矿液压支架、单体液压支柱、金属顶梁、刮板输送机、限矩型和调速型液力偶合器等在内煤矿机械设备及各类煤机配件。

林州重机本部下设财务处、供应处、销售处、技术处、研究所、安全生产处等职能部门。截至 2009 年底林州重机拥有 1 家子公司，为七台河重机金柱制造有限责任公司(注册资本 500 万，公司持股 100%)

截至 2009 年底，林州重机（合并）资产总额 93061.36 万元，所有者权益 37401.13 万元；2009 年林州重机实现营业收入 68477.24 万元，利润总额 7715.86 万元。

林州重机注册地址：河南省林州河顺镇申村；法定代表人：郭现生。

募集资金用途

林州重机通过本期债券募集资金 5000 万元，将全部用于年产 750 台大型刮板输送机项目建设。

该项目总投资 20000 万元，其中企业自筹资金 10000 万元，使用本次债券发行募集资金 5000 万元，剩余资金缺口将通过其他外部融资渠道解决。

该项目完全投产后，年均增加销售收入 199080 万元，年均利润总额 17997 万元，年均税后利润 13498 万元。

该项目编号为豫安林市工[2008]00046，已经河南省发展和改革委员会审核同意，并办理备案。

6. 安阳市岷山有色金属有限责任公司

主体概况

安阳市岷山有色金属有限责任公司（以下简称“安阳岷山”）是 1992 年安阳市政府“千村千万工程”项目，原名“安阳县有色金属冶炼厂”，属村集体经济，1999 年改制为有限责任公司，注册资金 100 万元。经历次增资，截至 2009 年底，安阳岷山注册资本 5360 万元，其中，何秋安持股 70.76%、王爱云持股 19.91% 和何占源持股 9.33%。

安阳岷山经营范围包括粗铅、电解铅、金、银、阳极泥、锌、硫酸的生产（凭有效的许可证生产经营）；改造开发林果地；从事货物和技术进出口业务（国家法律法规规定应经审批方

可经营或禁止进出口的货物和技术除外）。

安阳岷山下设矿粉采购部、辅料采购部、生产部、设备部、技术部、销售部、国际贸易部、财务部和企业管理部等 14 个职能部门；安阳岷山在职员工 538 名。

截至 2009 年底，安阳岷山（合并）资产总额 50087.99 万元，所有者权益合计 28330.15 万元；2009 年安阳岷山实现主营业务收入 48734.89 万元，净利润 3027.92 万元；2009 年安阳岷山经营活动产生的现金流量净额 6352.24 万元，现金及现金等价物净增加额 8351.93 万元。

安阳岷山注册地址：安阳市龙安区马投涧乡何大岷村；法定代表人：何秋安。

募集资金用途

安阳岷山本次发行债券募集资金 5000 万元，发债资金全部用于“富氧底吹强化熔炼节能技改项目”。

该项目总投资 32860 万元，其中企业自筹 15000 万元，国内银行贷款 12860 万元，发行债券 5000 万元。

该项目在原冶炼基础上，采用富氧底吹强化熔炼技术和双转双吸制酸系统，淘汰原有 92m² 烧结机，保留鼓风机和电解手段，并可新建余热锅炉充分回收烟气余热。项目建成后可大大提高生产效率。SO₂ 捕集率在 99% 以上，除尘效率 99.5%，增产减污，技改后年产电解铝 10.3 万吨，年节约标准煤 2.8 万吨，回收硫酸 7.7 万吨，具有良好的经济效益和社会效益。

该项目编号为：豫安市域工[2008]00024，已经河南省发展和改革委员会审核同意，并办理项目备案。

7. 河南新乡华宇电磁线有限公司

主体概况

河南新乡华宇电磁线有限公司（以下简称“新乡华宇”）前身为河南新乡华宇电磁线厂，成立于 1998 年 5 月，初始注册资本 300 万元，2002 年 5 月变更为河南新乡华宇电磁线有限公

司，历经多次增资，截至 2009 年底，新乡华宇注册资本为 7000 万元，其中韩勇持股 54.29%，刘万霞持股 45.71%。

新乡华宇经营范围：漆包线、防水线、双玻璃丝包扁铜线、铜杆、绝缘材料加工、运输回收废铜、经营本企业自产产品及技术的进出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料及技术的进出口业务。

新乡华宇下设生产部、供应部、财务部、质检部、技术中心、市场公司、工会、办公室等 9 个职能部门；新乡华宇在职员工 557 名。

截至 2009 年底，新乡华宇合并资产总额 34816.64 万元，所有者权益合计 16569.06 万元；2009 年新乡华宇实现主营业务收入 41533.70 万元，净利润 595.75 万元；2009 年新乡华宇经营活动产生的现金流量净额 1086.87 万元，现金及现金等价物净增加额 2284.44 万元。

新乡华宇注册地址：新乡县七里营镇八柳树村；法定代表人：韩勇。

募集资金用途

新乡华宇通过本期债券募集资金 6000 万元，将全部用于年产 20000 吨铜板带项目建设。

该项目总投资 12314 万元，其中企业自筹资金 5314 万元，银行贷款 1000 万元，使用本次债券发行募集资金 6000 万元。

项目市场前景广阔，项目的实施将使新乡华宇产品链进一步延伸，实现跨越式发展。该项目投资回收期为 2.35 年，预计 2010 年，该项目可实现营业收入 18600 万元，利润总额 450 万元，净利润 338 万元；预计 2011 年，该项目可实现营业收入 47500 万元，利润总额 1,100 万元，净利润 825 万元。

该项目编号为：豫新新县高[2008]00111，已经河南省发展改革委审核同意，并办理项目备案。

8. 新乡市起重机厂有限公司

主体概况

新乡市起重机厂有限公司（以下简称“新

乡起重”）的前身是设立于 1993 年的新乡市起重机厂，原登记注册为集体所有制企业，实际注册资金均由自然人投入。2003 年，新乡起重申请变更为私营企业，设立新乡市起重机厂有限公司，注册资本 800 万元。截至 2009 年底，新乡起重注册资本增至 6000 万元，其中河南恒升起重股份有限公司出资 4200 万元，占 70%；马天贺、徐玉兴、徐进增 3 名自然人分别出资 600 万元，各占 10%。

新乡起重属起重机械制造业，经营范围包括电动葫芦、桥式起重机、门式起重机、多功能起重机、取物装置、起重机械配件、起重机安装维修。

截至 2009 年底，新乡起重设有技术部、企管部、生产部、仓储部、财务部、人事部、发展部、办公室等 13 个职能部门，分别由总工程师和 3 名副总经理管理；新乡起重无下属子公司，现有员工 802 人。

截至 2009 年底，新乡起重资产总额 23891.46 万元，所有者权益 17355.46 万元；2009 年新乡起重实现营业收入 20123.75 万元，利润总额 2053.52 万元。

新乡起重注册地址：河南新乡市开发区南环路东 1 号；法定代表人：徐广善。

募集资金用途

新乡起重本次发行债券募集资金 4000 万元，用于实施“年产 80 套 X342-II 全遥控智能化冶炼组合机项目”。

该项目总投资为 12670 万元，资金来源分别为：申请银行贷款 4000 万元，发行债券 4000 万元，其余 4670 万元由企业自筹。

该项目编号为：豫新市高工[2008]00007，已经河南省发展和改革委员会审核同意，并办理项目备案。

五、本期债券信用状况分析

经联合资信评定，8 家债券发行人主体长

期信用等级见表 4，具体分析内容参见各债券发行人的《主体长期信用评级分析报告》。

从表 4 可以看出，本期债券发行主体长期信用等级均在投资级别以上，其中 A⁻级 1 家，BBB⁺级 1 家，BBB 级 1 家，BBB⁻级 5 家。

表 4 债券发行人主体长期信用等级

	债券发行人	主体长期信用等级
1	河南大用实业有限公司	A ⁻ /稳定
2	南阳普康药业有限公司	BBB ⁻ /负面
3	河南平原非标准装备股份有限公司	BBB ⁻ /稳定
4	开封特耐股份有限公司	BBB/稳定
5	林州重机集团股份有限公司	BBB ⁺ /稳定
6	安阳市峨山有色金属有限责任公司	BBB ⁻ /稳定
7	河南新乡华宇电磁线有限公司	BBB ⁻ /稳定
8	新乡市起重机械厂有限公司	BBB ⁻ /稳定

资料来源：联合资信整理

从本期债券发行额在各个级别的分布情况（表 5）看，其中 A⁻级占 31.63%，BBB⁺级占 10.20%，BBB 级占 10.20%，BBB⁻级占 47.96%。

表 5 债券发行人额度级别分布

主体级别	发行家数	发行额度（万元）	所占比例（%）
A ⁻	1	15500	31.63
BBB ⁺	1	5000	10.20
BBB	1	5000	10.20
BBB ⁻	5	23500	47.96
合 计	8	49000	100.00

资料来源：联合资信整理

从债券发行人所属细分行业（表 6）看，8 家发行主体所涉及细分行业较为分散，细分行业相关度较低。联合资信认为，上述 8 家发行主体同时发生大规模违约风险较小。

表 6 债券发行人所属细分行业分布

	债券发行人	细分行业
1	河南大用实业有限公司	家禽养殖
2	南阳普康药业有限公司	医药
3	河南平原非标准装备股份有限公司	汽车设备
4	开封特耐股份有限公司	耐火材料
5	林州重机集团股份有限公司	重型煤机制造
6	安阳市峨山有色金属有限责任公司	有色金属
7	河南新乡华宇电磁线有限公司	电磁线原料
8	新乡市起重机械厂有限公司	机械制造

资料来源：联合资信整理

四、担保与再担保能力分析

1. 担保与再担保条款

本期债券由河南省中小企业投资担保股份有限公司、郑州中小企业担保有限公司、新乡市发展投资担保有限公司、安阳市信用担保投资有限责任公司组成统一担保人，以不可撤销的连带保证责任方式提供债券担保；并由河南省中小企业信用担保服务中心对债券担保人的担保责任提供再担保，担保方式为无条件不可撤销的一般保证担保。

担保和再担保的保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

2. 担保公司基本情况

（1）河南省中小企业投资担保股份有限公司

河南省中小企业投资担保股份有限公司（以下简称“河南担保”），成立于 2002 年 12 月 30 日，是经河南省政府批准并出资发起设立的股份制企业，初始注册资本 2.04 亿元。2007 年 7 月，河南担保注册资本增至 2.5 亿元，共有 20 家法人股东。其中，第一大股东为河南省中小企业信用担保服务中心（由河南省人民政府独家出资成立的事业法人），持股比例为 20%；第二大股东和第三大股东为关联企业，合计持股 26.4%；另有九家股东为省内的市级担保机构以及担保服务中心，其余为企业法人股东。河南担保股东及持股情况见表 7。

表 7 河南担保股东及持股情况表

序号	股 东	出资额 (万元)	持股比例 (%)
1	河南省中小企业信用担保服务中心	5000	20.00
2	河南大用实业有限公司	4000	16.00
3	河南省邦杰食品发展有限公司	2600	10.40
4	周口市兴农投资担保有限公司	2500	10.00
5	河南神火煤电股份有限公司	2000	8.00
6	河南平原控股集团股份有限公司	2000	8.00
7	河南威华达贸易有限公司	2000	8.00
8	河南智兴投资有限公司	2000	8.00
合 计		22100	88.40

资料来源：河南担保提供。

河南担保经营范围：对中小企业提供担保与再担保，实业投资（按国家有关规定）、咨询服务，信息服务，中介服务等。

河南担保内设担保业务一部、担保业务二部、担保业务三部、担保业务四部、风险控制部、计划财务部和综合管理部，现有员工 60 余人。

截至 2009 年末，河南担保资产总额 64205.41 万元，负债总额 35805.72 万元，所有者权益 28399.69 万元。2009 年，河南担保实现担保业务收入 7940.61 万元，净利润 2708.25 万元。2009 年末，河南担保在保余额 206767 万元。

河南担保注册地址：河南郑州市金水区纬二路 23 号院 200 号楼；法定代表人：关湘平。

（2）郑州中小企业担保有限公司

郑州中小企业担保有限公司（以下简称“郑州担保”）成立于 2004 年 1 月，是由郑州市人民政府出资组建的政策性担保机构。2009 年 4 月，郑州投资控股有限公司向郑州担保增资 4000 万元；2010 年 4 月，郑州市财务开发公司向郑州担保增资 1 亿元，郑州担保注册资本增至 40100 万元，股东及持股情况见表 8。郑州担保第一大股东郑州市财务开发公司为国有独资企业，出资人为郑州市财政局。

表 8 郑州担保股东及持股比例情况表

序号	股 东	出资额 (万元)	持股比例 (%)
1	郑州市财务开发公司	33000	82.29
2	郑州投资控股有限公司	4000	9.98
3	郑州市财政局	2000	4.99
4	新郑市财政局	1000	2.49
5	郑州纱嫂集团	100	0.25
合 计		40100	100.00

资料来源：郑州担保提供。

郑州担保经营范围：开展中小企业贷款担保、履约担保、财产保全担保、招投标担保、进出口贸易担保、个人贷款担保；发起设立中小企业发展基金，开展股权投资、受托和委托投资等投资业务；投资咨询、管理咨询、财务咨询；提供信用调查、信用评估、信用咨询。

郑州担保内设融资担保部、非融资担保部、

住房公积金担保部、下岗职工担保部、资金管理部、综合管理部、风险管理部等。

截至 2009 年末，郑州担保资产总额 54024.17 万元，负债总额 20432.39 万元，所有者权益 33591.78 万元。2009 年，郑州担保实现主营业务收入 5195.76 万元，净利润 1772.76 万元。2009 年末，郑州担保在保责任余额 81922 万元（不包括下岗职工小额贷款担保业务）。

郑州担保注册地址：郑州市二七区嵩山南路 10 号中原商务大厦 6、7 楼；法定代表人：王皓。

（3）新乡市发展投资担保有限公司

新乡市发展投资担保有限公司（以下简称新乡担保）成立于 2005 年 12 月。历经五次增资扩股，新乡担保注册资本从 1080 万元增至 10010 万元。2009 年 3 月，新乡市汇通投资有限公司受让原股东新乡市人民政府所持股份，成为新乡担保第一大股东，持股比例 69.93%。新乡担保前 5 大股东及持股情况见表 9。

表 9 新乡担保前 5 大股东及其持股比例表

序号	股 东	出资额 (万元)	持股比例 (%)
1	新乡市汇通投资有限公司	7000	69.93
2	延津县人民政府	600	5.99
3	河南新乡华宇电磁线有限公司	500	5.00
4	新乡天丰钢板开发有限公司	300	3.00
5	新乡市新良粮油加工有限责任公司	210	2.10
合 计		8610	86.01

资料来源：新乡担保提供。

新乡担保经营范围：本市信用担保、融资担保、履约担保、财产诉讼保全担保、再担保、投资、管理和运作公司担保资金、信息咨询服务。

截至 2009 年末，新乡担保资产总额 16031.78 万元，负债总额 5475.62 万元，所有者权益 10556.16 万元。2009 年，新乡担保实现担保业务收入 1181.76 万元，净利润 14.86 万元。截至 2009 年末，新乡担保在保责任余额 24625 万元。

新乡担保注册地址：河南省新乡市开发区向阳路 246 号；法定代表人：邓林。

（4）安阳市信用担保投资有限责任公司

安阳市信用担保投资有限责任公司（以下简称“安阳担保”）于 2005 年 12 月经安阳市政府批准成立，注册资金 1900 万元。历经三次增资，截至 2009 年末安阳担保注册资本 10000 万元。股东全部以货币出资，其中国有股东 3 家，合计持股 84%；民营企业股东 7 家，合计持股 16%。安阳担保前 5 大股东及其出资比例见表 11。

表 10 安阳担保前五大股东及持股情况表

序号	股 东	出资额 (万元)	持股比例 (%)
1	安阳市建设投资有限责任公司	3800	38.00
2	安阳市中小企业信用担保中心	2600	26.00
3	林州市建设投资有限责任公司	2000	20.00
4	安阳市安信投资担保有限责任公司	500	5.00
5	河南耀元实业有限公司	300	3.00
合 计		9200	92.00

资料来源：安阳担保提供。

安阳担保经营范围：投资、担保、咨询服务、信用服务。

安阳担保内设业务部、风险部、财务部和综合部，下设高新区分公司，控股滑县信用担保投资有限公司。

截至 2009 年末，安阳担保资产总额 12806.67 万元，负债总额 2219.53 万元，所有者权益 10587.14 万元。2009 年，安阳担保实现担保业务收入 854.28 万元，净利润 542.88 万元。2009 年末，安阳担保在保责任额 26150 万元。

安阳担保注册地址：河南省安阳市文峰区文峰大道中段工行大厦；法定代表人：吴紫阳。

3. 担保能力分析

（1）统一担保人概况

本期债券由上述 4 家担保公司组成统一担保人。这 4 家担保公司均成立于 2002~2006 年期间，整体经营时间较短。目前该 4 家担保公司的注册资本合计 85110 万元，各家担保公司的注册资本均在 10000 万元(含)以上，其中最大

的为 40100 万元，最小的为 10000 万元。4 家担保公司中，政府出资并控股的担保公司 2 家，政府参股的担保公司 2 家。各家担保公司在当地具有较强的竞争力，且大部分担保公司能够得到当地政府的支持。

经联合资信评定，4 家担保公司的信用等级分布于 BBB~A 之间。其中，2 家担保公司信用等级为 A，1 家担保公司信用等级为 BBB+，1 家担保公司信用等级为 BBB。

（2）风险管理水平

4 家担保公司均制定了比较健全的担保业务风险管理政策和办法，建立了比较规范的担保业务操作流程。在实际业务开展中，担保公司能够按照既定的担保业务管理制度对担保风险进行事前、事中及事后管理。从各家担保公司担保业务代偿情况看，虽然个别担保公司的历史担保代偿率偏高，但整体的担保代偿率较低。

（3）资产质量

4 家担保公司的资产主要由货币资金（包括存出担保保证金）构成。截至 2009 年末，该 4 家担保公司资产合计 147068.03 万元。担保公司其他资产包括应收账款、短期投资、委托贷款及资金拆借、固定资产等。总体看，4 家担保公司整体的资产质量较好，流动性较强。

（4）担保代偿能力

截至 2009 年末，4 家担保公司净资产合计 83134.77 万元（见表 11），净资本合计 60909.00 万元，融资担保责任余额 267095.00 万元；4 家担保公司净资产担保倍数为 3.21 倍，净资本担保倍数为 4.39 倍（由于担保公司非融资担保业务风险较小，在计算担保倍数时不考虑该项业务）。如果此次 49000 万元中小企业集合债券成功发行，以 2009 年末数据为基础，4 家担保公司净资产和净资本担保倍数将分别上升至 3.80 和 5.19 左右。考虑到各家担保公司银行贷款担保业务的增长情况，集合债券发行后，4 家担保公司的担保倍数将高于上述担保倍数。截至 2009 年末，4 家担保公司净资产总额对本次集

合债券本金的保障倍数为 1.70 倍，净资产总额保障倍数为 1.24 倍，保障能力较强。在集合债券到期时，可能出现部分企业发生违约的情况，但出现发行人大面积同时违约的可能性很小。

该 4 家担保公司组成统一担保，以不可撤销的连带保证责任方式提供债券担保，对本期债券的整体担保能力较强。

表 11 2009 年末担保公司的主要财务及信用指标表

担保公司	总资产 (万元)	净资产 (万元)	净资本 (万元)	融资担保 责任余额 (万元)	净资产 担保倍数 (倍)	净资产担 保倍数 (倍)	信用等级
河南担保	64205.41	28399.69	24847	150680	5.31	6.06	A
郑州担保	54024.17	33591.78	17556	65640	1.95	3.74	A
新乡担保	16031.78	10556.16	10117	24625	2.33	2.43	BBB ⁺
安阳担保	12806.67	10587.14	8389	26150	2.47	3.12	BBB
合 计	147068.03	83134.77	60909.00	267095.00	3.21	4.39	--

资料来源：联合资信整理。

- 注：1、净资产担保倍数=融资担保责任余额/净资产；
 2、净资产担保倍数=融资担保责任余额/净资本；
 3、合计的净资产担保倍数=融资担保责任总余额/净资产总额；
 4、合计的净资产担保倍数=融资担保责任总余额/净资本总额。

4. 再担保基本情况

本期债券由河南省中小企业信用担保服务中心（以下简称“担保服务中心”）提供再担保，再担保人对担保人的担保责任承担一般保证责任。在本期债券到期时，如债券持有人或债权人书面通知主债务人和担保人履行到期债务主债务人或债权人书面通知主债务人和担保人履行到期债务，主债务人和担保人依据签的相关协议进行清偿债务。主债务人和担保人均不能足额清偿债务时，再担保人对不能清偿的部分承担担保责任。再担保人在收到债券持有人或债权代理人的书面通知之日起 10 日内就担保人未代偿部分进行代偿。

担保服务中心是河南省财政于 2001 年出资成立的政策性担保机构，注册资本 15000 万元。担保中心主要开展融资担保、非融资担保、咨询服务、与其他担保机构开展联合担保、分保及再担保等业务。担保服务中心与多家银行建立了业务合作关系。截至 2009 年末，担保服务中心资产总额 19430.47 万元，其中货币资产

2553.95 万元；负债总额 1789.43 万元，其中担保业务准备金 1339.06 万元；股东权益 17641.04 万元。担保服务中心是河南省唯一由省财政独家出资的政策性担保机构，其提供的再担保有助于增强本期债券本息偿还的安全性。

5. 交易结构

债权人应于兑付日前 40 日，书面通知偿付人如期支付应偿还的本金和/或利息金额，并同时抄送风险管理委员会和监管银行。监管银行应根据债权代理人的书面通知核对偿付人是否按时将应偿还的本息金额划拨致本协议约定的偿债专项账户总户中，如监管银行发现偿付人在兑付日前 33 日仍未足额划拨本期应偿还的款项，应在 1 个工作日内，书面通知偿付人补足，并按本协议的约定书面通知债权代理人 and 风险管理委员会，由风险管理委员会决议是否启动债券清偿程序。偿付人的偿付资金全部到达偿债专户后，监管银行应在立即书面通知债权代理人并同时抄送风险管理委员会。债

权代理人应在收到银行书面通知之日起 3 日内，向监管银行发出印有预留印鉴的书面划拨指令并同时抄送风险管理委员会，监管银行应根据该指令划拨相应资金给债券持有人。

若各偿付人未按约定足额支付本次集合公司债券的本金、利息和/或逾期利息，或发生其他违约情况时，风险管理委员会应根据《集合担保协议》及其他协议的约定，于不迟于偿付 20 日前，启动担保追偿程序，要求相应统一担保人于不迟于偿付日起 15 日前将相应本金及利息划入偿债专户。若在履行上述程序后债项仍未得到全部清偿，则风险管理委员会应于不迟于偿付日 7 日前启动风险准备金清偿并按约履行其他追偿程序。在风险管理委员会决议启动风险准备金清偿后，债权代理人应及时向监管银行发出风险准备金相关划付指令。

五、综合评价

河南省是中国重要的经济大省、迅速发展的新兴工业大省，在全国具有举足轻重的地位。近年来，在全国区域发展格局中，河南省继续保持好的态势。

河南省政府高度重视中小企业及民营经济发展，不断优化政策和创业环境。目前，民营经济已成为河南省工业的主导力量，数量众多的优质中小企业，为发行中小企业集合债券提供了良好的基础条件。本期债券的发行得到了省政府及有关部门的有力支持。河南省财政厅豫财办企函[2008]1 号文，原则同意对本期债券发行企业在债券存续期间每年给予 1 个点的财政贴息；同时发债企业所在市政府也给予配套财政贴息，表明了地方政府给本期债券的支持力度。

本期债券的 8 家发行人均是河南省中小企业的优秀代表，具有良好的持续经营能力和发展潜力。近年来，各发行人实力不断壮大，经营状况良好，盈利能力逐步增强，能够满足本期债券本息按期偿付的要求。并且各债券发行人所涉及细分行业相关度较低，发生大规模违

约风险较小。但同时应关注中小企业的经营状况易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响，个体抗风险能力较弱。

由 4 家担保公司组成统一担保人，为本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。这些担保公司大多为政府出资的政策性担保机构，可以获得当地政府的有力支持。虽然单个担保公司经营规模不大，但组成统一担保人后，整体较强的资金实力将为本期债券的还本付息提供良好的安全保证。另外，作为本期债券的再担保方，担保服务中心对债券担保人的担保责任承担一般保证责任，有助于增强本期债券本息偿还的安全性。

本期债券设立了较为完善的偿债保障措施安排，包括河南省中小企业服务局作为本期债券的牵头人，负责本期债券的组织、协调工作；提取本期债券发行总额 10% 设立专项风险准备金，具备一定的增级作用；本期债券的相关机构特设立风险管理委员会，以预防及控制本期债券发行、兑付风险，切实维护债券持有人的利益；聘请主承销商第一创业证券有限责任公司担任本期债券的债权代理人，聘请广东发展银行股份有限公司郑州商城支行作为本期债券的偿债基金专项账户管理人、募集资金专项账户管理人，以确保本期债券的按时还本付息。

综合看，4 家担保公司的统一担保、担保服务中心的再担保、偿债基金的设立及较为完善的交易结构及偿债保障措施，有效提升了本期债券的信用水平。本期债券不能按期还本付息的风险小。

附件 1 8 家债券发行人的主要财务数据

序号	企业名称	项 目	2007 年	2008 年	2009 年
1	河南大用实业有限公司	资产总额(万元)	118579.65	154039.76	189230.03
		所有者权益(万元)	42835.55	50969.91	63414.62
		长期债务(万元)	700.66	544.51	--
		全部债务(万元)	53010.66	63380.51	83927.00
		主营业务收入(万元)	174393.75	196757.19	229451.47
		利润总额(万元)	13649.98	9637.78	12818.30
		EBITDA(万元)	20084.37	17145.68	23977.52
		经营性净现金流量(万元)	5591.82	3988.91	11951.03
		主营业务利润率(%)	12.81	9.95	11.43
		净资产收益率(%)	31.01	18.04	19.67
		资产负债率(%)	63.88	66.91	66.49
		全部债务资本化比率(%)	55.31	55.43	56.96
		流动比率(%)	102.33	86.06	86.17
		全部债务/EBITDA(倍)	2.64	3.70	3.50
2	南阳普康药业有限公司	资产总额(万元)	34431.64	63876.19	62239.15
		所有者权益(万元)	18795.45	19797.85	21365.18
		长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00
		全部债务(万元)	3600.00	25300.00	27250.20
		主营业务收入(万元)	55637.75	48283.11	51677.22
		利润总额(万元)	4067.42	3085.74	1843.91
		经营性净现金流	5887.03	5538.50	1270.02
		EBITDA(万元)	7787.42	6788.32	5304.12
		主营业务利润率(%)	15.34	16.12	16.39
		净资产收益率(%)	14.50	12.87	7.34
		资产负债率(%)	45.41	69.01	65.67
		全部债务资本化比率(%)	16.07	56.10	56.05
		流动比率(%)	48.99	84.56	88.19
		全部债务/EBITDA(倍)	0.46	3.73	5.14
3	河南平原非标准装备股份有限公司	资产总额(万元)	11653.70	16020.09	17430.59
		所有者权益(万元)	3450.53	4881.51	6917.03
		长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00
		全部债务(万元)	2500.00	5100.00	6300.00
		营业收入(万元)	10186.41	16389.62	18345.28
		利润总额(万元)	1832.70	1941.74	2357.13
		EBITDA(万元)	2081.34	2296.55	3052.00
		经营性净现金流(万元)	1396.88	-1120.08	175.43
		营业利润率(%)	27.51	19.46	25.74
		净资产收益率(%)	36.42	27.89	29.43
		资产负债率(%)	70.39	69.53	60.32
		全部债务资本化比率(%)	42.01	51.09	47.67
		流动比率(%)	134.23	88.43	109.21
		全部债务/EBITDA(倍)	1.20	2.22	2.06

4	开封特耐股份有限公司	资产总额(万元)	31531.64	33659.38	36961.43
		所有者权益(万元)	14191.35	16535.23	18619.86
		长期债务(万元)	1300.00	1300.00	1300.00
		全部债务(万元)	11330.00	14010.86	14465.00
		营业收入(万元)	25219.46	25271.39	24434.38
		利润总额(万元)	3417.85	2770.20	2450.69
		EBITDA(万元)	4894.38	4469.59	4338.01
		经营性净现金流(万元)	4423.18	2058.72	20.73
		营业利润率(%)	26.21	25.69	23.73
		净资产收益率(%)	16.48	14.18	11.20
		资产负债率(%)	54.99	50.87	49.62
		全部债务资本化比率(%)	44.39	45.87	45.85
		流动比率(%)	127.99	146.55	153.06
		全部债务/EBITDA(倍)	2.31	3.13	3.63
5	林州重机集团股份有限公司	资产总额(万元)	46735.52	80115.84	93061.36
		所有者权益(万元)	19637.86	26753.15	37401.13
		长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00
		全部债务(万元)	9485.50	21790.20	36193.13
		营业收入(万元)	36092.65	54211.47	68477.24
		利润总额(万元)	3625.56	6708.54	7715.86
		EBITDA(万元)	4963.62	8376.46	11364.80
		经营性净现金流(万元)	4624.39	3454.04	-15838.22
		营业利润率(%)	17.98	19.88	20.70
		净资产收益率(%)	11.80	17.94	15.30
		资产负债率(%)	57.98	66.61	59.81
		全部债务资本化比率(%)	32.57	44.89	49.18
		流动比率(%)	127.73	106.23	119.46
		全部债务/EBITDA(倍)	1.91	2.60	3.18
6	安阳市岷山有色金属有限责任公司	资产总额(万元)	28033.97	26392.65	50087.99
		所有者权益(万元)	14154.50	16760.25	28330.15
		长期债务(万元)	1280.00	0.00	0.00
		全部债务(万元)	8608.00	6488.00	16950.00
		营业收入(万元)	28478.31	44903.25	48734.89
		利润总额(万元)	2965.24	3474.34	4037.23
		EBITDA(万元)	4183.09	4622.35	5444.45
		经营性净现金流(万元)	668.88	2450.49	6352.24
		主营业务利润率(%)	16.08	11.58	7.59
		净资产收益率(%)	14.00	15.55	10.69
		资产负债率(%)	49.51	36.50	43.44
		全部债务资本化比率(%)	37.82	27.91	37.43
		流动比率(%)	165.09	201.86	140.83
		全部债务/EBITDA(倍)	2.06	1.40	3.11
7	河南新乡华宇电磁线有限公司	资产总额(万元)	29037.10	29333.28	34816.64
		所有者权益(万元)	15321.44	15973.31	16569.06
		长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00
		全部债务(万元)	8910.00	10000.00	14930.00

		营业收入(万元)	37418.32	38527.42	41533.70
		利润总额(万元)	928.77	869.15	794.33
		EBITDA(万元)	1839.69	1912.29	1768.92
		经营性净现金流(万元)	1912.07	-1.45	1086.87
		主营业务利润率(%)	5.88	5.87	5.00
		净资产收益率(%)	4.06	4.08	3.60
		资产负债率(%)	47.23	45.55	52.41
		全部债务资本化比率(%)	36.77	38.50	47.40
		流动比率(%)	173.90	183.99	163.42
		全部债务/EBITDA(倍)	4.84	5.23	8.44
8	新乡市起重机厂有限公司	资产总额(万元)	24045.50	22211.76	23891.46
		所有者权益(万元)	13397.11	15816.07	17355.46
		长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00
		全部债务(万元)	0.00	3800.00	4100.00
		营业收入(万元)	17846.53	19623.41	20123.75
		利润总额(万元)	3523.61	3225.28	2053.52
		EBITDA(万元)	3734.21	3717.20	2712.84
		经营性净现金流(万元)	2606.71	16.80	646.61
		营业利润率(%)	25.45	22.89	17.21
		净资产收益率(%)	17.62	15.29	8.87
		资产负债率(%)	44.28	28.79	27.36
		全部债务资本化比率(%)	0.00	19.37	19.11
		流动比率(%)	150.81	222.59	280.60
		全部债务/EBITDA(倍)	0.00	1.02	1.51

附件 2 中长期债券信用等级的定义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，长期债券信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

联合资信评估有限公司关于 2011 年河南省中小企业集合债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

债券发行人（包括：河南大用实业有限公司、南阳普康药业有限公司、河南平原非标准装备股份有限公司、开封特耐股份有限公司、林州重机集团股份有限公司、安阳市岷山有色金属有限责任公司、河南新乡华宇电磁线有限公司、新乡市起重机厂有限公司）和债券担保人（包括：河南省中小企业投资担保股份有限公司、郑州中小企业担保有限公司、新乡市发展投资担保有限公司、安阳市信用担保投资有限责任公司）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。债券发行人和债券担保人如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，债券发行人和债券担保人应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注债券发行人和债券担保人的经营管理状况及相关信息，如发现债券发行人和债券担保人出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如债券发行人和债券担保人不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至债券发行人及债券担保人提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如债券发行人、债券担保人和本期债券的信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送债券发行人、债券担保人、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月二十四日

评级业务专用章

信用等级公告

联合[2010] 509 号

联合资信评估有限公司通过对安阳市岷山有色金属有限责任公司信用状况进行综合分析和评估，确定

安阳市岷山有色金属有限责任公司
主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月二十四日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与安阳市岷山有色金属有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与安阳市岷山有色金属有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因安阳市岷山有色金属有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由安阳市岷山有色金属有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、安阳市岷山有色金属有限责任公司主体长期信用等级自 2010 年 12 月 24 日至 2011 年 12 月 23 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内安阳市岷山有色金属有限责任公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年十二月二十四日

安阳市岷山有色金属有限责任公司

主体长期信用评级报告

评级结果: BBB⁻
评级展望: 稳定
评级时间: 2010 年 12 月 24 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
资产总额(万元)	28033.97	26392.65	50087.99
所有者权益(万元)	14154.50	16760.25	28330.15
长期债务(万元)	1280.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	8608.00	6488.00	16950.00
营业收入(万元)	28478.31	44903.25	48734.89
利润总额(万元)	2965.24	3474.34	4037.23
EBITDA(万元)	4183.09	4622.35	5444.45
经营性净现金流(万元)	668.88	2450.49	6352.24
营业利润率(%)	16.73	11.52	12.77
净资产收益率(%)	14.00	15.55	10.69
资产负债率(%)	49.51	36.50	43.44
全部债务资本化比率(%)	37.82	27.91	37.43
流动比率(%)	165.09	201.86	140.83
全部债务/EBITDA(倍)	2.06	1.40	3.11
EBITDA 利息倍数(倍)	3.57	5.59	5.85
EBITDA/本期发债额(倍)	0.84	0.92	1.08

注: 公司 2007-2009 年财务报表均按照新会计准则编制。

分析师

陈静 韩霞
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(“联合资信”) 对安阳市岷山有色金属有限责任公司(以下简称“公司”) 的评级反映了其在业务增长、节能环保、资本结构等方面具有的比较优势, 同时联合资信也关注到缺乏上游资源、铅价大幅波动和大额资本支出、公司对外担保金额较大等因素可能给公司经营及财务状况带来负面影响。

未来, 富氧底吹技改项目建成达产将有利于公司技术工艺装备和盈利水平提升, 进而支撑其信用基本面, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 近年来公司业务持续扩张, 收入及盈利规模实现较快增长。
2. 公司注重环保治理和资源综合利用, 取得良好环保成效和经济回报。
3. 公司销售采取预收货款结算方式, 销售收现质量较高。

关注

1. 公司生产所需铅矿目前全部外购, 不具备对上游矿产资源的控制。
2. 受金融危机影响, 全球大宗商品价格巨幅波动, 未来铅价及市场需求波动的风险加大。
3. 公司所有者权益稳定性差。
4. 公司对外担保金额较大, 存在一定或有负债风险。

一、主体概况

安阳市岷山有色金属有限责任公司（以下简称“公司”）是1992年安阳市政府“千村千万工程”项目，原名“安阳县有色金属冶炼厂”，属村集体经济，1999年改制为有限责任公司，注册资金100万元。经历次增资，截至2009年底，公司注册资本5360万元，其中，何秋安持股70.76%、王爱云持股19.91%和何占源持股9.33%。

公司经营范围包括粗铅、电解铅、金、银、阳极泥、锌、硫酸的生产（凭有效的许可证生产经营）；改造开发林果地；从事货物和技术进出口业务（国家法律法规规定应经审批方可经营或禁止进出口的货物和技术除外）。

公司下设矿粉采购部、辅料采购部、生产部、设备部、技术部、销售部、国际贸易部、财务部和企业管理部等14个职能部门（见附件1）；公司在职员工538名。

截至2009年底，公司（合并）资产总额50087.99万元，所有者权益合计28330.15万元；2009年公司实现主营业务收入48734.89万元，净利润3027.92万元；2009年公司经营活动产生的现金流量净额6352.24万元，现金及现金等价物净增加额8351.93万元。

公司注册地址：安阳市龙安区马投涧乡何大岷村，法定代表人：何秋安。

二、行业分析

资源分布状况

铅为带蓝色的银白色重金属，具有毒性以及抗酸、抗碱、防潮、能吸收放射性射线等性能，可以与其他金属组成各种合金，主要应用于蓄电池、氧化铅、铅合金及铅材等产品的生产，其中蓄电池是目前铅消费的最大领域。

中国铅储量占世界铅含量的三分之一，但可供开采的资源较少且较分散，中国拥有铅矿产732处，主要分布在云南、广东、内蒙、甘

肃以及江西等地。2006年中国铅的基础储量为1351万吨，按此数据计算，可供开采的年限只有9年。而根据资源普查的结果，中国铅锌原矿含量最高的云南兰坪矿品位为11-13%，其余基本都是贫矿、小矿。

铅冶炼行业现状

中国的铅冶炼行业发展迅速，铅产量近10年间年均增长14.9%，增长速度位世界之首，河南是全国铅生产规模扩张的原动力。据资料统计，截至2007年底全国建成铅冶炼厂400多家，其中，精铅产量在10万吨以上的冶炼厂有4家，5~10万吨的有8家，产业集中度低以及铅资源本身的稀缺性，造成各企业依赖原料进口和进行国内原料恶性争夺的局面。

炼铅的原料主要是硫化铅矿，采出的矿石品位一般低于3%，须经选矿得到铅精矿再进行冶炼。铅精矿一般成分为：铅40~75%，锌1~10%，硫16~20%，还常含有金、银、铜、铋、砷、锑等伴生或共生金属。硫化铅精矿炼铅主要包括烧结焙烧、鼓风炉熔炼等过程。

在中国现有铅冶炼企业的生产工艺中，采用传统的烧结—鼓风炉工艺的占90%。目前铅冶炼是有色金属行业中技术装备水平提高缓慢、生产条件较差、硫回收率较低、污染比较严重的金属冶炼行业。目前具有中国自主知识产权的氧气底吹熔炼—鼓风炉还原炼铅工艺已经得到成功应用，为行业持续健康发展提供了技术保障。

市场供需

中国是世界上最大的铅锌生产国和消费国，铅锌的产能、实际产量和需求均占世界的1/3。虽然中国的铅锌基础储量为世界第一位，但由于其庞大的消费量，中国也是世界上最大的铅锌精矿进口国。中国从1993年全面放开有色金属市场，国内铅锌市场早与国际市场接轨，国内市场受国际市场的影响很大。

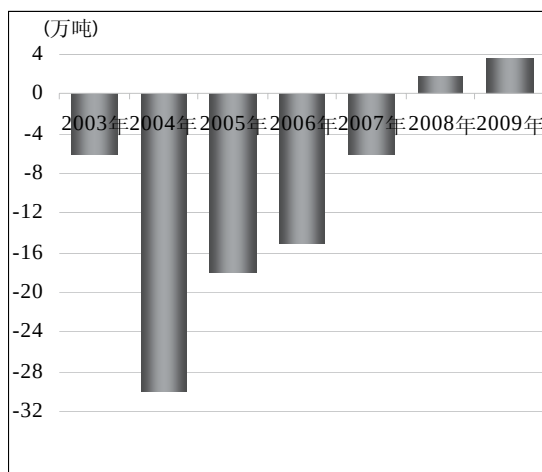
1. 全球铅市场供需状况

根据国际铅锌研究小组（“ILZSG”）统计

数据显示, 2003~2008年全球精铅产量平均增长率为4.28%, 2008年达到872.5万吨, 同比增长7.5%。近几年, 特别是2003年受环保和成本压力的影响, 西方关闭了大量的铅产能, 2001年~2005年西方共关闭铅产能在72万吨左右。

2003~2008年全球精铅消费年均增长率4.09%。尽管欧洲、日本及东南亚地区铅消费量有所下降, 但由于美国的精铅需求量增加, 以及全球最大的铅生产和消费国中国铅消费量仍然保持强劲增长, 所以2008年全球精铅消费较上年增长6.4%, 达870.6万吨。

图1 2003~2009年全球精铅供需平衡表
(单位: 万吨)



资料来源: 亚洲金属网

2008年全球精炼铅市场已经由五年前的供不应求变为供应过剩(图1), 2004年全球精铅供应缺口最高曾达到近30万吨, 而2007年供应短缺6.1万吨, 2008年全球精炼铅供需格局由供不应求转为过剩1.9万吨, 而2009年过剩扩大至3.7万吨。但在全球经济逐步恢复、流动性宽裕、中国汽车消费进入快速上升期的大背景下, 尽管目前铅市场整体还处于供过于求状态, 但铅价并没有显示出疲弱态势。2009年下半年铅市场整体开始回升。

2. 中国铅市场供需状况

近几年, 西方大量关闭铅产能, 中国生产和环境成本较低, 铅产能出现急剧膨胀, 2003

年中国取代美国成为世界最大的铅生产国。

2008年, 受南方雪灾、汶川地震、2008年北京奥运会期间全国禁运炸药和金融危机的影响, 中国铅矿及精炼铅产量增长受到抑制, 但2008年中国铅矿及精炼铅产量仍然稳步大幅增长, 2008年中国精炼铅产量325.78万吨, 同比增长19.2%, 占全球精炼铅产量的37.57%。中国再生铅同比下降2.2%, 为44万吨。2009年中国精炼铅产量370.80万吨, 同比增长13.82%, 较2008年继续保持增长, 但增速出现回落。

中国铅储量占世界储量的三分之一左右, 但由于国内需求逐年增加, 加之西方发达国家逐步减少铅生产, 使得中国铅矿需求增幅巨大, 国内开采量已经不能满足铅冶炼业的需求, 国内冶炼厂每年需要大量进口铅精矿。2000年至2008年中国铅产量翻了两番, 同期铅精矿产量仅增长了73%, 自给程度从66%下降至48%。国内铅矿进口和国内铅矿产量基本上保持对等份额。2008年中国铅矿石及精铅矿进口量同比增加142%, 到2009年, 受国内经济快速复苏拉动, 中国铅进口量大幅增长, 全年净进口精铅13.40万吨, 其中进口精铅15.70万吨, 同比增长108.70%。美国、秘鲁和澳大利亚是中国三大主要铅矿供应国。

铅的一个显著特点是其消费主体结构相对单一, 铅酸蓄电池仍是铅最大的需求领域, 占到整个铅消费的75%以上, 其次是氧化铅、铅合金及铅材。近年来, 欧盟、美国等发达国家出于保护本国环境目的, 限制铅酸蓄电池企业在本国生产, 转而向发展中国家采购。目前, 中国已成为世界上最大的铅酸蓄电池出口国之一, 出口量和出口额分别以年均40%和35%的速度增长。

中国铅酸蓄电池的60%用于汽车, 其他用于电动自行车、摩托车、通讯UPS电源方面。近年来, 国内汽车行业高速增长, 中国汽车产量从2001年的200多万辆增长到2009年的1300多万辆, 汽车产量年均增长率在20%以上。汽车制造业的高速增长直接带动了国内的铅需

求；近两年中国电动自行车产量出现爆炸性增长，据自行车协会统计，2001~2006年中国电动自行车产量年均增长率为102%，2007年产量约2243万辆，保有量6066万辆左右，2009年电动自行车生产量2369万辆，比2008年增长8.2%，电动自行车耗铅量在50万吨左右，同比增长43%。

铅酸蓄电池出口方面，受全球经济危机以及外部市场复苏较慢影响，2009年前三季度中国铅酸蓄电池出口量同比下降27%，但中国及时采取措施应对危机，针对汽车行业相继出台了三项刺激政策—1.6升及以下排量乘用车购置税减半、汽车下乡和以旧换新，2009年汽车产销状况增长迅猛，带动汽车类蓄电池耗铅量同比增长21%，国内新增需求弥补了海外市场份额的萎缩。未来国内外汽车行业的销售情况持续转好，铅酸蓄电池的产销将得到有力支撑。

3. 铅价波动

从2003年下半年开始，整个有色金属开始进入新一轮牛市，铅价也随之上涨，尤其是自2007年开始，铅三月期货价格直线上涨，截止11月份铅价成为有色金属涨幅最大的品种。国际铅价的涨跌与西方库存关系密切，而西方库存量的变化直接与中国出口量相关联，当中国精铅出口基本能弥补西方供应缺口时，国际铅价处于一个相对较低的水平，价格相对稳定。

中国出口政策对国际铅价的影响很大。2003年10月13日财政部和国家税务总局公布，从2004年1月1日起，将精铅出口退税从15%降低到13%；2006年9月14日财政部和发改委等5部门联合公布，从2006年12月14日起，取消精铅出口退税；2007年5月21日，财政部公布从6月1日起对中国精铅出口加征10%的出口关税。每次中国调整出口政策，LME铅价都出现明显波动。

2008年中国市场铅锭价格与LME铅价变

动基本一致。2008年1~2月，铅市场出现了一轮上涨行情，由1月初的19100元/吨逐渐攀升至2月下旬23200元/吨的全年最高价，主要原因是当时正值铅酸蓄电池消费旺季，铅锭需求强劲；一月中下旬中国南方地区云、贵、川、湘等地遭遇了五十年不遇的雪灾，部分地区电力供应中断，影响这些地区矿山及冶炼厂生产和发货。随后的3~5月，虽铅酸蓄电池销售旺季结束，铅价开始迅速回落，5月跌至17000元/吨附近，7~8月铅价经历涨跌走势，9月维持在17600~18000元/吨。进入10月，LME铅价大幅下滑，国内市场铅锭价格直线下跌，至11月底跌至8000~8100元/吨，12月受铅出口关税将下调或取消传闻以及国储收储的影响，冶炼厂和贸易商惜售，铅价开始反弹，12月底达到10400元/吨。2008年中国现货市场上铅锭平均价17040元/吨，2009年国内铅价格在12000-16000元/吨波动，截止2009年底价格为15750元/吨。未来受国内行业整合、国际美元贬值、通胀预期等因素影响，加之发达国家相继提高空气中铅含量的环保标准将导致发达国家铅生产行业在未来的进一步萎缩，并对中国等新兴市场的铅供应依赖程度加深等，铅价格将得到支撑，短期内难以回落。

图2 2004~2008年中国铅现货价格走势



资料来源：上海金属网

4. 行业发展

近年来，中国铅冶炼业快速发展，但工业总量和结构方面的矛盾和问题突出。主要表现为：一是资源紧缺，严重影响铅锌工业的可持

续发展。中国国内已探明的铅矿资源大型矿床少，中低品位资源占 50%以上，且探明储量的铅矿已有 55%被开发利用，未被开发的储量又大多集中在基础条件和资源条件较差的西北地区，开采量增长缓慢，二是结构性矛盾突出，行业利润向矿山采选业过度转移。三是行业集中度低，企业竞争力不强。2007 年铅冶炼产量在 5 万吨以上企业 14 家，平均产量是 14.12 万吨；2007 年中国铅产量前 5 强企业的产量合计约为 70.61 万吨，占全国铅总产量的 25.63%。四是铅冶炼工艺及技术装备水平差，落后的锌冶炼能力尚占一定比例。五是环境影响大，一些企业资源浪费严重。六是铅锌冶炼盲目投资问题严重。

2007年3月16日，中国国家发展和改革委员会发布《铅锌行业准入条件》，目的是淘汰落后生产工艺，保持铅锌供需基本平衡，按照规划有序发展，限制铅锌冶炼能力盲目增长。该文件还规定，新建或者改、扩建的铅锌矿山、冶炼、再生利用项目必须符合国家产业政策和规划要求，新建铅、锌冶炼项目，单系列铅冶炼能力必须达到5万吨/年（不含5万吨）以上；单系列锌冶炼规模必须达到10万吨/年及以上。

《铅锌行业准入条件》实施将是对铅锌冶炼企业进行一次全面清理，产能规模小、工艺技术装备落后、竞争能力弱的铅锌冶炼企业将被加速淘汰，并从规模上为产能增加设置了较高门槛，未来中国铅产能增长将有限。

2009年5月11日，国务院发布《有色金属产业调整和振兴规划》(下称《规划》)。总体指导思想是“按照保增长、扩内需、调结构的总体要求，采取综合措施，稳定和扩大国内市场；以控制总量、淘汰落后产能、加强技术改造、推进企业重组为重点，推动有色金属产业结构调整和优化升级；充分利用境内外两种资源，着力抓好再生利用，大力发展循环经济，提高资源保障能力，促进有色金属产业可持续发展”。截至2008年底，国内仍有落后烧结锅炼铅产能60万吨，环保不达标、能耗高的烧结

机炼铅产能近150万吨。《规划》明确表示，2009 年将淘汰落后铅冶炼产能60万吨，并按期完成淘汰烧结锅炼铅产能，逐步淘汰能耗高、污染重的落后烧结机铅冶炼产能。随着国家对矿山开采的进一步管制和约束以及大型央企的整合，供应将逐步规范，供过于求的局面得到改善。

作为国民经济的基础产业，有色金属冶炼行业的发展直接受宏观经济运行状况的影响。全球金融危机已经影响到美国、欧洲、日本等地实体经济衰退，对中国有色金属出口也产生了十分不利的影响。一方面，价格观望，使有色金属下游企业观望为主，采购降低；另一方面，由于需求放缓可能引起的未来有色金属需求忧虑加重，该行业遇到了前所未有的挑战。但机遇和挑战并存，在国家产业政策的引导下，行业关停并转不可避免，这给优势企业的扩张提供了难得的机会。随着落后产能的淘汰和整合兼并的深入，中国的铅行业将逐渐步入良性的发展轨道。而全球经济逐步走出低谷，下游消费市场的转暖，将进一步带动市场需求。

中国汽车、摩托车、电动自行车、通信和铁路机车等行业的快速发展将带动铅酸蓄电池和铅消费保持稳定增长。铅的终端使用超过 80%是用于铅酸电池，而在所有电池的消费中铅酸电池又占到50%的比重。由于铅酸电池的独有特性，短期仍难以被镍氢电电池和锂电池替代。中国已经成为世界上最大的铅蓄电池生产国和出口国，产量约占世界产量的1/3。据不完全统计，中国铅蓄电池制造厂家已经达到 1500家左右，生产量平均以每年20%的速度高速增长。中国电动自行车的稳定发展给铅酸蓄电池和铅价带来长远机会。对于中国消费者来说，购买电动自行车的性价比远高于汽车，将未来5-10年内，电动自行车将继续稳定增长，据预测2009、2010年中国的电动自行车保有量将分别为3670万辆和4682万两，增长率分别为 18.1%和27.6%，从而带动铅酸电池和铅消费的

稳定增长。

中国目前尚无铅期货市场，在中国铅产业上游进口、下游出口，上游相对垄断、下游充分竞争的格局下，铅定价权的外置和风险管理工具的缺失，使中国铅产业上、中、下游企业面临着各自不同的风险，由于缺乏铅期货发现价格、规避风险的功能，国内铅供需发生明显不平衡时，供需双方无法在短期内达到均衡，导致价格波动剧烈。中国今年将加大力度推动铅期货的上市。以价格发现和套期保值为根本目的的铅期货的推出，不仅有助于逐步改变中国铅定价权外置的情况，而且可以帮助国内铅产业企业规避铅价格波动风险，改变中国铅产业相对被动的局面。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司主营业务为有色金属冶炼，主导产品为电解铅，现有产能6.3万吨，在全国同行业中处于中上等规模。依托多金属伴生矿铅矿，公司综合回收多种金属，具备年综合回收黄金160公斤、白银90吨、硫酸4万吨、清洁生产回收锌、铜、镉、铋、铟1万吨的产能。

公司目前拥有在黑龙江五常市参股铅锌矿山一处；在云南马关地区拥有36平方公里的矿山勘探权；在新疆喀什地区拥有139平方公里的勘探权。

公司地处河南省安阳市区西南部，位于晋、冀、鲁、豫煤炭开采中心，煤炭、焦炭资源丰富价格低廉；紧邻京广铁路线和107国道，交通运输方便，物流便利。

公司注册的“岷山”商标在国内有色金属行业中享有较高声誉，公司产品国标1#电解铅销往全国，部分出口至日本、韩国、台湾等地。

公司为“河南省高成长型企业”，“河南省十一五计划企业”，并被国家有色金属协会认定为“铅锌行业重点企业”。

2. 人员素质

公司高级管理人员9人。公司执行董事兼总经理何秋安先生，研究生学历，注册高级咨询师，安阳企业家协会常务理事，安阳市人大代表、龙安区政协常委。公司高管平均年龄42岁，在公司工作多年（部分为公司创业团队成员），业内管理经验丰富。

截至2009年底，公司员工总人数508人，从学历结构看，大专及以上学历10.39%，高中初中80.78%，初中以下8.83%；从年龄结构看，30岁以下68.04%，30~50岁30.20%，55岁以上1.76%。

总体看，公司高级管理人员从业经验丰富，员工结构符合劳动密集型生产企业特点。

3. 技术水平

到目前为止，世界铅冶炼行业的工艺技术大体分为三代：第一代烧结锅—鼓风炉工艺技术，该工艺技术因难以从根本上解决污染问题，相继被各国淘汰，在原国家经济贸易委员会制定的有色金属工业“十五”规划中，已将其列为“十五”期间的淘汰工艺；第二代烧结机—鼓风炉工艺技术，该工艺技术应用后，环境污染大为降低；第三代强化冶炼技术工艺（如富氧底吹氧化—鼓风炉还原熔炼技术等），这些工艺技术的应用，可从根本上解决环境污染问题。

公司电解铅生产工艺为第二代烧结机工艺技术，该工艺目前在国内普遍采用。公司计划投资3亿元建设采用第三代工艺的富氧底吹强化熔炼节能技改工程，该技术目前处于国内先进水平，所有权人为北京有色冶金设计研究总院，公司将以协议方式拥有该技术使用权，但并不拥有其所有权和独家使用权。富氧底吹工程项目目前正处于设备安装阶段，预计在2010年10月底将全部安装完毕，截止到2010年7月底已经投资1.3亿元，计划于2010年11月1日点火试生产。项目建成投产后，将提高产品的回收率，促进节能减排，项目达产后，产能

将晋升至国内同行业前五名。

公司的科研投入及科技开发能力尚需进一步提高，因在短期内对铅冶炼核心技术的研究难以有较大的突破将可能对公司未来的发展带来一定的风险。

4. 环境保护

公司一直十分重视环境保护，严格执行国家有关法规和三废排放标准，近几年公司不断加强环保治理，加大环保投入力度。

2006年公司投资建成了废气回收生产系统（制酸车间），并通过河南省环境保护局的环保验收；生产线安装了环保在线检测设备，并和环保部门联网，实行24小时监控；建立了环境污染事故应急预案和组织，制定各生产环节环保制度，防止污染事故的发生。目前，公司二氧化硫回收率达99%以上，外废渣全部回收利用，环保在线监测控制完全达标。2008年获得河南工业节能减排成效显著单位称号。

公司积极争取国家资金、政策等方面的支持，加快发展。2009年1月1日起，公司可以享受固定资产投资增值税抵扣的优惠政策，据此，公司富氧底吹项目的设备购置资金可节约2000万元以上。公司为国家发改委循环经济、清洁生产试点企业，河南省产业结构调整重点支持企业，2008年，获得中央财政资金支持890万元；经河南省发改委证书认定，公司的硫酸、金、银、氧化锌、冰铜为国家鼓励的资源综合利用产品，据此，2008年底公司已经向有关税务机关申请享受减免相关税收的优惠政策，目前公司硫酸销售享受增值税减半征收的优惠政策。

四、管理体制

公司设股东会、执行董事和监事。股东会由全体股东组成，为公司最高权力机构。公司设执行董事1人，由股东会选举产生，任期三年，任期届满连选可以连任，执行董事执行股

东会决议，对股东会负责，执行董事为公司法定代表人。公司监事由股东会选举产生，监事负责检查公司财务并对执行董事和经理进行监督，任期三年，期满可以连任。

为规范公司运行并充分激励企业员工，公司建立并运行了股东会、董事会和监事会的模拟法人运行机构。在该治理结构下，符合条件的公司员工向公司出资并持有模拟股权，公司董事会和监事会成员按照公司法的规定履行各自权责。持有模拟股权的公司经营团队和员工每年可根据公司经营业绩和分配政策获得一定资金奖励。

公司注重内部管理体系的建立，2006年成立企业管理部，专职负责公司内部各项管理制度的制订和执行。经过多次商讨，公司相继建立了《现金管理办法》、《公司财务管理办法》、《流资管理办法》、《产品质量管理体系》、《企业环保管理制度》、《内部审计制度》、《安全生产管理制度》、《公司对外担保制度》等管理办法。目前，公司内部严格按照制订的各项管理制度执行。

质量管理方面，公司严格执行ISO9001质量管理体系标准；强化产品质量监督检验及过程监控；将质量目标纳入各部门绩效考核目标，提高员工质量控制积极性；定期进行用户调查，及时发现和解决问题。

安全管理方面，安全科为公司安全管理主管部门，负责产品生产过程现场作业安全管理，制定安全管理制度和生产作业安全技术措施并监督实施情况，对特种装备进行常规检验；生产部负责生产过程作业人员的健康安全管理以及突发事件应急救援预案实施。

财务管理方面，公司财务部分设结算科和财务管理科，结算科主要负责公司对内对外业务结算，管理科负责日常财务管理、核算考核各部门经济指标的完成情况，分析生产成本、期间费用的变动影响因素并提出改进建议；公司审计部定期或不定期对公司的财务状况进行审计；公司的资金部负责公司全部资金的管

理工作，定期编制资金计划。

总体而言，近年公司业务规模扩张较快，公司建立了与之相适应的组织结构和管理体系并逐步加以完善。

五、生产经营

1. 原材料采购

公司主导产品电解铅2008年生产成本中，铅精矿及辅助材料约占总生产成本的84.88%，燃料动力约占2.62%，职工工资及福利约占1.70%，制造成本等其他约占10.80%。

公司铅精矿的采购比例为国内、国外各50%。国内采购点比较分散，采购数量受到各矿点规模的限制，主要集中在内蒙赤峰、山东、四川和西北地区，价格以SMM（上海有色金属网）价格为基础，按照矿粉的不同品位扣减相应的加工费确定矿粉采购价。矿粉中的含银成分，按中国白银网价扣减相应的加工费用后确定白银购进价格。国内矿采购采取直接到矿山或选矿场现场采购，货款的支付方式为预付货款。

国外的矿源主要依赖几个主要的贸易商，国外矿粉的采购价格参照伦敦LME价格扣减相应加工费、回收率。加工费的多少以市场的矿源紧张程度和价格高低浮动。参照伦敦LBMA现货价格扣减精炼费、回收率。进口矿的支付方式主要是银行信用证，目前公司有1.8亿元的开证额度。

2005~2007年，矿粉价格持续上涨，供应紧缺。2008年起，采购价格有所回落，2008年全年矿粉采购均价下降到12365元/吨左右，原材料供应紧张局面有所缓解。2009年公司原材料铅矿粉采购均价下降至9511.17元/吨。

公司的采购政策是根据生产能力确定合理的库存周转量分批、分期采购不同品位的矿粉以保证正常生产。

2007年年初，在原材料价格持续上涨的背景下，公司管理层针对当时市场情况，对各品

位的矿粉投入配比进行了分析，测算出符合综合利润最大化原则经合理配比的品位水平，确立了低品位经营策略，矿粉采购以低品位矿为主。由于实行低品位战略，客观上部分规避了存货跌价损失。

2. 产品生产

2005年9月铅金银技改扩建工程建成投产，公司电解铅年生产能力由1万吨提高至6.3万吨，年回收黄金160千克、白银90吨，硫酸4万吨。2006年公司投资建设氧化锌、丙酮回收工程，氧化锌生产能力1.2万吨，丙酮6000吨。2007年起公司实施低品位经营策略，加大铅矿粉中伴生的硫、锌、铜、铁、锑、铋、铟等多种不计价元素的综合回收；一方面，公司采购成本控制在较低水平，另一方面，非铅产品利润率高，硫酸等产品的价格经历了阶段性持续上涨，低品位策略在2007年取得了明显经济效益。公司已经形成以电解铅为主，以黄金、白银、氧化锌、各类稀有金属等为辅的产品格局，综合竞争能力得以增强。

表1 2007~2009年公司主要产品产量

	2007年	2008年	2009年
电解铅（吨）	11549.06	19178.75	23100.51
银（公斤）	24775.74	42915.11	73905.37
硫酸（吨）	12390.23	23618.66	27652
金（克）	45183.91	119464.14	142685.35
氧化锌（吨）	2434.27	2008.37	25899.97
冰铜（吨）	85.22	269.08	174.71

资料来源：公司提供

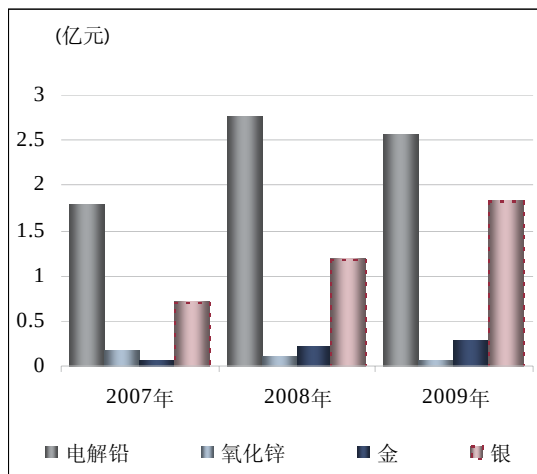
2007年~2009年，由于公司购进原材料主要为低品位矿，即使公司前两道工序（烧结、熔炼）接近满负荷运行，铅产量与生产线总体设计产能仍然存在较大差距。2010年公司富氧底吹项目投产运营有望提高生产效率，缓解前两道工序压力，使生产线产能得到释放。

3. 产品销售

公司销售收入主要由电解铅、金、银和氧化锌构成。2007~2009年，公司电解铅、氧化锌在销售收入中的份额呈波动下降趋势，银和

金则呈上升趋势（见图3）。

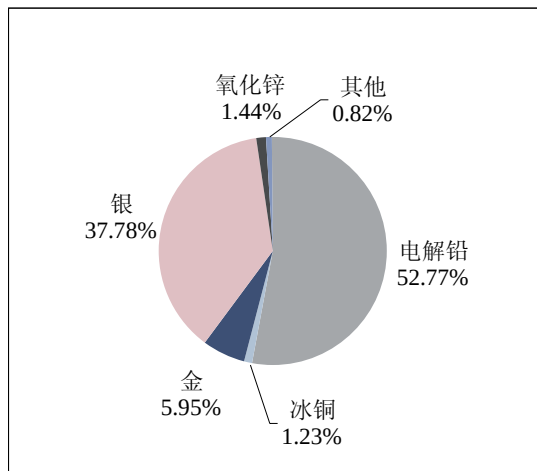
图3 2007~2009年公司销售收入构成变化



资料来源：公司提供

2009年公司实现营业收入4.87亿元，主要由电解铅、银和金组成（见图4）。

图4 2009年公司销售收入构成



资料来源：公司提供

公司80%的电解铅客户为铅酸蓄电池企业（其中60-70%为电动自行车蓄电池生产企业）；销售方式是直接销售，客户在提货前支付货款；销售价格依据上海金属网即时网价确定，2006~2008年的平均售价分别为每吨9626元、14573元和13914元；结算方式通常为客户提货前预付全部货款；2007~2009年公司前五名客户较为稳定，合计购货量占营业收入的42.56%；2007~2009年，公司产销率分别为

106.35%、103.79%和89.96%，产销率有所下降为整个铅市场供需格局由供不应求转为过剩影响。

表2 2007~2009年公司前五名客户购货情况

购货商	2007~2009年均销售额(万元)	占营业收入比
超威电源公司	5137.75	12.65%
南京双能电池	3917.28	9.65%
天津港保税区瑞尔普稀贵金属	3431.93	8.45%
衡水东郊化工厂	2607.86	6.42%
济宁远征电源	2188.72	5.39%
合计	17283.54	42.56%

资料来源：公司提供

公司享有自主经营进出口权，2006年公司出口电解铅2915.30万元，占当年电解铅销售总收入的9.95%，由于2006年底国家取消13%的出口退税政策，2007年6月1日加征10%的出口关税，导致出口利润低，2007年~2009年公司销售全部为内销。

4. 未来发展

发展战略

未来公司将继续围绕电解铅冶炼主业，推行纵向一体化经营战略。向前发展为向矿山采选发展，通过参股、控股、独资控制矿山开采权，占有矿山资源，使铅矿自给率达到50%。向后发展是依托铅矿这种多种金属伴生矿的优势，综合回收，延长产业链；除金、银、铜、锌、硫、铁六类产品外，公司已经能够提取铋、铟、镉等物质，并将铜、锌的深加工列入发展计划。

国内铅市场是全球重要组成部分，也是主要的消费与供应区域，在全球性金融危机中，铅行业也受到一定程度冲击。但公司利用金融危机有利时机进行战略投资。2009~2010年，公司投资3亿元建设富氧底吹强化熔炼节能技改工程（见表3），该项目已于2009年4月开工，目前项目正处于设备安装阶段，截止到2010年7月底已经投资了1.3亿元。预计在2010年10月底将全部安装完毕，计划于11月1日点火试生产。

表3 富氧底吹强化熔炼节能技改工程项目概况

总投资	项目投资总概算3亿元（其中建设投资2亿元）。
建设期	2009年4月~2010年10月
项目规模	电解铅10.3万吨/年
项目简介	该项目在公司原铅冶炼的基础上进行技术改造，升级装备。淘汰原烧结机烧结、非稳态制酸工艺，保留原鼓风机还原熔炼及电解工段。改造采用《铅锌行业准入条件》推荐的具有中国自主知识产权的富氧底吹强化熔炼技术和双转双吸制酸工艺。
环保节能	技改后使生产效率得到提高；每年可节约16790吨标准煤；环保效果将更为显，SO ₂ 的捕集率在99%以上，除尘效率达99.5%，增产减排，实现清洁生产。
项目进展	项目已经河南省发改委备案立项并通过河南省环保局环评，目前项目处于土建阶段。
技术支持	公司与该项目的关键技术所有权人北京有色冶金设计研究总院于2009年签订的技术咨询合同书，获得对该技术享有使用权。

资料来源：公司提供

富氧底吹强化熔炼节能技改工程项目为公司近期重点投资项目。该项目采用富氧底吹氧化——鼓风机还原熔炼工艺，属于目前世界上第三代铅冶炼技术，是公司目前使用的第二代技术烧结机—鼓风机熔炼工艺的进一步提高，目前处于国内先进水平。

项目建成投产后，公司计划新旧两条生产线并行生产，新项目采用高品位矿，老项目采用低品位矿。一方面，新生产线投产扩大了公司电解铅产能，有利于提升生产技术及装备水平，降低铅冶炼生产成本，另一方面，老生产线运行将继续保持铅矿中多种伴生元素产量稳定增长，有利于优化和调整产品结构。项目达产后，产能将处于国内同行业前五名。公司竞争力将获得进一步提升。

此外，公司积极关注铅期货推出进展情况及组织相关人员进行培训，届时公司将利用期货市场的避险功能，通过套期保值等手段规避市场波动风险，提升公司抵御风险能力。

六、财务分析

公司提供的2007年~2009年财务报表已经中喜会计师事务所有限责任公司审计且出具了无保留意见的审计报告。

截至2009年底，公司（合并）资产总额5.01亿元，所有者权益合计2.83亿元；2009年公司

实现主营业务收入4.87亿元，净利润0.30亿元；2009年公司经营活动产生的现金流量净额0.64亿元，现金及现金等价物净增加额0.84亿元。

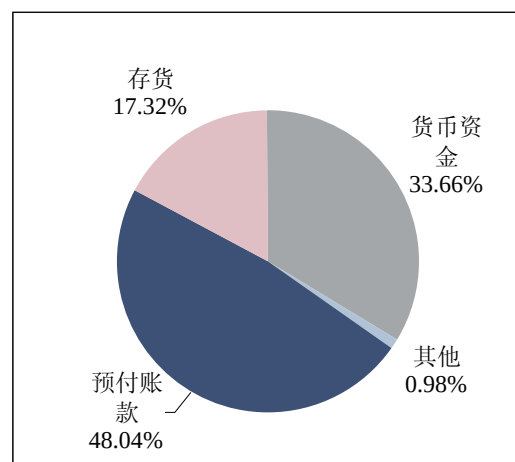
1. 资产质量

2007~2009年，公司资产规模明显扩大，主要来自2009年的增长。截至2009年底，公司资产总额5.01亿元，较2008年大幅增长89.78%，其中流动资产占比61.18%，非流动资产占比38.82%。

流动资产

截至2009年底，公司流动资产3.06亿元，主要由货币资金、存货和预付账款构成（见图5）。

图5 2009年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

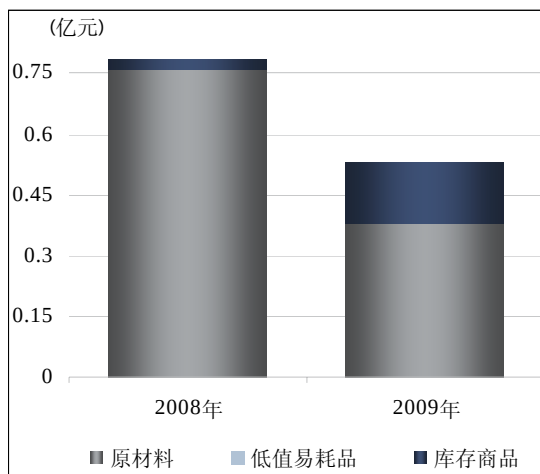
截止2009年底，公司货币资金1.03亿元，全部为人民币，其中现金占17.66%，银行存款占82.34%。

2007~2009年，公司存货账面价值呈逐年下降趋势，主要是由于近年原材料和成品价格波动较大，为规避存货跌价风险，公司加大对存货的控制力度，在保证供应的前提下尽量降低原材料库存水平。

截至2009年底，公司存货余额0.53亿元由原材料（71.81%），低值易耗品（0.05%），库存商品（28.14%）构成，较2008年相比，原材料储备明显降低，而库存商品则上升较快（见

图6)。截至2009年，公司用于存货质押的贷款余额为4000万。

图6 2008~2009年公司期末存货构成对比



资料来源：公司提供

公司销售结算方式为交货前预收100%货款，应收账款余额小，截至2009年底，公司应收账款余额为零。

2007~2009年公司预付账款增长较快，年均复合增长率达802.75%。截至2009年底为1.47亿元，从欠款性质来看，基本为预付供货商的原材料款，前五名欠款单位分别为：路易达孚贸易公司、马克瑞士公司、江苏银茂控股有限公司、奥信国际矿源美国代表处和荷兰托克公司，欠款合计占公司预付账款的76.71%；从账龄来看，1年以内的占54.90%，1~2年内的占45.10%。公司预付账款增加的原因是从2008年下半年起，公司原材料铅矿粉购进渠道以国外进口为主，国际贸易结算期限较长，到年底有部分货物结算结果未出，不能及时冲减往来账项。公司预付账款结算后均转入生产成本，发生损失的风险较小。

非流动资产

截至2009年底，公司非流动资产1.94亿元，较2008年大幅增长179.85%，主要表现为在建工程和无形资产的增长。从构成上看，主要是固定资产（占27.97%）、在建工程（占33.08%）和无形资产（占37.53%）。

截至2009年底，公司固定资产原值0.67亿

元，主要为机器设备（57.15%）、房屋建筑物（24.29%）、运输设备（5.91%）和生物资产（11.90），生物资产为2009年新增的林地。公司主要设备为2004年以后新增设备，减值风险较小。公司固定资产净值0.54亿元，占公司资产总额10.78%。截至2009年底，公司无用于抵押、担保的固定资产。总体看，公司固定资产质量较好。

截至2009年底，公司在建工程余额为0.64亿元，全部为公司富氧底吹技改工程投入。该工程目前处于设备安装阶段，计划于2010年11月投产。

截至2009年底，公司无形资产净值0.73亿元（主要由土地使用权和林地使用权构成），较2008年底大幅增加317.61%，其中增加的0.56亿元为林地使用权。林地使用权系股东何秋安个人在安阳市龙安区马投涧乡坟洼村、牛家窑村获得的750亩林地使用权、林木所有权和使用权，2009年何秋安将林地及树木一并无偿转交岷山公司，公司按照评估价值增加了无形资产。该地使用年限为30年以上。公司无形资产质量一般。

总体看，公司流动资产占比较高，货币资金充足，存货与应收账款规模较小，资产流动性较好；公司非流动资产中固定资产及在建工程质量较高，无形资产价值质量一般。

2. 负债及所有者权益

2007年~2009年，公司所有者权益年均复合增长率为41.47%，主要源于股东增资和各年末分配利润的积累。截至2009年底，公司所有者权益合计2.83亿元，其中实收资本18.92%，资本公积23.34%，盈余公积5.77%，未分配利润51.96%，公司所有者权益稳定性较差。

2007年~2009年，公司负债呈波动上升趋势。主要是由于短期借款、应付票据和预收账款增长所致。截止2009年底，公司负债总额为2.18亿元，较2008年增长125.88亿元，全部为流动负债。

截至2009年底，公司流动负债2.18亿元，主要包括短期借款（64.11%）、应付票据（13.19%）、预收账款（15.35%）。截至2009年底，公司短期借款1.40亿元，其中0.40亿元为存货质押借款，其余为保证借款；应付票据余额0.30亿元，全部为商业承兑汇票；预收账款0.33亿元，全部为1年以内的预收货款。

2007~2009年，公司资产负债率由49.51%降至43.44%；2007~2009年，公司全部债务资本化率由37.82%微降至37.43%；截至2009年底，公司无长期债务。

整体看，目前公司负债水平较适中，考虑到公司资产分布特征及营运资金充足的现状，公司债务全部为短期债务的结构安排合理。

3. 盈利能力

2007~2009年，公司业务快速增长，主营业务收入年均复合增长30.82%，增长主要依赖产量提高带动。受2008年经济危机铅价大幅回落影响，以及公司消化高价存货导致成本较高的双重挤压，致使公司主要产品电解铅的毛利率由2007年的17.22%大幅下降至2009年的7.99%。未来随铅价在高位企稳并在下游行业回暖、国内行业整合带来的产能淘汰以及美元走软等有利的宏观环境中获得支撑，加之富氧底吹技改项目的竣工启用，公司盈利能力有望恢复。

表4 2007~2009年公司主营业务收入及毛利构成

产品构成	主营业务收入（万元）			主营业务毛利率（%）		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
电解铅	17898.82	27701.67	25739.32	17.21	16.90	7.99
银	7258.81	11799.49	18441.83	10.33	-1.94	16.42
金	719.59	2202.64	2940.55	28.06	39.62	54.33
硫酸	467.18	1633.78	128.94	68.26	82.95	-78.22
氧化锌	1761.70	1100.93	736.65	63.68	27.07	77.41
冰铜	150.63	413.69	576.45	100.00	187.37	24.77
合计	28256.72	44852.20	48734.89	16.73	11.52	12.77

资料来源：公司提供

2006年以前，公司主营产品电解铅，附属产品阳极泥。2006年起公司实行综合回收战略，增加高附加值的附属产品金、银的生产，

并新增硫酸生产线。2007年公司新增冰铜和氧化锌生产线。该年度公司利润构成进一步分散，电解铅、银和氧化锌成为主要的利润来源，2007年后公司产品结构基本稳定，至2009年公司主营业务利润主要构成为电解铅（48.63%）、银（63.92%）、金（25.44%）、氧化锌（17.87%）、冰铜（13.62%）以及硫酸（-11.38%）。由于受金融危机影响程度不一，各产品市场走势出现分化，银成为公司主要利润贡献产品。

总体看，公司目前盈利能力一般，未来随外部环境及公司内部生产技术提升有望增强。

4. 现金流

2007~2009年，随着销售收入及预收账款的增长，公司经营活动产生的现金流入量逐年递增，年平均增长率为24.31%，2009年为4.87亿元；近三年公司现金收入比处于较高水平，平均值为124.56%。公司生产过程中存货占用的流动资金量大（从流动资金占比上看），公司购买商品支付劳务支付的现金/主营业务成本较高，2009年该比例为115.44%。2007~2009年，公司经营活动现金流量均为净流入且规模逐年递增，分别为0.07亿元、0.25亿元和0.64亿元，公司经营活动现金流质量较好。

2007~2009年，公司投资活动现金流出分别为0.20亿元、0.004亿元和0.65亿元，2007年主要为购置机械设备支出，2009年主要为富氧底吹技改项目投入；公司投资活动基本未产生现金流入，投资活动相应产生的现金流量净额分别为-0.20亿元、-0.004亿元和-0.65亿元。

受公司投资期不均匀影响，2007~2009年公司筹资活动现金流入规模波动较大，分别为2.62亿元、0.12亿元和0.95亿元，主要为借款筹资；筹资活动流出量分别为3.15亿元、0.21亿元和0.09亿元，主要为偿还银行借款及利息支出；相应地筹资活动净流量分别为-0.52亿元、-0.10亿元和0.85亿元。

总体看，公司经营性现金流基本能够支持企业日常运营，但同时也可以看到，公司在进

行大额投资支出时，将面临较大的资金压力。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2007~2009年，公司流动比率分别为165.09%、201.86%和140.83%；速动比率随存货的变动波动较大，2009年底为116.49%。公司存货主要为精铅矿，变现能力较强，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，公司EBITDA随业务规模扩张逐年增长，年均复合增长率为14.10%，2007~2009年EBITDA利息倍数逐年提高，2009年为5.85倍；2007~2009年，公司全部债务/EBITDA波动上升，2009年为3.11倍，考虑到公司全部为短期债务，公司长期偿债能力一般。

截至2009年底，公司获得国内多家银行授信，贷款授信额度总额为3.93亿元，尚未使用额度0.43亿元，未使用的额度系贸易授信额度，主要用于进口矿粉开信用证使用。总体看，由于外部环境及公司近年资本性支出较大双重因素影响，公司外部融资压力较大，但未来随经济形势好转及项目竣工投产以及公司经营活动具有良好获现能力，加之发行本期企业债，将优化公司债务结构，降低公司财务风险，公司资金压力也将得到有效缓解。

截至2009年底，公司对外提供担保0.98亿元，担保比率为34.63%，被担保单位为安阳市从事日用化工、钢材加工、煤气化工等不同行业的五家中小型企业，这些企业同时也为公司获取银行借款提供担保。目前五家公司经营情况均较好，但公司仍面临一定的或有负债风险。

从成立至今，公司无偿债违约记录。

6. 本期债券偿还能力

公司本期企业债拟发行额度为5000万元，发行额度占2009年底全部债务的29.41%，占比较高，预计企业债发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将由2009年底的43.44%

和37.43%分别上升至48.57%和43.66%，债务负担将加重但仍处于合理范围内。

2009年，公司经营活动现金流入量5.90亿元，为本期发行额度的11.80倍；经营活动产生的现金流量净额0.64亿元，为本期发行额度的1.28倍；截止2009年底，公司现金类资产1.03亿元，为本期债券发行额的2.06倍；2009年公司EBITDA0.54亿元，为本期债券发行额的1.08倍。总体看，公司经营活动现金流量、现金类资产和EBITDA对本期债券的偿付能力较强。本期债券期限为3年，如果2010年下半年公司富氧底吹技改项目顺利建成投产，公司盈利水平有望实现较大提升，对本期债券偿付能力进一步增强。

七、综合评价

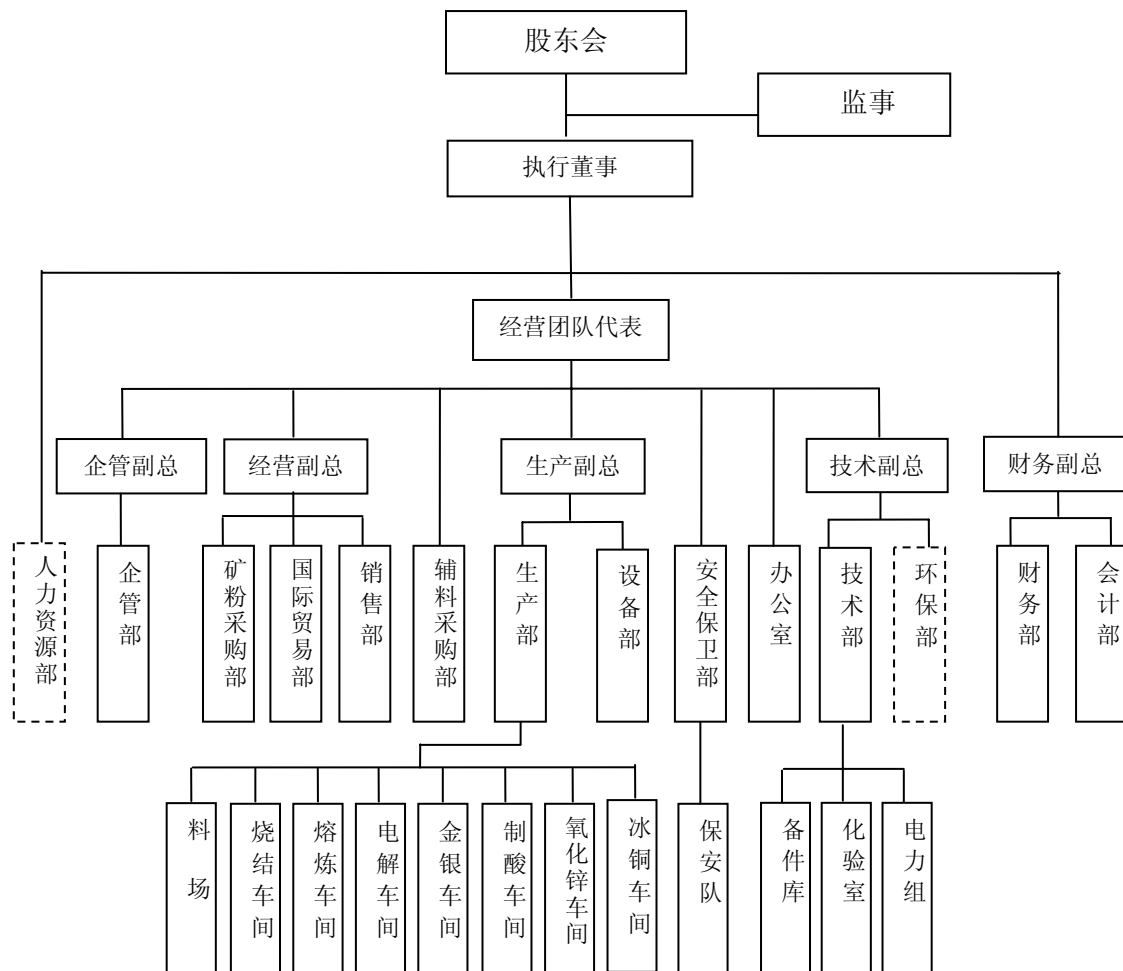
公司是以铅冶炼为主营业务，产能在全国同行业中处于中上等规模。近年来公司业务快速发展，环保治理和资源综合利用取得良好成效，科研投入及技术装备水平尚需进一步提高。

公司生产所需铅矿全部外购，目前仅参股小规模矿山，不具备对上游资源的控制。受金融危机影响，全球大宗商品价格巨幅波动，铅价及其市场需求波动的风险加大。未来国内铅期货品种的推出，公司拟采取套期保值等手段规避市场风险，增强公司风险抵御能力。

公司资产质量一般，债务负担适中，盈利能力一般，经营性现金流质量较好。富氧底吹强化熔炼节能技改工程项目建设投产有利于公司提升生产技术及装备水平并降低生产成本，但该项目资本性支出较大，项目建成投产后，相应流动资金需求压力也将增加。

综合来看，公司的整体信用风险一般。

附件 1 组织结构图



附件 2-1 2007~2009 年底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2007.12.31	2008.12.31	2009.12.31	变动率 (%)
流动资产：				
货币资金	524.51	1967.29	10319.22	343.55
△交易性金融资产				
#短期投资			100.00	
应收票据	120.00			
应收账款	288.57			
预付款项	180.29	9337.25	14692.93	802.75
应收股利				
应收利息				
其他应收款	139.88	279.11	233.72	29.26
存货	19547.49	7860.03	5296.09	-47.95
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	20800.74	19443.68	30641.96	21.37
非流动资产				
△ 可供出售金融资产				
△ 持有至到期投资				
#长期债权投资				
△ 长期应收款				
长期股权投资	278.45	278.45	278.45	0.00
#股权分置流通权				
△ 投资性房地产				
固定资产原价	5832.09	5886.15	6680.90	7.03
减：累计折旧	683.46	963.05	1242.64	34.84
固定资产净值	5148.63	4923.10	5438.26	2.77
减：固定资产减值准备				
固定资产净额	5148.63	4923.10	5438.26	2.77
在建工程	16.79		6431.95	1857.04
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	1789.35	1747.41	7297.36	101.95
△开发支出				
△商誉				
#*合并价差				
长期待摊费用（递延资产）				
△递延所得税资产				
#递延所得税借项				
其他非流动资产（其他长期资产）				
非流动资产合计	7233.23	6948.97	19446.03	63.96
资产总计	28033.97	26392.65	50087.99	33.67

附件 2-2 2007~2009 年底资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项 目	2007.12.31	2008.12.31	2009.12.31	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	5328.00	6488.00	13950.00	61.81
△交易性金融负债				
应付票据	2000.00		3000.00	22.47
应付账款	150.93	131.02	138.07	-4.36
预收款项	1942.81	2173.93	3339.47	31.11
应付职工薪酬	368.72	103.69	97.96	-48.46
其中：应付工资	284.38	29.58	37.99	-63.45
应付福利费	84.34	74.11	59.97	-15.68
应交税费	2078.85	164.07	628.28	-45.03
其中：应交税金	2074.04	164.07		
应付利息				
应付股利（应付利润）				
其他应付款	730.16	571.69	604.08	-9.04
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	12599.47	9632.40	21757.84	31.41
非流动负债				
长期借款	1280.00			
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
△递延所得税负债				
#递延税款贷项				
其他非流动负债				
其中：特种储备基金				
非流动负债合计	1280.00			
负债合计	13879.47	9632.40	21757.84	25.20
所有者权益（或股东权益）				
实收资本（股本）	3360.00	3360.00	5360.00	26.30
资本公积	71.08	71.08	6613.05	
盈余公积	1072.34	1332.92	1635.71	864.56
#*未确认的投资损失（以“-”填列）				
未分配利润	9651.07	11996.26	14721.39	23.51
#外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	14154.50	16760.25	28330.15	41.47
#少数股东权益				
所有者权益合计	14154.50	16760.25	28330.15	41.47
#减：未处理资产损失				
所有者权益合计（剔除未处理资产损失后的金额）	14154.50	16760.25	28330.15	
负债和所有者权益总计	28033.97	26392.65	50087.99	33.67

附件 3 2007~2009 年利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、营业收入	28478.31	44903.25	48734.89	30.82
其中: 主营业务收入	28256.72	44852.21	48734.89	31.33
其他业务收入	221.59	51.04		
减: 营业成本	23638.76	39658.77	42203.85	33.62
其中: 主营业务成本	23638.76	39658.77	42203.85	33.62
其他业务成本				
营业税金及附加	75.45	73.33	309.80	102.63
销售费用	29.58	92.17	1.43	-78.01
管理费用	551.47	720.73	931.12	29.94
其中: 业务招待费				
研究与开发费用				
财务费用	1211.76	851.50	1219.47	0.32
△资产减值损失				
其他				
△加: 公允价值变动收益 (损失以“-”号填列)				
投资收益 (净损失以“-”号填列)	1.15	1.06		
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
二、营业利润 (亏损以“-”号填列)	2972.44	3507.82	4069.23	17.00
加: 营业外收入	0.39			
减: 营业外支出	7.59	33.47	32.00	105.33
其中: 非流动资产处置损失				
非货币性资产交换损失 (非货币性交易损失)				
债务重组损失				
三、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	2965.24	3474.34	4037.23	16.68
减: 所得税费用	982.94	868.59	1009.31	1.33
加: #*未确认的投资损失				
四、净利润 (净亏损以“-”号填列)	1982.30	2605.76	3027.92	23.59
减: 少数股东损益				
五、归属于母公司所有者的净利润	1982.30	2605.76	3027.92	23.59

附件 4 2007~2009 年现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 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	38069.27	50652.48	58185.36	23.63
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	109.04		810.13	172.57
经营活动现金流入小计	38178.30	50652.48	58995.49	24.31
购买商品、接受劳务支付的现金	35664.96	36316.88	48719.79	16.88
支付给职工以及为职工支付的现金	376.03	1042.49	861.97	51.40
支付的各项税费	920.05	10046.23	3061.50	82.42
支付的其他与经营活动有关的现金	548.38	796.39		
经营活动现金流出小计	37509.43	48201.99	52643.25	18.47
经营活动产生的现金流量净额	668.88	2450.49	6352.24	208.17
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资所收到的现金				
取得投资收益所收到的现金	1.15	1.06		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额				
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到的其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	1.15	1.06		
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	1474.41	37.27	6431.95	108.86
投资所支付的现金	22.20			
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付的其他与投资活动有关的现金	458.74			-100.00
投资活动现金流出小计	1955.35	37.27	6531.95	82.77
投资活动产生的现金流量净额	-1954.20	-36.21	-6531.95	82.83
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资所收到的现金	1360.00		2000.00	21.27
取得借款收到的现金	19340.91	1160.00	7462.00	-37.89
收到的其他与筹资活动有关的现金	5547.35			
筹资活动现金流入小计	26248.27	1160.00	9462.00	-39.96
偿还债务所支付的现金	23201.01	1280.00		
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	1170.63	851.50	930.36	-10.85
支付的其他与筹资活动有关的现金	7121.05			
筹资活动现金流出小计	31492.70	2131.50	930.36	-82.81
筹资活动产生的现金流量净额	-5244.43	-971.50	8531.64	
四、汇率变动对现金的影响额				
五、现金及现金等价物净增加额	-6529.76	1442.78	8351.93	
加: 期初现金及现金等价物余额	7054.27	524.51	1967.29	-47.19
六、期末现金及现金等价物余额	524.51	1967.29	10319.22	343.55

附件 5 2007~2009 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	1982.30	2605.76	3027.92	23.59
加: 资产减值准备				
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4.29	279.59	279.59	707.29
无形资产摊销	41.94	41.94	197.27	116.88
长期待摊费用摊销				
待摊费用减少 (增加以“—”号填列)				
预提费用增加 (减少以“—”号填列)				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (收益以“—”号填列)				
固定资产报废损失 (收益以“—”号填列)				
公允价值变动损失 (收益以“—”号填列)				
财务费用 (收益以“—”号填列)	1170.63	851.50	1219.47	2.06
投资损失 (收益以“—”号填列)	-1.15	-1.06		
递延所得税资产减少 (增加以“—”号填列)				
递延所得税负债增加 (减少以“—”号填列)				
存货的减少 (增加以“—”号填列)	-13336.36	11687.46	2563.94	
经营性应收项目的减少 (增加以“—”号填列)	7352.32	-8887.62	-5310.29	
经营性应付项目的增加 (减少以“—”号填列)	3454.91	-4127.08	4374.33	12.52
其他				
经营活动产生的现金流量净额	668.88	2450.49	6352.24	208.17
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	524.51	1967.29	10319.22	343.55
减: 现金的期初余额	7054.27	524.51	1967.29	-47.19
加: 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	-6529.76	1442.78	8351.93	

附件 6 主要财务指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	139.40	--	--
存货周转次数(次)	1.21	--	15.94
总资产周转次数(次)	1.02	1.65	1.27
现金收入比率(%)	133.68	112.80	119.39
盈利能力			
营业利润率(%)	16.73	11.52	12.77
总资本收益率(%)	13.85	14.76	8.74
净资产收益率(%)	14.00	15.55	10.69
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	8.29
全部债务资本化比率(%)	37.82	27.91	37.43
资产负债率(%)	49.51	36.50	43.44
偿债能力			
流动比率(%)	165.09	201.86	140.83
速动比率(%)	9.95	120.26	116.49
全部债务/EBITDA(倍)	2.06	1.40	3.11
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.15	0.37	-0.01
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.10	2.92	-0.19
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.84	0.92	1.08
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	7.64	10.13	11.80
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.13	0.49	1.27
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.26	0.48	-0.04

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率*	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
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%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/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
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 8 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

信用等级公告

联合[2010] 510 号

联合资信评估有限公司通过对河南大用实业有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

河南大用实业有限公司
主体长期信用等级为
A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月二十四日

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与河南大用实业有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与河南大用实业有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因河南大用实业有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由河南大用实业有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、河南大用实业有限公司主体长期信用等级自 2010 年 12 月 24 日至 2011 年 12 月 23 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内河南大用实业有限公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年十二月二十四日

河南大用实业有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: A⁻

评级展望: 稳定

评级时间: 2010 年 12 月 24 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
资产总额(万元)	118579.65	154039.76	189230.03
所有者权益(万元)	42835.55	50969.91	63414.62
长期债务(万元)	700.66	544.51	--
全部债务(万元)	53010.66	63380.51	83927.00
主营业务收入(万元)	174393.75	196757.19	229451.47
利润总额(万元)	13649.98	9637.78	12818.30
EBITDA(万元)	20084.37	17145.68	23977.52
经营性净现金流量(万元)	5591.82	3988.91	11951.03
主营业务利润率(%)	12.81	9.95	11.43
净资产收益率(%)	31.01	18.04	19.67
资产负债率(%)	63.88	66.91	66.49
全部债务资本化比率(%)	55.31	55.43	56.96
流动比率(%)	102.33	86.06	86.17
全部债务/EBITDA(倍)	2.64	3.70	3.50
EBITDA 利息倍数(倍)	5.91	4.11	5.65
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.30	1.11	1.55

分析师

陈 静 王宇博

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下称“联合资信”)对河南大用实业有限公司(以下称“公司”)的评级反映了公司作为河南地区鸡养殖行业龙头企业,在养殖规模、养殖技术以及业务快速增长等方面的优势。同时,联合资信也注意到养殖行业市场风险较大、公司债务负担较重等对其整体信用水平的不利影响。

未来公司将继续扩大养殖规模,并重点发展与养殖相关的高附加值的延伸产业,公司主营业务收入有望继续保持增长。联合资信对公司主体长期信用评级展望为稳定。

优势

1. 中国经济快速发展,国民收入水平提高带动对鸡肉产品的市场需求。
2. 公司地处传统农业大省河南,在气候、劳动力等方面拥有较好的区域优势。
3. 公司经营规模较大,并形成了育种、饲料、养殖、防疫等一套完整养鸡产业链,整体竞争能力较强。
4. 公司产品质量较好,与许多国际快餐商建立了良好的合作关系。
5. “公司+基地+农户”经营养殖模式,有利于公司实现养殖的规模化。

关注

1. 养殖行业市场和疫情风险较大。
2. 饲料成本的上升将对公司未来盈利存在一定影响。
3. 公司资产负债率较高,债务负担较重。
4. 公司债务结构不合理,短期偿债压力较大。

一、主体概况

河南大用实业有限公司（以下称“公司”），成立于1999年4月，设立时注册资本1200万元，杜文君出资1160万元，占比为96.67%；经过多次增资，截至2009年底，公司注册资本10478万元，其中杜文君占98.18%，杜桂红和杜文田分别占0.91%和0.91%，杜文君、杜文田、杜桂红属于亲属关系。因此，杜文君是公司绝对控制人。

公司是专门从事饲料加工、鸡养殖、鸡肉产品加工的企业。根据中国肉类行业协会公布的数据，公司位列2009年中国肉行业第9位，肉鸡行业第4位，是中国食品工业百强企业，农业产业化国家重点企业。

公司内设行政部、人力资源部、财务部、信息部、质控中心、生产保障部、研究所、仓管办、鸡加工厂、精细加工厂、包装厂、种鸡孵化部等17个职能管理部门和下属工厂；截至2009年底，公司在职人员13513人。

截至2009年底，公司资产总额189230.03万元，所有者权益63414.62万元；2009年，公司实现主营业务收入229451.47万元，净利润12476.61万元。

公司注册地址：河南省鹤壁市淇县思德桥北107国道东；法定代表人：杜文君。

二、行业分析

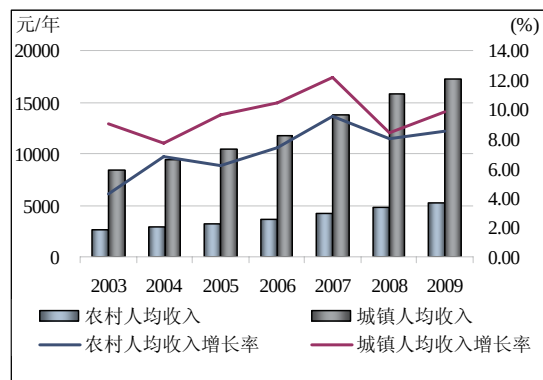
公司所属畜牧产业，主要从事饲料加工、鸡养殖和鸡肉加工业务，饲料和养殖均以鸡为核心。

1. 中国居民收入

近几年，中国人均收入增长迅速。2009年，中国农村居民人均纯收入5153元，实际增长8.5%；城镇居民人均可支配收入17175元，实际增长9.8%；人均收入和生活水平不断提高。截至2009年底，中国有13.35亿人口，

巨大的人口基数和人民生活水平的提高，将会带动对鸡肉产品的巨大市场需求。

图1 2003年~2009年中国人均收入及增长情况

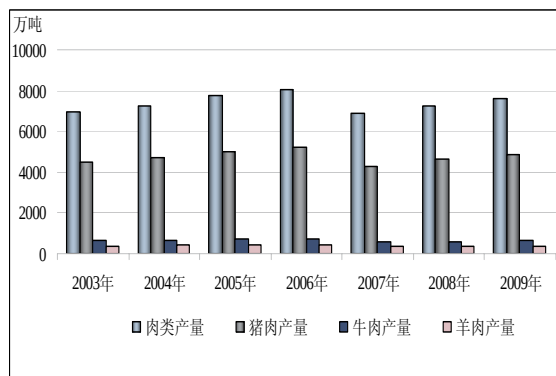


资料来源：国家统计局

2. 畜牧业概况

近几年，中国畜牧业发展平稳，肉类产量波动中有所增长，根据中国农业部最新公布的数据，2003~2009年，中国肉类总产量缓慢波动增长，年复合增长为1.64%。

图2 2003年~2009年中国肉类和猪牛羊产量情况



数据来源：国家统计局

2009年，中国肉类总产量7642万吨，比上年增长5.0%；其中，猪肉产量4889万吨，增长5.8%；牛肉产量636万吨，增长3.6%；羊肉产量389万吨，增长2.4%。生猪年末存栏46985万头，增长1.5%；生猪出栏64507万头，增长5.7%；牛奶产量3518万吨；禽蛋产量2741万吨。

畜牧行业具有非周期性需求特征，发达国家畜牧业产值占农业产值的比重一般在40~50%之间，中国目前的比重约为34%，仍有近

10个百分点的增长空间，相当于5000~6000亿元的产值。因此，中长期看，中国畜牧行业仍然具备巨大的需求潜力和广阔的发展空间。

中国畜牧业以养殖产业为主导，由于养殖进入门槛较低，从事养殖的企业和个体数量较多，是市场充分竞争性行业，从事畜牧业企业多为分散的传统的个体经营方式，集约经营的规模化企业较少。从中国畜牧产业结构来看，中国畜牧业下游精深加工方面还比较薄弱。

总体看，随着人口的增长和生活水平的提升，未来中国畜牧行业仍然有较大发展空间，将向基地化、规模化、深加工方向发展。

3. 饲料成本

饲料主要由玉米、豆粕以及鱼粉和一些添加剂构成，其中玉米占比较大，单位占比约为65%左右，豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源，单位占比约为25%左右，因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

(1) 玉米

玉米产量增长趋缓

中国的玉米栽培种植面积和总产量均居世界第2位。中国玉米种植带主要集中在黑、吉、辽、内蒙、冀、鲁、豫、陕、甘、宁、新等地区。2009年中国玉米播种面积为2900万公顷，较2008年的2880万公顷增加20万公顷，增幅0.7%。玉米播种面积增加的主要原因是受到进口大豆等因素影响，国家大豆的托市政策效果没有显现，大豆现货价格仍然较低，农民种豆积极性下降，更倾向于种植玉米。从玉米产量来看，随着玉米单产量的提高和种植面积的扩大，玉米产量保持增产。未来随着玉米单产量增长的逐步放缓和可用耕地面积的限制，中国玉米总产量增长将更加趋于缓慢。

饲料消费为主

中国不仅是世界玉米的主要生产国，也是玉米的主要消费国。

玉米消费主要用于食用、饲料、工业消费等三个方面。消费结构以饲料和工业加工为主，两项约占总消费的90%。

工业消费方面，玉米工业加工空间大、产业链长，产品以酒精和淀粉为主。2003~2007年，随着国际油价的高升，玉米工业属性不断加强，加大了玉米工业消费需求；饲料消费方面，随着人们生活的改善，对肉类消费需求增多，尽管养殖疫情带来阶段性短期饲料需求的下降，但整体上饲料消费需求逐年增长。在饲料和工业加工消费需求增多的带动下，中国玉米消费量逐年增大，尽管同期玉米产量也有所增长，但由于玉米消费量增长快于产量增长，玉米市场供需已处于供不应求状态。为缓解国内玉米市场的压力，保障国家粮食安全，国家发改委在2006年12月份紧急叫停玉米加工乙醇燃料项目的继续上马。此外，根据国家相关政策：十一五期间，玉米工业消费用量规模不得超过玉米消费总量26%，饲料用量年增长要保持在4.7%左右。

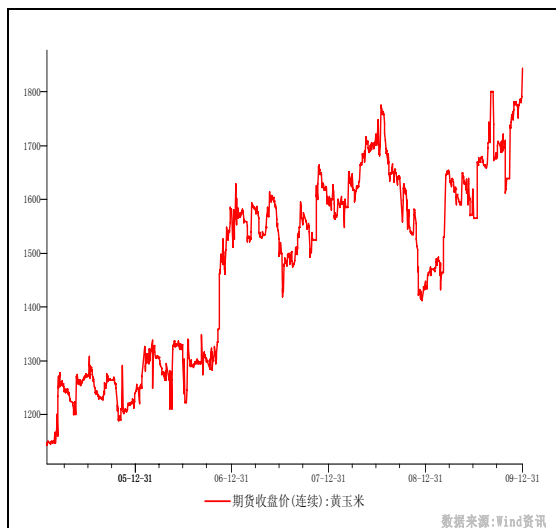
未来随着对工业玉米消费量的控制，加之饲料行业需求的稳定，预计未来玉米消费量将不会出现大幅增长，但相对于缓慢的玉米产量增长幅度，预计未来中国玉米市场供需仍处于紧平衡状态。

玉米价格大幅回落

中国玉米市场尽管处于紧平衡状态，但仍可满足国内需求，且玉米贸易形式以出口为主，并采取国家配额管理，因此玉米相对其他粮食品种受国际市场价格影响较小。

2005~2009年，中国玉米价格不断快速上涨，主要是畜牧业和饲料加工行业快速增长带动对玉米的需求所致。玉米价格2005年初最低为1126元/吨，到2008年7月份达到最高，为1780元/吨。2008年下半年以来，受到宏观经济对畜牧业的冲击，玉米价格2009年3月回落到1465元/吨左右。2009年底，玉米价格再次回升至1833元/吨。

图3 2005年~2009年黄玉米价格情况



数据来源: wind 资讯

为缓解国内玉米供应紧张和玉米价格高涨的局势,国家宏观调控力度持续增强,目前国内玉米市场已呈现政策主导局面,这主要体现在四个层面:

第一,限制玉米工业能源加工产能继续扩大,从而抑制玉米工业消费需求的快速上涨。国家发改委于2006年12月紧急叫停玉米加工乙醇燃料项目的继续上马。

第二,减少国内玉米出口配额,保障国内玉米供应。中国对玉米出口采用配额制管理,近年来出口配额缩量较快。

第三,由于中国玉米主产区主要集中在北方,而养殖行业又较为集中在南方,南北粮食供需矛盾较为严重。近两年,国家加大粮食运输力度,加快调入东北粮食入关,用以缓解南北粮食供需矛盾。

第四,实施竞价销售,控制国内玉米市场价格,国家自2008年7月22日开始举行东北临时储备玉米竞价销售活动。

未来,在国内宏观调控的作用下,国内玉米市场价格有望趋于稳定。

(2) 豆粕

豆粕作为大豆压榨豆油的副产品,其价格基本由大豆价格决定。豆粕价格基本为大豆价格80%~85%。

国产豆类对外进口依赖程度高

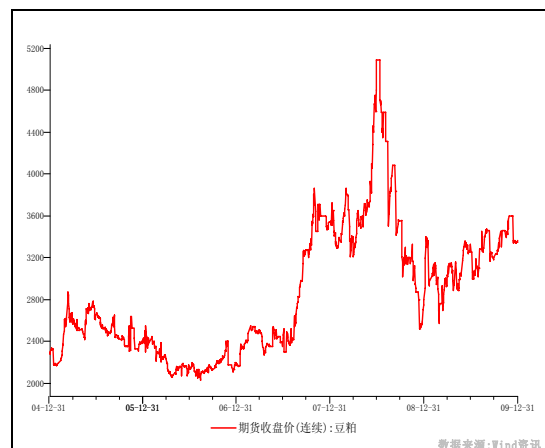
中国的大豆主要依赖进口,大豆进口主要来源美国、巴西、阿根廷三国,2004~2008年中国大豆进口量逐年递增,且进口均占国内大豆总消费量60%以上,2009年中国进口大豆4109万吨,进口依存度达到72%。中国国产大豆为非转基因豆,相对进口转基因大豆成本稍高,伴随着进口大豆多年低价冲击,国内农民种植大豆的积极性不高,导致大豆播种面积逐年减少,国产大豆产量逐年下降;加之国内对大豆需求不断攀升共同导致了我国对进口大豆的依赖。

国内豆粕价格大幅度波动

2005~2006年,豆粕进口报价有所波动,但整体稳定在2200~2800元/吨区间范围内,2007年开始,豆粕价格开始不断走高,2008年7月,豆粕价格达到5086元/吨,但2008年下半年后,豆粕价格暴跌,到2008年12月份已经跌到2486元/吨,2009年豆粕价格继续波动,年底达到3360元/吨左右。

豆粕价格大幅度波动,给畜牧养殖企业的成本控制带来了较大的压力。

图4 2005年~2009年中国豆粕期货价格情况



数据来源: wind 资讯

大豆价格上涨带动豆粕价格上升,未来大豆行情的不明朗,使得豆粕价格也存在诸多不确定因素,此外豆粕作为大豆压榨豆油的副产品,在受大豆原材料价格主导影响外,油脂加工企业短期市场操控对其也存在一定影响。

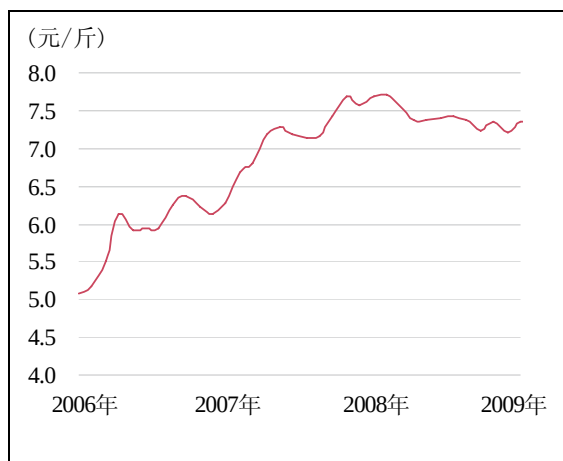
总体看，受 2009 年玉米价格上升和豆粕价格大幅波动的影响，2009 年度公司饲料成本控制难度加大。

4. 肉鸡行业

近十年来，中国肉鸡产业发展迅速，根据中国畜牧业信息网数据显示，中国鸡肉产量由 1997 年 729 万吨提高至 2008 年的 1190 万吨。目前中国鸡肉产量已超过欧盟，为世界第二大鸡肉生产国。

从肉鸡消费来看，根据中国畜牧业信息网数据显示，近十年，人均鸡肉消费量显著提升，由 1997 年的人均鸡肉消费量 5.82 千克提升至 2007 年的人均鸡肉消费量 8 千克。但与世界其他国家相比，例如：美国的人均鸡肉消费量 44.3 千克，加拿大人均鸡肉消费量 32.14 千克，欧盟人均消费量 15.6 千克，巴西人均消费量 34.3 千克，台湾地区人均消费量 28 千克，中国鸡肉人均消费量仍处于较低水平，主要是由于中国肉类消费偏重猪肉所致。目前中国前三大鸡肉消费地区为广东省、广西省和海南省，这三大地区人均鸡肉消费水平基本等同于欧盟地区人均鸡肉消费水平。

图5 2006年~2009年中国城市鸡肉零售价格



资料来源：Wind资讯

从肉鸡市场价格来看，影响肉鸡价格的因素主要包括：疫情、肉鸡存出栏量和饲料成本。由于农场品定价的市场化程度较高，对市场的

供需调节能力较强，因此疫情和肉鸡存出栏量对肉鸡短期市场价格影响较大，但饲料成本则影响肉鸡长期价格走势。

近几年，肉鸡价格整体呈波动上升趋势，其中 2006 年~2007 年受饲料成本的快速上涨影响，肉鸡价格增长显著，由 2006 年 6 月的 5.08 元/斤提升至 2007 年 7.27 元/斤，2008 年 10 月，鸡肉价格达到最高，为 7.43 元/斤，但是 2008 年 10 月以后，鸡肉价格有所下降，2009 年底鸡肉价格维持在 7.30 元/斤。近期鸡肉价格不断下降，主要是受 2008 年价格上涨的因素影响，2008 年农户补栏的积极性提高，加大鸡肉的产量，使得近期肉鸡价格有所下降，但未来肉鸡长期价格走势还将主要依赖饲料成本情况。

整体看，随着人口的增长，加之生活水平的提升，未来中国畜牧行业的发展空间仍然较大，但粮食价格的不稳定和疫情的不确定性，进一步加大未来畜牧业市场风险，因此中国畜牧行业的产业升级迫不及待，抗风险能力较强的规模化企业将成为未来产业结构优化重点培养方向，该方向将有利于公司这类规模化养殖龙头企业的发展。

5. 政府调控

2007 年 2 月《国务院关于促进畜牧业持续健康发展的意见》（简称“意见”）正式发布，对中国未来肉鸡养殖业的发展提供指导。

根据《意见》，“十一五”期间，中国将加快畜牧业增长方式转变，优化结构，改善品质，提高效益。在产品结构调整上，稳定发展肉鸡和禽蛋生产；在产业结构上，大力增强肉鸡产品加工能力，提高加工深度，鼓励企业建立基地，树立品牌，向规模化、产业化、集团化、国际化方向发展；在产业技术上，提高畜牧业科学技术对畜牧业的促进作用；到“十一五”末，畜牧业产值占农业总产值比重将由目前的 34% 上升到 38% 以上。国家将运用贴息等方式，引导和鼓励各类金融机构增加对畜牧业的贷款；鼓励社会资本参与现代畜牧业建设，

建立多元化的融资渠道。

三、基础素质分析

公司主要从事饲料加工、鸡养殖和鸡肉加工业务，同时涉足与鸡养殖业相关的延伸产业。

1. 生产规模

公司养殖以养鸡为主导，其养殖生产基地遍布河南各地以及首都北京。公司已经形成了育种-饲料-养殖-防疫-屠宰-加工-物流一条龙的完整产业链。公司还注重加大延伸产业的发展，并涉足进入了相关的饲料加工、鸡肉加工业、疫苗和兽药等行业，其中饲料加工主要为配套自用。

在育种规模方面，公司在北京拥有自己的育种基地——北京大风家禽育种有限公司。截至2009年底，公司育种基地年存祖代鸡28万套，父母代种鸡215万套，全部引进英国罗斯育种公司的Rose-308白羽肉鸡种；拥有商品鸡苗孵化基地3个，年孵化鸡苗能力已经达到2.2亿只。

在饲料加工规模方面，公司饲料作为配套自给的服务体系，主要生产基地都配有相应的饲料加工厂。公司养殖品种和规模不断扩大，截至2009年底，公司拥有3个饲料加工基地，年可加工饲料达到100万吨，可以很好地满足饲料自给的需求。

在鸡肉加工规模方面，截至2009年底，公司拥有肉鸡屠宰加工基地3个，年屠宰肉鸡能力2亿只，年生产鸡肉产品能力40万吨；拥有调理肉制品加工基地2个，年产调理鸡肉产品能力8万吨。

另外，公司还拥有生物制药基地3家和1个物流运输公司，可以很好地满足公司防疫和物流需要。

总体看，近年来公司建立了完整的产业链条，突破大规模养殖瓶颈，养殖已经形成了较

大的规模，而且规模仍然在迅速扩大；公司延伸产业链条，进一步进入下游较高经济附加值的鸡肉深加工领域。

2. 技术水平

在技术力量方面，公司拥有经国家发改委、科技部、海关总署等5部委联合认定的国家级企业技术中心，技术中心已经通过了中国实验室（CNAL）认证。技术中心拥有专职研发人员13人，拥有3个重点实验室：畜禽良种培育实验室、食品安全检测实验室和饲料营养配方实验室。

项目研发方面，技术中心参与承担了国家“十五”重大科技攻关项目——食品安全关键技术综合应用的研究与示范项目，主动承担了国家“十一五”重大科技支撑项目——调理肉制品加工关键技术研究产业化示范项目；技术累计承担河南科技攻关项目21项、技术研发和产品创新25项。

在育种技术方面，公司以北京大风家禽育种有限公司为基础，选用英国最新遗传基因工程培育的Rose-308白羽肉用鸡，目前培育了祖代鸡28万套，父母代鸡215万套，从根本上解决了公司养鸡品种。

在饲料技术方面，公司采用国内外较为先进的生产设备，引入动物营养概念，不断提高饲料营养质量的同时，根据各类养殖品种生长特点和生长周期阶段的不同需求，配比适合养殖基地的饲料品种。

在防疫技术方面，公司自身拥有3个生物制药基地，其中2个是具有GMP资格的兽药厂，1个是生物制剂厂。目前公司动物防疫整体实力和指标均为国内同行领先水平，没有发生重大疫情。

在科研合作方面，公司技术中心与中国农科院、中国农业大学、河南农业大学等科研院所建立了良好的产学研合关系，常年开展科研项目及生产技术的合作。公司自主研发了调理鸡肉等60多个品种。

总体看，公司具有多年养殖经验，自身拥有重点实验室，并与国内外院校和专业机构合作，形成了育种、饲料、养殖、防疫等一套完整养鸡防疫技术。

3. 品牌建设

公司一直注重品牌的建设工作，公司品牌建设主要采用3种方式：广告宣传、农户推广和质量营销。

在广告宣传方面，2007~2009年，公司在广告宣传投入分别为397万元、401万元和400万元，来进行“大用”品牌建设。

在农户合作方面，公司针对农户对经济利益的追求，建设“五统一”（统一供雏、统一供料、统一用药、统一防疫、统一收购屠宰）方式吸收农户养鸡，以点带面，逐步扩大，形成很强的品牌号召力。

在质量营销方面，公司通过针对高端客户营销的方式来实现品牌实力的整体提高。例如，公司以高标准、高质量的肉鸡向日本销售“四季鸡”产品；又与肯德基、德克士快餐店合作，将其中央厨房处理放到公司的加工基地。

总体看，公司通过广告宣传、农户推广和质量营销等手段，已经让“大用”品牌深入农户，走向国际，为未来发展提供了很好的品牌基础。

4. 人员素质

公司高层管理人员16人，平均年龄47岁，5人具有硕士以上学历，14人具有本科学历，其他2人为大专学历。

公司董事长兼总经理杜文君先生，45岁，高级兽医师，本科学历，是公司的创始人和实际控制人；1983年，安阳农业大学毕业；大学毕业后，在淇县畜牧局工作2年；从1984年创办公司至今，一直担任公司董事长；具有20多年鸡养殖和鸡肉加工行业的经验。

截至2009年底，公司共有在职员工13513

人，按文化程度划分，初中及以下学历的占70%，高中和中专学历的占19%，大专以上学历的占11%；按职称划分，初级职称的占4%，中级职称的占3%，高级职称的占1%；按年龄划分，30岁以下的占55%，30~50岁的占43%，50岁以上的占2%。

总体看，公司管理人员学历水平较高；员工总体平均年龄较低；公司员工素质符合大型企业生产经营的特点。

5. 外部环境

在地理位置方面，公司位于河南省，是中国著名的农业大省；公司地处沿海开放地区与中西部地区的结合部，位于黄河中下游，属于暖温带大陆性季风气候，适合农作物种植和肉鸡养殖。2009年，河南粮食总产量达到1078亿斤，位居中国首位。丰富的粮食和农作物为公司饲料生产和肉鸡养殖发展提供了充足的原料和低廉的运输成本。

在劳动力成本方面，河南是中国第一人口大省，截至2009年底，全省总人口9968万人，大部分为农村人口。2009年，河南农民人均纯收入仅4807元，低于2009年中国农村居民人均纯收入5153元，具有一定的劳动力成本优势。

总体看，公司地处传统农业大省河南，在气候、原料、劳动力等方面拥有较好的区域竞争优势。

四、管理体制

公司股权高度集中，杜文君占98.18%，是公司的权力核心，公司的管理对其依赖较大。

公司按照相关法律法规的要求，设立了股东会、董事会、监事会；股东会决定公司董事会和监事会人员选择；董事会设董事长1人，由杜文君出任，董事3人，董事会决定公司经理人员选择；监事会设监事2人。公司对各机构的职责、权限、义务、议事规则等做出了规

定，目前上述机构正常运作。公司的董事长下设经济管理委员会，有 5 个委员，具体全权负责公司日常经营与管理。

公司对各个下属子公司的管控模式为“战略管理型”，公司总部基本上不干预子公司的具体日常经营活动。公司根据外部环境和现有资源来制定公司整体发展战略，投融资决策实行集中管理模式，通过控制子公司管理层人选来使子公司统一执行公司整体战略和决议。

从公司的经营管理制度上来看，公司针对每个子公司都制订了完整的制度，如《流动资金控制制度》、《成本核算管理制度》、《采购管理制度》、《物品流存管理制度》、《固定资产管理制度》、《安全管理制度》、《员工考勤管理制度》、《薪资分配管理制度》、《人力资源管理制度》等系列管理文件，形成了整套企业管理基本制度，可以有效地满足公司的管理需要。

在养殖管控方面，公司采取统一标准化作业的方法，建立饲料-养殖-加工一条龙的标准化管理基地，采用“五统一”的管理模式。“五统一”的标准化模式实际上将公司自身养殖和收购的肉鸡质量加以规范，形成规范的优质供货体系。

在质量卫生方面，公司在各个养殖、屠宰、加工场所实行严格的检查、消毒、隔离、检疫和人员奖惩措施来确保鸡养殖、屠宰、加工过程中产品的卫生和质量。公司通过 ISO9001 质量管理体系认证、HACCP 食品安全体系认证、国家无公害农产品认证、QS 认证、出口产品卫生注册等，并被河南省质量技术监督局评定为河南省质量管理先进企业。公司的严格的卫生质量管理，得到了国际上许多客户的认可，例如日本及欧美一些快餐企业从公司长期采购鸡肉产品。

在防疫方面，公司推广建设标准化鸡舍，选址远离村庄、交通要道和其他畜禽养殖场，鸡舍间距保持在 20 米以上，鸡舍内每平方米不超过 16 只鸡。公司基地饲养场内建有消毒池、消毒室，配有饲料存放间、兽医工作室，

入雏前首先对鸡舍进行清洗、喷洒消毒、密封熏蒸，以便切断病原菌的传播。为加强禽流感的防治，公司实行全封闭式管理，杜绝野禽与家禽的接触，人员出入场必须消毒。兽药按照 CIQ 要求集中采购，统一管理，严格执行国家质量检验监督总局关于禽肉饲养用药的管理规定。公司防疫体系较好。

总体看，公司法人治理结构基本健全；公司建立了一套完整的内部控制制度和统一的生产管理配套制度，可以满足公司及各个养殖和加工基地生产经营管理需要。

五、生产经营

1. 经营现状

公司采取“公司+基地+农户”的经营模式，即公司一方面自身建立大型的养殖基地，确保肉鸡供应的基本数量和质量；另一方面，公司向农户提供培育养殖鸡种苗，并提供饲料、疫苗、技术、收购等一系列统一配套服务，由农户代工养殖，从而扩大肉鸡数量来源。

肉鸡来源是大型肉鸡养殖和加工企业的主要瓶颈。我国传统肉鸡养殖以农户的分散或半分散饲养模式为主，2007 年禽流感的发生，暴露了分散养殖模式的弱点和弊端。从禽流感疫情发病的疫点看，绝大多数发生在小规模散养农户。而规模化养殖企业凭借健全的防疫体系，使得肉鸡免遭感染，规模化、专业化、产业化的肉鸡养殖模式的优势凸现。

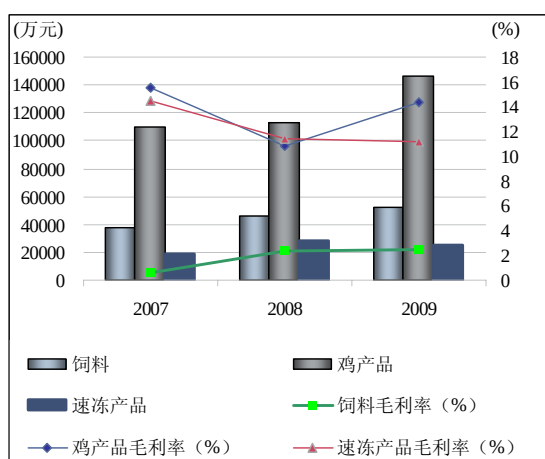
公司目前大型基地主要是 1 个北京育种基地和 3 个河南养殖加工基地，分别是鹤壁养殖基地、焦作养殖基地和周口养殖基地。

公司主营业务收入主要是饲料、鸡肉产品和其他相关产品（深加工产品和药品等）。2007~2009 年，公司营业收入年复合增长 14.70%；2009 年，公司实现主营业务收入 229451.47 万元，其中，饲料、鸡肉产品以及速冻产品收入占公司主营业务收入的比重分别为 22.59%、63.76%和 10.82%，为公司营业

收入的主要来源。

从饲料、鸡肉产品和速冻产品的毛利率情况来看，公司饲料产品的毛利率处于较低水平，上升幅度较小，主要是玉米和豆粕等原材料成本价格波动较大所致；鸡产品及速冻产品的毛利率虽有一定幅度波动，但总体保持较好水平。

图 6 2007 年~2009 年各项业务收入及毛利率



资料来源：公司提供

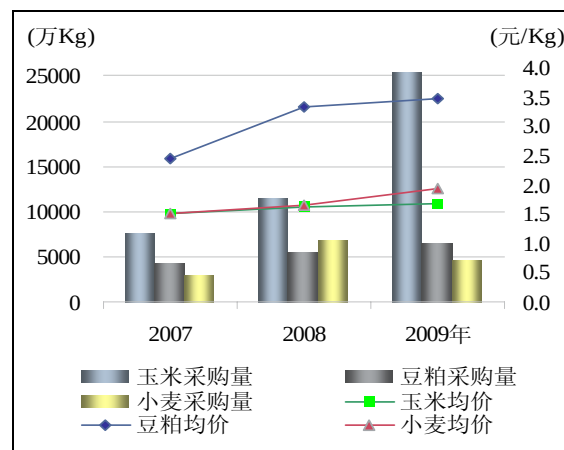
总体看，公司受鸡肉产品销量扩大影响，公司主营业务收入快速增长，公司鸡肉及速冻产品盈利能力较强。

2. 原材料供应

公司生产所用原材料主要是玉米、豆粕等，由原材料采购部门按照《合格供方产生管理办法》选择定点采购单位，并进行实地检查、考评和验证，确定供货单位。

从采购量和采购价格来看，公司玉米、豆粕采购量呈逐年上升趋势，而小麦采购量呈波动态势，公司根据成本和营养情况综合进行饲料配比。

图 7 2007 年~2009 年公司原材料供应情况

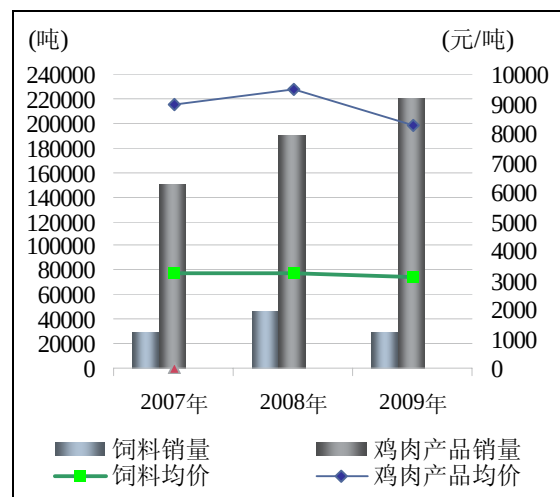


资料来源：公司提供

3. 产品销售

公司主要销售的产品包括饲料、鸡肉产品和其他调理肉制品。其中：饲料产品主要供国内农户使用和养殖基地自用；鸡肉产品主要供应国内农产品批发市场及肯德基、麦当劳、德克士等快餐业；调理肉制品主要出口日本、新加坡、韩国等国家，供应国内学校、军区、政府机关餐厅及批发市场等。

图 8 2007~2009 年公司产品销量和均价



资料来源：公司提供

4. 经营效率

从经营效率来看，2007~2009 年，公司销售债权周转次数分别为 15.64 次、18.83 次和 18.48 次，销售债权的周转速度较快；公司存货周转次数分别为 6.75 次、5.72 次和 4.37 次，

存货的周转速度下降，主要是近几年公司存货增加较多所致。2007~2009 年，公司总资产周转次数分别为 1.61 次、1.44 次和 1.34 次，总资产周转效率处于下降趋势，主要是公司资产增加速度快于主营业务收入增加的速度所致。

总体看，公司资产经营效率因为存货和资产快速增加而有所下降，总体处于较好水平。

5. 未来发展

未来多元化的鸡肉深加工将会提高公司经济附加值

未来公司将继续扩大养殖规模，并注重经营的多元化，大力发展肉食品加工，和其他与养殖相关的高附加值的延伸产业，公司主营业务收入有望基于此经营策略继续保持稳定增长。

公司“基地孵化模式”解决规模扩张产业链条完整问题

对于养鸡和鸡肉加工企业来讲，规模扩张需要地域支持，局部区域的养殖基地生产能力扩张相对有限。要实现总量的扩张，必须形成有效的地域扩张模式。公司采取“基地孵化模式”来扩张，即在新的地区以克隆方式不断建立饲料-养殖-屠宰-加工为一体的综合性养殖加工基地。“基地孵化模式”较好地解决了规模扩张和地域局限问题。公司业务规模迅速扩大。目前，公司已经建立了淇县、焦作等 2 个基地，并将在 2010 年底建成完整的周口基地。

周口新基地建成后，公司将进一步扩大经营规模

2009 年，公司启动周口基地二期建设项目，计划投资 3 亿元，周口基地将实现每年屠宰加工 1 亿只肉鸡和生产熟食产品 20 万吨的生产能力。2010 年底，公司整体可实现 3 亿只肉鸡屠宰能力和 50 万吨鸡肉产品加工能力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007~2009 年财务报表，已经北京中勤万信会计师事务所有限公司审计，并出具标准无保留意见的审计结论。

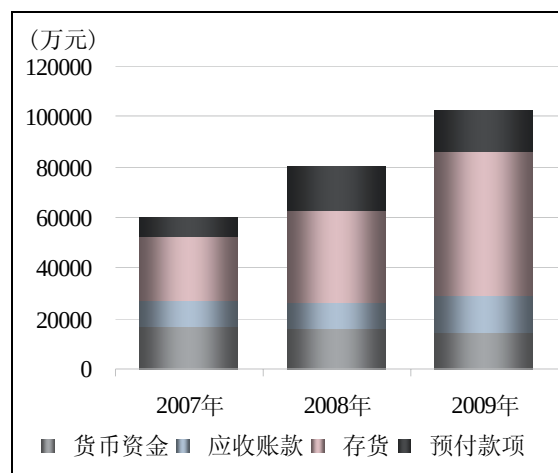
截至 2009 年底，公司资产总额 189230.03 万元，所有者权益 63414.62 万元；2009 年公司实现主营业务收入 229451.47 万元，净利润 12476.62 万元。

2. 资产质量

2007~2009 年，公司资产总额处于快速增长状态，年复合增长达 26.33%，2009 年为 189230.03 万元，主要是公司生产规模不断扩大所致。2009 年底公司流动资产比重为 57.24%，固定资产比重为 35.21%，公司资产以流动资产为主。

2007~2009 年，公司流动资产处于快速增长状态，年复合增长达 19.68%，2009 年底为 108317.28 万元，主要由货币资金、应收账款、预付账款和存货构成，2009 年底占流动资产的比重分别为 13.85%、13.36%、14.99% 和 52.35%。

图 9 2007~2009 年公司流动资产构成



资料来源：公司提供

2007~2009 年，公司货币资金有所下降，年复合增长-4.66%，2009 年底为 14998.08 万

元,由现金(占 1.97%)、银行存款(占 65.89%)、其他货币资金(占 32.14%)构成;其他货币资金中 5400 万元为银行承兑汇票保证金存款,1900 万元为贷款风险保证金。

2007~2009 年,公司应收账款有所上升,2009 年底为 14467.22 万元,主要是客户所欠货款,截至 2009 年底账龄在一年以内的占 99.18%,公司计提了 0.71%的坏账准备,应收账款质量较好。

2007~2008 年,公司预付账款快速增长,2009 年较 2008 年有所下降,预付账款三年复合增长率 46.18%。2009 年底预付账款余额 16231.92 万元,主要是原材料采购预付货款。由于近几年公司业务规模不断扩张,公司需要采购更多原材料以及支付更多的预付货款。

2007~2009 年,公司其他应收款下降幅度较大,年复合下降 46.85%,2009 年底为 4108.53 万元,主要是其他企业或个人与公司之间的往来款。

2007~2009 年,公司存货快速增长,年复合增长 48.94%,2009 年底为 56708.42 万元,主要是公司业务规模快速扩张需要较多存货支持所致。2009 年底,公司存货主要由原材料(占 13.85%)、产成品(占 59.98%)和在产品(占 23.91%)构成。由于公司存货贬值风险较小,公司没有计提存货跌价准备。

2007~2009 年,公司固定资产随公司大规模投资扩张而快速增长,年复合增长 33.04%,2009 年底为 66627.05 万元;公司固定资产原值主要由房屋和建筑物(占 51.23%)、机器设备(占 33.58%)构成。

总体看,公司资产以流动资产为主,近 3 年规模快速增长,整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

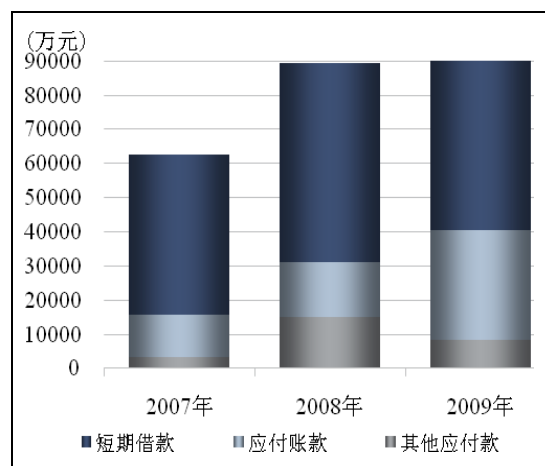
2007~2009 年,公司负债快速增长,年复合增长 28.88%,2009 年底为 125815.41 万元,绝大部分是流动负债(占比 99.91%)。公司负债中,长期负债比例很少,负债结构不合理。

2007~2009 年,公司流动负债主要由短期借款及应付账款构成;2009 年底短期借款及应付账款占流动负债比重分别为 63.27%和 25.62%。

2007~2009 年,公司为扩大经营规模,不断进行短期融资来补充流动资金,短期借款持续增长,年复合增长 29.91%,2009 年底为 79527.00 万元,由保证借款(占 38.29%)、抵押借款(占 59.70%)和信用借款(占 2.01%)构成。

公司应付账款主要是原材料采购时产生的短期债务。

图 10 2007~2009 年公司流动负债构成



资料来源: 公司提供

2007~2009 年,在营业收入增长的带动下,公司所有者权益不断增加,年复合增长 21.67%,2009 年底为 63414.62 万元。

2007~2009 年,公司未分配利润增长较快,年复合增长 44.55%,所有者权益比重也快速增加,2009 年底达到 53.55%。公司所有者权益稳定性较差。

2007~2009 年,公司资产负债率分别为 63.88%、66.91%和 66.49%,呈波动上升趋势;公司全部债务资本化比率分别为 55.31%、55.43%和 56.96%,呈上升趋势。总体看,公司债务负担较重。

总体看,公司负债主要是流动负债,而流动负债中短期借款占大部分,负债结构不合

理；公司整体债务负担较重。

4. 盈利能力

2007~2009年，公司主营业务收入增长较快，年复合增长率14.70%，2009年为229451.47万元；公司主营业务收入快速增长的原因主要是公司不断扩大生产经营规模，并不断开拓市场。

2007~2009年，公司主营业务成本本年复合增长15.62%，与主营业务收入增长基本一致；因此主营业务利润也保持增长，年复合增长8.37%，2009年为26233.26万元。

2007~2009年，公司主营业务利润率分别为12.81%、9.95%和11.43%，波动中有所下降，主要是饲料成本上升所致；公司总资本收益率分别为17.40%、11.69%和11.35%，处于较高水平，但呈下降趋势；净资产收益率分别为31.01%、18.04%，和19.67%，处于较高水平。

总体看，公司主营业务收入增长较快，盈利水平较好，预计未来1~2年，公司主营业务收入还将继续保持增长趋势。

5. 现金流

2007~2009年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入随公司经营规模的扩大而快速增长，年复合增长分别为11.65%和13.42%，2009年分别为247970.50万元和259401.68万元；公司购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出也呈同比例增长。2007~2009年，受上述原因影响，公司经营活动净现金净流量快速增长，年复合增长46.19%，其中，2009年为11951.03万元，较2008年增长199.61%。

2007~2009年，现金收入比率呈现下降趋势，分别为114.07%、113.84%和108.07%；公司收入的现金实现质量总体上处于正常水平。

2007~2009年，公司不断进行生产规模扩张和厂房建设，投资活动净现金流量快速增长，年复合增长76.37%，2009年为-20536.50万元；2007~2009年，公司筹资活动前净现金

流量分别为-1010.30万元、-19007.96万元和-8585.47万元，公司投资活动所需要现金大部分无法由经营活动产生的净现金流量来支持，不足的部分公司通过筹资活动来满足。2007~2009年，公司筹资活动净现金流量波动较大，年复合增长-7.18%，2009年为7180.25万元。

总体看，公司不断扩大生产规模和开拓市场以及进行固定资产投资，公司经营活动产生的净现金流量不能满足投资活动，需要对外筹资。

6. 偿债能力

2007~2009年，公司流动比率和速动比率均呈下降趋势，流动比率分别为102.33%、86.06%和86.17%，速动比率分别为67.74%、50.29%和41.06%。2007~2009年，公司经营现金流动负债比率分别为7.57%、3.92%和9.51%，经营活动产生的现金净流量对流动负债的保护能力弱。整体看，公司短期偿债指标偏低，由于公司流动负债主要是短期借款，公司短期偿债压力较大。

2007~2009年，公司EBITDA利息倍数波动中有所下降，分别为5.91倍、4.11倍和5.65倍；2007~2009年公司全部债务/EBITDA比率波动上升，分别为2.64倍、3.70倍和3.50倍。公司经营业绩对债务的保护能力一般。

截至2009年底，公司获得的商业银行授信总额为85500万元，已使用66077万元，未使用额度为19423万元。

截至2009年底，公司对外无担保。

7. 本期债券的偿还能力分析

公司本期发行企业债券额度为15500万元，占公司2009年底全部债务的18.47%，对现有债务影响较大。以2009年底财务数据为基础，本期企业债券发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率和全部债务资本化比率将升至69.03%和61.06%，公司债务负担进一步加重。

2007~2009年，公司实现EBITDA分别为本期债券发行额度的1.30倍、1.11倍和1.55倍，EBITDA对本期债务的保护程度一般。

2009年，公司经营活动现金流入量和净流量分别为259401.68万元和11951.03万元，分别为本期15500万元企业债券发行额度的16.74倍和0.77倍，公司经营活动现金流入量对本期企业债券的覆盖程度较高。

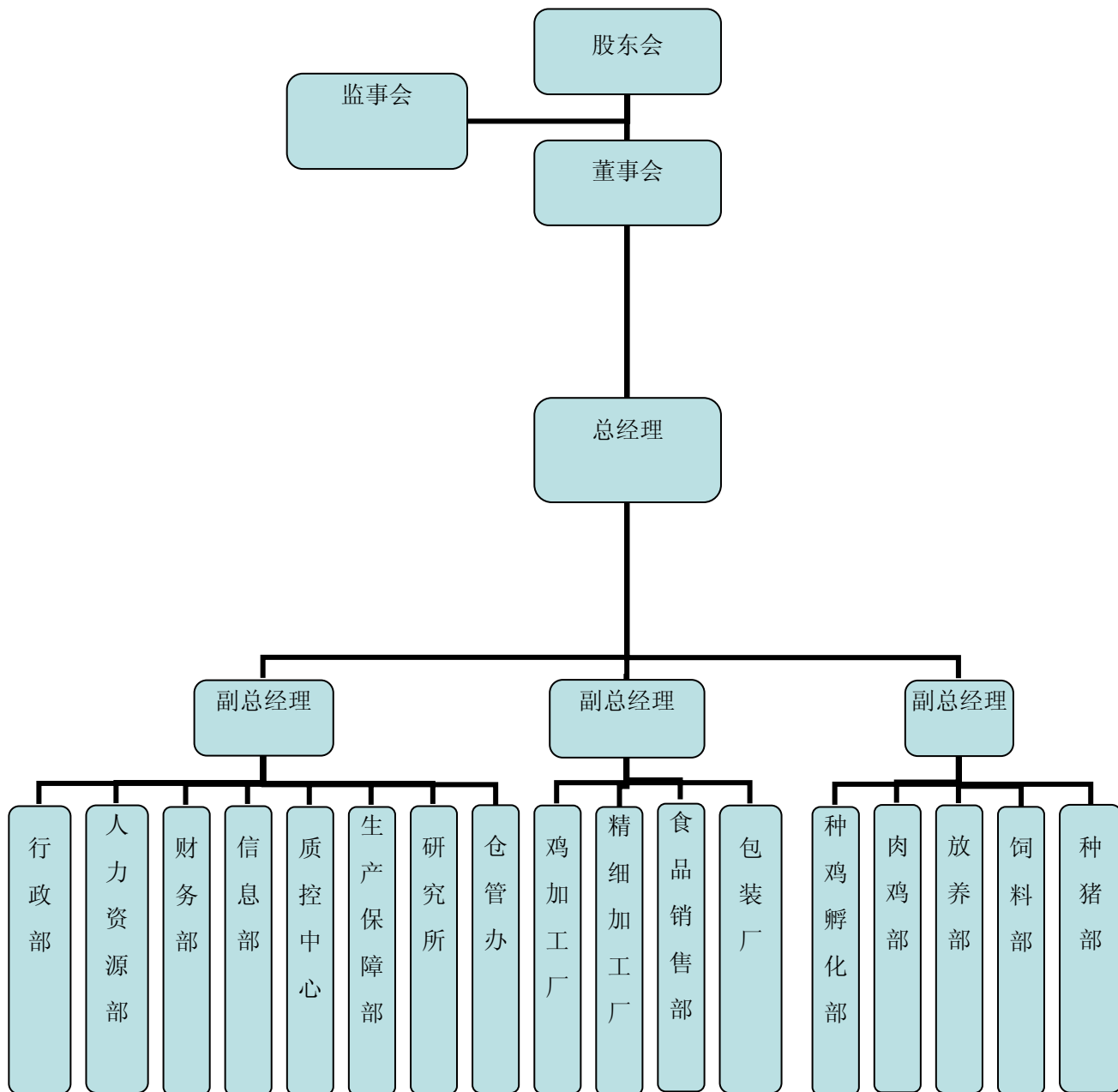
七、综合评价

中国居民收入水平的快速提高对鸡肉产品市场需求带动作用强。公司地处传统农业大省河南，在气候、劳动力等方面拥有较好的区域优势，同时在经营模式、养殖技术和扩张模式等方面优势显著。公司依靠良好的产品质量，与日本和国际的快餐商建立了良好的合作关系。近3年公司主营业务收入实现较快增长，盈利能力较强，成长性良好。

同时，联合资信关注到，公司所属鸡养殖行业市场 and 疫情风险较大；饲料成本的上升将对公司未来盈利存在一定影响。另外，公司资产负债率较高，债务负担较重；债务结构不合理，短期偿债压力较大。

综合分析，公司整体信用风险一般。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表-资产

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动资产:				
货币资金	16501.37	16403.30	14998.08	-4.66
短期投资	0.00	0.00	0.00	
应收票据	207.62	117.83	105.00	-28.89
应收账款	10437.90	10135.68	14467.22	17.73
预付款项	7595.88	17657.00	16231.92	46.18
应收股利	0.00	0.00	0.00	
应收利息	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	14541.67	6152.79	4108.53	-46.85
存货	25564.58	36358.40	56708.42	48.94
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	
其他流动资产	774.84	646.18	1698.10	48.04
流动资产合计	75623.87	87471.18	108317.28	19.68
非流动资产				
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	0.00	7100.00	7000.00	
固定资产原价	53695.47	60707.44	90302.16	29.68
减: 累计折旧	16052.83	18732.92	23675.12	21.44
固定资产净值	37642.65	41974.52	66627.05	33.04
减: 固定资产减值准备	0.00	0.00	0.00	
固定资产净额	37642.65	41974.52	66627.05	33.04
在建工程	2897.47	11758.81	1581.75	-26.11
工程物资	0.93	140.68	0.00	-100.00
固定资产清理	0.00	9.56	0.00	
无形资产	2140.78	4687.74	4063.19	37.77
长期待摊费用 (递延资产)	273.95	897.28	1640.77	144.73
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	
递延所得税借项	0.00	0.00	0.00	
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	42955.78	66568.58	80912.75	37.25
资产总计	118579.65	154039.76	189230.03	26.33

附件 2-2 合并资产负债表-负债及所有者权益
 (单位：人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动负债				
短期借款	47121.00	58141.00	79527.00	29.91
应付票据	5189.00	4695.00	4400.00	-7.92
应付账款	12088.75	16070.96	32205.27	63.22
预收款项	4012.52	5530.71	3005.21	-13.46
应付职工薪酬	2646.87	2551.53	1759.93	-18.46
应交税费	754.24	1287.85	1752.63	52.44
应付股利（应付利润）	1892.63	1263.68	7.30	-93.79
其他应付款	-654.69	-977.62	-3502.11	131.29
其他流动负债	-657.86	-978.57	-3502.81	130.75
流动负债合计	24.51	0.00	0.00	-100.00
非流动负债	3472.15	15214.86	8308.41	54.69
长期借款	0.00	409.86	0.00	
长期应付款	73900.11	101636.31	125703.71	30.42
专项应付款				
预计负债	700.66	544.51	0.00	-100.00
递延所得税负债	1080.44	801.63	0.00	-100.00
其他非流动负债	62.89	87.39	111.70	33.27
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	
负债合计	0.00	0.00	0.00	
所有者权益（或股东权益）	0.00	0.00	0.00	
实收资本（股本）	1843.98	1433.53	111.70	-75.39
资本公积	75744.10	103069.85	125815.41	28.88
盈余公积				
未分配利润	10478.00	10478.00	10478.00	0.00
归属于母公司所有者权益合计	4082.65	4636.03	4636.03	6.56
少数股东权益	3972.02	5516.24	6655.96	29.45
所有者权益合计	16251.91	23258.94	33959.51	44.55
负债和所有者权益总计	34784.58	43889.21	55729.50	26.58

附件 3 合并利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、营业收入	178221.33	201403.21	236229.56	15.13
其中：主营业务收入	174393.75	196757.19	229451.47	14.70
其他业务收入	3827.58	4646.03	6778.10	33.07
减：营业成本	155146.42	181190.59	208700.86	15.98
其中：主营业务成本	151965.72	177120.20	203156.00	15.62
其他业务成本	3180.69	4070.39	5544.87	32.03
营业税金及附加	89.23	68.69	62.31	-16.44
销售费用	4297.17	3350.74	5317.29	11.24
管理费用	2786.97	4928.91	7482.90	63.86
财务费用	3367.43	4170.76	4057.93	9.77
投资收益（净损失以“-”号填列）	-0.49	11.76	525.00	
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	12533.63	7705.28	11133.28	-5.75
加：营业外收入	1163.58	2160.80	1761.56	23.04
减：营业外支出	47.23	228.30	76.54	27.30
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	13649.98	9637.78	12818.30	-3.09
减：所得税费用	368.36	444.21	341.69	-3.69
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	13281.62	9193.58	12476.61	-3.08
减：少数股东损益	1482.81	642.32	636.31	-34.49
五、归属于母公司所有者的净利润	11798.80	8551.25	11840.30	0.18

附件 4-1 现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 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	198930.80	223979.92	247970.50	11.65
收到的税费返还	1258.45	385.33	836.02	-18.49
收到的其他与经营活动有关的现金	1471.89	2175.82	10595.17	168.30
经营活动现金流入小计	201661.15	226541.07	259401.68	13.42
购买商品、接受劳务支付的现金	183142.29	208092.03	207391.38	6.41
支付给职工以及为职工支付的现金	9765.37	11443.64	15467.61	25.85
支付的各项税费	1624.31	1337.11	2366.49	20.70
支付的其他与经营活动有关的现金	1537.36	1679.39	22225.18	280.22
经营活动现金流出小计	196069.32	222552.17	247450.65	12.34
经营活动产生的现金流量净额	5591.82	3988.91	11951.03	46.19
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资所收到的现金	3.51	0.00	0.00	-100.00
取得投资收益所收到的现金	0.00	11.76	0.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	2.24	176.03	2059.60	2935.66
收到的其他与投资活动有关的现金	225.49	0.00	24.31	-67.16
投资活动现金流入小计	231.24	187.79	2083.92	200.20
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	6833.36	16084.66	21761.13	78.45
投资所支付的现金	0.00	7100.00	0.00	
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	859.29	
投资活动现金流出小计	6833.36	23184.66	22620.42	81.94
投资活动产生的现金流量净额	-6602.12	-22996.87	-20536.50	76.37
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资所收到的现金	1300.00	0.00	0.00	-100.00
取得借款收到的现金	46060.00	44780.00	79527.00	31.40
收到的其他与筹资活动有关的现金	707.95	19699.90	6137.15	194.43
筹资活动现金流入小计	48067.95	64479.90	85664.15	33.50
偿还债务所支付的现金	36446.82	33760.00	73603.00	42.11
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	3287.57	4229.61	0.00	-100.00
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.04	7580.39	4880.90	
筹资活动现金流出小计	39734.43	45570.00	78483.90	40.54
筹资活动产生的现金流量净额	8333.52	18909.90	7180.25	-7.18
四、汇率变动对现金的影响额	0.00	0.00	0.00	
五、现金及现金等价物净增加额	7323.22	-98.07	-1405.22	
加: 期初现金及现金等价物余额	9178.15	16501.37	16403.30	33.69
六、期末现金及现金等价物余额	16501.37	16403.30	14998.08	-4.66

附件 4-2 现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	11798.80	8551.25	11840.30	0.18%
减：未确认投资损失	0.00	0.00	0.00	
加：资产减值准备	182.79	-136.78	-34.06	
少数股东损益	1482.81	642.32	636.31	-34.49%
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2881.37	3178.52	5386.35	36.72%
无形资产摊销	79.29	147.39	671.68	191.06%
长期待摊费用摊销	75.42	9.57	853.89	236.49%
待摊费用减少（增加以“－”号填列）	52.87	128.67	-1051.92	
预提费用增加（减少以“－”号填列）	-19.48	409.86	-399.80	353.08%
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	0.00	18.24	44.23	
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）	16.94	0.07	0.00	-100.00%
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）	0.00	0.00	0.00	
财务费用（收益以“－”号填列）	3380.64	4212.14	4103.63	10.18%
投资损失（收益以“－”号填列）	0.00	-11.76	-525.00	
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）	0.00	0.00	0.00	
存货的减少（增加以“－”号填列）	-6128.99	-10793.82	-21090.72	85.50%
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-4624.25	-5758.76	4220.83	
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	-3586.40	3392.00	7295.31	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	5591.82	3988.91	11951.03	46.19%
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：	0.00	0.00	0.00	
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	
3.现金及现金等价物净变动情况：	0.00	0.00	0.00	
现金的期末余额	16501.37	16403.30	14998.08	-4.66%
减：现金的期初余额	9178.15	16501.37	16403.30	33.69%
加：现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	7323.22	-98.07	-1405.22	

附件 5 主要计算指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数 (次)	15.64	18.83	18.48	17.65
存货周转次数 (次)	6.75	5.72	4.37	5.61
总资产周转次数 (次)	1.61	1.44	1.34	1.46
盈利能力				
主营业务利润率 (%)	12.81	9.95	11.43	11.40
总资本收益率 (%)	17.40	11.69	11.53	13.48
净资产收益率 (%)	31.01	18.04	19.67	22.91
财务构成				
长期债务资本化比率 (%)	1.61	1.06	0.00	0.89
全部债务资本化比率 (%)	55.31	55.43	56.96	55.90
资产负债率 (%)	63.88	66.91	66.49	65.76
偿债能力				
流动比率 (%)	102.33	86.06	86.17	91.52
速动比率 (%)	67.74	50.29	41.06	53.03
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.91	4.11	5.65	5.22
全部债务/EBITDA (倍)	2.64	3.70	3.50	3.28
经营现金流动负债比率 (%)	7.57	3.92	9.51	7.00
筹资前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-0.3	-4.56	-2.02	-2.29
现金流				
现金收入比 (%)	114.07	113.84	108.07	111.99

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率*	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
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%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/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

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

信用等级公告

联合[2010] 512 号

联合资信评估有限公司通过对林州重机集团股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

林州重机集团股份有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月二十四日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与林州重机集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与林州重机集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因林州重机集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由林州重机集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、林州重机集团股份有限公司主体长期信用等级自 2010 年 12 月 24 日至 2011 年 12 月 23 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内林州重机集团股份有限公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月二十四日



林州重机集团股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: BBB⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2010 年 12 月 24 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
资产总额(万元)	46735.52	80115.84	93061.36
所有者权益(万元)	19637.86	26753.15	37401.13
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	9485.50	21790.20	36193.13
营业收入(万元)	36092.65	54211.47	68477.24
利润总额(万元)	3625.56	6708.54	7715.86
EBITDA(万元)	4963.62	8376.46	11364.80
经营性净现金流(万元)	4624.39	3454.04	-15838.22
营业利润率(%)	17.98	19.88	20.70
净资产收益率(%)	11.80	17.94	15.30
资产负债率(%)	57.98	66.61	59.81
全部债务资本化比率(%)	32.57	44.89	49.18
流动比率(%)	127.73	106.23	119.46
全部债务/EBITDA(倍)	1.91	2.60	3.18
EBITDA 利息倍数(倍)	9.51	13.88	6.00
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.99	1.68	2.27

注: 公司自 2007 年开始执行新会计准则。

分析师

陈静 甘铭山

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对林州重机集团股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为国内市场专业化的煤机设备生产厂商,在行业需求、技术研发、产品结构、盈利能力等方面的优势;联合资信同时也关注到债务规模增长过快、经营性净现金流波动性较大等因素给公司经营发展带来的负面影响。

在国家大力推进煤炭行业整合,提高煤炭机械化开采水平的背景下,煤机市场需求巨大,长期发展前景看好。未来煤炭综采设备生产线逐步投产,将有效提升公司的综合竞争力,公司经营收入和利润水平有望实现较快增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 国家大力推进煤炭机械化开采,煤机市场发展潜力巨大。
2. 公司煤矿液压支架和偶合器产品在行业内具有一定技术优势。
3. 近年来公司业务快速发展,收入规模稳步提升,盈利能力逐步增强。
4. 近年来,股东连续增资扩充了公司资本实力,公司整体的竞争实力和抗风险能力都将得到明显提升。

关注

1. 煤机设备专用性强,煤炭行业的波动将直接影响煤机市场的需求状况。
2. 公司应收账款和存货规模过大。
3. 公司负债水平较高,债务结构不合理。
4. 公司收入实现质量较差,经营活动现金净流入波动性较大。
5. 截至2009年底,公司对外担保15000.00万

元，担保比例40.11%，存在一定的或有负债风险。

一、主体概况

林州重机集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身为成立于 1987 年的河南省林县重型煤机设备厂。1994 年依据河顺镇人民政府以河政（1994）6 号文《关于申村村委组建“林州重机集团公司”的请示》及林州市计划经济委员会林计经（1994）67 号文，林县重型煤机设备厂联合林州市重型锻造厂、林州市重型铸钢厂、林州市重型机械厂和林州市重机劳动服务公司等单位，组建林州重机集团公司，注册资本由 70 万元增加到 1000 万元。2007 年 3 月，公司注册资本增至 1 亿元，公司名称变更为林州重机集团有限公司，2007 年 12 月公司注册资本增加到 13660 万元。2008 年 2 月公司整体变更为股份有限公司，更名为林州重机集团股份有限公司；2008 年 11 月公司注册增加至 14360 万元，2009 年 12 月公司注册资本增加至 15360 万元。截至 2009 年底，公司注册资本 15360 万元，其中郭现生持股 51.44%，为公司实际控制人，具体持股比例见表 1。

表 1 公司股权结构情况

股东	持有股份 (万股)	持股比例 (%)
郭现生	7901.10	51.439
韩录云	2087.30	13.589
北京国瑞金泉投资有限公司	1000.00	6.510
北京丰图投资有限责任公司	400.00	2.604
宋全启等其他 49 名自然人股东	3971.60	25.858
合计	15360.00	100.00

资料来源：公司提供

公司主营包括煤矿液压支架、单体液压支柱、金属顶梁、刮板运输机、限矩型和调速型液力偶合器等在内煤矿机械设备及各类煤机配件。

公司本部下设财务处、供应处、销售处、技术处、研究所、安全生产处等职能部门。截至 2009 年底公司拥有 1 家子公司，为七台河重机金柱制造有限责任公司(注册资本 500 万，公司持股 100%)

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额 93061.36 万元，所有者权益 37401.13 万元；2009 年公司实现营业收入 68477.24 万元，利润总额 7715.86 万元。

公司注册地址：河南省林州河顺镇申村；法定代表人：郭现生。

二、行业分析

公司主营包括煤矿液压支架、单体液压支柱、金属顶梁、刮板运输机在内的煤机设备，煤机行业的经营环境和发展趋势对公司的经营业绩有显著影响。

1. 行业现状

广义的煤矿机械设备按照煤矿开采的顺序，主要分为勘探设备、综合采掘设备、提升设备、洗选设备、煤炭安全设备等。狭义的煤机设备是指煤炭生产中应用最多，需求量最大的综合采掘设备，主要包括“三机一架”即掘进机、采煤机、刮板输送机及液压支架。综采设备能显著提高煤炭企业生产过程中生产效率以及有效增强安全性能，能从源头上解决煤炭安全生产问题。

煤机设备作为煤炭开采企业固定资产投资的重要组成部分，在行业快速增长期，煤矿新建项目和产能提升项目会对煤机产生巨大需求。煤矿综采设备的经济使用寿命视类型不同，一般为 5~8 年，而国内煤炭企业生产方式粗放，设备多长时间超负荷运转，导致煤机的实际使用寿命一般为 3~5 年。因此煤机设备具有一定的消耗品的属性，在行业平稳发展期，设备的更新换代也会持续产生旺盛的需求。

中国作为煤炭大国煤机市场容量大

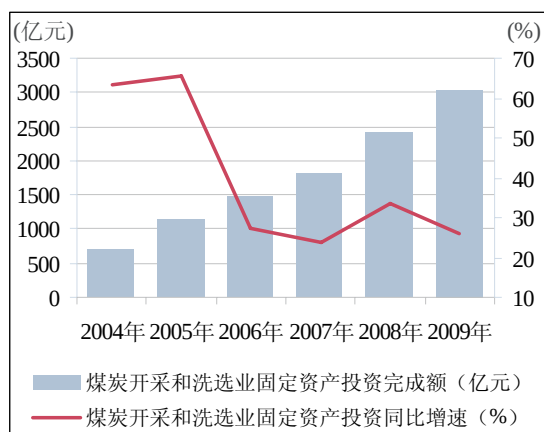
中国“富煤、贫油、少汽”的能源特征决定了在中国的能源结构中，煤炭占有绝对的主导地位，根据国家统计局数据，在 1981 年至 2009 年的 29 年期间中国煤炭消费在一次能源

中的比例始终保持在 70%以上，而天然气消费始终不足 5%。2009 年中国煤炭产量 29.10 亿吨，同比增长 7.14%，占世界总产量比例接近 40%，居世界第一。另外一方面据煤炭行业统计数据，当前中国采煤机械化程度仅为 50%，除国有大中型煤矿采掘机械化程度达到 75%之外，大多数煤矿生产装备差、效率低。

国内市场煤机产销快速增长

近年来，由于煤炭需求的快速增长、煤炭安全问题日益得到重视，中国煤炭开采固定资产投资逐年增加，机械化程度逐渐提高。在煤炭产量快速增长的带动下，2004~2009 年，中国煤炭行业固定资产投资年均复合增长进入爆发式增长阶段，年均复合增长率为 58%，2009 年，中国煤炭开采及洗选业完成投资 3021.45 亿元，同比增长 25.9%。煤炭开采及洗选业固定资产投资快速增长带来煤机需求逐年增加，自 2002 年以来中国煤机销量增速始终保持在 20%以上，根据中国工业报相关数据 2009 年国内煤机市场总销售额达到了近 600 亿元。

图 1 煤炭开采及洗选行业固定资产投资完成额及增速



资料来源：wind 资讯

技术水平有限，高端设备依赖进口

目前中国大多数煤机企业生产产品时仍然是依仗较为落后的生产技术，主要的人力、物力仍然集中在生产一线和产品销售上，在技术革新、产品研发等方面的投入较少，产品的科技含量相对较低。受整体技术水平的限制，

中国的煤机产品仍不能实现完全的自给自足，部分高端产品仍依赖于进口。2005 年以前，中国年产 500 万吨以上的煤矿综采设备都需要进口，近年国内煤机企业发展较快，产品技术水平大幅提高，年产 400~800 万吨的综采设备基本实现国产化，但在个别关键零部件如液压系统等还是依赖进口；年产 800~1000 万吨煤矿的全套综采设备目前则完全依赖于美国和德国的进口产品。

2. 行业关注

行业竞争激烈，成套化是未来核心优势

目前中国有各类煤机企业 2000 家以上，其中规模以上企业近 300 家。近年来，中国煤机市场整体行业集中度较低，并呈现逐年下降趋势。2009 年中国煤机行业前 10 名销售收入占比不足 40%。由于煤机行业景气程度不断提升，行业内新进入厂商不断增加，竞争日趋激烈。目前中国煤机制造企业走的是单一产品路线，不同企业制造不同的单一煤机产品或配件，部分单一产品已经形成相对稳固的竞争环境。从国际煤机发展经验来看，煤炭装备成套化是大势所趋，煤炭开采企业购买成套装备，可节省采购时间、降低采购成本、提高装备协作效率和安全性能以及节约相关售后服务费用。从 2005 年开始，国内各细分市场龙头纷纷通过技术转让，兼并收购等方式实现核心煤机的配套生产。

外资进入煤机制造，行业竞争加剧

国内煤机市场广阔的市场空间和强劲的增长已经吸引国际煤机巨头纷纷进入中国设厂或收购整合。目前全球最大的煤机生产企业 DBT 公司已经逐步在廊坊、唐山、内蒙古神华建立了多个煤机生产厂，生产规模正逐步扩展；全球第二大煤机生产企业美国的 JOY 公司投资的采矿设备整机生产厂已于 2007 年初在天津港保税区建成投产；此外国际煤机行业另一巨头美国 IMM 公司已经成功收购了国内掘进机和采煤机的龙头佳木斯煤机和鸡西煤机。

国际煤机制造业巨头在资金、产品技术、装备水平方面具有较为明显的优势，会对国内煤机制造厂商形成明显的竞争压力。

3. 行业政策

根据国家发改委《煤炭工业“十一五”发展规划》，国家将给予适当国债资金补助，重点支持大型煤炭企业兼并整合中小型煤矿，并制定切实可行的支持措施，鼓励煤炭企业联合重组，引导形成产能亿吨级和 5000 万吨级的大型骨干企业。

目前中国煤炭开采的机械化程度仅为 50% 左右，除国有大中型煤矿采掘机械化程度达到 75% 之外，大多数煤矿装备水平差、生产效率低，绝大多数小煤矿的机械化水平几乎为零。当前全国煤矿平均资源回收率为 30%~35% 左右，小型矿井资源回收率只有 10%~15%。煤炭行业“十一五”发展规划提出要提高煤炭工业的机械化水平，其中大中型煤矿采煤机械化程度目标达到 95% 和 80% 以上，小型煤矿机械化、半机械化程度达到 30% 以上，矿井资源回收率达到 40% 以上。

2007 年国家发改委的相关政策强调了要大力推进煤炭企业的股份制改造、兼并和重组，提高产业集中度，形成以大型煤炭企业集团为主体、中小型煤矿协调发展的产业组织结构；建设神东、晋北、晋中、晋东、陕北、黄陇（华亭）、鲁西、两淮、冀中、河南、云贵、蒙东（东北）、宁东等十三个大型煤炭基地。同时明确要求各地要抓紧制定和实施煤炭资源整合方案，对大型矿区内的煤矿不再配置资源；对影响大型煤矿统一规划开采、且能与大型煤矿进行资源整合的小煤矿，由大型煤矿采取整体收购或联合经营等方式进行整合改造；对影响大型煤矿安全生产的小煤矿，依法予以关闭。

2009 年以来，在矿难频发的背景下，国内煤炭行业的整合提速，其中尤以山西省为最，截至 2009 年底，山西煤炭兼并重组主体到位

率 96%，全省矿井数由 2600 座减少到 1053 座，年产 30 万吨以下煤矿全部淘汰，部分中型煤矿复产的单井产能门槛提高为 90 万吨。2010 年开始，河南和内蒙古也开始对区域内煤矿进行大力整合，河南省的初步政策为新建单井规模不得低于 45 万吨/年，现有单井产能（技改）不低于 30 万吨/年；内蒙古的初步政策为新建单井煤炭生产能力不低于 120 万吨/年，露天煤矿开采能力不低于 300 万吨/年。

总体看，国家出台的煤炭行业整合政策为国内煤机设备行业的发展提供了有力的长期支撑，近期行业整合的提速，会进一步刺激中短期需求的增长。

4. 行业发展

目前，在国家大力倡导“节能减排”、大力发展水电、核电、风电等清洁能源，改善电源结构的背景下，煤炭行业的发展速度可能会有所放缓，但从能源禀赋的角度看，煤炭未来在相当长一段时期内仍将在中国的一次能源消耗中占据主导地位，煤炭行业仍将保持平稳发展态势，这将对煤机行业的增长构成有力的长期支撑。

在相关政策的大力支持下，煤炭行业的资源重组，国内煤炭企业采煤机械化程度的快速提升，国有大型煤炭企业的建设都将对煤机设备产生巨大的市场需求，根据中国煤炭工业协会的预测，未来 5~8 年，中国煤机行业仍将保持年均 20% 的增速。

在政府鼓励煤炭行业资源整合，建立大型煤炭企业的背景下，煤机市场的需求将结构性的侧重于大型的，高产能的成套整机设备，这将为行业内技术能力强，装备水平高的企业提供更广阔的发展空间和行业整合机会。

总体看，在相关政策支持、煤炭行业资源整合加速，机械化水平提升等多个因素的支撑下，煤机行业具有良好的长期发展前景，行业中的技术领先者具备广阔的发展空间。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司始建于1982年，是专业化的煤机设备生产企业，截至目前厂区占地面积20.5万平方米，厂房面积近10万平方米，拥有各类主要机械加工和检测设备1500余台(套)。公司先后与德国福伊特公司（VOITH）和英国液力驱动工程公司（FUDRIVE）等业内知名企业合作，掌握了先进的焊接及机械加工技术，公司专业支护产品的技术水平在国内煤机行业中均处于领先地位，传统产品单体配件在全国市场具有较高的份额。公司现已通过国际ISO9001质量管理体系认证，产品均取得国家煤矿安全标志认证，被评为国家“全面质量管理达标企业”企业，同时是煤炭工业部认定的全国煤矿支护产品、综机配件、机电产品“十佳定点”企业，2007年进入河南省百户重点工业企业。

2. 人员素质

公司现有高层管理人员在公司工作年限较长，管理团队行业经验比较丰富，综合素质较高。

公司董事长郭现生先生，1962年生，在职研究生学历，高级经济师。曾任河南省林州钢铁北锻造厂厂长、林县重型煤机设备厂厂长、林州重机集团有限公司董事长、总经理等职务；曾先后获得“河南省十大杰出青年农民”、“河南省优秀青年乡镇企业家”等称号。

公司总经理司广州先生，1960年生，本科学历，高级工程师。曾任郑州煤矿机械厂技术研究所所长、郑州中机六院中达公司副总经理、林州重机集团有限公司总工程师等职务。

总体而言，公司主要领导行业经验丰富，管理能力强，经营团队稳定；公司员工队伍年轻化，整体文化素质一般。目前公司人力资源构成符合制造行业的特点，能满足公司发展的需要。

3. 技术水平

公司目前在林州本部和郑州分别设有产品技术研究所，本部研究所2006年被认定为省级企业技术中心。目前公司共有专职技术研发人员50余人，95%以上拥有大专以上学历，其中高级工程师8名，享受国务院特殊津贴的两名。2008年公司与中国矿业大学签订了委托培养技术人才协议并开展广泛的技术合作，技术研发实力进一步提升，人才储备体系逐步完善。

公司目前的自主研发主要以液压支架和耦合器为主导，并积极开发配套的刮板输送机 and 采煤机。公司自主研发生产的YOT系列调速型耦合器，荣获河南省科技进步三等奖；设计制造的ZQY3400/15/35大倾角液压支架，在最大倾角、设备可靠性、使用寿命等方面均达到国内行业领先水平。

总体来看，作为行业内中小型的煤机制造企业，公司具有一定技术优势。

四、管理体制

1. 公司治理

2008年2月，公司实行股份制改造，整体变更为股份有限公司，并根据《公司法》、《证券法》及公司章程规定，建立了股东大会、董事会、监事会等完备的法人治理结构，制定了相应的议事规则，健全了经营管理层的运作体系。

公司最高权力机构为股东大会，董事会为股东大会常设决策和管理机构。公司董事会由9人组成，设董事长、副董事长各1人。董事会负责审查、批准和控制公司重大的运营和财务事项；并通过董事会决议聘任公司总经理、董事会秘书，根据总经理的提名，董事会聘任副总经理、财务负责人等高级管理人员。

公司监事会由3人组成，其中职工董事1人。监事会负责对公司的财务、经营、董事会及其成员和管理层的活动进行监督与检查，保

护股东合法权益。

目前股权结构相对分散，并有北京国瑞金泉投资有限公司（持股比例为 6.51%）和北京丰图投资有限责任公司（持股比例为 2.604%）两名法人股东，能够对控股股东决策形成一定制衡作用。

2. 管理体制

公司结合 ISO 管理体系认证，按照《企业内部控制基本规范》要求，完善内部决策和控制制度，建立一套完整的在生产经营中实际执行的制度体系，形成有效的生产质量、营销、财务等内部约束机制。

在质量管理方面，公司实行总经理负责制，按 ISO9001 质量管理体系标准要求，建立了文件化的质量管理体系，严格按照质量程序文件对质量体系进行管控。公司对产品实行从设计到售后服务的全过程质量管理，确保产品的质量和售后服务的及时性，逐步形成了质量控制、质量预防的科学体系。

在财务管理方面，公司制定了明确的财务内控制度，具体包括《固定资产采购审批制度》、《项目付款审批制度》、《资金跟踪制度》、《主管会计管理细则》等，以保证资金计划与支出相符，利润、收支和经营指标等真实准确。

总体看，公司内部管理体制较为完善。

五、生产经营

1. 经营现状

公司主营煤炭机械设备，目前主导产品主要包括液压支架、单体支柱、耦合器、单体配件、金属顶梁、刮板输送机等。2007~2009 年，随着各主要产品产销规模的提升，公司营业收入持续增长，2009 年实现营业收入 68477.24 万元，其中主营业业务收入 64455.59 万元。近年，公司处于快速发展阶段，随着部分新产品的上市销售，公司收入构成有所变化，但核心产品液压支架仍是公司最主要的收入来源，2007~2009 年占主营业务收入比重始终保持在 70%以上；此外单体支柱在主营业务收入中也占有相对较大比重，但近年呈波动下降趋势；公司从 2007 年开始推出刮板输送机，自推出以来该产品收入水平持续增长，占主营业务收入比重也逐年提升，2009 年为 10.37%；主营业务中其他收入主要为部分零星小品种煤机产品，但收入占比较低。近几年，受公司自身产品结构变化、原材料价格水平上涨和行业竞争的加剧的影响，公司主营业务利润率从 2007 年的 24.25%下降至 20.85%；其中，液压支架产品毛利率下降较明显，新推出的刮板机随着市场的逐步确立，毛利率逐年大幅提升，对公司综合毛利率水平的下降起到显著的缓冲作用。

表 2 公司主营业务收入构成（单位：万元、%、%）

板 块	2007 年			2008 年			2009 年		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
支架	20553.81	79.73	29.17	32041.68	71.91	21.29	48582.00	75.37	19.74
刮板机	41.03	0.16	6.00	1224.47	2.75	25.06	6682.30	10.37	31.55
柱子	3406.99	13.22	-1.19	9390.99	21.08	20.19	7369.31	11.43	16.02
其他产品	1777.58	6.90	16.61	1899.57	4.26	30.66	1821.98	2.83	30.74
合 计	25779.40	100.00	24.25	44556.71	100.00	21.56	64455.59	100.00	20.85

资料来源：公司审计报告

原材料采购

公司各类主导产品的制造成本中，原材料占比较高，均在 75%以上（见表 4）。公司目前所采购的材料以钢材为主，市场供应充足，不存在因原材料供应而影响正常生产的状况。公

司原材料供应商较为集中，主要依赖本地的安阳钢铁集团有限公司，该公司距离公司仅有 50 公里，有利于公司控制原材料的存货水平和运输成本。由于煤机设备针对不用客户具有明显的个性化的需求，通常均采用订单式生产的方

式，因此煤机生产商具有一定的成本转嫁能力，但几年钢材价格的大幅波动仍对公司利润率产生了一定不利影响。

表 3 公司主要产品成本构成

产品名称	直接材料	直接人工	制造费用
液压支架	78%	15.5%	6.5%
单体支柱	84%	12.4%	3.6%
偶合器	75%	17%	8%
单体配件	84%	11.5%	4.5%
顶梁	82%	13%	5%

资料来源：公司提供

产品生产

通常情况下，煤机设备会由于矿山地质条件、用户的相关配套设备、采掘习惯的不同而产生明显的个性化需求，因此煤机设备通常都采用订单式生产的方式。近年来由于煤机行业发展迅速，公司订单需求旺盛，开工率较高。

公司产品主要集中在本部车间生产，下属子公司七台河重机金柱制造有限责任公司负责小部分液压支架和单体支柱的生产。公司制造的业务流程是：设备设计、模型制作、铸造、加工、组装、试验到安装调试、售后服务的一体化服务。近年来受国家整治煤炭行业政策相关政策的影响，市场对单体的支柱及其他小型配套设备的需求较为有限，同时公司液压支架产品的技术水平有了较大提升，订单大幅增加，生产重心逐步转移到单位价值大，利润水平较高的液压支架产品上，2007 年~2009 年公司产品产量见表 4。

表 4 公司主要产品产量

产品	2007 年	2008 年	2009 年
液压支架（架）	1635	1744	2326
单体支柱（根）	35320	48148	64950
偶合器（台）	1413	1825	1350
单体配件（套）	115083	164906	126518
梁（米）	13372	25488	30727

资料来源：公司提供。

产品销售

由于煤机设备定制化的属性，除少量通用配件以外，公司主要产品均采用直销方式。公司客户多为国内市场的中型煤矿，主要分布在

黑龙江、吉林、辽宁、山西、陕西、四川、内蒙古、河南等区域，主要客户有黑龙江龙煤集团、四川煤炭产业集团有限公司、平顶山煤业集团、郑州煤电公司等。由于煤机设备使用过程中会产生较为频繁的售后服务需求，公司在客户较为集中的东北、内蒙古、山西和陕西等区域均设立了大型维修服务站，为下游煤矿开采企业提供及时和完善的售后服务。

根据定制式生产的特点，公司采用了如下的销售信用政策：订单签订后，收取合同金额的 30%作为保证金，产品发货安装验收合格后再收取 60%，剩余 10%作为质量保证金一年后收回。由于煤机设备从发货到安装验收完毕通常需要 2~3 个月的时间，公司 1 年以内的短期应收账款始终保持在较高水平。为了进一步开拓市场，公司与新疆长城金融租赁公司签订了战略合作协议，并获得了 1 亿元融资租赁信用额度，通过这种方式，公司可以培育挖掘潜在客户，同时在价格上也能掌握一定的主动权，有助于公司市场份额和毛利率水平的提高。

公司主要客户多为中型煤炭企业，生产情况相对较为稳定，同时随着公司产能的增长，公司手持订单始终较饱满，截至 2010 年 6 月底，公司已签订待执行的合同金额近 6 亿元。

2. 经营效率

2007年~2009年，公司资产总额年均增长 41.11%，所有者权益年均增长 38.01%，营业收入年均增长 37.74%，净利润年均增长 57.12%，公司增长质量较好。

2007 年~2009 年，随应收账款和存货水平的较快增长，公司销售债权周转次数和存货周转次数均呈小幅下降趋势，2009 年分别为 2.86 次和 3.14 次；同期内，公司收入水平快速增长，总资产周转效率波动上升，2009 年总资产周转次数为 0.79 次。总体看，公司经营效率水平一般。

3. 未来发展

未来公司将根据国家产业政策和市场需求导向,坚持科技创新,以产品结构调整为主线,实现煤矿液压支架、刮板输送机、采煤机“三机”配套生产,重点发展煤矿综采设备生产能力。未来,公司大型的投资项目主要包括,“年产 750 台大型输送刮板机”项目和“年产 200 台采煤机生产线”项目。

公司“年产 750 台大型输送刮板机”项目,本次债券发行所募集 5000 万元资金用于该项目的投资建设。刮板输送机是煤矿综采设备中的核心运输设备,在中国煤炭行业机械化开采程度逐步提升的背景下拥有巨大的市场需求,项目发展前景看好。

另外公司计划于投资“年产 200 台采煤机生产线”项目,项目建设周期 18 个月,总投资约 3 亿元。

公司计划在在 A 股市场上市,通过股权融资募集资金,投资于“三机”配套生产线相关项目。公司的上市申报材料已于 2010 年 3 月上报至中国证监会,并于 2010 年 7 月初收到中国证监会的反馈意见,反馈意见回复已于 2010 年 8 月 16 日上报中国证监会,目前正在待批。通过资本市场股权融资将会大幅提高公司的资金实力,有效降低负债水平,促进公司经营管理和制度完善,加快公司的发展步伐,使公司整体的竞争实力得到大幅提升。

总体看,未来随公司“三机”配套生产的逐步实现,公司销售收入和利润水平有望继续稳步增长。联合资信同时关注到,未来 3 年公司投资项目多,资本性支出规模较大,对外部融资依赖程度较高,但如果能在国内 A 股市场成功发行股票,获得股权融资,公司资金压力会在很大程度上得到缓解。

六、财务分析

公司提供的 2007 年~2009 年的合并会计报表由北京兴华会计师事务所有限责任公司

审计,并出具了标准的无保留意见的审计报告。公司从 2007 年 1 月 1 日起执行新会计准则。

报告期内公司财务报表合并范围有所变化。2007 年 12 月公司将持有的北京中科虹霸科技有限公司(以下简称“中科虹霸”)51%的股权全部转让给林州重机铸锻有限公司,中科虹霸 2007 年 1-11 月利润表纳入公司合并利润表,2007 年 12 月 31 日未合并其资产负债表。2008 年 2 月公司投资成立准格尔旗重机煤机制造有限责任公司,持有其 51%股份,2008 年度开始纳入合并报表;2009 年 12 月公司将持有的该公司股权全部转让给林州宏图贸易有限公司,2009 年合并了其全年利润表,资产负债表未纳入合并范围。总体看,公司财务报表合并范围变动所涉及的下属公司成立时间较短,营业收入和资产规模较小,合并范围变动对公司财务数据影响较小,公司近三年财务数据可比性较强。

截至 2009 年底,公司(合并)资产总额 93061.36 万元,所有者权益 37401.13 万元;2009 年公司实现营业收入 68477.24 万元,利润总额 7715.86 万元。

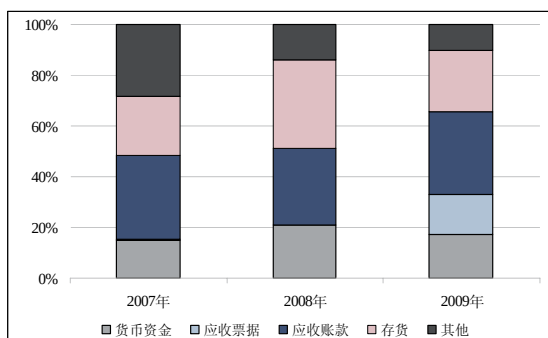
1. 资产质量

2007 年~2009 年,公司资产总额实现快速增长,年均复合增长 41.11%,截至 2009 年底为 93061.36 万元;资产构成以流动资产为主,近三年(2007~2009 年)占比小幅波动,截至 2009 年底公司流动资产占比为 69.61%,非流动资产占比为 30.39%。

流动资产

2007 年~2009 年,公司流动资产实现了年均 37.81%的增长速度,主要来自货币资金、应收账款、应收票据和存货的增长。截至 2009 年底,公司流动资产总计 64777.17 万元,主要以货币资金(占 17.00%)、应收账款(占 32.83%)、存货(占 24.29%)和应收票据(占 15.82%)为主。(见图 2)

图2 近年公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2007年~2009年，公司货币资金实现了年均46.93%的增长，占流动资产比率也呈波动上升趋势，增长主要来自经营业务的现金收入和借款的增加，截至2009年底，货币资金合计11011.61万元，其中有1119.26万元为承兑汇票的保证金存款和履约保函。

经营规模的扩大使公司营业收入较快增长，同时带来应收账款的增加，2007年~2009年公司应收账款净额年均复合增长36.50%，与营业收入的增速基本一致（37.74%），2009年底账面余额为22390.04万元，其中单项金额重大的应收账款占48.48%，单项金额不重大但按信用风险特征组合后该组合的风险较大的应收账款占33.31%，其他不重大应收账款占18.21%，公司对以上三类应收账款坏账计提比例分别为5.10%、24.81%和70.09%，累计计提1123.98万元，综合计提比例为5.02%。公司单项金额不重大但按信用风险特征组合后该组合的风险较大的应收账款中，1年以内占68.68%，1~2年的占31.14%，2年以上的占0.18%。；从应收账款集中度看，前五名欠款单位合计占比48.48%，集中度较高，账龄均在1年以内。总体看，公司应收账款质量良好。

生产规模的扩大使公司存货快速增加，2007年~2009年年均复合增长41.89%，截至2009年底净额为15733.66万元，其中原材料占18.42%、在产品占19.00%、发出商品14.59%、库存商品占16.12%，其他合计占

7.45%。截至2009年底公司未对存货计提跌价准备，审计报告中披露的原因是期末公司存货成本低于可变现净值。

2007年~2009年，公司结算中收到大量票据，应收票据规模大幅增长，截至2009年底为10247.94万元。

非流动资产

2007年~2009年，公司非流动资产实现了年均49.66%的增长速度，主要来自固定资产和无形资产的增长。截至2009年公司非流动资产总计28284.19万元，主要以固定资产（占76.64%）、无形资产（占10.10%）和在建工程（占9.44%）为主。

2007年~2009年，公司固定资产净值年均增长44.79%，增长的主要原因是公司为了扩大生产规模，加大了对厂房建设及先进设备的投资。2009年底公司固定资产净值21676.12万元，主要为房屋及建筑物、各类专用设备、和融资租入设备。公司未计提固定资产减值准备。截至2009年底，公司固定资产综合成新率为84.09%。

2007~2009年，公司在建工程规模逐年增长，截至2009年底为2668.74万元，主要为采煤机工程和刮板机项目。

2007年~2009年，公司无形资产快速增长，截至2009年底合计2856.34万元，主要为土地使用权。

总体看，公司以流动资产为主。流动资产中，货币资金、应收款项和存货占比大；非流动资产主要以固定资产和无形资产为主，公司整体资产质量适中。

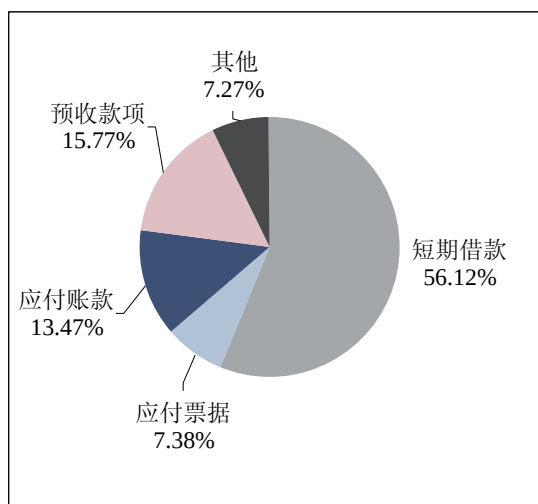
2. 负债及所有者权益

2007年~2009年，公司所有者权益年均复合增长38.01%，主要来源于股东注资和盈利增加，2007年以来，公司共进行了四轮增资扩股（含债转股），注册资本增加10360万元，因增资溢价资本公积累计增加9078万元。截至2009年底，公司所有者权益共计37401.13

万元，其中实收资本占 41.07%、资本公积占 31.22%、未分配利润占 25.33%、盈余公积占 2.38%，公司所有者权益稳定性较好。

2007 年~2009 年，伴随经营规模的扩大，公司负债总额也呈快速增张趋势，年均增长 43.32%。截至 2009 年底，负债总额 55660.23 万元；公司负债结构基本保持稳定，流动负债是主要构成部分，2009 年底占比 97.42%。

图 3 2009 年公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2007 年~2009 年，公司流动负债年均增长 42.50%。2009 年底流动负债合计 54224.76 万元，以短期借款、应付票据、预收款项和应付账款为主（见图 3）。

2007 年~2009 年，在经营规模扩张导致的资金周转需求增加的带动下，公司短期借款逐年大幅增长，截至 2009 年底为 30430.00 万元，全部为抵押借款、保证借款或质押借款。

2007~2009 年，公司应付账款规模呈波动下降趋势，截至 2009 年底为 7305.90 万元，主要为应付的或未结算的材料款和工程设备款。

煤机设备采取定制化生产方式，销售合同签订后公司会收取一定比例的（一般为 30%）合同价款作为预付保证金。截至 2009 年底，公司预收账款 8548.73 万元，2008 年公司预付款规模明显高于 2007 年和 2009 年主要是受 2009 年实施的增值税转型改革，当年部分下游

煤炭企业客户要求推迟发货所致。

2007~2009 年，公司非流动负债规模始终保持在较低水平，截至 2009 年底为 1435.47 万元，主要为以应付的融资租赁款为主的长期应付款和以未确认的项目贴息和补贴款为主的其他流动负债。

2007~2009 年，公司债务全部为短期债务，受短期借款持续增加的影响，公司债务年均复合增长 95.34%，截至 2009 年底为 36193.13 万元，其中短期借款占 84.08%，应付票据占 15.92%。2007~2009 年，在留存利润和股本增加的带动下，公司权益规模逐年增长，但同期内在短期借款的推动下公司债务规模保持了更快的增速，公司整体的负债水平和债务负担成上升趋势，截至 2009 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比例为 59.81% 和 49.18%。

总体看，公司负债水平偏高，债务负担较重且债务结构不合理，未来如能在国内 A 股市场成功发行，公司的资本结构将得到明显改善，债务负担也将有所下降。

3. 盈利能力

2007 年~2009 年，下游煤炭行业固定资产投资规模持续扩大，公司营业收入稳步增长，年均增速为 37.74%，2009 年营业收入为 68477.24 万元。

近几年，受公司自身产品结构变化、原材料价格水平上涨和行业竞争的加剧的影响，公司主营业务利润率小幅下降，但得益于来自出售零星材料等其他业务收入毛利率水平的改善，公司整体的营业利润率逐年小幅提高，由 2007 年的 17.98% 提高到 2009 年的 20.70%。

2007~2009 年，随着经营规模的扩张，公司整体运营成本有所上升，期间费用占营业收入的比重由 2007 年的 7.84% 提高到 9.50%，其中财务费用增长最明显，年均增速为 90.52%。

2007~2009 年，公司均有部分营业外收支发生，但规模较小，对公司整体盈利水平影响

有限。2007~2009 年，尽管期间费用占比有所上升，但得益于收入规模快速增长和营业利润率的提高，公司整体的利润规模仍实现了较快增长，利润总额和净利润年均增速分别为 45.88% 和 57.12%，2009 年公司利润总额和净利润 7715.86 万元和 5721.74 万元。同期内，由于权益规模增长较快。公司盈利指标受到一定影响，2009 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 8.66 和 15.30%。

总体看，近年在收入规模增长和毛利率提高的带动下，公司利润规模持续增长，整体盈利能力较强。

4. 现金流分析

2007 年~2009 年，公司销售商品提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入量年均增速分别为 17.35% 和 15.20%，低于营业收入的增长速度。煤机行业中，产品交付后客户仍会将部分货款扣留一段时期，作为质保金，受此影响，2007~2009 年，公司现金收入比率保持在较低水平，且逐年下降，近三年均值为 81.89% 和 72.57%，同期内公司应收账款的年均增速与营业收入基本一致，现金收入比的下降主要是近年下游客户多采用票据结算，导致经营性现金流入有所减少。2007~2009 年，公司经营活动产生的现金净流入量分别为 4624.39 万元、3454.04 万元和 -15838.22 万元，其中 2009 年表现为大额净流出原因主要包括，当年公司订单大幅增加，采购相应增多，当年采购钢板、管材、棒材总量为 49757 吨，是上年的 1.28 倍，故现金流出较大；另一方面，为降低原材料价格采购价格，公司当年采购原材料时多用现金支出，用承兑汇票支付少，致使现金净流出增多；第三个原因是 2009 年公司为了吸引和留住人才，提高了整体人员薪酬标准，为员工支付的工资薪酬总额大幅增加。

2007 年~2009 年，公司投资活动产生的现金流入规模较小，累计金额为 751.57 万元；近年来，公司投资活动现金流出主要为购置固

定资产所支付的现金，2007 年达到了 7489.40 万元，2008 年下半年开始由于下游煤炭行业景气程度有所下滑，公司投资力度有所放缓，投资活动现金流出规模有所回落，2009 年随着行业整体需求回暖，公司加大了力度投资建设刮板机和采煤机项目，投资活动产生的现金流出增加至 8844.68 万元。2007~2009 年，公司投资活动累计净流出金额为 19335.16 万元，其中 2009 年为 8558.79 万元。

目前公司的融资方式主要包括银行借款及股东增加投资，近三年公司吸收投资累计收到现金规模达到了 13883.00 万元，主要来自股东增资；2007~2009 年，公司取得借款收到的现金快速增长，2009 年为 38980.00 万元，2009 年公司收到其他筹资活动有关的现金为 8771.21 万元，为银行保证金期末期初差额。公司筹资活动的现金流出主要为偿还到期债务、利润分配或支付利息；2007 年~2009 年公司筹资活动产生现金流净额分别为 3322.67 万元、-229.05 万元和 32985.34 万元。

总体看，公司收入实现质量较差，需加大对应收款项和存货的管理力度以提升经营活动获现能力；近年，公司资本支出规模较大，对外融资依赖程度高。

5. 偿债能力

2007 年~2009 年，公司流动比率和速动比率有所波动，但总体保持在适中水平，2009 年底分别为 119.46% 和 90.44%，但公司流动资产中存货和应收款项占比较高。2007~2009 年，受经营活动现金流净额变化的影响，公司经营现金流动负债比大幅波动，分别为 17.32%、6.84% 和 -29.21%，经营现金流对流动负债保障能力较弱。公司现金类资产规模较大，截至 2009 年底合计 21259.56 万元，为同期短期债务的 0.59 倍，对短期债务保障能力较强。总体看，公司短期偿债能力尚可。

2007 年~2009 年，公司利润的大幅增加致使 EBITDA 快速增长，2009 年公司 EBITDA

为 11364.80 万元。2007 年和 2008 年公司 EBITDA 利息保护倍数保持在较高水平，2009 年债务规模的扩张导致利息支出大幅增长，EBITDA 利息保护倍数有所下降，为 6.00 倍。同期内，受债务规模持续增长的影响，公司全部债务/EBITDA 呈逐年小幅上升趋势，但整体保持在较好水平，三年均值为 2.75 倍，2009 年为 3.18 倍。公司 EBITDA 对全部债务的保障能力较强。

截至 2009 年底，公司获得的商业银授信总额为 35430 万元，未使用额度为 2000 万元。

截至 2009 年底，公司对外担保 15000.00 万元，担保比例 40.11%；被担保对象为公司的互保单位三门峡天元铝业股份有限公司、河南凤宝钢铁有限公司和林州凤宝管业有限公司。总体看，目前公司担保比例较高，存在一定的或有负债风险。

6. 本期债券偿债能力

公司计划通过发行债券募集资金 5000 万元，全部用于投资“年产 750 台大型刮板输送机”项目。本期计划发行债券额度为公司 2009 年底总债务的 13.81%，对公司现有债务具有一定影响。

以公司 2009 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行之后，公司的资产负债率和全部债务资本化比率将由 2009 年底的 59.81% 和 49.18% 上升到 61.86% 和 52.41%，本次债券发行将使公司债务负担有所加重。

从经营性现金流和 EBITDA 对本期债券的保障程度来看，2007~2009 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券发行额度的 7.57 倍、9.81 倍和 10.04 倍，经营活动现金流入对本期债券保障能力较强；同期内，公司经营活动产生现金流净额波动较大，对本期债券保障能力一般；2007~2009 年，公司 EBITDA 分别为本期债券发行额度的 0.99 倍、1.68 倍和 2.27 倍，EBITDA 对本期债券保障能力较强。

截至 2009 年底，公司现金类资产为本期债券发行额度的 4.25 倍，现金类资产对本期债券的保障能力较强。

七、综合评价

国家相关政策积极推进煤炭行业整合，鼓励建设高效安全矿井，提升煤炭开采的机械化程度。煤炭机械设备行业未来发展潜力巨大，长期前景看好。

公司作为专业化的煤机生产厂商在部分细分产品方面具有较强的技术优势。近年来，公司营业收入稳步增长，产品结构有所改善，盈利水平有所提高，整体偿债能力较强；目前公司债务结构不合理，债务规模增长较快，应收账款和存货占比较高，收入实现质量较差，对外担保数额较大。未来公司投资项目较多，资本支出规模较大，债务负担存在进一步上升的可能。

综合看，公司整体信用风险一般。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	5101.04	11194.50	11011.61	46.93
交易性金融资产				
应收票据	62.03	50.00	10247.94	1185.29
应收账款	11413.61	16304.60	21266.06	36.50
预付款项	8711.57	4130.72	3434.64	-37.21
应收利息				
应收股利				
其他应收款	1004.13	3278.53	3083.25	75.23
存货	7814.56	18674.58	15733.66	41.89
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	34106.93	53632.92	64777.17	37.81
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	349.99	359.85	372.02	3.10
投资性房地产				
固定资产	10340.09	21367.99	21676.12	44.79
在建工程	1039.11	1318.17	2668.74	60.26
工程物资	24.81			
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	531.51	2879.68	2856.34	131.82
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用		134.85	242.59	
递延所得税资产	343.08	422.38	468.39	16.84
其他非流动资产				
非流动资产合计	12628.58	26482.92	28284.19	49.66
资产总计	46735.52	80115.84	93061.36	41.11

附件 1-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	4666.00	9375.00	30430.00	155.38
交易性金融负债				
应付票据	4819.50	10560.00	4000.00	-8.90
应付账款	10461.28	12468.16	7305.90	-16.43
预收款项	2749.48	10222.63	8548.73	76.33
应付职工薪酬	919.75	1169.86	898.20	-1.18
应交税费	1265.46	370.80	939.63	
应付利息			35.52	
应付股利				
其他应付款	1820.91	4465.78	303.66	-59.16
预计负债				
一年内到期的非流动负债		1855.20	1763.13	
其他流动负债				
流动负债合计	26702.37	50487.42	54224.76	42.50
非流动负债：				
长期借款				
应付债券				
长期应付款		2288.81	787.33	
专项应付款				
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债	75.51	151.69	46.52	-21.51
其他非流动负债	319.78		601.62	
非流动负债合计	395.28	2440.49	1435.47	90.56
负债合计	27097.65	52927.91	55660.23	43.32
所有者权益：				
实收资本(或股本)	13660.00	14360.00	15360.00	6.04
资本公积	3713.91	7677.86	11677.86	77.32
专项储备				
盈余公积	246.35	374.30	888.40	89.90
未分配利润	2017.61	4264.18	9474.87	
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	19637.86	26676.34	37401.13	38.01
少数股东权益		76.81		
所有者权益合计	19637.86	26753.15	37401.13	38.01
负债和所有者权益总计	46735.52	80115.84	93061.36	41.11

附件 2 合并利润表

(单位：人民币万元)

	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、营业收入	36092.65	54211.47	68477.24	37.74
减：营业成本	29520.59	43216.68	54089.10	35.36
营业税金及附加	82.99	219.80	213.30	60.32
销售费用	1037.78	1662.75	2389.68	51.75
管理费用	1268.49	1904.51	2220.41	32.30
财务费用	522.19	603.69	1895.35	90.52
资产减值损失	449.60	282.30	67.43	-61.27
加：投资收益	143.43	-52.69	30.75	-53.70
其中：对合营企业投资收益	-25.83			
汇兑收益				
二、营业利润	3354.44	6269.04	7632.73	50.84
加：营业外收入	289.20	479.05	108.26	-38.82
减：营业外支出	18.07	39.55	25.12	17.91
其中：非流动资产处置损失				
三、利润总额	3625.56	6708.54	7715.86	45.88
减：所得税费用	1307.92	1909.25	1994.12	23.48
四、净利润	2317.64	4799.29	5721.74	57.12

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

	2007 年	2008 年	2009 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	36085.09	46283.52	49691.71	17.35
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	1757.85	2758.61	532.82	-44.94
经营活动现金流入小计	37842.94	49042.12	50224.53	15.20
购买商品、接受劳务支付的现金	27359.00	34110.40	50311.68	35.61
支付给职工以及为职工支付的现金	2654.04	2650.81	4954.87	36.64
支付的各项税费	1931.66	4435.55	5322.54	65.99
支付其他与经营活动有关的现金	1273.85	4391.33	5473.67	107.29
经营活动现金流出小计	33218.55	45588.09	66062.75	41.02
经营活动产生的现金流量净额	4624.39	3454.04	-15838.22	
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金	6.59	7.30	10.68	27.25
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额			137.23	
处置子公司及其他单位收到的现金净额	-28.98		-53.02	35.25
收到其他与投资活动有关的现金	319.78	161.00	191.00	-22.72
投资活动现金流入小计	297.39	168.30	285.88	-1.95
购建固定资产、无形资产等支付的现金	7489.40	3752.65	8835.68	7.40
投资支付的现金			9.00	
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	7489.40	3752.65	8844.68	7.46
投资活动产生的现金流量净额	-7192.01	-3584.35	-8558.79	7.83
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	6467.00	2316.00	5100.00	-11.20
取得借款收到的现金	6856.00	12189.39	38980.00	138.44
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金			8771.21	
筹资活动现金流入小计	13323.00	14505.39	52851.21	99.17
偿还债务支付的现金	6057.00	7480.39	17925.00	72.03
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	505.33	801.22	1512.04	72.98
支付其他与筹资活动有关的现金	3438.00	6452.83	428.83	-57.34
筹资活动现金流出小计	10000.33	14734.44	19865.87	41.64
筹资活动产生的现金流量净额	3322.67	-229.05	32985.34	214.14
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	755.05	-359.36	8588.32	237.26
加: 期初现金及现金等价物余额	907.99	1663.04	1303.67	19.82
六、期末现金及现金等价物余额	1663.04	1303.67	9892.00	143.89

附件 3-2 合并现金流量补充资料表

(单位: 人民币万元)

	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	2317.64	4799.29	5721.74	57.12
加: 资产减值准备	449.60	282.30	67.43	
固定资产折旧及其他	814.53	980.37	1607.86	40.50
无形资产摊销	1.33	9.30	73.96	644.80
长期待摊费用摊销		74.57	71.77	
处置固定资产、无形资产等损失		0.49	68.34	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	505.33	754.54	1498.07	72.18
投资损失	-143.43	52.69	-30.75	-53.70
递延所得税资产减少	-136.46	-79.30	-46.01	
递延所得税负债增加	75.51	76.18	-105.17	
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	58.77	-10860.02	2940.92	607.40
经营性应收项目的减少	-7196.54	-6288.19	-14334.48	41.13
经营性应付项目的增加	7878.10	13651.81	-13371.90	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	4624.39	3454.04	-15838.22	
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本	5990.00			
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产		5119.88		
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	1663.04	1303.67	9892.00	143.89
减: 现金的期初余额	907.99	1663.04	1303.67	19.82
加: 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	755.05	-359.36	8588.32	237.26

附件 4 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	3.15	3.90	2.86	3.23
存货周转次数(次)	3.78	3.26	3.14	3.31
总资产周转次数(次)	0.77	0.85	0.79	0.81
现金收入比(%)	99.98	85.38	72.57	81.89
盈利能力				
营业利润率(%)	17.98	19.88	20.70	19.91
总资产收益率(%)	10.13	11.27	8.66	9.74
净资产收益率(%)	11.80	17.94	15.30	15.39
财务构成				
长期债务资本化比率(%)				
全部债务资本化比率(%)	32.57	44.89	49.18	44.57
资产负债率(%)	57.98	66.61	59.81	61.48
偿债能力				
流动比率(%)	127.73	106.23	119.46	117.15
速动比率(%)	98.46	69.24	90.44	85.69
经营现金流动负债比(%)	17.32	6.84	-29.21	-9.09
EBITDA 利息倍数(倍)	9.51	13.88	6.00	9.06
全部债务/EBITDA(倍)	1.91	2.60	3.18	2.75
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.27	-0.01	-0.67	-0.39
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.92	-0.22	-12.77	-7.43
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.99	1.68	2.27	1.84
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	7.57	9.81	10.04	9.48
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.92	0.69	-3.17	-1.19
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.51	-0.03	-4.84	-2.53

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率*	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
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%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/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
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 6 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

信用等级公告

联合[2010] 513 号

联合资信评估有限公司通过对河南平原非标准装备股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

河南平原非标准装备股份有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月二十四日

评级业务专用章

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号联合资信评估有限公司

电话：(010) 66097936

传真：(010) 66097936

邮编：100020

网站：www.lhjz.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与河南平原非标准装备股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与河南平原非标准装备股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因河南平原非标准装备股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由河南平原非标准装备股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、河南平原非标准装备股份有限公司主体长期信用等级自2010年12月24日至2011年12月23日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内河南平原非标准装备股份有限公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年十二月二十四日

河南平原非标准装备股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：BBB⁻
评级展望：稳定
评级时间：2010 年 12 月 24 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
资产总额(万元)	11653.70	16020.09	17430.59
所有者权益(万元)	3450.53	4881.51	6917.03
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	2500.00	5100.00	6300.00
营业收入(万元)	10186.41	16389.62	18345.28
利润总额(万元)	1832.70	1941.74	2357.13
EBITDA(万元)	2081.34	2296.55	3052.00
经营性净现金流(万元)	1396.88	-1120.08	175.43
营业利润率(%)	27.51	19.46	25.74
净资产收益率(%)	36.42	27.89	29.43
资产负债率(%)	70.39	69.53	60.32
全部债务资本化比率(%)	42.01	51.09	47.67
流动比率(%)	134.23	88.43	109.21
全部债务/EBITDA(倍)	1.20	2.22	2.06
EBITDA 利息倍数(倍)	23.31	10.22	7.55
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.22	1.35	1.80

分析师

陈 静 王宇博
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下称“联合资信”）对河南平原非标准装备股份有限公司（以下称“公司”）的评级反映了其在成本和质量控制、项目工程管理经验等方面所具有的优势，同时联合资信也关注到国内宏观经济增速回落、行业竞争加剧、关联交易等因素可能对公司偿债能力带来的负面影响。

考虑到公司成本和质量优势，与国内外专业机构和企业稳定的合作关系，已签订合同数量和营业收入的快速增长，以及公司为应对宏观经济不利影响而积极进入其他行业涂装生产线工程领域，联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司生产规模不断扩大，营业收入快速增长、盈利能力较强。
2. 公司与国内外设计院所和专业建设机构保持长期密切的合作关系。
3. 作为喷涂生产线工程建设分包商，公司有较好的成本和质量优势。
4. 公司承接项目较多，技术和经验积累丰富。

关注

1. 公司原材料价格波动较大，工程施工周期较长，对成本控制难度较大。
2. 公司债务负担较重。

一、主体概况

河南平原非标准装备股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2002 年，原名为郑州平原非标工程有限公司；2008 年 9 月经过股份制改革，更名为河南平原非标准装备股份有限公司。公司经多次增资和股权转让，截至 2009 年底，公司注册资本为 4200 万元。河南平原控股集团股份有限公司（以下简称“平原集团”）占公司 40% 的股份；孙振文及其亲属控制平原集团 73.6% 的股份，并合计控制公司 65% 的股权，是公司实际控制人。

公司是专门从事涂装工程及非标设备设计、制造、安装、调试的专业化公司。目前，公司合同订单中的汽车制造企业涂装生产线的工程建设居多。

公司内设研发中心、采购部、经营部、工程部、财务部等 9 个职能管理部门；公司无子公司。截至 2009 年底，公司在职人员 241 人。

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额为 17430.59 万元，所有者权益合计为 6917.03 万元。2009 年，公司实现营业收入 18345.28 万元，利润总额 2357.13 万元，净利润 2035.52 万元。

公司注册地址：开封市宋城路西段；法定代表人：逢振中。

二、行业分析

公司是专门从事汽车等涂装生产线工程及非标设备设计、制造、安装的专业化公司，属于涂装工程系统集成商。

中国汽车涂装设备制造技术与世界先进水平有一定差距，“国外技术国内生产”仍然为主流模式，未来涂装设备行业长期发展潜力较大

汽车涂装一般都需要进行大规模集约化生产，需要涂装生产线。汽车涂装主要有防腐保护作用和美观舒适作用。减少涂装公害、降

低涂装成本、提高涂装质量一直是汽车涂装技术发展的目标。

中国汽车行业在涂装生产线技术的应用方面，与国际水平的差距在不断缩小，但整个行业发展状况不均衡。汽车涂装生产线以“国外技术国内生产”的模式为主，汽车涂装生产线关键配套装备、喷涂工具及检测仪器等也主要依赖进口。中国汽车涂装在工艺、涂装材料及涂装装备等方面，综合自主研发能力较弱，技术来源主要依赖国外。

汽车行业企业对工程质量和技术的先进性有较高的要求，在招投标过程倾向接受日本、欧美以及国内院所设计机构的投标。而中国涂装设备制造企业在成本、质量上有较强的竞争实力。因此，国外中标机构将很多主体工程交由中国企业来分包完成。随着不断消化吸收国内外先进的技术和设计，中国涂装设备制造企业自身也开始总包一些工程。

随着电子技术的不断发展，涂装设备也由最简单的喷涂机发展到现在的涂装生产线。涂装生产线主要是用在汽车、家用电器、摩托车、家具、五金工具、塑料件的表面处理。在涂装设备工程中，汽车喷涂生产线的工程设计、工艺流程、批量生产、自动化、个性化和技术含量等要求最为复杂和全面。因此，拥有汽车喷涂生产线建造能力的企业可以很好地进入其他制造行业涂装生产线建设领域。

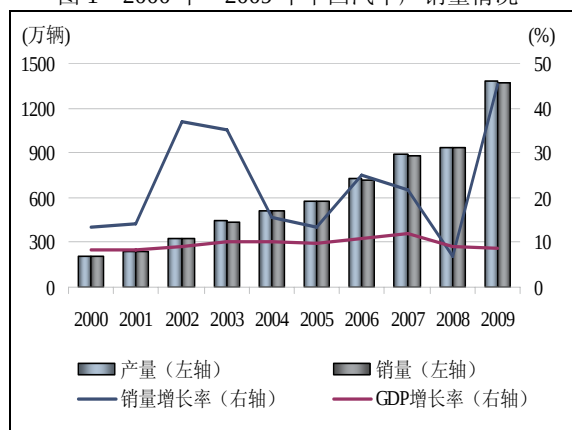
从长期来看，随着现代工业的迅速发展和市场对涂装需求的不断增加，尤其是自动涂装生产线，涂装行业具有较大的潜在发展空间。

汽车行业持续增长，带动对汽车涂装项目工程的需求

据中国汽车工业协会统计，2006 年全国汽车产品产销量双双突破 700 万辆大关，分别达到 727.97 万辆和 721.59 万辆，同比增长分别为 27% 和 25%，一跃成为世界上第三大汽车生产国和第二大汽车消费国。2007 年，国家宏观经济运行继续保持快速增长的强劲势头，汽车尤其是乘用车价格下调也在很大程度上刺激

了消费需求，受此影响汽车工业整体延续了2006年良好发展势头，2007年汽车产销量继续大幅度增长。2008年，受宏观经济不景气的影响，中国汽车产销934.51万辆和938.05万辆，同比增长5.21%和6.70%，增长率分别较2007年同期回落16.81个百分点和15.14个百分点。汽车行业受到全球宏观经济增长下滑和中国经济增速回落的影响，需求出现不足。2009年，为拉动内需，中国政府先后出台了降低小排量汽车购置税、汽车下乡补贴、以旧换新等扶持政策，小排量轿车和微型客车行业充分受益于政策刺激，销量呈爆发式增长，全年产销均超过千万辆。根据汽车工业协会统计，2009年国内汽车产销分别完成1379.10万辆和1364.48万辆（见图1），同比分别增长47.57%和45.46%，中国汽车产销量已超过美国成为全球第一。

图1 2000年~2009年中国汽车产销量情况



资料来源：汽车工业协会

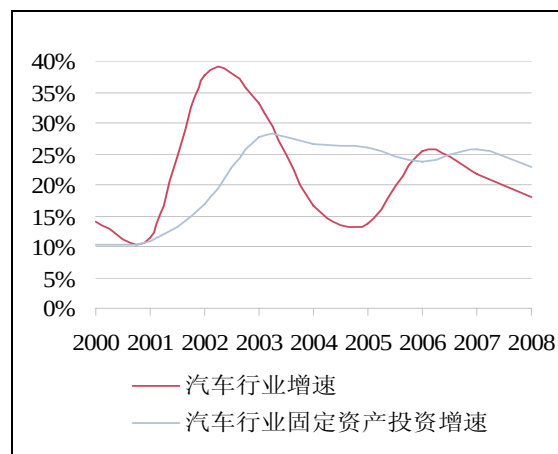
美国次贷危机冲击中国经济，涂装行业受到影响相对有限

美国次贷危机爆发至今，对世界金融市场造成严重冲击，也导致全球实体经济增速放缓。美国次贷危机对中国经济影响主要表现在影响中国的出口。

汽车固定资产投资相对来讲周期长，从论证到投融资和启动建设以及最后完工投产，需要经历几年甚至更长的时间，因此，汽车固定资产投资相对汽车消费来讲变化更加平稳。因此，次贷危机和宏观经济不景气对汽车涂装设

备及生产线需求的冲击相对较弱。同时，国家对汽车行业的扶持政策在很大程度上抵消了金融危机的消极影响。

图2 汽车行业增长率与其固定资产投资增长率比较



资料来源：中国产业竞争情报网

总体看，近几年汽车行业持续快速增长，带动汽车行业固定资产投资，从而带动汽车制造企业对喷漆生产线的建设需求；同时，得益于国家政策，此需求受到全球经济环境负面影响相对较小，敏感性相对较弱。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司主要业务是对外承接汽车等涂装生产线的建设工程项目，属于系统工程集成商；另外，公司自身生产大量的主体工程构件；因此，公司的营业规模取决于公司项目建设队伍、工程部件生产能力和签订的项目合同数。

公司厂区构建是典型的前店后厂模式，占地244亩，其中办公楼0.32万平方米，生产车间1.8万平方米；公司拥有设备制造安装所需的各类专业设备、检测设备200多台（套）。公司工程部件生产能力充足。

公司拥有专业的管理人员和员工241人，其中具有中高级职称的各专业工程技术人员及经济管理人员55人。公司员工可以满足承接的项目工程建设需要。

2009年，公司签订项目合同134个，合同

金额 20071 万元，较 2008 年下降 5291 万元，同比下降 20.97%；实现收入 18345 万元，比上年增加 387 万元，同比增长 2.16%。公司签订的合同数量不断增长，为公司未来发展提供了良好的发展空间。

总体看，公司从事汽车喷漆生产线等非标工程建设多年，项目建设队伍人员充足，行业和项目经验丰富，签订了大量的项目工程合同，公司在国内具有较强的竞争力。

2. 技术水平

公司是涂装工程系统集成商，主体工程的构件大部分由公司生产，承接的各项涂装工程中高端部件大部分采取采购的形式。因此，公司核心技术关键在于系统集成技术和工程整体设计建造能力。

公司的技术积累途径主要是项目实践经验。公司的技术发展是从分包项目工程开始，在项目工程建设中，不断自主生产一些构件，并通过项目建设的经验积累方式吸收国内外许多先进机构设计理念和技術成果，逐渐形成了完整的项目设计、构件生产、技术研发、系统集成、工程建设等技术积累。

公司坚持与国内外先进的专业机构合作，凭借成本和质量优势，成为工程分包商。公司与许多国内设计院、研究院保持密切合作，如机械部第二设计院、第四设计院、第六设计院、第九设计院、东风设计院、中国重汽工厂设计院、湖北机电设计研究院、济南英信设计咨询公司等。另外，公司与国际上专业机构有着广泛而密切的合作，如日本帕卡设计工程株式会社、日本五洲大气社工程有限公司、日本得立鼎涂装设备有限公司、德国艾森曼机械设备有限公司、德国杜尔涂装系统工程有限公司、英国海登赛思涂装设备中心等。

公司技术部承接了 10 多个涂装自主建设项目，其中包括：洛阳车桥厂车桥涂装线、宇通客车新建喷漆室项目、许昌传动轴涂装项目、湖北洪城通用机械巨型阀门涂装线项目、

吉林大发油箱涂装线、轻汽 4.5 万辆涂装线改造、奇瑞车架涂装线等；承接的工艺方案设计 20 多项，其中包括：保定长城塑料件、东工塑料件、鄂尔多斯塑料件、奇瑞车架等；承接设计咨询 4 项：开封黄河空分开创仪表车间、昊泰铝业公司冷轧车间、驻马店禾丰成品库等。

总体看，公司的技术积累主要来源于大量的项目工程实践，实用性较强，使得公司具有较强的实用性技术竞争优势。另外，公司通过大量项目实践经验和技术积累，开始自主承接一些项目工程，由技术吸收向自主创新发展。

3. 人员素质

公司高层管理人员 7 人，平均年龄 46.83 岁，5 人具有本科以上学历，其他 2 人为本科以下学历。

公司董事长兼总经理逢振中先生，48 岁，工程师，EMBA；1988 年以来先后任公司（及其前身）工程部经理、公司副总经理、公司董事长兼总经理；逢振中先生在公司（及其前身）工作了 20 年，具有丰富行业经验和管理基础。

截至 2009 年底，公司共有在职员工 241 人，按文化程度划分，初中及以下学历的占 8.98%，高中和中专学历的占 59.18%，大专以上学历的占 31.84%；按职称划分，初级职称的占 3.67%，中级职称的占 15.51%，高级职称的占 2.45%；按年龄划分，30 岁以下的占 23.27%，30~50 岁的占 68.57%，50 岁以上的占 8.16%。

总体看，公司管理人员学历水平尚可，主要管理者一直伴随公司的发展而共同成长，具有多年行业经验以及在公司长期的工作基础；员工整体素质能满足企业发展需要。

四、管理体制

从法人治理结构来看，公司按照相关法律法规的要求，设立了股东会、董事会、监事会和管理层，设董事长 1 人，董事 8 人，监事 3 人，股东会决定管理层人选。公司对各机构的

职责、权限、义务、议事规则等做出了规定，目前上述机构正常运作。

从经营管理制度上来看，公司制订了《财务管理制度》、《资金控制制度》、《现金管理制度》、《投融资管理制度》、《对外担保制度》、《质量管理制度》、《内部审计制度》、《人力资源管理制度》等系列管理文件，形成了整套企业管理基本制度，可以满足公司的管理需要。

从项目工程质量管理来看，公司已通过 ISO9001 质量体系认证，公司按照项目施工全过程进行质量控制，实现管理工作规范化、标准化、程序化、制度化，保证各项质量目标的实现。公司建立了一套由公司领导、项目经理、技术经理、项目质检员为组织结构的质量管理岗位职责，从而为工程质量提供有效组织保证。

总体看，公司法人治理结构基本健全；公司初步建立了内部控制制度和项目工程管理制度，可以满足公司经营管理需要。

五、生产经营

1. 经营现状

公司主要业务是为汽车制造企业进行涂装生产线的工程建设，同时也承接其他行业涂装生产线工程建设。公司的产品主要包括：汽车涂装设备；其他领域涂装设备；其他非标准设备。

从公司签订合同金额来看，2007～2009年，公司业务持续快速扩张，签订合同金额分别为 12694 万元、25236 万元和 20071 万元，年复合增长达到 25.74%。从毛利率来看，2007～2009 年，公司毛利率分别为 28.08%、21.82%和 26.49%，毛利率处于较高水平。

从公司签订合同数量来看，2007～2009年，签订合同数量分别为 101 个、114 个和 134 个，其中总包合同分别为 14 个、24 个和 31 个，占总合同数量的比重分别为 13.86%、21.05%和 23.13%。公司承接项目合同主要以分包合同为主，总包合同比例不高，主要是汽车涂装制造行业“国外技术国内制造”特点决定的。随着不断消化吸收国内外先进的技术和设计理念，公司自身也独立承接一些工程。

表 1 2007 年～2009 年公司合同收入及毛利情况

	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
签订合同个数	101	114	134	15.18
其中：总包个数	14	24	31	48.80
分包个数	87	90	103	8.81
签订合同金额（万元）	12694	25236	20071	25.74
完成合同金额（万元）	10789	20855	12961	9.60
确认合同收入（万元）	10186	17958	18345	34.20
确认合同成本（万元）	7325	14040	13485	35.68
开票收入（万元）	9868	16947	11175	6.42
毛利率 (%)	28.08	21.82	26.49	--

资料来源：公司提供

总体看，公司在喷涂非标行业经营多年，拥有大量的项目工程经验；另外，公司不断吸收借鉴国内外先进的技术和设计，公司自身具有成本和质量优势。公司工程合同数量快速增长，营业收入持续高速增长，盈利能力较强。

2. 原材料供应

公司原材料主要是钢材及外购件。2007～2009 年，公司采购钢材分别为 11768 吨、10656 吨和 14994 吨，而采购的钢材平均价格有所上升。2008 年上半年钢材价格受到国际铁矿石价格上涨而涨幅较大，2008 年下半年钢铁企业受全球经济衰退影响，钢材供过于求，价格大幅度下跌，钢材处于买方市场，钢材采购价格低

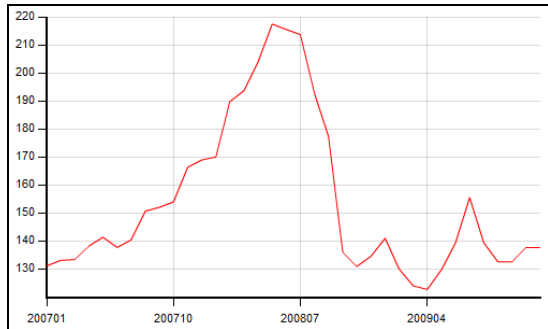
位运行。

表 2 2007~2009 年公司采购钢材情况

钢材	2007 年	2008 年	2009 年
数量 (吨)	11768	10656	14994
平均价格 (元/吨)	4500	7343	5233
总金额 (万元)	5295	7825	7847

资料来源: 公司提供

图 3 2007 年以来主要钢材价格综合指数



资料来源: www.mysteel.com

总体看, 公司原材料价格波动较大, 工程施工周期较长, 对成本控制的难度加大。

3. 产品销售

公司市场开拓主要是以分包的形式参与国内外各个企业涂装生产线的建设。多年来, 公司与外国厂商保持密切合作关系, 尤其是作为国外专业汽车喷涂厂商项目工程的分包方, 公司具有成本优势、质量优势和本土化优势。公司获得日本帕卡公司、日本得力鼎公司、日本大气社公司、英国海登公司、德国杜尔公司、德国艾森曼公司等公司的长期认可, 在这些公司的工程分包订单上有一定优势。

同时, 公司在不断吸收国内外先进技术和设计理念的基础上, 公司也独立承担一些国内涂装生产线项目的建设。

总体看, 公司与国内外专业机构建立长期密切合作关系, 依靠自身的质量优势和成本优势以及项目经验和技术积累, 主要以分包商的方式来开拓项目工程合同; 另外, 公司也不断自主承接一些项目。

4. 经营效率

从经营效率来看, 2007~2009 年, 公司销售债权周转次数波动上升, 三年平均为 4.29 次, 2009 年为 4.00 次; 公司存货周转次数不断上升, 三年平均为 3.97 次, 2009 年为 4.66 次; 公司总资产周转次数不断上升, 三年平均为 1.01 次, 2009 年为 1.10 次。

总体看, 公司资产经营效率处于不断上升状态, 总体处于一般水平, 这是由公司项目工程承包业务性质决定的。

5. 未来发展

公司未来发展空间, 主要取决于未来合同签约情况, 由于公司主要是合同的分包方, 合同价格 (工程成本) 和工程质量是关键因素。而公司在这两方面均有较好的优势, 公司的发展是典型的中国“低端成本优势向高端技术发展”模式。

另外, 公司依托汽车行业的高端涂装设备生产能力, 积极开拓其他行业涂装设备及家禽饲养设备的市场, 进一步扩大市场范围, 降低行业风险。

总体看, 公司生产规模不断扩大, 营业收入持续快速增长, 并不断进行固定资产投资, 开拓其他行业非标准设备市场, 为公司未来发展提供了良好基础。

六、财务分析

1. 财务概况

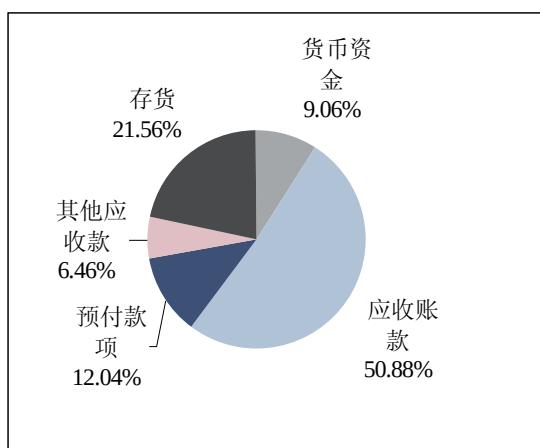
公司提供的 2007~2009 年度财务报表, 已经中喜会计师事务所有限责任公司审计, 并出具标准无保留意见的审计结论。公司财务报表按新会计准则编制, 报表具有可比性。

截至 2009 年底, 公司 (合并) 资产总额为 17430.59 万元, 所有者权益合计为 6917.03 万元。2009 年, 公司实现营业收入 18345.28 万元, 利润总额 2357.13 万元, 净利润 2035.52 万元。

2. 资产质量

2007~2009 年, 公司资产总额整体处于增长状态, 分别为 11653.70 万元、16020.09 万元和 17430.59 万元, 年复合增长 22.30%, 主要是公司应收账款和固定资产增加所致。截至 2009 年底, 公司流动资产占 63.43%, 非流动资产占 36.57%, 主要以流动资产为主。

图 4 2009 年底公司流动资产构成



资料来源: 公司提供

2007~2009 年, 公司流动资产基本保持稳定, 2009 年底为 11056.32 万元。截至 2009 年底, 公司流动资产主要由货币资金(占 9.06%)、应收账款(占 50.88%)、预付款项(占 12.04%)、其他应收款(占 6.46%)、存货(占 21.56%)构成。

2007~2009 年, 公司货币资金波动较大, 2009 年底为 1001.46 万元, 主要是经营活动、投资活动以及筹资活动现金流量波动所致。

2007~2009 年, 公司应收账款净额快速增长, 年复合增长 38.86%, 2009 年底为 5625.16 万元, 主要是客户单位未结算货款增加所致; 其中账龄在 1 年以内占 99.18%; 坏账准备计提比率为 0.71%。公司应收账款流动性较好。

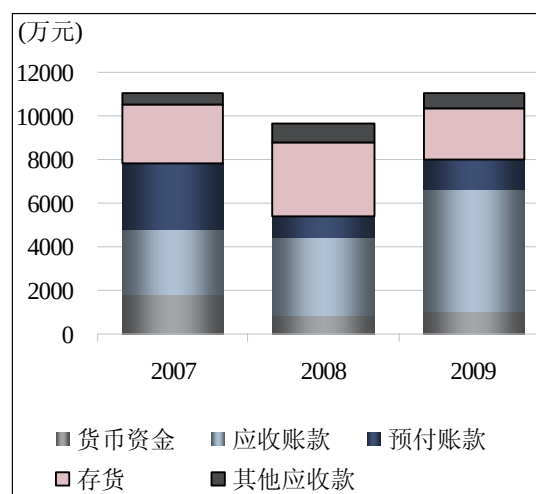
2007~2009 年, 公司预付账款大幅波动, 2009 年底为 1331.22 万元, 主要是公司为锁定原材料价格提前采购部分原材料所支付的订金和预付款。

2007~2009 年, 公司其他应收款波动较

大, 2009 年底为 714.27 万元。2007 年公司清理与其他企业或个人的往来款后, 2008 年起公司其他应收款保持相对平稳。

2007~2009 年, 公司存货有所波动, 2008 年出现大幅增长, 2009 年底存货账面价值 2384.20 万元, 主要由原材料(13.85%)、在产品(占 23.91%)和产成品(59.98%)构成。2009 年底公司在产品由于有项目合同定价保证, 不存在减值情况, 因此公司没有计提存货减值准备。

图 5 2007 年~2009 年公司流动资产构成情况

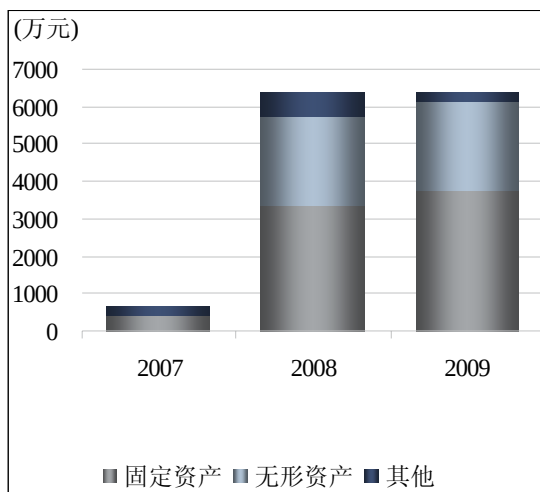


资料来源: 公司提供

2007~2009 年, 公司非流动资产快速增长, 年复合增长 214.95%, 2008 年公司固定资产及无形资产增长显著, 2009 年后非流动资产基本保持稳定, 年底余额为 6374.27 万元。截至 2009 年底, 公司非流动资产主要由固定资产(占 59.27%)和无形资产(占 37.10%)构成。

2007~2009 年, 公司固定资产快速增长, 年复合增长 123.49%。2008 年公司购买母公司平原集团厂房等资产导致公司固定资产大幅增加, 2009 年后相对稳定, 年底为 3777.79 万元; 同时, 本次资产收购也导致公司无形资产(主要为土地使用权)大幅增加, 2009 年底为 2364.91 万元。

图6 2007年~2009年公司非流动资产构成情况



资料来源：公司提供

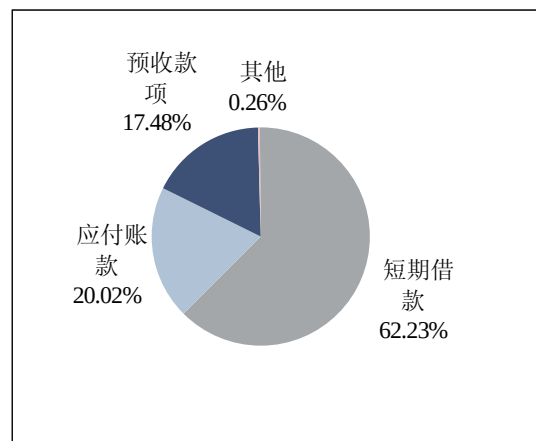
总体看，近年来公司生产经营规模不断扩大，并通过对关联方债权债务进行清理，资产质量有所提高；公司收购了母公司平原集团的厂房等固定资产和无形资产，公司固定资产大幅度增加。

3. 负债及所有者权益

2007~2009年，公司负债基本全部为流动负债，三年负债合计分别为8203.18万元、11138.58万元和10513.56万元，复合增长13.21%；2009年底较2008年底下降5.61%，主要是其他应付款下降所致。截至2009年底，公司流动负债主要由短期借款（占62.23%）、应付账款（占20.02%）和预收账款（占17.48%）构成。

2007~2009年，公司短期借款大幅度增加，2009年底为6300.00万元，主要是公司银行借款增加所致。截至2009年底，公司短期借款由信用借款（占2.01%）、抵押借款（占59.70%）和保证借款（占38.29%）构成。

图7 2009年底公司流动负债构成



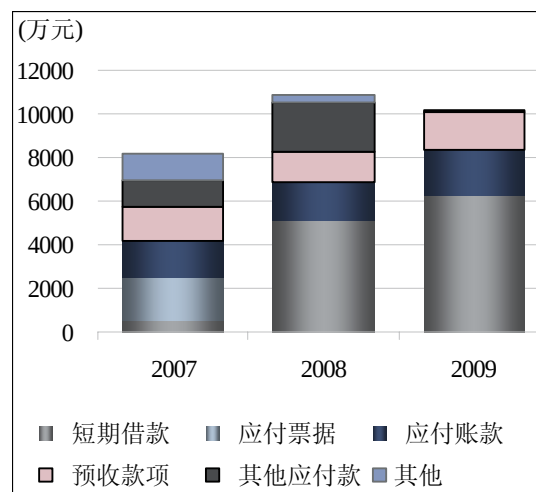
资料来源：公司提供

2007~2009年，公司应付账款年复合增长9.39%，2009年底为2026.83万元，主要是公司扩大经营规模而增加原材料采购所支付的货款增加所致。

2007~2009年，公司预收账款变化幅度不大，年复合增长6.99%，2009年底为1770.04万元。

2007~2009年，公司其他应付款大幅下降，年复合下降82.51%，主要是公司在母公司平原集团的协调下清理与关联企业或个人的债权债务所致。2009年底公司其他应付款35.95万元。

图8 2007年~2009年公司流动负债构成



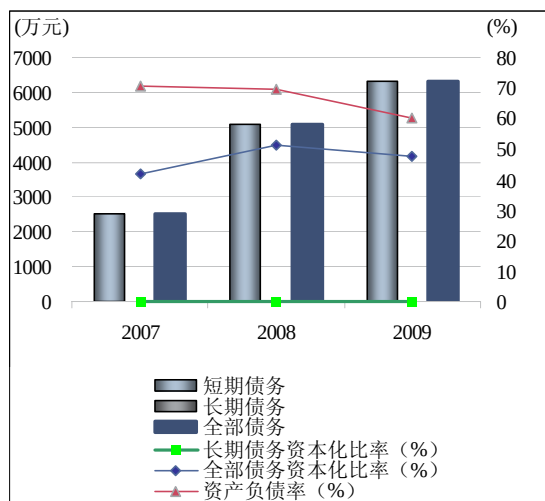
资料来源：公司提供

2009 年，公司非流动负债由预计负债组成，总额 390.00 万元。

2007~2009 年，公司资产负债率分别为 70.39%、69.53%和 60.32%，3 年平均为 66.75%，公司资产负债率不断下降。2007~2009 年，公司全部债务资本化比率分别为 42.01%、51.09%和 47.67%，3 年平均为 46.92%，全部债务资本化比率波动上升。

2007~2009 年，公司所有者权益分别为 3450.53 万元、4881.51 万元和 6917.03 万元，年复合增长 41.58%，所有者权益增长较快。2008 年，所有者权益中实收资本（股本）为 4200 万元，增加幅度较大（增幅 600%），主要是 2008 年 9 月公司股份制改造以公司 2008 年 6 月 30 日经审计的净资产 4284.37 万元折合股份总额 4200 万股所致。截至 2009 年底，公司所有者权益主要包括股本（占 60.72%）、资本公积（占 1.22%）、盈余公积（占 3.44%）、未分配利润（占 34.62%）。公司所有者权益处于不稳定状态。

图 9 2007 年~2009 年公司债务负担情况



资料来源：公司提供

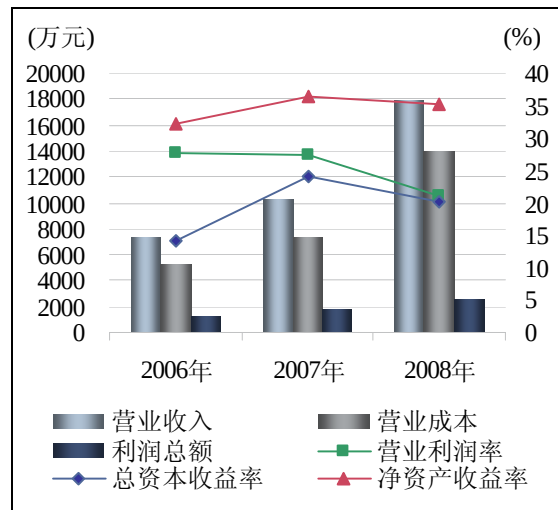
总体看，公司债务负担有所减轻，但仍处于较高水平；受股份制改造股本增加以及盈利增长影响，所有者权益快速增长，所有者权益稳定性处于不稳定状态。

4. 盈利能力

2007~2009 年，公司营业收入和营业成本均快速增长，年复合增长分别为 34.20%和 35.67%，2009 年分别为 18345.28 万元和 13484.89 万元，主要是公司不断扩大生产经营规模所致。

2007~2009 年，在营业收入快速增长的带动下，公司营业利润、利润总额和净利润快速增长，年复合增长分别为 12.25%、13.41%和 27.27%，2009 年分别为 2365.68 万元、2357.13 万元和 2035.52 万元。

图 10 2007 年~2009 年公司盈利能力情况



资料来源：公司提供

2007~2009 年，公司营业利润率波动下降，3 年平均值为 24.24%，2009 年为 25.74%；公司总资本收益率波动下降，3 年平均值为 18.99%，2009 年为 18.46%；2007~2009 年，公司净资产收益率波动中有所下降，3 年平均值为 31.24%，2009 年为 29.43%；公司盈利能力较强。

从期间费用看，2007~2009 年，公司期间费用（营业费用、管理费用和财务费用）占营业收入的比例处于上升状态，分别为 7.52%、7.72%和 10.95%。

从收入实现质量看，2007~2009 年，公司现金收入比分别为 99.57%、109.63%和 107.93%，现金收入的实现质量较好。

总体看，近几年公司销售收入高速增长，整体盈利能力较强。

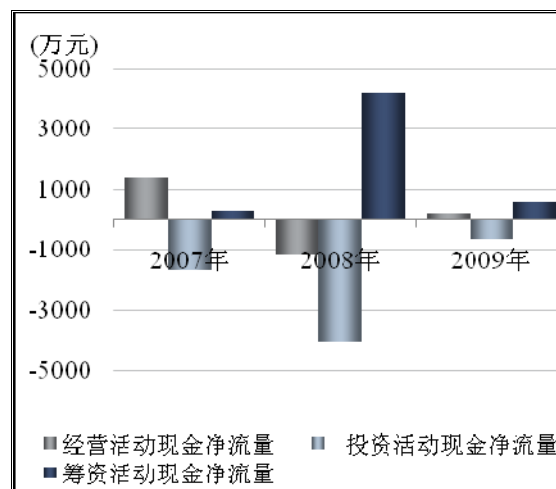
5. 现金流

从经营活动来看，2007~2009 年，公司销售商品提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入均快速增长，年复合增长分别为 39.72%和 13.83%，2009 年分别为 19779.92 万元和 20857.30 万元；公司购买商品接受劳务支付的现金和经营活动产生的现金流出年复合增长分别为 58.22%和 18.61%，2009 年分别为 14210.97 万元和 20681.88 万元；经营活动现金流入流出增长幅度不一，导致公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，2009 年为 175.43 万元。2008 年，公司收到的其他与经营活动有关的现金和支付的其他与经营活动有关的现金分别为 18486.24 万元和 18397.96 万元，金额较大，主要是公司与母公司平原集团及其下属子公司的往来款。2009 年两项指标大幅下降，分别为 1057.38 万元和 3679.30 万元。

从投资活动来看，2007~2009 年，公司投资活动现金流出和净流出量波动较大，年复合下降分别为 38.73%和 38.64%。2009 年公司无投资活动现金流入，投资活动现金流出全部为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金。2009 年公司投资活动现金流出及净流出量均为 630.95 万元。2007~2009 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-278.68 万元、-5170.73 万元和-455.52 万元，公司经营活动现金流量不能够满足投资资金需求，存在一定外部融资压力。

从筹资活动来看，2007~2009 年，公司筹资活动现金净流量波动较大，2008 年出现大幅增加，主要是公司银行借款增加所致。2009 年公司筹资活动现金流量净额 595.94 万元。

图 11 2007 年~2009 年公司现金流情况



资料来源：公司提供

总体看，公司经营活动现金流入和流出量大幅增加，经营活动产生的净现金流量无法满足快速增长的投资活动，公司对外有一定的筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2007~2009 年，公司流动比率和速动比率波动中有所下降，3 年平均值分别为 110.63%和 81.39%，2009 年分别为 109.21%和 85.66%，较 2008 年有显著改善，公司短期偿债指标仍然偏低。2007~2009 年，公司现金类资产大幅减少，年复合下降 26.43%，2009 年底为 1001.46 万元，是 2009 年底短期债务的 0.74 倍，公司现金类资产相对充裕，对公司的短期债务保障能力较强。

从长期偿债指标来看，2007~2009 年，公司 EBITDA 快速增长，年均增长 21.09%，2009 年为 3052.00 万元，主要是利润总额增加所致。2007~2009 年，公司 EBITDA 利息倍数处于明显下降趋势，三年平均值为 13.69 倍，2009 年为 7.55 倍，EBITDA 对利息的保障能力较强。2007~2009 年，公司全部债务/EBITDA 的比率处于波动上升趋势，三年平均值为 1.83 倍，2009 年为 2.06 倍；EBITDA 对全部债务的保障能力较强。

截至 2009 年底，公司获得的商业银行授

信总额为 6300 万元，已全部使用；公司对外无担保。

总体看，公司现金类资产相对充裕，对公司的短期债务保障能力较强，EBITDA 对全部债务的保障能力较强。整体看，公司偿债能力较强。

7. 本期债券偿还能力分析

公司本期发行企业债券额度为1700万元，占公司2009年底全部债务的26.98%，对现有债务影响较大。以2009年底财务数据为基础，本期企业债券发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率和全部债务资本化比率将升至63.84%和60.53%，公司债务负担进一步加重。2009年，公司EBITDA、经营活动现金流入和经营活动现金流量净额对本期计划发行1700万元企业债券的保护倍数分别为1.80倍、12.27倍和0.10倍。公司经营活动现金流入量对本期债务覆盖程度较好。

总体看，公司对本期债券的偿还能力较强。

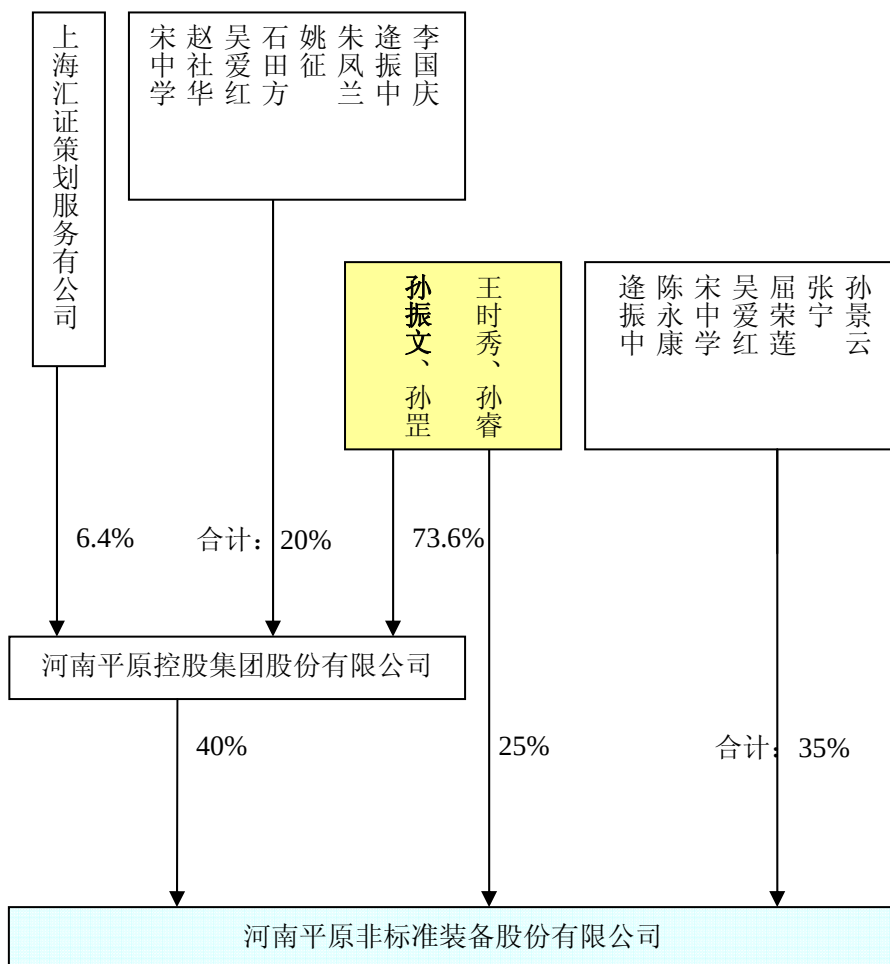
七、综合评价

近几年，中国经济持续高速增长，汽车行业持续发展，带动汽车喷涂生产线等非标工程的需求。公司作为分包商，有较好的成本和质量优势，并与国内外设计院所和专业机构长期密切合作。公司承接项目较多，技术和经验积累丰富。因此，公司业务快速发展，生产规模不断扩大，营业收入快速增长、盈利能力较强。公司现金类资产相对充裕，对公司的短期债务保障能力较强，EBITDA 对全部债务的保障能力较强；公司经营活动现金流入量对本期债务覆盖程度较好。

同时，联合资信也关注到公司债务负担较重，公司投资活动支出较大，经营活动产生的净现金流量无法满足快速增长的投资活动，公司对外有一定的筹资需求。

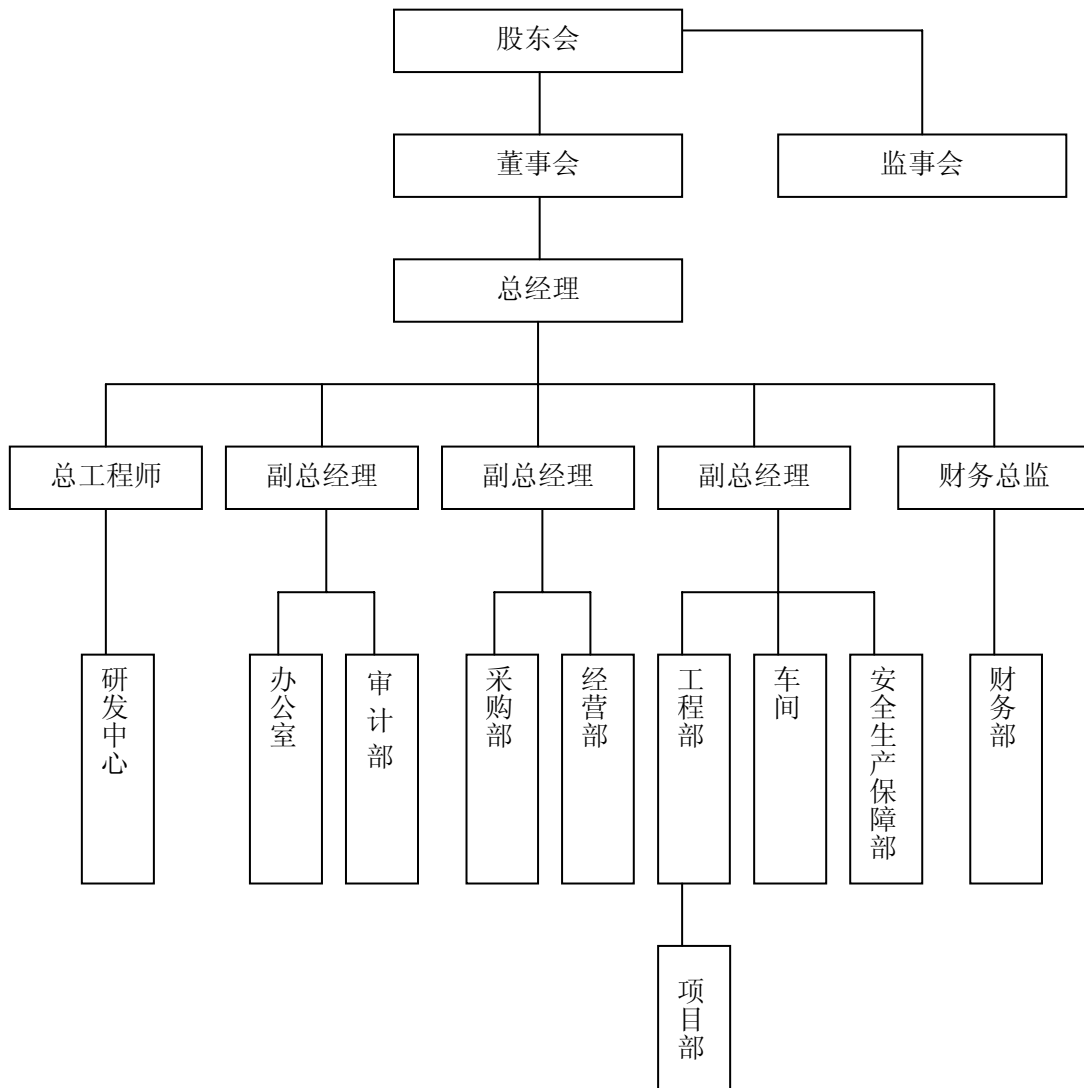
综合分析，公司整体信用风险一般。

附件 1 公司的股权结构图



注：孙振文、王时秀、孙罡、孙睿是父亲、母亲、儿子、女儿关系。

附件 2 公司组织结构图



附件 3-1 公司合并资产负债表-资产

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动资产:				
货币资金	1850.32	861.04	1001.46	-26.43
应收票据	-	0.00	0.00	
应收账款	2917.46	3543.40	5625.16	38.86
预付款项	3065.13	1003.24	1331.22	-34.10
应收股利	0.00	0.00	0.00	
应收利息	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	479.91	818.89	714.27	22.00
存货	2698.27	3403.99	2384.20	-6.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	
流动资产合计	11011.09	9630.56	11056.32	0.21
非流动资产				
长期应收款	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	140.00	140.00	57.71	-35.80
固定资产原价	870.05	3665.72	4345.53	123.49
减: 累计折旧	439.68	327.40	567.74	13.63
固定资产净值	430.37	3338.32	3777.79	196.28
减: 固定资产减值准备	0.00	0.00	0.00	
固定资产净额	430.37	3338.32	3777.79	196.28
在建工程	0.00	0.00	0.00	
工程物资	0.00	0.00	0.00	
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	
无形资产	0.00	2413.78	2364.91	
其中: 土地使用权	0.00	2413.78	2363.49	
长期待摊费用 (递延资产)	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产	72.25	497.43	173.86	55.13
其他非流动资产 (其他长期资产)	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	642.61	6389.53	6374.27	214.95
资产总计	11653.70	16020.09	17430.59	22.30

附件 3-2 公司合并资产负债表-负债及所有者权益
 (单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动负债				
短期借款	500.00	5100.00	6300.00	254.96
应付票据	2000.00	0.00	0.00	-100.00
应付账款	1693.72	1781.94	2026.83	9.39
预收款项	1546.21	1351.76	1770.04	6.99
应付职工薪酬	52.62	63.86	63.35	9.72
应交税费	1231.85	273.77	-72.61	
应付利息	3.41	0.00	0.00	-100.00
应付股利 (应付利润)	0.00	0.00	0.00	
其他应付款	1175.36	2318.79	35.95	-82.51
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	
流动负债合计	8203.18	10890.13	10123.56	11.09
非流动负债				
长期借款	0.00	0.00	0.00	
应付债券	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.00	0.00	390.00	
递延所得税负债	0.00	248.45	0.00	
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	
非流动负债合计	0.00	248.45	390.00	
负债合计	8203.18	11138.58	10513.56	13.21
所有者权益 (或股东权益)				
实收资本 (股本)	600.00	4200.00	4200.00	164.58
法人资本	240.00	1680.00	1680.00	164.58
个人资本	360.00	2520.00	2520.00	164.58
资本公积	0.00	84.37	84.37	
盈余公积	300.00	44.94	237.95	-10.94
未分配利润	2550.53	552.20	2394.71	-3.10
归属于母公司所有者权益合计	3450.53	4881.51	6917.03	41.58
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	
所有者权益合计	3450.53	4881.51	6917.03	41.58
负债和所有者权益总计	11653.70	16020.09	17430.59	22.30

附件 4 公司合并利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、营业收入	10186.41	16389.62	18345.28	34.20
其中：主营业务收入	10186.41	16389.62	18345.18	34.20
其他业务收入	0.00	0.00	0.10	
减：营业成本	7325.70	13046.11	13484.89	35.67
其中：主营业务成本	7325.70	13046.11	13484.89	35.67
其他业务成本	0.00	0.00	0.00	
营业税金及附加	58.44	153.61	138.21	53.79
销售费用	0.56	34.32	49.10	833.00
管理费用	707.79	988.05	1531.11	47.08
财务费用	57.38	243.69	428.74	173.34
资产减值损失	159.11	132.53	347.55	47.80
其他	0.00	0.00	0.00	
投资收益（净损失以“-”号填列）	0.00	0.00	0.00	
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	1877.42	1791.28	2365.68	12.25
加：营业外收入	1.27	236.46	6.06	118.14
其中：非流动资产处置利得	0.00	0.00	0.00	
非货币性资产交换利得（非货币性交易收益）	0.00	0.00	0.00	
政府补助（补贴收入）	0.00	200.00	0.00	
债务重组利得	0.00	0.00	0.00	
减：营业外支出	46.00	86.01	14.61	-43.65
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	
非货币性资产交换损失（非货币性交易损失）	0.00	0.00	0.00	
债务重组损失	0.00	0.00	0.00	
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	1832.70	1941.74	2357.13	13.41
减：所得税费用	576.11	580.48	321.61	-25.28
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	1256.59	1361.26	2035.52	27.27
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	
五、归属于母公司所有者的净利润	1256.59	1361.26	2035.52	27.27

附件 5-1 公司合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 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	10142.82	17967.81	19799.92	39.72
收到的税费返还	0.00	215.38	0.00	
收到的其他与经营活动有关的现金	5954.65	18486.24	1057.38	-57.86
经营活动现金流入小计	16097.47	36669.44	20857.30	13.83
购买商品、接受劳务支付的现金	5676.70	14842.98	14210.97	58.22
支付给职工以及为职工支付的现金	1300.41	1847.62	1027.33	-11.12
支付的各项税费	558.94	2700.97	1764.27	77.66
支付的其他与经营活动有关的现金	7164.54	18397.96	3679.30	-28.34
经营活动现金流出小计	14700.59	37789.52	20681.88	18.61
经营活动产生的现金流量净额	1396.88	-1120.08	175.43	-64.56
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资所收到的现金	0.00	0.00	0.00	
取得投资收益所收到的现金	0.00	0.00	0.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	5.00	20.08	0.00	-100.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
投资活动现金流入小计	5.00	20.08	0.00	-100.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	1680.56	4070.73	630.95	-38.73
投资所支付的现金	0.00	0.00	0.00	
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
投资活动现金流出小计	1680.56	4070.73	630.95	-38.73
投资活动产生的现金流量净额	-1675.56	-4050.65	-630.95	-38.64
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资所收到的现金	0.00	0.00	0.00	
取得借款收到的现金	2700.00	9100.00	9400.00	86.59
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
筹资活动现金流入小计	2700.00	9100.00	9400.00	86.59
偿还债务所支付的现金	2200.00	4500.00	8400.00	95.40
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	90.69	228.05	404.06	111.08
支付的其他与筹资活动有关的现金	100.00	190.50	0.00	-100.00
筹资活动现金流出小计	2390.69	4918.55	8804.06	91.90
筹资活动产生的现金流量净额	309.31	4181.45	595.94	38.80
四、汇率变动对现金的影响额	0.00	0.00	0.00	
五、现金及现金等价物净增加额	30.63	-989.28	140.42	114.11
加: 期初现金及现金等价物余额	1819.69	1850.32	861.04	-31.21
六、期末现金及现金等价物余额	1850.32	861.04	1001.46	-26.43

附件 5-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	1256.59	1361.26	2035.52	27.27
加：资产减值准备	159.11	132.53	347.55	47.80
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	159.35	125.98	240.35	22.81
无形资产摊销	0.00	4.19	50.46	
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	0.00	
待摊费用减少（减：增加）	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加（减：减少）	0.00	0.00	390.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（减：收益）	-1.21	-16.48	0.00	-100.00
固定资产报废损失	0.00	0.00	24.80	
公允价值变动损失（减：收益）	0.00	0.00	0.00	
财务费用	89.30	224.64	433.74	120.39
投资损失（减：收益）	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产减少（减：增加）	-41.08	0.00	0.00	-100.00
递延所得税负债增加（减：减少）	0.00	-176.74	-68.48	
存货的减少（减：增加）	-477.72	-705.72	26.00	
经营性应收项目的减少（减：增加）	6399.33	-226.42	-619.88	
经营性应付项目的增加（减：减少）	-6146.79	-1843.32	-2662.31	-34.19
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	1396.88	-1120.08	175.43	-64.56
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：				
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	
3.现金及现金等价物净增加情况：				
现金的期末账面余额	1850.32	861.04	1001.46	-26.43
减：现金的期初账面余额	1819.69	1850.32	861.04	-31.21
加：现金等价物的期末账面余额	0.00	0.00	0.00	
减：现金等价物的期初账面余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	30.63	-989.28	140.42	114.11

附件 6 主要计算指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数（次）	3.80	5.07	4.00	4.29
存货周转次数（次）	2.98	4.28	4.66	3.97
总资产周转次数（次）	0.74	1.18	1.10	1.01
盈利能力				
营业利润率（%）	27.51	19.46	25.74	24.24
总资本收益率（%）	22.62	15.89	18.46	18.99
净资产收益率（%）	36.42	27.89	29.43	31.24
财务构成				
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率（%）	42.01	51.09	47.67	46.92
资产负债率（%）	70.39	69.53	60.32	66.75
偿债能力				
流动比率（%）	134.23	88.43	109.21	110.63
速动比率（%）	101.34	57.18	85.66	81.39
EBITDA 利息倍数（倍）	23.31	10.22	7.55	13.69
全部债务/EBITDA（倍）	1.20	2.22	2.06	1.83
经营现金流流动负债比（%）	17.03	-10.29	1.73	2.83
筹资前现金流量净额债务保护倍数（倍）	-0.16	-3.04	-0.27	-1.16
筹资前现金流量净额利息偿还能力（倍）	-3.12	-23.02	-1.13	-9.09
现金流				
现金收入比（%）	99.57	109.63	107.93	105.71
筹资活动前产生的现金流量净额（万元）	-278.68	-5170.73	-455.52	-1968.31
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期债券发行额度（倍）	1.22	1.35	1.80	1.46

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率*	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
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%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/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

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 8 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

信用等级公告

联合[2010] 514 号

联合资信评估有限公司通过对新乡市起重机厂有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

新乡市起重机厂有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月二十四日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与新乡市起重机厂有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与新乡市起重机厂有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因新乡市起重机厂有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由新乡市起重机厂有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、新乡市起重机厂有限公司主体长期信用等级自 2010 年 12 月 24 日至 2011 年 12 月 23 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内新乡市起重机厂有限公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年十二月二十四日



新乡市起重机厂有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：BBB⁻

评级展望：稳定

评级时间：2010 年 12 月 24 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
资产总额（万元）	24045.50	22211.76	23891.46
所有者权益（万元）	13397.11	15816.07	17355.46
长期债务（万元）	0.00	0.00	0.00
全部债务（万元）	0.00	3800.00	4100.00
营业收入（万元）	17846.53	19623.41	20123.75
利润总额（万元）	3523.61	3225.28	2053.52
EBITDA（万元）	3734.21	3717.20	2712.84
经营性净现金流（万元）	2606.71	16.80	646.61
营业利润率（%）	25.45	22.89	17.21
净资产收益率（%）	17.62	15.29	8.87
资产负债率（%）	44.28	28.79	27.36
全部债务资本化比率（%）	0.00	19.37	19.11
流动比率（%）	150.81	222.59	280.60
全部债务/EBITDA（倍）	0.00	1.02	1.51
EBITDA 本期发债额度（倍）	0.93	0.93	0.68

注：公司 2007-2009 年财务报表均按照新会计准则编制。

分析师

孙恒志 陈静

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对新乡市起重机厂有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其在技术研发、产品结构等方面具有的优势；同时，联合资信也关注到原材料价格波动、应收账款规模大以及资金和场地瓶颈等因素对公司经营和发展带来的负面影响。2009 年，公司为募投项目新征 74.1 亩土地，第二期 120 亩土地也正在申请办理中，公司土地不足的情况将有所改善。

伴随国内经济回暖和固定资产投资规模的增加，中国起重机械市场需求有望继续保持增长，起重行业发展前景良好；公司未来将继续围绕主业发展，并逐步提高高附加值产品比重，主营业务收入及盈利水平有望进一步提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 受固定资产投资拉动，中国起重机械市场需求回升。
2. 公司新产品开发力度大，整体研发能力较强。
3. 公司产品构成不断改善，在部分细分市场的市场份额较高。

关注

1. 原材料价格的波动给公司盈利能力带来不确定性影响。
2. 公司土地和资金有限，制约了产能的进一步扩张。
3. 公司应收账款金额较大，周转慢，经营性净现金流波动大。

一、主体概况

新乡市起重机厂有限公司（以下简称“新乡起重”或“公司”）的前身是设立于 1993 年的新乡市起重机厂，原登记注册为集体所有制企业，实际注册资金均由自然人投入。2003 年，公司申请变更为私营企业，设立新乡市起重机厂有限公司，注册资本 800 万元。截至 2009 年底，公司注册资本增至 6000 万元，其中河南恒升起重股份有限公司出资 4200 万元，占 70%；马天贺、徐玉兴、徐进增 3 名自然人分别出资 600 万元，各占 10%（具体见附件 1）。

公司属起重机械制造业，经营范围包括电动葫芦、桥式起重机、门式起重机、多功能起重机、取物装置、起重机械配件、起重机安装维修。

截至 2009 年底，公司设有技术部、企管部、生产部、仓储部、财务部、人事部、发展部、办公室等 13 个职能部门（具体见附件 2），分别由总工程师和 3 名副总经理管理；公司无下属子公司，现有员工 802 人。

截至 2009 年底，公司资产总额 23891.46 万元，所有者权益 17355.46 万元；2009 年公司实现营业收入 20123.75 万元，利润总额 2053.52 万元。

公司注册地址：河南新乡市开发区南环路东 1 号；法定代表人：徐广善。

二、行业分析

公司主营电动葫芦、桥/门式起重机、取物装置等起重设备的生产与销售，属通用设备制造业。

1. 行业现状

工程起重机主要包括移动式起重机和塔式起重机，其中移动式起重机又可以细分为随车起重机、汽车起重机、越野轮胎起重机、全路面起重机和履带式起重机，前四类移动起重机又称为轮式起重机。

目前中国起重机械以汽车式起重机和塔式起重机为主；履带式起重机占比较低，但增长迅速；受价格和技术因素影响，越野轮胎起重机和全路面起重机在国内销量较小。

中国工程起重机行业从 2003 年起快速发展。根据中国工程机械行业协会统计，2004 年起重机产销量达到历史最高水平，为 14328 台（不包括塔式起重机）。2005 年受宏观调控的影响，起重机总销量比 2004 年略有下降。2006 年，起重机市场发展迅速，移动起重机总销量达 17000 多台，塔式起重机销量达 12025 台。2007 年实现轮式起重机销量 19819 台（不含随车起重机），履带起重机 976 台，塔式起重机 30000 台，同比增幅均超过 30%。2008 年，中国工程起重机行业上半年经历了超高速发展，下半年随着世界金融危机的爆发和蔓延，对中国经济的影响逐步显现，起重机市场增速逐步放缓，以至严重下滑，但从全年来看，仍保持了正增长。

据工程起重机分会统计，2008 年四大类起重机（汽车起重机、履带起重机、随车起重机和轮胎起重机）销售共 2.8 万台，同比增长 12.8%。其中最主要的两类产品中，汽车起重机（包括全路面起重机）销售 21500 多台，同比增长 10%，比 2007 年增速下降了 28 个百分点。其中第四季度增长率降为 -25%，几年来首次出现负增长；履带式起重机 2008 年销售 1600 多台，是增长最快的产品，同比增长 68.9%，但到第四季度也出现了负增长。

2009 年上半年，由于金融危机导致的市场消化能力降低的影响，国内起重机市场销售水平明显下滑，整体市场产销率为 60% 左右，比 2008 年同期下降了近 6 个百分点。分类别来看，履带起重机、随车起重机、轮胎起重机等移动起重机市场由于受电力投资、石化工业、房地产以及港口运输业的影响，市场销量均出现不同程度的下滑。受益于政策刺激下汽车行业的回暖，汽车起重机上半年累计销售量同比增长 2.18%，表现出一定的增长走势。下半年

以来，随着经济的复苏和回暖，起重机市场在经过几个月的提升之后，逐渐呈现企稳状态。

起重机械行业在国内主要市场为交通运输、能源、原材料、农林水利、城乡建设、国防工程等六大领域，是中国工业发展的支柱产业，尤其是冶金铸造、石油化工业，对起重设备的依赖性更大。

固定资产投资的快速增长是拉动起重行业增长的主要动力。2008年11月5日，温家宝总理主持召开国务院常务会议，会议确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，计划到2010年底约需投资4万亿元，2008年四季度先增加安排中央投资1000亿元，2009年灾后重建基金提前安排200亿元。该项举措对工程机械乃至起重行业复苏起到了关键作用。根据国家统计局数据，2009年1-11月，起重运输设备行业实现销售收入2817亿元，较2008年增加了5.5%。

出口方面，随着欧美、大洋洲和日本等需求量的主流市场趋于饱和，国际市场竞争也愈加激烈。同时受2008年下半年以来国际金融危机及全球经济放缓影响，工程起重机需求有所下滑，起重机行业的出口销量有所回落。2009年起重运输设备行业出口规模为35.68亿美元，比2008年下降了12%。

2. 行业竞争

总体而言，中国起重机行业的行业集中度较高，这主要得益于占领全国市场近80%份额的大型企业始终保持着良性发展。2005年至今，徐州重型机械有限公司（以下简称“徐州重型”）、中联重科浦沅公司（以下简称“中联重科”）和四川长江工程起重机有限责任公司（以下简称“四川长起”）一直占据起重行业前三名。

从细分市场来看，汽车起重机行业集中度很高，且呈上升趋势。2008年，中国汽车起重机销量排在前四位的企业是徐州重型、中联重科、四川长起和泰安东岳重工有限公司，这4

家企业的销量占总销量的85.89%。其中徐州重型和中联重科汽车起重机的销量占到了总销量的76.81%。

中国的中大吨位履带式起重机市场主要为欧美和日韩两大国际阵营占领。来自欧美的利勃海尔、特雷克斯德玛格和马尼托瓦克三大国际履带式起重机生产巨头，垄断着中国350t以上的大吨位履带式起重机市场；而神钢、日立住友等日韩企业在150~350t中等吨位履带式起重机市场的占有率最高。目前国内企业主要占领了国内150t以下的小吨位履带式起重机市场，市场集中度也较高。2008年上半年全国共生产997台履带式起重机，同比增长120%。其中前三名厂商抚顺挖掘机制造有限责任公司、徐州重型和上海三一科技有限公司产量813台，占比高达81.54%。

塔式起重机由于属于固定式起重机，应用范围局限于建筑市场，同时产品技术含量相对较低，进入壁垒不高，因此中小型企业遍地开花，产能严重过剩，市场竞争十分激烈。中联重科等大型企业的塔机产品发展主要定位中高端市场，并加强海外出口。

3. 行业关注

装备制造业调整和振兴规划

2009年2月4日，国务院原则通过了装备制造业调整和振兴规划（规划期为2009-2011年）。该规划指出要依托煤矿与金属矿采掘、高速铁路、城市轨道交通、基础设施建设等十大领域重点工程，振兴装备制造业。从而实现产业平稳增长、国产装备市场份额逐步扩大、基础配套水平提高、组织结构优化升级等目标。该规划将有力拉动工程机械行业乃至起重机行业的内部需求，同时增强行业自主创新能力，推动产业升级。

固定资产投资的大幅增长

“十一五”期间，国家将重点发展能源、电力、石化、冶金、造船、交通等工业领域。

在煤炭工业领域，预计到2010年，中国

煤炭产量将达到 30 亿吨。中国将重点发展综采、煤化工、煤基液化燃料（煤炭液化）和低热值煤矸石洗选设备。起重运输机械制造业将提供所需的竖井提升设备、斜井防爆下运带式输送机、防爆移置式带式输送机、装车机、露天矿连续开采输送设备、用于洗选设备的各种输送设备等。

在电力工业领域，预计到 2010 年，装机容量将达 6.2 亿千瓦。“十一五”期间，中国将以大型高效环保机组为重点优先发展火电，建设大型煤电基地，各种电站专用桥式/门式起重机、料场用物料搬运装卸设备、输煤给煤栈桥内物料输送设备、环保排灰输送设备、水电站用闸门启闭机械、升船机、核电站废料处理专用起重机等将有较大需求。

在石化工业领域，“十一五”期间将投资 2000 多亿元对石油、化工装备进行技改，增加石油化工制品乙烯、液化石油气等产品。起重运输机械制造业将提供所需的自动灌装和包装码垛设备、仓储专用设备、厂内和车间内物料搬运装卸设备等。

冶金工业及原材料工业领域，“十一五”期间，中国钢铁工业将着力解决产能过剩的问题，加速淘汰落后工艺、装备和产品，加大结构调整力度，重点进行以节能降耗、减少环境污染为主的技术改造。有色金属工业将控制电解铝产能，适度发展氧化铝，鼓励发展铝深加工和新型合金材料。因此，对各种冶金起重机、厂内和车间内物料搬运装卸设备、料场堆取料与混匀料设备等将有较大需求。

装备制造业领域，机械制造业行业产能的提高、特别是自身进行的产业升级和技术改造，需要大量的高效、节能、低污染、智能化、柔性化、成套化的物料搬运装卸设备。

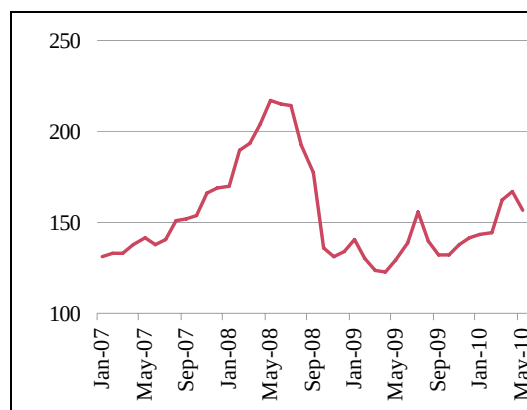
据中国工程机械行业协会起重分会预测，“十一五”期间，中国起重运输机械产品的工业总产值、销售收入和利润总额的年平均增长率将超过 15%。到 2010 年，该行业的工业总产值将达到 2670 亿元，销售收入将达到 2560

亿元，利润总额将达到 148 亿元；出口额约达 65 亿元，平均年增长 11%。

钢材价格波动

钢铁是起重行业产品的主要原材料，钢铁价格的波动对行业成本及利润有很大影响。2007 年以来，由于铁矿石、焦炭价格的上涨和下游需求的增加，中国钢材价格呈现快速增长趋势，钢材价格综合指数于 2008 年 6 月达到 219.9 的历史最高点，2008 年 6 月以后呈现快速下降趋势，2008 年 12 月略有反弹。2009 年，钢材价格综合指数波动幅度较大，2009 年 5 月以后略有反弹，2009 年 12 月为 141.1 点，较 2008 年 12 月增加 6.7 点。2010 年 5 月为 156.7 点，较 2009 年 12 月略有增长（参见图 1）。

图1 2007年以来钢材价格综合指数



资料来源：www.mysteel.com

起重机关税下调

从 2004 年起，中国起重机行业开始执行加入 WTO 对该行业的最终约束协议：汽车起重机关税税率降至 5%，履带起重机降至 8%，全路面起重机取消进口许可证和进口配额。关税下调和进口保护的取消将导致国外成熟品牌不断涌入中国，行业竞争可能进一步加剧。

4. 发展趋势

“十一五”期间，随着振兴装备制造业 16 个关键领域的高水平新产品的发展，每个领域都对起重行业提出了更高的要求。包括起重机械的光、机、电、液压一体化综合控制系统；航空航天及核工业的专用起重机械；冶金行业

的多功能机组和智能机械手及各种坂坯夹钳、钢卷夹钳、薄板夹钳；通用大吨位桥式机组；起重机械的专用规划部件如夹轨器、电缆卷筒等，将具有广阔市场价值的重大科技成果进行完整的工程化和集成化，研究开发、消化、吸收再创新所引进的先进技术，基本完成产业化开发的先进工艺、技术和装备，并能不断地推出具有市场竞争力的新产品。

起重机产品面临重大的变革和国际市场的激烈竞争。近几年起重机企业大力发展大吨位起重机械，除此之外，起重行业发展趋势和特征主要还有以下几个方面。

专用化、自动化

由于冶金铸造、重型机械制造及石油化工业的发展，要求起重机机组向控制系统的自动化和使用功能专用化发展，要求产品使用性能稳定，易操作、易维护、安全系数大，专业性能力强。

系列化、组合化、标准化

现代工业产品追求系列化、组合化和标准化，起重机产品同样如此。从普及 CAD 到高效率流水生产，都要依据相匹配的参数达到系列化；从产品的钢结构、动力传动到电气控制系统，每一个环节的生产工艺和技术都要依据国家及国际规范标准，达到高度的标准化，并且要扬长避短，吸收和配备国外先进的工艺技术及名优电气控制系统。

性能智能化、集成化

在国际市场上，美、德、日等国家在 CAD 设计、CDPP 工艺规划、CAM 辅助制造领域处于领先地位。而中国起重机机组产品因大多数属一般产品，智能化程度要求低，配备国产电器便可满足需要，在国际市场上没有竞争力，起重机械智能化、集成化成为未来发展的重要方向。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司为新乡市 80 户重点企业之一，是起重行业骨干企业、河南省上市后备企业、河南省高新技术企业。

公司拥有河南省起重机械工程研究中心和新乡市多功能冶金起重机械工程技术研究中心，拥有包括冶金用多功能起重机、智能机械手、堆垛机等一批替代进口的高新技术产品，形成了自身差异化优势。目前主导产品主要为冶金用多功能起重机和智能机械手，经河南省科技厅鉴定为黑色金属及有色金属冶炼不可缺少的专用设备，目前国内只有三家企业在生产，其余两家为沈阳冶金制造有限公司和株洲天桥起重机制造有限公司，公司在该细分领域约占三分之一的市场份额。

2. 人员素质

公司现有高层管理人员5人，包括董事长兼总经理人1人，副总经理3人和总工程师1人，均为大学学历，均具有丰富的行业生产经营管理经验，领导层素质较高。

公司董事长兼总经理徐广善先生，现年55岁，高级经济师，自退伍后从事起重行业20多年，历任长垣县化工机械厂业务经理、销售部经理、副总经理，曾任新乡市起重设备厂业务经理和河北石家庄市成套设备公司总经理。公司总工程师唐敦硕先生，现年68岁，教授级高工职称，曾任国内起重行业龙头大连起重机器厂研究所所长，多次赴英、日参加合作设计，其设计的自动盘式电缆卷绕装置、输水软管电动卷绕装置、链条式卧卷提升机、立式变位钢卷夹钳等项目获得国家专利，参与设计的人造飞船发射平台获国防科工委科技进步一等奖、500t/H抓斗卸船机获机械电子工业部科技进步二等奖、移动式卸煤机除尘装置获机械电子工业部科技进步三等奖、电解铝多功能起重机获机械电子工业部科技进步二等奖、并获省市科

技类奖项三十余奖。

公司目前职工合计802人。按学历构成划分，大专以上学历占21.45%，高中及中专学历占34.91%；按年龄构成划分，50岁以上占8.23%，30~50岁占32.42%，30岁以下占59.35%；从职称级别来看，公司获得技术职称的员工占总员工数的34.41%，其中高级职称人员占2.99%，中级职称人员占8.98%，初级职称人员占22.44%。同时，公司重视技术创新，专业技术人才比例较高。

3. 技术水平

公司以生产进口替代产品为目标，十分重视技术研发。公司于1998年成立了起重机械设计研究所，对产品设计全部采用电脑绘图，优化设计。

2003年8月参照《国家计委关于建设国家工程研究中心的指导性意见》，公司与武汉理工大学、中国航天工业总公司第一研究院第十五研究所、北京冶金设计研究院合作共同组建河南省起重行业的第一家工程研究中心河南省起重机械工程研究中心。

2007年8月，经新乡市科学技术局批复，新乡市多功能冶金起重机械工程技术研究中心也在公司成立。该中心科研、试验、生产厂房及辅助配套设施齐全，满足研究开发的各种需求。现有研发人员85名。

多年来公司申报起重机智能防遥控控制系统的设计方法、汽车起重机机器人路径规划方法、桥式起重机抓斗的防摆控制方法、塔式起重机智能控制仪、集装箱起重机防遥控控制方法等10余项专利，为公司产品研发提供了强有力的支撑。公司自主研发了多种高新技术产品，其中冶金用多功能起重机、50t多用途旋转铝铸锭夹钳起重机、智能机械手、32~40t电动式钢板坯机械手、矿山用悬臂起重机、自动堆垛机等不断研发成功并投入市场，取得了良好的市场效果。

总的来看，公司技术水平在国内同细分行

业中具有领先性，达到了国际同类产品先进水平。

4. 区域环境

公司地处河南省新乡市，新乡市为全国知名的起重之乡，全市拥有起重企业上百家，全国各大起重零配件制造厂商大多在市内设有办事机构，从而拥有较强的起重产品零配件的配套能力，保证了供应链的通畅。新乡市作为豫北重要的工业城市，工业基础深厚，多年以来培养了大批的技术工人，使生产过程和产品质量得到了良好的保证。

公司地处新乡市107国道、京珠、晋新等高速的交汇处，交通便利，这为基本靠陆路运输的大型设备来说得天独厚。

公司的新产品研发项目陆续得到政府的无偿资金扶持。2006年以来，公司陆续获得新乡市财政局、科技局项目拨款，具体见表1。

表1 公司获得的新产品研发项目拨款情况

时间	项目内容	金额	文件
2006.09	冶金用多功能起重机	10万元	新财办预[2006]166号
2007.08	50t多用途旋转铝铸锭夹钳起重机	20万元	新财办预[2007]166号
2008.06	旋转伸缩式集装箱吊具的研制	2万元	新财办预[2008]137号
2008.10	全自控多用途炭块堆垛机组	100万元	新财办预[2008]289号

资料来源：公司提供。

5. 控股股东支持

公司控股股东河南恒升起重股份有限公司（以下简称“恒升起重”）始建于1986年，于2002年2月登记注册为有限责任公司，注册资金1680万元，法人代表徐广善。恒升起重占地面积9.86万平方米，建筑面积4.68万平方米，主营起重机械的制造销售。

2009年以前，公司无土地使用权，主要经营资产如土地、房产等均在恒升起重名下，恒升起重将其78亩（约5.07万平方米）土地和2.86

万平方米房屋租给公司使用。2009年，公司购买了第一期74.1亩土地，第二期土地120亩正在申请办理中。

四、治理结构与公司管理

1. 管理体制

公司实行董事会领导下的总经理负责制。公司重大问题的决策权在股东会，经营决策在董事会，日常事务在总经理，领导班子责任明确，分工到位，管理严谨。

公司董事会由4名董事组成，由股东会选举或股东委派产生，董事任期3年，可连任。董事会设董事长1名，为公司的法定代表人。董事会负责召集股东大会，执行股东大会的决议，决定公司的经营计划和投资方案，制定年度财务预决算方案等重要职能。公司设总经理1名，副总经理3名，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，行使职权主要有：主持公司的生产经营管理工作，组织实施年度经营计划和投资方案，拟订公司内部管理机构设置方案和基本管理制度等。公司还设立了监事会，由5名监事组成，任期为三年，主要负责检查公司财务，对董事及其他高管人员执行公司职务的行为进行监督等工作。

截至2009年底，公司设有技术部、企管部、生产部、仓储部、财务部、人事部、发展部、办公室等13个职能部门，其中总工程师主要管理技术部、研究所等技术开发部门，原材料的采购和生产、市场开发和产品销售、财务和人事则由其3名副总经理分别管理。

公司自主经营，无子公司，无关联交易，各部门职能分工较为明晰，有利于公司的整体协调运作。

2. 内部控制

生产质量管理方面，公司除有专门的质检部进行质量检测外，还任命专门的质量工程师对生产及质量进行管理，监管、督促生产部门

严格按照ISO9001的要求执行。

安全生产管理方面，公司制订了详细的安全生产条例，加强对员工的培训，并有专门的企管部门进行监督。

人力资源管理方面，公司有专门的人力资源部门，按照公司相关人事规定，确保公司人才储备、招聘、培训、考核等方面有序运行，保证了企业人才的稳定性，完成了人才的梯级建设。

财务管理和审计方面，公司有独立的财务部门，根据会计法准则进行核算，根据公司相关财务管理制度进行管理；在财务体系下有独立的监察审计部门，对内部流程及各项考核进行严密的审计考核。

资金控制方面，由于行业特点，公司产品均为以销定产，公司对资金的控制实行预算制，根据定单执行情况确定各定单资金预算，根据资金流情况进行管理，从接单、设计、采购、生产、交货及货款回收都有严格的控制。

总体来看，公司已基本建立起较完善的法人治理结构。

五、经营分析

公司业务收入均来自起重机械的生产和销售。2007~2009年，公司收入年均复合增长6.19%，其中2008年增速较快，2009年则有所回落（为2.55%），一方面是由于2008年基数较大，另一方面则是受生产场地所限，公司高端产品销量增幅较小。

2009年公司实现营业收入20123.75万元，其中多功能起重机销售收入占比最高，为43.36%，单双梁起重机和智能机械手则分别占收入总额的24.99%和28.74%。从表2可以看到，随着公司不断加大技术投入和优化产品结构，2007~2009年多功能起重机和智能机械手等高端产品的销售额占比逐年增长；单双梁起重机占比有所波动，总体也呈上升趋势；而其他小型设备等低端产品的销售额占比则下降较

快，从2007年的17.14%降至2009年的2.91%。

从毛利率来看，2007~2009年，公司高端产品的毛利率虽然逐年下降，但均为20%以上。由于低端市场竞争日趋激烈，整体利润摊薄，低端产品整体毛利率偏低，2007~2009年，其

他小型设备的毛利率分别为6.67%、1.59%和15.73%，可以看出，钢材等原材料价格的波动对公司低端产品毛利率影响很大。整体来看，受原材料价格波动的影响，公司整体毛利率逐年下降，2009年为17.57%。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率

产品	2007 年			2008 年			2009 年		
	金额 (万元)	比例 (%)	毛利率 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	毛利率 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	毛利率 (%)
多功能起重机	7500	42.02	36.00	8400	42.81	26.29	8726	43.36	20.98
智能机械手	3200	17.93	35.94	4896	24.95	26.00	5029	24.99	20.82
单双梁起重机	4090	22.91	12.40	6111	31.14	18.00	5783	28.74	9.79
其他小型设备	3060	17.14	6.67	312	1.59	8.33	585	2.91	15.73
合计	17850	100.00	25.55	19623	100.00	22.99	20123	100.00	17.57

资料来源：公司提供。

1. 原材料采购

公司生产的主要原材料为钢材和电机，此外还有减速机、制动器和其他零部件等。

公司需采购的大宗原材料如钢材等市场供应充足，产品质量稳定，供货及时，渠道通畅，建立了稳定的信用关系。钢材的主要供应商为武钢、邯钢、安钢、包钢等。电机产品的主要供应商为大连伯顿电机厂、佳木斯电机厂、大连第二电机厂、无锡新大力电机有限公司等。由于地处起重之乡，公司所需的常规零部件配套市场供应通畅，关键零部件如夹钳、吊具、智能机械手等均为公司自行研发生产。

公司大宗原材料的采购一般直接通过厂家或厂家的一级代理来采购。考虑到钢材厂家对于采购量较小的客户付款要求严格，为避免现金流压力过大，公司近年来逐渐从原来的直接向钢材厂家采购转向向其一级代理商采购，虽然采购价格略高，但作为长期客户可获得一定的付款账期，从而适度保证了现金流的稳定。

大宗原材料采购方面，公司通常筛选3~4家，分出主辅供应商采购，并从价格、质量、供货及时性等方面适度调整当期供货比例，以确保原材料供应的稳定、通畅和质量价格的适合；零星采购则保持几家常年的供应单位，随机询价及采购。

公司对重点原材料一般保持与多家供应

商建立合作关系，一般单户供应额度占总采购额度的比例均控制在10%以下，大宗采购也在20%以下，主辅供应商均供应充足。总的来说，对供应商的依赖程度较低。

公司对原材料供应商的结算方式一般为月结，付款方式一般为银行承兑或电汇。对于大宗原材料的采购，一般要求供应商按照供应数额留存一定比例的质量保证金，剩余货款按月结算。

近年来，国内原材料钢材价格波动较大，公司把握好仓储和议价环节，同时提高产品技术含量，降低钢材所占的成本比重，减少其价格波动带来的负面影响。钢材等原材料价格的波动对公司的高端产品影响较小，以公司生产的冶金用多功能起重机为例，该产品自重大约为80吨，按照普通起重机以自重吨数计算价格，售价约为100~120万元，而公司该产品售价约在500~600万元，主要成本中钢材所占比重较小。

2. 公司生产

公司目前拥有各类加工设备360台（套），专用多功能设备8台（套），有预处理线、自动埋弧焊机、数控切割机、机械加工中心、龙门剪板机、钢板折弯成型机、四柱液压机等大型设备。公司自制和购买了先进的检测设备，包

括整机试验台、X射线探伤仪、超声波探伤仪、高温燃烧定碳炉、声级计、烘干炉等。

公司产品主要包括0.5t~30t的电动葫芦、1t~20t的单双梁起重机、300t及以下的桥式起重机和50t以下的门式起重机等（参见表3）。公司产品均取得了技术监督局颁发的生产制造、安装维修安全许可证国家技术监督局颁发的生产许可证，并通过了国际CIC认证中心ISO9001：2000国际质量认证。

目前公司的主导产品主要为冶金用多功能起重机和智能机械手，该类产品是黑色金属及有色金属冶炼不可缺少的专用设备，以前主要依赖进口。

表3 公司主要产品

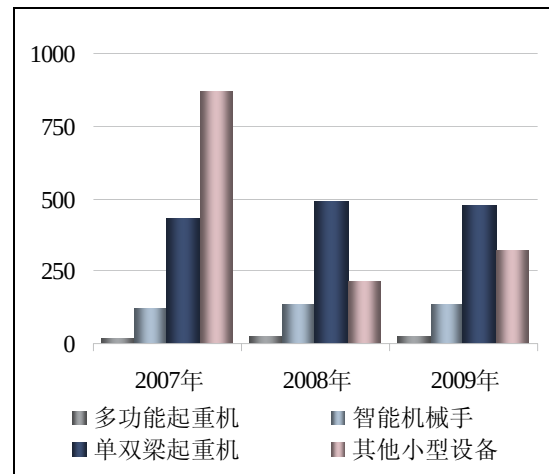
产品分类	具体产品名称
电动葫芦	CD1型0.5t~30t、MD1型0.5t~20t、0.5t~15t防爆型、0.5t~15t防腐型
电动单梁起重机	LDA型1t~20t、LX型1t~10t
手动单梁起重机	SDQ1t~10t
手动双梁起重机	SSQ5t~20t
双梁桥式起重机	QD型5t~300t、YZ型5t~200t铸造起重机、QZ型5t~20t双梁抓斗桥式起重机、QB型5t~50t防爆桥式起重机、5t~50t防腐起重机、慢速5t~160t变频调速起重机、YQ型5t~200t冶金起重机、QY型5t~50t绝缘桥式起重机、X342型32t及以下电解铝多功能起重机（铝电解多功能机组）、MQ型5t~10t装卸桥
单主梁门式起重机	L型、C型5t~20t、MH型5t~50t、MDG型32t以下门式起重机；
其他	BZ型5t柱式悬臂起重机、MB型32t以下双主梁半门式起重机、MG型5t~50t双主梁门式起重机

资料来源：公司提供

公司所属行业为大型机械设备制造行业，需求一般来自客户方的具体项目建设，并非企业常用产品，因此，公司生产模式为以销定产，产销率均为100%。

2007~2009年，公司高端产品（即多功能起重机和智能机械手）合计产量分别为142台、160台和163台，受生产场地限制，高端产品产量增长趋缓；与此同时，小型设备产量大幅减少，2009年仅为325台（套），较2007年减少543台（套）；随着小型设备产量的减少，单双梁起重机已取代其成为产量贡献率最高的产品，2009年为475台，近三年产量变化较小。

图2 公司产品产量（单位：台）



资料来源：公司提供

随着市场积累和新产品的市场推广，近年来公司新产品订单剧增，产能严重不足。公司目前推出了一批在建拟建的产能扩张项目，但由于公司自身融资力量薄弱，造成了项目资金短缺，严重影响了生产经营计划的实施，成为目前企业发展的瓶颈。

3. 销售模式和渠道

公司通过自身建立的销售团队与外部合作的多种模式，建立了强大的销售网络，覆盖全国29个省、市、自治区。公司产品绝大多数为内销，外销占比很小，因此受全球经济增速放缓的影响不大。公司主要客户遍布钢铁、工矿、化工、煤炭、有色金属、造船、码头、电业、运输、公路、隧道、机构制造等各行业。

从主要产品销售价格来看（见表4），2007~2009年，公司的高端产品售价经过2008年的上涨后趋于稳定；小型设备平均售价从2007年的3.52万元/台降至1.80万元/台，主要是由于市场竞争加剧所致。

表4 公司产品价格变动情况（单位：万元/台）

项目	2007年	2008年	2009年	变动率(%)
多功能起重机	340.91	350.00	349.04	1.19
智能机械手	26.67	36.00	36.44	16.90
单双梁起重机	9.51	12.42	12.17	13.14
其他小型设备	3.52	1.49	1.80	-28.50

资料来源：公司提供

公司经过多年的经营积累，以内部业务力量与外部合作伙伴相结合的方式，形成了遍布全国的广阔的市场网络体系。同时，通过技术创新、新产品推广和优质的服务提高行业内的认知度和美誉度，最终形成现有客户的忠诚度和对行业内其他客户的影响力。

付款方式方面，公司一般要求3: 3: 3: 1的付款方式，即合同签订后先预付30%货款，合同执行一定时间内付30%的进度款，提货时或安装验收后付30%的货款，剩余10%作为质量保证金。在合同规定的有效期内，预付款在合同签订后5个工作日内付清，在合同期满后收回保证金。

分产品来看，公司低端产品利润附加值较低，主要供给中小客户，交货期短，质量保证金较少，甚至没有；高端产品利润附加值较高，客户相对较大，尾款一般要求安装调试后运行一个周期以后支付，由于质保要求较高，留存质量保证金比例较大。

公司近年来由于场地不足，产能有限，将产品结构逐渐向高端产品调整，高端产品单个订单较大，生产周期较长，收到所有货款平均需要约1年半时间，因此导致应收账款增长较快，但由于客户相对优良，销售环节又加强了风险控制措施，目前一般按期履约率较高，坏账风险不大。

4. 经营效率

2007~2009年，公司资产总额呈现小幅波动，年均增长率为-0.32%；所有者权益年均增长13.82%，营业收入年均增长6.19%。总体看，近三年公司增长质量一般。

2007~2009年，公司销售债权周转次数逐年递减，分别为3.00次、2.90次和2.61次，主要原因是应收账款增加幅度较大所致；公司存货周转次数逐年递增，总资产周转次数保持稳定，2009年分别为3.84次和0.87次。总体来看，公司近年来经营效率一般。

5. 发展规划

公司目前在建的重大项目情况如表5。公司未来投资项目主要为产能扩张和新产品研发项目，项目所需的技术、人员等要素通过多年的积累都已提前具备，目前由于场地和资金有限，进展较为缓慢。可以看出，未来三年公司项目投资总额合计26383万元，资金需求大。筹资计划方面，公司每年可产生的利润约0.5~1亿元，同时将通过发行企业债和争取银行项目贷款方式取得约1.5亿元，此外，公司还将通过引入风险投资和争取获得银行贷款筹集资金。

表5 公司重大投资项目

项目名称	项目进展	总投资(万元)
50t 多用途旋转铝铸锭夹钳起重机	部分在产	4013
X342-II型全遥控智能化冶炼组合机	投入期	12670
电动平移式板坯夹钳	投入期	5700
港口用堆场集装箱起重机	技术成型未投入	4000
合计		26383

资料来源：公司提供

公司计划发行债券4000万元，募集资金将全部用于X342-II型全遥控智能化冶炼组合机项目。该项目计划投资12670万元，其中固定资产投资10800万元，流动资金1870万元，资金缺口将由银行贷款和公司经营利润补足。项目建成后将形成年产80套X342-II全遥控智能化冶炼组合机的产能，新增销售收入36000万元。该项目建设期3年（2009-2011年）。2009年，政府把该项目列入8511工程，保证了企业的用地，第一期74.1亩土地已经手续办理完毕，正在准备开工建设；第二期土地120亩正在申请办理当中。

总的来看，近年来每年公司均推出填补国内、省内空白的高科技新产品，如港口用高架门座起重机、井口房悬臂起重机、冶金用多功能起重机、智能机械手、堆垛起重机等，形成良好的市场反应，近年来由于受产能限制，已经远远不能满足订单增长的需求。

为了满足市场的需求,公司急需进一步扩大产量。目前公司拥有优秀的技术能力和专业的生产人员,生产场地和资金不足是制约企业发展的瓶颈,2009年新征土地和本期债券募集资金将对公司产能的提升提供重要保证。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2007~2009年度财务报表经北京利安达会计师事务所有限责任公司审计,并出具了标准无保留的审计意见。公司2007~2009年财务报表均按照新会计准则编制。

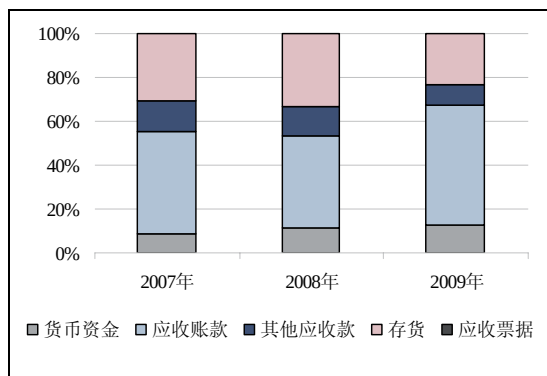
截至2009年底,公司资产总额23891.46万元,所有者权益17355.46万元;2009年公司实现营业收入20123.75万元,利润总额2053.52万元。

2. 资产质量

2007~2009年,公司资产总额呈小幅波动,年均增长率为-0.32%。截至2009年底,公司资产总额23891.46万元,其中流动资产占70.53%、非流动资产占29.47%,公司资产以流动资产为主。

2007~2009年,公司流动资产变化不大,主要构成为货币资金、应收账款、其他应收款和存货。截至2009年底,公司流动资产合计16849.62万元,其中货币资金占12.50%,应收账款占55.11%,其他应收款占8.82%,存货占23.33%,其构成参见图3。

图3 公司流动资产构成



资料来源：公司年报。

由于公司产品生产周期较长,公司应收账款金额较大。随着公司营业收入的增长,以及大型高端产品比例增加带来收款时间的延长,2007~2009年,公司应收账款波动性增长11.40%。截至2009年底,公司应收账款账面余额为9291.53万元,其中1年以内占81.24%,1~2年占16.31%,2~3年占2.45%;公司应收账款前五名欠款客户占应收账款净额的23.78%,应收账款集中度较低,且帐龄较短,坏账风险低。欠款金额较大的客户分别为淮南、淮北矿业集团公司、贵州金元电力公司、沈阳矿山机械集团、沈阳铸锻集团和成都高原汽车工业有限公司。

截至2009年底,公司其他应收款1486.31万元,帐龄均在1年之内。其中汇鑫典当行借款700万元,占其他应收款总额的47.10%,实际是公司为本期债券担保公司之一新乡市发展投资担保有限公司提供的担保保证金。

2007~2009年,公司存货年均减少10.54%。截至2009年底,公司存货为3930.23万元,其中以产成品为主,占75.26%,原材料和生产成本分别占11.42%和13.32%。公司未对存货计提跌价准备。

公司非流动资产主要为固定资产,2007~2009年分别占非流动资产总额的77.50%、78.39%和83.88%。截至2009年底,公司固定资产原值6847.30万元,其中以房屋建筑物(39.88%)和机器设备(54.19%)为主,固定资产成新率较高,为86.26%,固定资产质量较好;公司长期待摊费用为租赁的土地使用费,2007~2008年分别为1600万元和1540万元,2009年公司购买了74.1亩土地,构成2009年底929.51万元的无形资产,同时,公司与土地租赁方解除了租赁合同,使得长期待摊费用减少至零,是导致2009年非流动资产大幅减少的主要原因。

总体看,公司资产以流动资产为主,固定资产占比也较高;流动资产中存货和应收账款占比较大,整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2007~2009年公司所有者权益持续增长,年均增长13.82%,主要来自未分配利润的增加。截至2009年底,公司所有者权益17355.46万元,其中实收资本占34.57%,资本公积占0.72%,盈余公积占7.48%,未分配利润占57.23%。公司所有者权益以实收资本和未分配利润为主,稳定性较差,未分配利润为公司自筹资金扩大产能的重要来源。

2007~2009年,公司负债呈减少趋势,至2009年底,公司负债总额6535.99万元,主要来自应付账款的减少,此外,2008年起,公司所得税税率从2007年的33%降低至25%,使得应交税费自2007年的2937.91万元大幅减少至2009年的17.67万元。

公司负债绝大部分为流动负债,2007~2009年,流动负债分别占100%、99.58%和91.87%,负债结构不尽合理。截至2009年底,公司流动负债合计6004.88万元。其中,占比较大的有短期借款(占59.95%)和应付账款(占20.81%)。

2008年之前,公司主要以控股股东为主体进行融资,再通过投资或借款的方式转入,其中以投资为主。2007年公司无银行借款和其他有息债务。2008年起,公司通过新增短期借款和应付票据,进一步拓宽了融资渠道。

2007年公司资产负债率为44.28%,近年来,随着总体负债的减少和未分配利润增加带来所有者权益的增长,2008年和2009年,公司资产负债率分别降至28.79%和27.36%,全部债务资本化比率分别为19.37%和19.11%,公司债务负担轻。

4. 盈利能力

随着高附加值产品销售比例的加大,2007~2009年,公司营业收入持续增长,年均增长6.19%。2009年实现营业收入20123.75万元,同比增长2.55%,增幅有所放缓;公司营业成本也持续上涨,三年年均增长11.72%。受

高端产品售价趋于稳定以及原材料价格波动的影响,2007~2009年公司营业利润率有所下降,2009年为17.21%,较2007年的25.45下降8.25个百分点,但公司主业盈利能力仍较强。

从期间费用看,2007~2009年,公司期间费用增长较快,年均复合增长18.10%,占营业收入的比例分别为5.66%、6.50%和7.00%。占比虽然逐年上升,但整体公司费用控制力度强。

受毛利率下降和产品销量增速下滑的影响,公司利润总额出现较大下滑,2009年为2053.52万元,年均复合增长率为-23.66%。从整体盈利能力看,2007~2009年总资产收益率和净资产收益率也逐年下降,加权平均值分别为11.77%和12.55%,2009年分别为8.33%和8.87%。

总体上看,受产能扩张受限和原材料价格波动等因素影响,公司整体盈利能力有所下降。

5. 现金流

从经营活动来看,2007~2009年,公司经营活动现金流入量波动性增长12.21%,2009年为21375.77万元,主要为销售商品、提供劳务收到的现金;经营活动现金流出额也呈现波动,年均增长20.10%,2009年为20729.16万元。2009年,公司经营活动产生的现金流量净额为646.61万元,较2007年减少1960.09万元。从收入实现质量看,2007~2009年公司现金收入比分别为91.91%、124.36%和100.81%,收入实现质量尚可。

从投资活动来看,2007年和2009年投资活动产生的现金流出相对较大,分别为购建固定资产和购买土地支付的现金,2008年无投资活动现金流出。因此,2007和2009年公司投资活动产生的现金流量净额均为负值,分别为-2089.21万元和-958.18万元。

2007~2009年,公司筹资活动前现金流量净额分别为517.50万元、371.08万元和-311.57

万元。经营活动产生的现金流净额逐渐不能满足公司投资需求，需要外部筹资弥补资金缺口。

2008年和2009年，公司分别获得银行借款2500.00万元和3600.00万元，筹资活动规模加大。筹资活动流出则主要为归还银行借款和股东拆借款等。

总体上看，公司经营活动获取现金能力较好，但经营性净现金流波动大。为满足投资支出和购买土地，公司对外筹资规模有所提高。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2007~2009年公司流动比率和速动比率不断提高，三年加权平均值分别为237.24%和173.07%，2009年分别为280.60%和215.15%；2007~2009年公司经营现金流动负债比分别为24.48%、0.26%和10.77%。考虑到公司经营活动现金流入量规模较大，分别为流动负债的159.43%、394.51%和355.97%，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，由于利润总额的减少，2007~2009年公司EBITDA呈下降趋势，2009年为2712.84万元。公司债务负担较轻，EBITDA对全部债务的保障能力高，2009年全部债务/EBITDA为1.51倍。

截至2009年底，公司获得商业银行授信总额4000万元，尚有400万元未使用。

截至2009年底，公司对外无担保等或有负债情况。

7. 本期债券偿还能力

公司计划发行4000万元长期债券，占2009年底全部债务的97.56%，对现有债务影响很大。以2009年底财务数据为基础，预计发行成功后，不考虑其他因素，公司全部债务资本化比率和资产负债比率将升至31.82%和37.77%，债务负担有所加重，但仍属合理水平。

2007~2009年公司EBITDA分别为本期4000万元债券的0.93倍、0.91倍和0.68倍，公司

EBITDA对本期债券的保护能力尚可。

2007~2009年公司现金类资产分别为8914.96万元、7605.09万元和11393.08万元，对本期债券的偿付能力较强，依次为本期债券的2.23倍、1.90倍和2.85倍。

2009年，公司经营活动现金流入量为21375.77万元，为本期债券发行额度的5.34倍，公司经营活动现金流入对本期企业债券的覆盖程度高。

发行债券所募集资金将有助于公司扩大产能，预计营业收入将有所增长。公司目前债务负担轻，本期债券到期不能偿付的风险较小。

七、综合评价

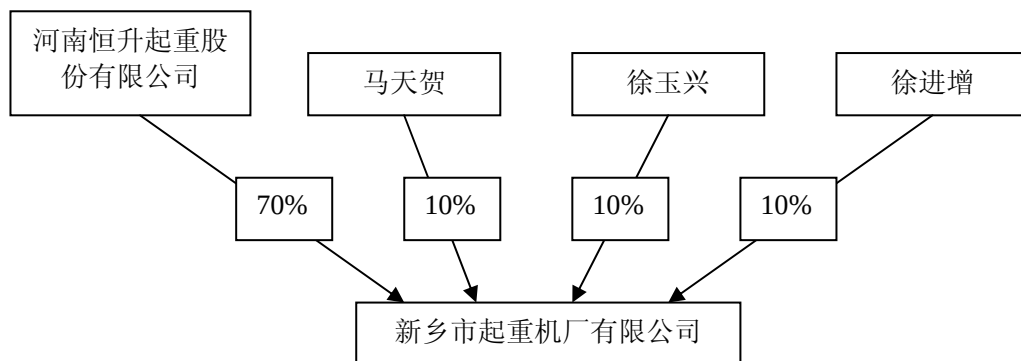
起重机械行业与电力、石化、冶金、造船、交通运输等行业密切相关，“十一五”期间国内相关行业的固定资产投资仍将保持较高水平，起重机械市场需求有望得以支撑。

公司注重产品创新，技术研发能力较强，高层管理素质较高。近几年，公司高附加值多功能起重机占比逐年提高，销售收入持续增长，但钢材等原材料价格的波动对公司盈利能力有一定的影响；同时，公司土地和资金有限，制约了产能的进一步扩张。

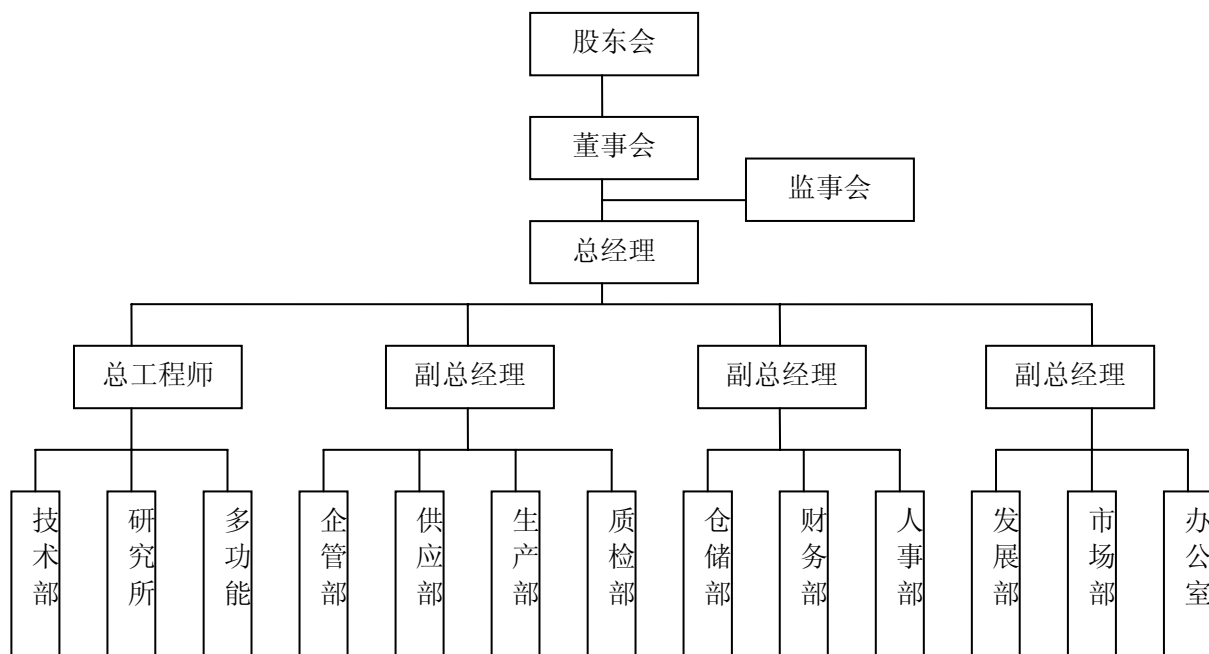
公司资产以流动资产为主，应收账款金额较大，整体资产质量一般；公司主业盈利能力较强，债务负担较轻。

综合看，公司整体信用风险一般。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织结构图



附件 3-1 资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
流动资产：				
货币资金	1432.13	1565.68	2106.78	21.29
交易性金融资产				
短期投资				
应收票据		32.00	40.00	
应收账款	7482.83	6039.41	9286.31	11.40
预付款项				
应收利息				
应收股利				
其他应收款	2233.54	1821.75	1486.31	-18.42
存货	4910.45	4717.28	3930.23	-10.54
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	16058.96	14176.12	16849.62	2.43
非流动资产：				
持有至到期投资				
长期股权投资				
长期股权投资				
股权分置流通权				
投资性房地产				
固定资产	6189.79	6298.88	5906.35	-2.32
在建工程	196.75	196.75	205.98	2.32
工程物资				
固定资产清理				
无形资产			929.51	
合并价差				
长期待摊费用	1600.00	1540.00		-100.00
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	7986.55	8035.64	7041.84	-6.10
资产总计	24045.50	22211.76	23891.46	-0.32

附件 3-2 资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款		2500.00	3600.00	
交易性金融负债				
应付票据		1300.00	500.00	
应付账款	5779.06	2040.70	1249.64	-53.50
预收款项				
应付职工薪酬	247.72	189.63	179.60	-14.85
应交税费	2937.91	28.23	17.67	-92.24
应付利息				
应付股利				
其他应付款	1656.60	310.02	457.98	-47.42
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	27.11			-100.00
流动负债合计	10648.40	6368.58	6004.88	-24.91
非流动负债：				
长期借款				
应付债券				
长期应付款				
递延收益				
专项应付款		27.11	531.11	
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计		27.11	531.11	
负债合计	10648.40	6395.69	6535.99	-21.65
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	6000.00	6000.00	6000.00	0.00
资本公积	124.64	124.64	124.64	0.00
盈余公积	902.40	1144.30	1298.24	19.94
未分配利润	6370.07	8547.13	9932.59	24.87
未确认投资损失				
归属于母公司所有者权益合计	13397.11	15816.07	17355.46	13.82
少数股东权益				
所有者权益（或股东权益）合计（剔除未处理资产损失金额）	13397.11	15816.07	17355.46	13.82
负债和所有者权益（或股东权益）总计	24045.50	22211.76	23891.46	-0.32

附件 4 利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、营业收入	17846.53	19623.41	20123.75	6.19
减：营业成本	13289.75	15112.94	16587.75	11.72
营业税金及附加	14.36	18.93	73.52	126.30
销售费用	427.43	523.96	586.37	17.13
管理费用	517.11	564.93	613.21	8.90
财务费用	65.65	186.73	209.32	78.57
资产减值损失	10.66	-5.49	0.06	-92.63
加：公允价值变动收益（损失以“~”号填列）				
投资收益（损失以“~”号填列）				
汇兑收益（损益以“~”号添列）				
二、营业利润（亏损以“~”号填列）	3521.58	3221.41	2053.52	-23.64
加：营业外收入	4.03	13.87		-100.00
减：营业外支出	2.00	10.00		-100.00
其中：非流动资产处置损失				
三、利润总额（亏损总额以“~”号填列）	3523.61	3225.28	2053.52	-23.66
减：所得税费用	1162.79	806.32	514.13	-33.51
四、净利润（净亏损以“~”号填列）	2360.82	2418.96	1539.39	-19.25
其中：归属于母公司所有者的净利润	2360.82	2418.96	1539.39	-19.25
少数股东损益				

附件 5-1 现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 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	16402.43	24402.90	20286.90	11.21
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	574.37	721.53	1088.87	37.69
经营活动现金流入小计	16976.80	25124.43	21375.77	12.21
购买商品、接受劳务支付的现金	12503.41	21795.50	17265.34	17.51
支付给职工以及为职工支付的现金	880.36	896.54	1256.83	19.48
支付的各项税费	185.83	1158.24	1171.55	151.09
支付的其他与经营活动有关的现金	800.50	1257.35	1035.45	13.73
经营活动现金流出小计	14370.09	25107.63	20729.16	20.10
经营活动产生的现金流量净额	2606.71	16.80	646.61	-50.19
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金		354.28		
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到的其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计		354.28		
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	2089.21		958.18	-32.28
投资支付的现金				
支付的其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	2089.21		958.18	-32.28
投资活动产生的现金流量净额	-2089.21	354.28	-958.18	-32.28
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资收到的现金				
取得借款收到的现金		2500.00	3600.00	
收到的其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计		2500.00	3600.00	
偿还债务所支付的现金			2500.00	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金		682.39	247.34	
支付的其他与筹资活动有关的现金	65.65	2055.14		-100.00
筹资活动现金流出小计	65.65	2737.53	2747.34	546.92
筹资活动产生的现金流量净额	-65.65	-237.53	852.66	
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	451.85	133.55	541.09	9.43
加: 期初现金及现金等价物余额	980.28	1432.13	1565.68	26.38
六、期末现金及现金等价物余额	1432.13	1565.68	2106.78	21.29

附件 5-2 现金流量表（续）
 （单位：人民币万元）

项 目	2007 年	2008 年	2009 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				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润（归属母公司的净利润）	2360.82	2418.96	1539.39	-19.25
加：少数股东损益				
减：未确认的投资损失				
加：资产减值准备	10.66	-5.49	0.06	-92.63
固定资产折旧	85.60	245.19	411.98	119.38
无形资产摊销				
长期待摊费用摊销	60.00	60.00		-100.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失				
待摊费用减少(减:增加)				
预提费用增加(减:减少)				
固定资产报废损失				
公允价值变动				
财务费用	65.00	186.73	247.34	95.07
投资损失(减:收益)				
递延所得税资产减少（增加以“~”号填列）				
递延所得税负债增加（增加以“~”号填列）				
存货的减少(减:增加)	-723.95	193.18	787.05	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-3431.24	1443.42	-2922.44	-7.71
经营性应付项目的增加(减:减少)	4179.81	-4525.19	583.24	-62.65
其他				
经营性活动产生的现金流量净额	2606.71	16.80	646.61	-50.19
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	1432.13	1565.68	2106.78	21.29
减：货币资金的期初余额	980.28	1432.13	1565.68	26.38
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	451.85	133.55	541.09	9.43

附件 6 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	3.00	2.90	2.61	2.78
存货周转次数(次)	2.92	3.14	3.84	3.44
总资产周转次数(次)	0.86	0.85	0.87	0.86
现金收入比(%)	91.91	124.36	100.81	106.09
盈利能力				
营业利润率(%)	25.45	22.89	17.21	20.56
总资本收益率(%)	18.11	13.28	8.33	11.77
净资产收益率(%)	17.62	15.29	8.87	12.55
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	0.00	19.37	19.11	15.37
资产负债率(%)	44.28	28.79	27.36	31.17
偿债能力				
流动比率(%)	150.81	222.59	280.60	237.24
速动比率(%)	104.70	148.52	215.15	173.07
经营现金流动负债比(%)	24.48	0.26	10.77	10.36
EBITDA 利息倍数(倍)	57.45	19.91	10.97	22.95
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	1.02	1.51	1.06
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)		0.10	-0.08	
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	7.96	1.99	-1.26	1.56

注：EBITDA 利息倍数中，利息支出不含资本化利息支出。

附件 7 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年6月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

信用等级公告

联合[2010] 515 号

联合资信评估有限公司通过对河南新乡华宇电磁线有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

河南新乡华宇电磁线有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月二十四日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与河南新乡华宇电磁线有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与河南新乡华宇电磁线有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因河南新乡华宇电磁线有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由河南新乡华宇电磁线有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、河南新乡华宇电磁线有限公司主体长期信用等级自 2010 年 12 月 24 日至 2011 年 12 月 23 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内河南新乡华宇电磁线有限公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年十二月二十四日

河南新乡华宇电磁线有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：BBB⁻

评级展望：稳定

评级时间：2010年12月24日

财务数据

项 目	2007年	2008年	2009年
资产总额(万元)	29037.10	29333.28	34816.64
所有者权益(万元)	15321.44	15973.31	16569.06
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	8910.00	10000.00	14930.00
营业收入(万元)	37418.32	38527.42	41533.70
利润总额(万元)	928.77	869.15	794.33
EBITDA(万元)	1839.69	1912.29	1768.92
经营性净现金流(万元)	1912.07	-1.45	1086.87
主营业务利润率(%)	5.88	5.87	5.00
净资产收益率(%)	4.06	4.08	3.60
资产负债率(%)	47.23	45.55	52.41
全部债务资本化比率(%)	36.77	38.50	47.40
流动比率(%)	173.90	183.99	163.42
全部债务/EBITDA(倍)	4.84	5.23	8.44
EBITDA 利息倍数(倍)	4.40	3.53	3.70
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.31	0.32	0.29

分析师

陈静 戎伟伟
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对河南新乡华宇电磁线有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其在行业地位、品牌形象、市场渠道等方面具有的优势，同时联合资信也关注到漆包线行业营业利润率偏低、下游市场需求变动、公司对外担保金额较大等因素可能给公司经营及财务状况带来负面的影响。

目前，漆包线下游行业需求回暖，公司销售收入稳步增长。未来两年，铜板带项目的建成达产有利于提升公司盈利能力，进而支撑其信用基本面，联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司是河南省漆包线生产的龙头企业，近年来业务规模稳步增长。
2. 公司质量管理规范、信誉良好、品牌知名度较高。
3. 公司产品遍布国内二十多个省市自治区，与各地代理商建立了稳固的业务关系。
4. 公司注重货款结算和应收账款管理，有利于资金的安全运行。

关注

1. 漆包线行业集中度较低，竞争激烈，整体盈利水平偏低。
2. 公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。
3. 公司计划投资规模大，对外部融资依赖性较强。
4. 公司经营性现金流波动较大。

一、主体概况

河南新乡华宇电磁线有限公司（以下简称“公司”）前身为河南新乡华宇电磁线厂，成立于 1998 年 5 月，初始注册资本 300 万元，2002 年 5 月变更为河南新乡华宇电磁线有限公司，历经多次增资，截至 2009 年底，公司注册资本为 7000 万元，其中韩勇持股 54.29%，刘万霞持股 45.71%。

公司经营范围：漆包线、防水线、双玻璃丝包扁铜线、铜杆、绝缘材料加工、运输回收废铜、经营本企业自产产品及技术的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料及技术的进出口业务。

公司下设生产部、供应部、财务部、质检部、技术中心、市场公司、工会、办公室等 9 个职能部门（见附件 1）；公司在职工 557 名。

截至 2009 年底，公司合并资产总额 34816.64 万元，所有者权益合计 16569.06 万元；2009 年公司实现主营业务收入 41533.70 万元，净利润 595.75 万元；2009 年公司经营活动产生的现金流量净额 1086.87 万元，现金及现金等价物净增加额 2284.44 万元。

公司注册地址：新乡县七里营镇八柳树村，法定代表人：韩勇。

二、行业分析

漆包线是电磁线（也称绕组线）的一种，归属于电线电缆行业。漆包线主要应用的领域有：中小型电机、变压器、电动工具、电子变压器、微特电机、电声器件、控制继电器、汽车及电动车、家用电器等（表 1）。

按照用途，漆包线可以分为普通漆包线、耐热漆包线、特殊用途漆包线。普通漆包线用于一般电机、电器、仪表等绝缘耐热等级为 F 级以下工作场合；耐热漆包线主要用于 180℃ 及以上温度环境下工作的电机、电器、仪表、

变压器等；特殊用途的漆包线指具有某种质量特性要求，用于特定场合的漆包线，直焊性漆包线、自粘性漆包线、耐冷媒漆包线等均属于此类。耐热漆包线和有特殊用途的漆包线又统称为特种漆包线。

表 1 漆包线应用范围和品种一览表

应用行业	主要应用范围	主要代表产品
大家电	空调	C 级自润滑复合漆包线
	冰箱	H 级耐氟复合漆包线
	彩电	C 级自粘复合漆包线、耐高压漆包线
小家电	洗衣机	H 级耐高温聚脂亚胺漆包线
	吸尘器	H 级耐高温聚脂亚胺漆包线
	微波炉	H 级耐高温聚脂亚胺漆包线
	抽油烟机	H 级耐高温聚脂亚胺漆包线
电动工具	专用电机	H 级复合漆包线和耐高温漆包线
汽车、摩托车	汽配摩配	H 级耐高压、高温漆包线
中小电机	通用电机	F 级改性聚脂漆包线
电器、照明	继电器、接触器、电源变压器	B 级、F 级聚脂漆包线
电力行业	发电机、电力变压器	H 级耐高压高温漆包线、B 级漆包线
变频电机	专用电机	C 级抗电晕复合漆包线
电子信息	电子变压器、微电机感应线圈	微细漆包线、自粘漆包线
其他行业	手表、音响、仪器仪表、通讯、IC 卡、航天等	微细漆包线、自粘漆包线

1. 市场规模

中国宏观经济连续若干年的快速发展，传统的机电行业、以家电为主导的新兴行业和以电子信息为主体的高科技行业增长，给漆包线行业提供了极大的发展空间。

中国漆包线产量在二十世纪八十年代初仅为 5 万吨，1990 年占全球总产量的 6.25%，2000 年则提高到 15.37%。2004 年中国漆包线产量突破 60 万吨，超过日本和美国，成为全球最大的生产国，2005 年产量提高到近 71 万吨，占全世界需求总量的近 30%。预测到 2015 年将提高到 50% 左右，中国的漆包线产量将达到全球产量的一半，成为名符其实的漆包线生产和销售大国。

2. 行业竞争

过去的几年间，漆包线行业的增长高于国

民经济的平均增长，行业内众多企业在近年内得到快速发展。2000 年以前，国内企业最大产能 10000 吨，目前已有 2 家内资企业产能达到 70000 吨以上，20000 吨产能以上的企业约 20 家，5000 至 10000 吨产能的企业达 20 多家，这些企业的总产能占全国生产能力的 60% 左右。

在行业发展过程中，除原有的国有企业，大批引进先进设备和技术的民营企业纷纷发展壮大。随着全球制造业向中国转移，国外一些漆包线企业也在中国投资，合资或独资建厂。行业竞争日益激烈，各大厂商在规模、质量、成本和技术方面展开竞争，生产集中度日益提高，行业进入新一轮结构调整。

3. 上下游产业链关系

漆包线行业的上游主要是铜杆加工行业，铜杆价格将直接影响漆包线产品成本。

图 1 2004 年~2010 年 8 月上海期货交易所
铜期货结算价走势图



资料来源：Wind 资讯

2004 年以来，铜现货交易价格持续上涨，最高位到达 2006 年 5 月 83000 元/吨，由于铜价上涨过快，企业周转资金几乎翻倍；2006 年起铜价在高位大幅波动，漆包线企业普遍面临较大资金压力；2008 年 9 月金融危机爆发，下游需求放缓和避险要求下国际大宗商品期货价格跳水，国内铜期货价格从 58100 元/吨下滑到 2008 年 12 月的 25300 元/吨。2009 年初

包括中国在内的世界主要国家出台了经济刺激计划以及避险要求的趋缓，大宗商品价格形成底部并稳步回升。2010 年初，国内铜期货价格已升至 60000 元/吨。2010 年初至 2010 年 8 月，铜期货价格维持在 50000-60000 元/吨价格区间。目前，世界经济发展前景仍不明朗，铜价格仍有较大的波动风险。

漆包线行业内的企业普遍采用“基准铜价+加工费”的定价模式，通常基准铜价是盯住金属交易所或期货交易所挂牌铜期货的浮动价格，而加工费在一定时期内基本保持不变，这种定价模式使漆包线生产企业能将主要原材料的波动风险锁住或转移至下游企业，同时行业盈利水平透明，限制了行业利润空间。

漆包线行业是电机电器、家电及电子信息、电力等行业配套的基础材料行业，随着下游行业的规模扩张以及在环保、高效、节能等技术上的不断创新，直接促使漆包线行业内生产企业扩大产能，并跟随下游企业变化的需求，不断创新，提高技术水平。同时漆包线的质量稳定性直接影响到下游产品的质量，而产品质量难以检测，因此下游客户在选择漆包线供应商时均经过长时间试用过程，以便全面了解供应商质量的稳定性，一旦选定供应商，一般在较长时间内保持稳定，不轻易更换。

4. 行业关注

中国漆包线行业虽然发展势头迅猛，规模有所扩大，是生产大国，但并不是生产强国。总体上看，目前行业基本品种齐全，但特种漆包线品种还有待完善和开发。国内漆包线企业发展不均衡，一些规模大的企业虽然在国内同类型企业中占据优势，但是和国外企业相比还存在一定差距。

近年漆包线单位生产成本逐渐提高，而单位产品收取的加工费保持相对稳定，导致行业毛利率水平呈下降趋势。行业中的企业只有努力适应下游生产厂商的需求，不断扩大规模、提高产品质量和技术水平，形成核心竞争力，

才能获得发展。

5. 未来发展

漆包线行业近年来受市场不稳定性及市场竞争激烈的影响，盈利空间受到挤压，2008年9月，由于全球金融危机的蔓延，漆包线下游电机电器、家电等行业已经不同程度受到影响，漆包线生产企业外部环境恶化的风险较大。为应对国际金融危机的影响，国家陆续出台了一系列保增长、扩内需、调结构等政策，在家电领域，主要政策包括“家电下乡”、“以旧换新”、“节能产品惠民工程”、“出口退税”等，在相关政策的共同作用下，2009年中国彩电累计产量为9965.45万台，同比增长9.28%，中国空调产量为8153.28万套，同比下滑4.12%；电冰箱产量为6063.55万台，同比增长18.80%；中国洗衣机产量为4935.82万台，同比增长12.96%，总体看，除空调产品外，主要家电产品产量都呈上升趋势。在电力建设方面，2009年中国电力建设投资完成额达到7558.4亿元，其中电网基本建设完成投资3847.1亿元，电网建设新增220千伏及以上变电容量27161万千伏安、线路长度40988千米。

从更长远来看，漆包线作为输送电能、传递信息和制造各种电机、变压器、家用电器等不可缺少的基础材料，是未来电气化、信息化社会所必须的基础产品，国民经济大多数行业都与漆包线相关联，该行业具备较为广阔的市场空间。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司是专业漆包线生产企业，主导产品为B级和F级漆包线，公司拥有26台国内先进的高速节能环保型立、卧式漆包机以及与其相匹配的大、中、小型拉丝机56台，生产能力达年产15000吨。同时，公司还拥有计算机在线控制、自动化流程的连铸连轧铜杆生产线2

条，铜杆年生产能力达10000吨，位居河南省同行业1位。

目前，公司漆包线产销量位居河南省漆包线行业首位，位居国内第7位。公司是河南省漆包线行业龙头企业，为河南省民营企业绕组线行业协会会长单位。

公司地处河南省新乡市高新技术开发区西区，厂区占地面积80000多平方米，东临107国道，京珠高速公路，西临京广铁路，交通便利。

2. 人员素质

公司执行董事1人，高级管理人员5人，均具有大学及以上学历。公司执行董事兼总经理韩勇先生，大专学历，曾任河南新乡华洋漆包线有限公司副总经理、本公司董事、总经理、党委委员，为新乡市五一劳动奖章获得者。公司高管平均年龄40岁，大部分在公司任职时间超过8年，业内管理经验丰富。

截至2009年底，公司员工总人数573人，从学历结构看，大专及以上学历占比16.75%；从年龄结构看，30岁以下占比46.07%，30~50岁占比52.01%，55岁以上1.92%。

公司重视高级管理人才及高级技术人才的培养的引进工作。公司工程技术人员拥有结构合理的人才梯队，为公司的可持续发展提供了强有力的保障。公司制订了内部员工的定期和不定期培训制度，实施人才再造工程，选拔有发展前途的科研骨干和管理人员进行再深造，提高知识水平和业务能力。

3. 技术水平

公司拥有企业技术中心，其技术创新能力在河南省行业内位居第1位，目前本公司已拥有专利技术6项，国家火炬计划项目1项，省级高新技术产品3项，省级科技成果1项。中心有专业技术人员36人，具有高级职称人员6人，中级职称人员10人。技术中心技术带头人、公司高级工程师张连丰教授，从事漆包线

行业研究三十余年，获得过多项创新发明。

电线电缆产品成本中原材料的比重在80%以上，因此节约材料的技术和使用低成本材料的技术具有较大的经济价值。2007年以来铜价大幅上涨，针对高成本难题，公司技术中心研制了铜的更新换代产品“铜包铝漆包线”，该产品填补了河南省同行业空白，被列入国家火炬计划项目。

公司与上海电缆研究所、西安交通大学、哈尔滨大学等多个科研院所建立了合作关系，为公司高新技术产品的研究开发提供了强有力的技术支持。

4. 质量控制

公司严格按照 ISO9001 的规范要求，建立有效的质量保证管理体系，从原材料进厂、中间过程检验、成品出厂、售后服务等均得到了严格控制。

工艺控制水平是影响电线电缆产品质量的关键因素，各项质量技术指标都与工艺控制有直接的关系。公司在拉丝及包漆速度、张力控制、烘焙温度、绝缘漆粘度等工艺控制点上积累了丰富的经验，能够实现产品质量的稳定，产品出库合格率达到 100%，交货及时准确。

公司生产的“浩宇”牌漆包线为“河南省免检产品”和“河南省著名商标”，在国内享有较高的市场信誉。

四、管理体制

1. 公司治理

公司设股东会、执行董事、总经理和监事。股东会由全体股东组成，为公司最高权力机构。公司设执行董事 1 人，由股东会选举产生，任期三年，任期届满连选可以连任，执行董事执行股东会决议，对股东会负责，执行董事为公司法定代表人。公司设监事 1 人，由股东会选举产生，执行董事、经理、财务人员不得兼职监事，监事负责检查公司财务并对执行董事

和经理进行监督，任期三年，期满可以连任。公司总经理主持公司日常生产经营管理工作，由执行董事聘任，对执行董事负责。

截至 2009 年底，公司实际控制人为韩勇、刘万霞 2 名自然人，韩勇任公司执行董事兼总经理，刘万霞任副总经理，二人为直系亲属关系，公司的法人治理结构具有家族式民营企业特点，有待进一步完善。

公司设生产部、供应部、财务部、质检部、技术中心、市场公司、工会、办公室等 9 个职能部门，根据公司经营特点和职能部门职责建立了一套较为完善的内部管理制度。

质量管理方面，围绕质量难点，开展创新性质量攻关课题；定期召开质量分析会，对产品不合格原因进行分析，制订纠正预防措施；加强培训，提高质量意识，并参观学习同行业企业的先进经验。

销售管理方面，公司重点加强区域性销售网点的管理，强化产品优质服务意识，实施由拳头品种盘活整体销售的营销策略，确保公司经营规模的大幅度增长；对于重点大客户，通过制订实施奖励机制，有效促进业务开展。

安全管理方面，公司建立企业安全标准化管理体系；健全安全生产责任制，规范各工序安全操作规程；加强安全检查和隐患整改工作，整改落实率达到 100%。

管理层激励方面，对于公司管理人员，由监事会按经营业绩实行年度考核，实行奖惩与经营业绩紧密挂钩，充分调动公司管理层人员工作积极性与主动性。

总体看，公司逐步完善管理体系以适应近年业务规模的较快扩张。

五、生产经营

公司营业收入贡献主要来自其核心产品全价漆包线，2007~2009 年全价漆包线对公司营业收入贡献率分别为 97.66%，95.21%和 93.25%，加工线与全价杆对营业收入贡献呈上

升趋势。

表 2 2007~2009 年公司营业收入构成(单位: 元)

项目	2007 年度	2008 年度	2009 年度	2007 年度 业务占比 (%)	2008 年度 业务占比 (%)	2009 年度 业务占比 (%)
全价线	365,419,294.35	366,831,771.83	387,285,720.16	97.66	95.21	93.25
铝线	1,820,500.41	7,727,049.55	497,351.50	0.49	2.01	0.12
加工线	2,452,914.53	5,613,044.19	8,994,860.16	0.66	1.46	2.17
加工杆	756,387.42	648,695.24	689,493.74	0.20	0.17	0.17
裸铜线	331,846.25	316,471.23	699,777.29	0.09	0.08	0.17
全价杆	949,583.40	2,282,642.91	13,215,329.29	0.25	0.59	3.18
杆加工线	38,733.32	31,710.77	--	0.01	0.01	--
Φ3 铜杆	1,224,386.44	--	1,523,788.49	0.33	--	0.37
铜渣	1,189,603.74	1,643,706.68	1,737,139.73	0.32	0.43	0.42
废铝线	--	--	662,066.87	--	--	0.16
其他	--	179,154.86	31,471.70	--	0.05	0.01
合 计	374,183,249.86	385,274,247.26	415,336,998.93	100.00	100.00	100.00

资料来源: 公司年报

1. 原材料采购

公司主要原材料为 Φ8mm 铜杆和绝缘漆, 辅助材料为溶剂、线盘等。铜杆的成本占公司漆包线产品的 95%以上; 绝缘漆占比 1.5%左右; 电费占比 1%左右。

公司铜杆、绝缘漆和辅料全部在国内采购。公司铜杆的主要供货商为新乡市三鑫铜业公司、许昌华美铜业公司、陕西格瑞特铜业公司等; 绝缘漆的主要供应商为新乡市东方电气有限公司等, 公司与供应商签订长年供货合同, 原材料供应较充足。

2005 年, 公司建成 2 条连铸连轧铜杆生产线, 铜杆年生产能力达 6000 吨。连铸连轧铜杆线成功创建, 为企业主导产品漆包线的发展奠定了良好基础, 可降低生产成本 95 元/吨, 漆包线业务也实现了大幅增长。2009 年, 公司自产铜杆占公司铜杆使用总量的 45%。公司铜杆原料主要为废铜, 废铜有比较稳定的供货来源。

近年, 公司原材料采购成本跟随铜市价格大幅波动。2007 年公司采购均价为每吨 54362.50 元, 2008 年公司采购均价跟随市场铜价有所回落, 10 月份以后降至 50000 元以内,

10 月~12 月分别为 46600 元、36230 元和 31310 元, 2009 年 1~3 月公司采购价格持续下降, 平均为 29070 元。随着大宗原材料下游市场需求转好, 大宗原材料市场价格从 2009 年上半年企稳回升, 并保持稳步上涨趋势。2009 年底公司铜杆采购价格较 2009 年上半年低点时采购价格上涨约 50%。原材料的上涨加大了公司产品成本的控制能力。

2. 生产经营

公司目前产品以普通漆包线为主, 包括主要应用于电机和变压器的 B 级漆包线(最高允许工作温度 130℃) F 级漆包线(最高允许工作温度 155℃), 同时也生产漆包线的中间产品铜杆。2006 年公司新建成 8 台漆包机生产线, 新增产能 4000 吨/年, 总产能达到 10000 万吨, 规模位居河南省首位。

表 3 2007~2009 年公司产品产量(单位: 吨)

产品名称	2007 年	2008 年	2009 年
全价漆包线	6983.41	7462.88	9952.04
加工漆包线	914.12	2212.56	3855.65
全价铜杆	237.81	3692.59	5953.56
加工铜杆	1743.15	2462.42	4901.54

资料来源: 公司提供。

注: 对于全价漆包线和全价铜杆, 公司以对外销售方式实现收入; 对于加工漆包线和加工铜杆, 公司以收取手续费方式实现收入。

随着近年铜杆和漆包线新生产线相继投产，公司产品产量稳步增长，2007~2009年，公司漆包线总产量年平均增长率为32.23%，铜杆总产量的年平均增长率为134.09%。

3. 产品销售

公司产品销售定价以“铜价+加工费”为基本原则，其中基准铜价以上海期货交易所长江现货价的平均价为准确定，加工费根据产品性能和市场供求等因素约定。公司采取将销售基准价与采购基础铜价挂钩的方式，基本转移产品中的铜价成本及其波动风险，锁定了加工利润。

公司产品按订单组织生产，2007~2009年漆包线的销量分别为7421.76吨、7617.04吨和13909.56吨，产销率分别为93.98%、78.73%和100.74%。2008年10月以来，由于部分以出口为主的下游客户（占2007年公司销售收入的10%）受到国际经济形势的影响减少或停止用量，部分上游原材料供应商因铜价下跌减产，公司的生产经营受到较大影响。2009年起，随着国内经济刺激政策的出台和宽松的货币政策影响，漆包线下游行业需求回升，2009年全年公司漆包线销量大幅增长，同比增长86.21%。

公司采取以代理为主，直销为辅的销售模式，在国内各省市建立了代理销售点，产品销往四川、湖南、湖北、江西、新疆、内蒙、山东、山西、福建、天津等二十多个省市自治区，在山东、成都、重庆、福州、南通等地具有领先的市场占有率。公司树立了良好的信誉和品牌形象，培养了相对稳定的客户群，这为公司业务持续、稳定地发展奠定了基础。

一般情况下，公司与代理商采取现货现款结算方式，对于大型代理商给予其30天的信用期，公司重视应收账款回款管理，促进公司资金良好运行。

4. 未来发展

未来五年，公司将以漆包线为发展主线，并在发展壮大公司主导产品漆包线业务的同时，凭借自身优势加大在铜行业的发展，改变目前单一依靠漆包线生产和销售的格局，向铜相关产品纵向延伸，延长企业自身产业链，逐步建立铜板带生产基地。

投资计划方面，年产20000吨铜板带项目为公司重点投资项目，该项目总投资12314万元，资金安排为：企业自筹5500万元，使用本期债券募集资金6000万元，其余通过银行贷款途径解决。截至2010年8月底，该项目土建工程（厂房建筑）已完工，设备安装进度约为30%，该项目已累计投资2000万。铜板带材是铜加工材的一个主要品种，高质量铜板带应用于电子零部件制造、通讯、IT等行业，根据中国有色金属加工工业协会的统计资料，中国高精度板带材的产量仅为市场需要的30%左右，目前市场缺口通过进口满足。

债务规划方面，公司2010年计划筹资7000万元，全部用于铜板带项目建设，其中6000万元通过本期债券发行来筹集，同时公司已经着手向银行申请新增贷款，以实现4000万元的后备借款。截至2009年底，公司有货币资金7240.00万元，考虑经营活动产生现金，现有债务规划基本能够满足投资需求。公司计划投资规模大，对外部融资依赖性较强。

六、财务分析

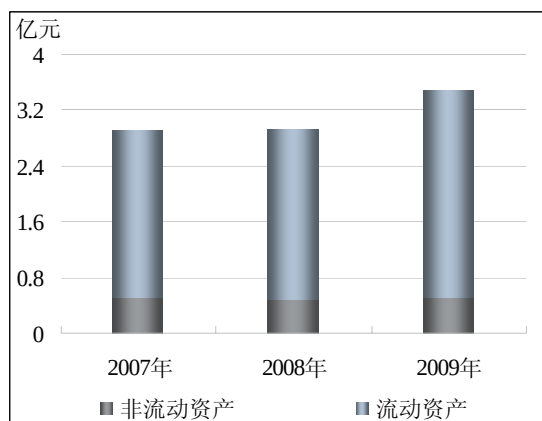
公司提供的2007年~2009年财务报表已经中喜会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至2009年底，公司合并资产总额34816.64万元，所有者权益合计16569.06万元；2009年公司实现主营业务收入41533.70万元，净利润595.75万元；2009年公司经营活动产生的现金流量净额1086.87万元，现金及现金等价物净增加额2284.44万元。

1. 资产质量

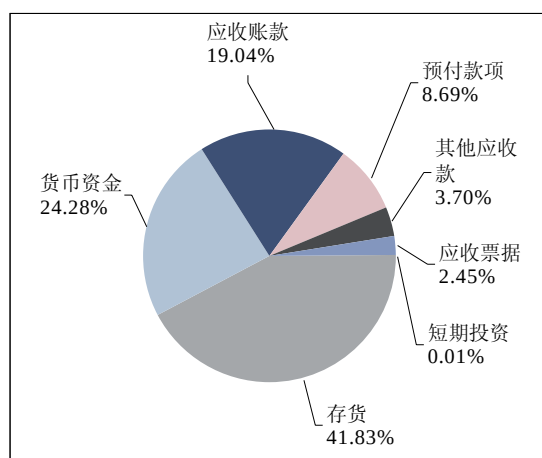
2007年~2009年，公司资产规模年平均增长率为9.50%，截至2009年底，公司资产总额34816.64万元，其中流动资产占比85.65%，非流动资产占比14.35%。

图2 公司2007-2009年底资产构成



资料来源：公司年报

图3 公司2009年底流动资产构成



资料来源：公司年报

公司流动资产中以货币资金、存货、其他应收款和预付账款为主。

公司存货账面价值较大，截至2009年底，公司存货12474.40万元，其中产成品78.39%，原材料19.03%，在研品2.56%，其他0.02%，公司存货主要体现为铜杆和漆包线，变现能力强。2008年9月以来，铜价进入下降通道，存在存货跌价风险，公司加大了对存货的控制力度，在保证供应的前提下降低原材料库存水

平，减少资金占用量。2009年3月以后，铜价企稳回升，2010年上半年，铜价保持在50000元/吨与62000元/吨价格区间内波动。

2007年~2009年伴随销售规模的扩大，公司应收账款逐年增长，年平均增长率达到7.04%，公司主要销售方式为代理销售，货款结算方式通常为货到付款，但对于信誉较好的长期客户或大客户给予1个月的结算期。截至2009年底，公司应收账款为5676.48万元。

截至2009年底，公司99.59%的应收账款账龄在一年内，欠款单位大多为公司的长期用户，交易频繁，信用基础较好，应收账款发生坏账的可能性较小。公司采取各种有效措施，如强化销售合同管理制度、进一步改进公司的结算管理工作等来降低应收账款的坏账风险，提高资金安全性。

2007~2009年，铜价呈现大幅波动，公司为保证原材料供应，通常需提前支付20%的原材料采购款，截至2009年底，公司预付账款余额为2591.90万元。

截至2009年底，公司固定资产净值3569.82万元，主要为机器设备（65.25%）和房屋建筑物（32.19%）。公司接近一半的设备为2005和2006年新增设备，减值风险较小。

总体看，公司资产以流动资产为主，流动资产中存货占比较高，整体资产质量较高。

2. 负债及所有者权益

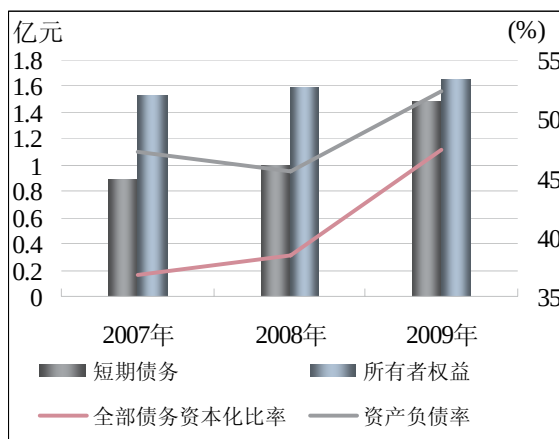
2007年~2009年，公司所有者权益的平均增长率为3.99%，主要来自各年末分配利润的积累。截至2009年底，公司所有者权益合计16569.06万元，构成为实收资本42.25%，盈余公积5.77%，未分配利润51.98%。未分配利润占比较高，公司所有者权益稳定性较差。

2007年~2009年，公司负债的平均增长率为15.54%，主要来源于公司短期借款增长、业务扩张导致的应付票据增长。截至2009年底，公司负债总额为18247.58万元，全部为流动负债，主要包括短期借款（43.46%）、应付票据

(38.36%)、应交税费(8.08%)和预收账款(6.82%)。截至2009年底,公司短期借款7930万元,全部为保证借款;;应付账款1647.47万元;预收账款1245.21万元,预收货款是公司在提供加工服务时向客户收取的原材料采购款。

2007年~2009年,公司资产负债率水平保持稳定,截至2009年底为52.41%;2007年~2009年,由于公司短期借款的增长,净资本利润率的下滑所有者权益增长速度的放缓,公司全部债务资本化率呈逐年上升趋势。

图4 公司2007年-2009年底债务指标



资料来源: 公司年报

3. 盈利能力

2007年~2009年,公司营业收入年平均增长率为5.26%;受益于下游需求增长,2009年实现营业收入41533.70万元,同比增长7.80%,增速较2008年提高4.84个百分点。为受铜价波动较大影响,公司成本控制难度加大,营业利润率逐年下降,2007年~2009年分别为5.88%、5.87%和5.00%。

公司营业利润的贡献主要来自其核心产品全价漆包线,2007年~2009年全价漆包线对公司营业利润的贡献率为95.64%、93.81%和93.67%。2007年~2009年,公司期间费用控制力度加大,期间费用占营业收入比重分别为3.41%、3.62%和3.08%。

表4 2007~2009年公司营业利润构成

产品构成	营业利润		
	2007年	2008年	2009年
全价漆包线	2104.46	2122.62	1945.53
加工漆包线	51.38	62.81	55.65
全价铜杆	30.62	33.42	31.26
加工铜杆	18.59	43.95	44.63
合计	2200.30	2262.80	2077.07

资料来源: 公司年报

公司营业收入增长原因在于:(1)公司生产规模扩大。2005年新建铜杆生产线,为漆包线产量增长提供支持,2006年扩建漆包线生产线,产量实现持续增长;(2)公司积极进行市场拓展。通过市场调研,公司先后研发“200级复合层漆包线”“复合涂层自粘性漆包线”和“铜包铝漆包线”,扩充产品种类促进了新市场的开拓。(3)在国家经济刺激政策以及十大产业调整振兴规划带动下,下游行业需求回升,截至拉动公司营业收入规模上升。

公司营业利润率的低水平反映了整个行业的现状:(1)漆包线行业竞争激烈,毛利率水平普遍偏低;(2)漆包线行业采购议价能力弱,原材料铜杆的价格波动较大,2009年持续上涨导致单位成本增长较快,单位产品收取的加工费保持相对稳定,营业利润率水平呈下降趋势。

总体看,公司营业收入稳定增长,但原材料价格波动幅度较大和产品定价模式导致公司对产业链上下游议价能力偏弱,营业利润率呈逐年下滑趋势。

4. 现金流

2007年~2009年,随着销售收入的增长,公司经营活动产生的现金流入量逐年递增,年平均增长率为2.93%,2009年为47260.65万元;近三年公司现金收入比较为稳定,2009年为113.79%。公司所处行业为资金密集型行业,生产过程中存货占用的流动资金量大,近三年公司购买商品支付劳务支付的现金/主营业务成本较高,2007年~2009年分别为118.87%、124.75%和114.59%。2007年~2009年,公司

经营活动现金流量净额分别为 1912.07 万元、-1.45 万元和 1086.87 万元。

2007 年~2009 年，公司投资活动现金流出分别为 205.13 万元、69.45 万元和 754.87 万元，主要为设备投资支出和产品工程投入；公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -205.13 万元、-69.45 万元和 -754.87 万元。

2007 年~2009 年，受经营活动现金流量净额变动影响，公司筹资活动前现金流量净额有所波动，2009 年为 332.00 万元，三年平均值为 656.01 万元，经营活动现金净流量基本可以覆盖投资支出。

2007 年~2009 年，公司筹资活动产生的现金流入量主要来自取得借款获得的现金，筹资活动产生的现金流入量主要是偿还债务及偿付利息支出，近三年筹资活动现金流量净额分别为 -508.34 万元、547.89 万元和 1952.44 万元。

总体看，随公司存货占用资金量变动，经营活动现金流量净额波动较大；经营活动现金净流量基本可以覆盖目前投资活动支出，但仍存在一定的外部融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2007 年~2009 年公司流动比率维持在较高水平，2008 年底，公司流动比率和速动比率分别为 183.99% 和 101.64%，2009 年底分别为 163.42% 和 95.06%。受经营现金流量净额波动影响，2007 年~2009 年公司经营现金流动负债比波动较大，2009 年底为 5.96%，三年平均值为 6.63%。总体看，公司短期偿债指标较好。

从长期偿债能力指标看，由于公司利润总额随着营业利润率呈下降趋势，2007 年~2009 年公司 EBITDA 分别为 1839.69 万元、1912.29 万元和 1768.92 万元。2007 年~2009 年 EBITDA 利息倍数分别为 4.40 倍、3.53 倍和 3.70 倍，三年平均值为 3.88 倍。EBITDA 对利息支出保障程度较稳定。随着公司债务规模的上升，2007 年~2009 年全部债务/EBITDA 呈上升趋势，

近三年指标值分别为 4.84 倍、5.23 倍和 8.44 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2009 年底，公司对外担保 10400 万元，担保比率为 62.77%，公司面临一定的或有负债风险。

被担保单位为新乡市从事化工、机械、制药等不同行业的九家中小型企业，对于销售收入低于 2 亿元的企业担保到期后，公司将不再为其担保。公司对外担保的金额较高，存在一定或有负债风险。

6. 本期债券偿还能力

公司本期企业债拟发行额度为 6000 万元，发行额度占 2009 年底短期债务的 40.19%，占比较高，预计企业债发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 59.41% 和 55.81%，债务负担将加重。

2007 年~2009 年公司经营活动现金流入量偿债倍数平均值、经营活动现金流量净额偿债倍数平均值分别为 7.65 倍和 0.17 倍。2007 年~2009 年 EBITDA/本期发债额度分别为 0.31 倍、0.32 倍和 0.29 倍。经营现金流入量对本期债券覆盖程度较高，经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期债券覆盖程度较低。2009 年底，公司现金类资产分别为本期集合票据的 1.33 倍，现金类资产对本期债券保障程度较高。

七、综合评价

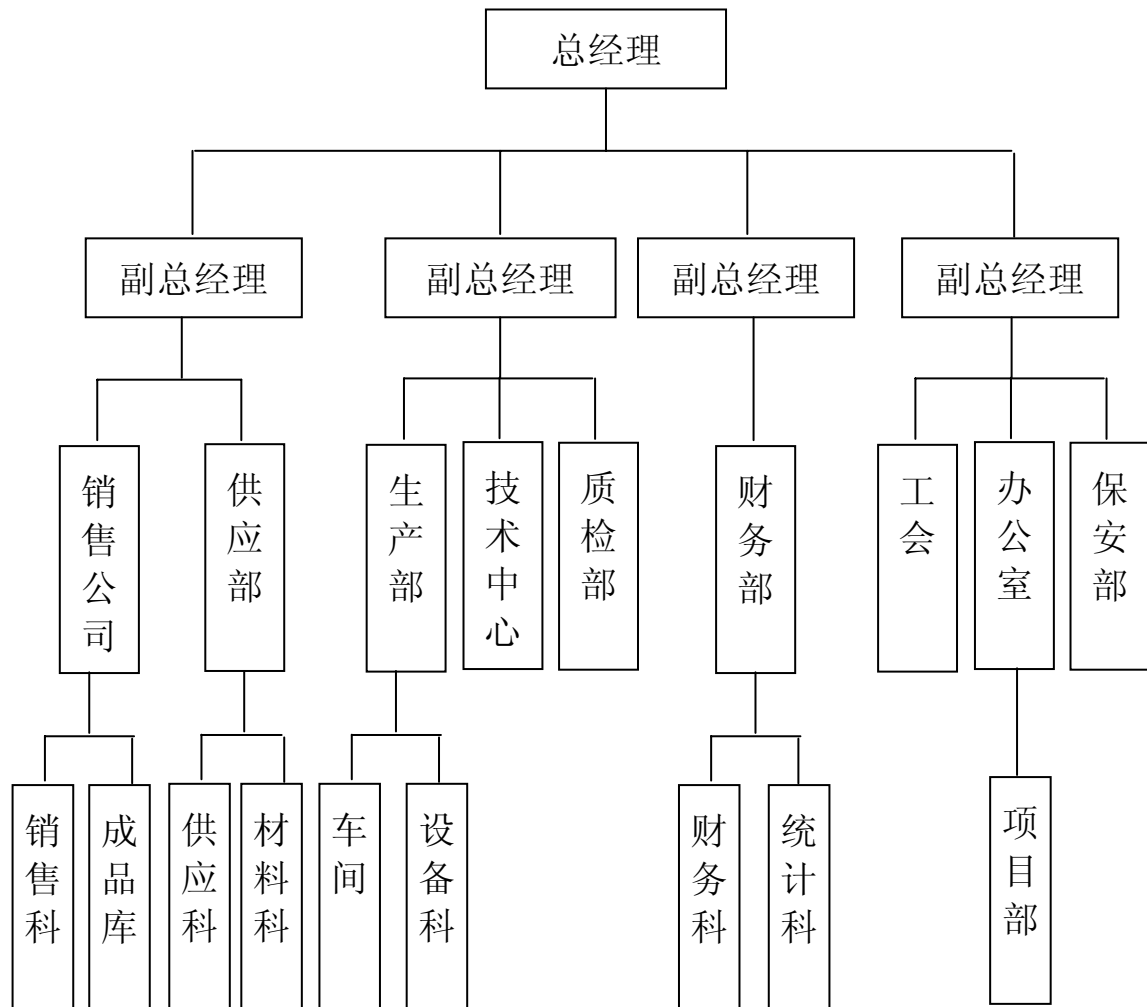
工业电器、家用电器、电讯、电子等迅速发展，给漆包线行业带来了广阔的应用领域和市场空间；目前行业集中度较低，市场竞争激烈。公司是河南省最大的漆包线生产企业，近年来业务稳步发展，产品质量稳定，品牌知名度较高，在行业中具有一定竞争力。

公司资产质量较好，债务负担适中；但盈利能力偏弱，经营性现金流波动较大。近期受到下游行业需求回升影响，收入规模增速上升。公司计划投资规模大，对外部融资依赖性

较强。公司对外担保金额较大，具有一定的或有负债风险。

综合来看，公司主体信用风险一般。

附件 1 组织结构图



附件 2-1 2007~2009 年资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率（%）
流动资产：				
货币资金	4478.57	4955.57	7240.00	27.15
△交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	
#短期投资	0.00	2.00	2.00	
应收票据	136.50	20.00	730.20	131.29
应收账款	4954.68	4310.31	5676.48	7.04
预付款项	5292.13	2927.59	2591.90	-30.02
应收股利	0.00	0.00	0.00	
应收利息	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	448.07	1362.00	1104.80	57.03
存货	8462.47	11002.11	12474.40	21.41
其中：原材料	1184.57	2561.09	2372.95	41.54
库存商品（产成品）	6774.22	8141.99	8897.25	14.60
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	
其他流动资产	79.33	1.74		
流动资产合计	23851.75	24581.31	29819.79	11.81
非流动资产	0.00	0.00	0.00	
△ 可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	
△ 持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	
#长期债权投资	0.00	0.00	0.00	
△ 长期应收款	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	500.00	500.00	500.00	0.00
#股权分置流通权	0.00	0.00	0.00	
△ 投资性房地产	0.00	0.00	0.00	
固定资产原价	5562.33	5797.15	5819.06	2.28
减：累计折旧	1264.15	1752.22	2249.24	33.39
固定资产净值	4298.18	4044.94	3569.82	-8.87
减：固定资产减值准备	0.00	0.00	0.00	
固定资产净额	4298.18	4044.94	3569.82	-8.87
在建工程	73.39	73.59	806.55	231.51
工程物资	0.00	0.00	0.00	
固定资产清理	167.37	0.00	0.00	-100.00
无形资产	146.41	133.44	120.48	-9.29
△开发支出	0.00	0.00	0.00	
△商誉	0.00	0.00	0.00	
#*合并价差	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用（递延资产）	0.00	0.00	0.00	
△递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	
#递延所得税借项	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	5185.35	4751.97	4996.85	-1.83
资产总计	29037.10	29333.28	34816.64	9.50

附件 2-2 2007~2009 年资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	5650.00	5500.00	7930.00	18.47
△交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	
应付票据	3260.00	4500.00	7000.00	46.53
应付账款	2624.83	420.15	545.13	-54.43
预收款项	1026.80	1212.82	1245.21	10.12
应付职工薪酬	12.26		31.02	59.07
应交税费	1087.54	1257.16	1475.00	16.46
应付利息	0.00	0.00	0.00	
应付股利（应付利润）	0.00	0.00	0.00	
其他应付款	54.23	469.84	21.23	-37.43
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	
流动负债合计	13715.66	13359.97	18247.58	15.34
非流动负债	0.00	0.00	0.00	
长期借款	0.00	0.00	0.00	
应付债券	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.00	0.00	0.00	
△递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	
#递延税款贷项	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	
负债合计	13715.66	13359.97	18247.58	15.34
所有者权益（或股东权益）	0.00	0.00	0.00	
实收资本（股本）	7000.00	7000.00	7000.00	0.00
资本公积	0.00	0.00	0.00	
△减：库存股	0.00	0.00	0.00	
盈余公积	831.83	897.02	956.59	7.24
△一般风险准备	0.00	0.00	0.00	
#*未确认的投资损失（以“-”填列）	0.00	0.00	0.00	
未分配利润	7489.61	8076.29	8612.47	7.23
#外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	
归属于母公司所有者权益合计	15321.44	15973.31	16569.06	3.99
#少数股东权益	0.00	0.00	0.00	
所有者权益合计	15321.44	15973.31	16569.06	3.99
#减：未处理资产损失	0.00	0.00	0.00	
所有者权益合计（剔除未处理资产损失后的金额）	15321.44	15973.31	16569.06	3.99
负债和所有者权益总计	29037.10	29333.28	34816.64	9.50

附件 3 2007~2009 年利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
一、营业收入	37418.32	38527.42	41533.70	5.36
其中: 主营业务收入	37418.32	38527.42	41533.70	5.36
其他业务收入				
减: 营业成本	35213.27	36256.33	39445.59	5.84
其中: 主营业务成本	35213.27	36256.33	39445.59	5.84
其他业务成本	0.00	0.00	0.00	
营业税金及附加	4.75	8.30	11.04	52.40
销售费用	255.40	179.27	174.66	-17.31
管理费用	613.80	671.88	627.20	1.09
财务费用	406.94	542.11	477.56	8.33
△资产减值损失	0.00	0.00	0.00	
其他	0.00	0.00	0.00	
△加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)	0.00	0.00	0.00	
投资收益 (净损失以“—”号填列)	0.00	0.00	0.00	
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	924.16	869.54	797.64	-7.10
加: 营业外收入	12.09	3.01	0.00	-99.09
减: 营业外支出	7.48	3.39	3.31	-33.47
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	928.77	869.15	794.33	-7.52
减: 所得税费用	306.49	217.29	198.58	-19.51
加: #*未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	622.28	651.87	595.75	-2.15
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	
五、归属于母公司所有者的净利润	622.28	651.87	595.75	-2.15

附件 4 2007~2009 年现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 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	44581.03	45907.48	47260.64	2.96
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00	
收到的其他与经营活动有关的现金	30.66	3.01	0.00	-99.43
经营活动现金流入小计	44611.69	45910.49	47260.65	2.93
购买商品、接受劳务支付的现金	41856.53	45231.41	45199.70	3.92
支付给职工以及为职工支付的现金	218.70	127.11	342.04	25.06
支付的各项税费	235.80	211.56	325.07	17.41
支付的其他与经营活动有关的现金	388.58	341.86	306.97	-11.12
经营活动现金流出小计	42699.62	45911.94	46173.78	3.99
经营活动产生的现金流量净额	1912.07	-1.45	1086.87	-24.61
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资所收到的现金	350.00	0.00	0.00	-100.00
取得投资收益所收到的现金	0.00	0.00	0.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	0.00	0.00	0.00	
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	
投资活动现金流入小计	350.00	0.00	0.00	-100.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	205.13	67.45	754.87	91.83
投资所支付的现金		2.00		
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
投资活动现金流出小计	205.13	69.45	754.87	91.83
投资活动产生的现金流量净额	-205.13	-69.45	-754.87	91.83
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资所收到的现金	0.00	0.00	0.00	
取得借款收到的现金	8910.00	1240.00	7930.00	-5.66
收到的其他与筹资活动有关的现金	15.00	0.00	0.00	-100.00
筹资活动现金流入小计	8910.00	1240.00	7930.00	-5.66
偿还债务所支付的现金	9000.00	150.00	5500.00	-21.83
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	418.34	542.11	477.56	6.84
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
筹资活动现金流出小计	9418.34	692.11	5977.56	-20.33
筹资活动产生的现金流量净额	-508.34	547.89	1952.44	
四、汇率变动对现金的影响额	0.00	0.00	0.00	
五、现金及现金等价物净增加额	1198.60	477.00	2284.44	38.06
加: 期初现金及现金等价物余额	3279.97	4478.57	4955.57	22.92
六、期末现金及现金等价物余额	4478.57	4955.57	7240.00	27.15

附件 5 主要计算指标

财务指标	2007 年	2008 年	2009 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	7.35	8.18	7.74	7.75
存货周转次数(次)	4.16	3.73	3.36	3.75
总资产周转次数(次)	1.29	1.32	1.29	1.30
现金收入比(%)	119.14	119.16	113.79	117.36
盈利能力				
营业利润率(%)	5.88	5.87	5.00	5.58
总资本收益率(%)	4.29	4.60	3.41	4.10
净资产收益率(%)	4.06	4.08	3.60	3.91
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	36.77	38.50	47.40	40.89
资产负债率(%)	47.23	45.55	52.41	48.40
偿债能力				
流动比率(%)	173.90	183.99	163.42	173.77
速动比率(%)	112.20	101.64	95.06	102.97
经营现金流动负债比(%)	13.94	-0.01	5.96	6.63
EBITDA 利息倍数(倍)	4.40	3.53	3.70	3.88
全部债务/EBITDA(倍)	4.84	5.23	8.44	6.17
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.19	-0.01	0.02	0.07
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	4.08	-0.13	0.70	1.55
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.31	0.32	0.29	0.31
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	7.44	7.65	7.88	7.65
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.32	0.00	0.18	0.17
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.28	-0.01	0.06	0.11

附件 6 有关计算指标的计算公式

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

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

信用等级公告

联合[2010] 516 号

联合资信评估有限公司通过对开封特耐股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

开封特耐股份有限公司
主体长期信用等级为
BBB

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月二十四日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与开封特耐股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与开封特耐股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因开封特耐股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由开封特耐股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、开封特耐股份有限公司主体长期信用等级自 2010 年 12 月 24 日至 2011 年 12 月 23 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内开封特耐股份有限公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年十二月二十四日



开封特耐股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: BBB

评级展望: 稳定

评级时间: 2010 年 12 月 24 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
资产总额(万元)	31531.64	33659.38	36961.43
所有者权益(万元)	14191.35	16535.23	18619.86
长期债务(万元)	1300.00	1300.00	1300.00
全部债务(万元)	11330.00	14010.86	14465.00
营业收入(万元)	25219.46	25271.39	24434.38
利润总额(万元)	3417.85	2770.20	2450.69
EBITDA(万元)	4894.38	4469.59	4338.01
经营性净现金流(万元)	4423.18	2058.72	20.73
营业利润率(%)	26.21	25.69	23.73
净资产收益率(%)	16.48	14.18	11.20
资产负债率(%)	54.99	50.87	49.62
全部债务资本化比率(%)	44.39	45.87	45.85
流动比率(%)	127.99	146.55	153.06
全部债务/EBITDA(倍)	2.31	3.13	3.63
EBITDA/利息倍数(倍)	6.45	4.65	4.08
EBITDA/本期发债规模(倍)	0.98	0.89	0.87

分析师

陈 静 甘铭山

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对开封特耐股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为国内领先的高纯合成耐火原料生产厂商,在行业地位、技术研发、产品结构、财务稳定性等方面的优势。同时联合资信也关注到,下游钢铁、水泥行业景气度下降、未来投资规模较大等因素给公司整体经营带来的负面影响。

考虑到高纯合成耐火原料行业的长期景气度、新建项目带来的生产能力扩大以及公司产品结构应对市场波动的适应性,公司经营及财务状况有望保持平稳并有所改善,联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为国内领先的高纯合成耐火原料生产厂商,技术优势明显。
2. 公司资产规模不断扩大,虽受金融危机影响,公司营业规模基本保持稳定。

关注

1. 宏观经济的波动影响下游企业的需求,给公司未来经营进一步扩张带来不确定性影响。
2. 公司未来投资规模较大,存在一定的融资压力。

一、主体概况

开封特耐股份有限公司（以下简称“公司”）前身系成立于 1984 年的开封市特种耐火材料公司，1994 年经开封市体改委汴体改字【1994】81 号文批准整体改制，以定向募集方式设立，注册资本为 1600 万元。经数次增资扩股，截至 2009 年底，公司注册资本 4260 万元，其中王孝文持有 1485 万股，占公司总股本 34.86%，为公司的实际控制人。

表 1 公司股权结构情况

股东名称	持股数量	所占比例
王孝文	1485	34.86
红塔创新投资股份有限公司	1100	25.82
深圳市创新资本投资有限公司	320	7.51
河南创业投资股份有限公司	220.2643	5.17
郑州百瑞创新资本创业投资有限	220	5.16
横店集团控股有限公司	196.9457	4.62
183 名自然人	717.79	16.85
总股本	4260	100

资料来源：公司提供。

公司是国内少数几家掌握多系列高纯合成耐火原料生产技术的企业之一，主要产品包括高纯铝镁尖晶石、活性 $\alpha\text{-Al}_2\text{O}_3$ 微粉、白刚玉、纯铝酸钙水泥、莫来石、锆莫来石、氧化铝空心球、不定形耐火浇注料及其制品和耐火砖等 9 个系列 395 个规格，最终应用于钢铁、建材、化工等高温行业。主导产品为高纯铝镁尖晶石、活性 $\alpha\text{-Al}_2\text{O}_3$ 微粉和纯铝酸钙水泥。

公司本部设有技术研发部、生产部、质监部、物流中心、财务部、行政部、人力资源部、国际销售部、国内销售部、审计部和对外投资管理部等 11 个职能部门。截至 2009 年底，公司拥有全资子公司 2 家，分别为开封凯特·诺豪耐火制品有限公司（注册资本 3000 万，以下简称“诺豪公司”）和开封特耐耐火材料销售有限公司（注册资本 500 万元）；控股子公司 2 家，分别为开封凯特耐火材料有限公司（注册资本 500 万元，公司占 69%）和周口凯特电熔材料

有限公司（注册资本 500 万元，公司占 51%）；参股子公司 1 家，为开封市商业银行，公司投资比例 0.4%。

截至 2009 年底，公司资产总额 36961.43 万元，所有者权益 18619.86 万元；2009 年公司实现营业收入 24434.38 万元，净利润 2450.69 万元。

公司注册地址：河南省开封市金明大道南段路东；法定代表人：张长喜。

二、行业分析

公司的主营业务为高纯合成耐火原料、耐火制品（含定形耐火制品和不定形耐火制品）的生产和销售。公司所属行业为制造业中的耐火材料制品业，公司所处的高纯合成耐火原料行业是耐火材料制品业的一个分支。

1. 行业定义

耐火材料是指耐火度不低于 1580°C 的无机非金属材料，具有一定的高温力学性能、良好的体积稳定性，广泛应用于钢铁、水泥、玻璃、有色金属、石油、化肥等高温工业，是高温技术领域的重要支撑材料，应用领域甚为广泛，其中应用最为普遍的是在各种热工设备和高温容器中作为抵抗高温作用的结构材料和内衬。

耐火材料可分为耐火原料与耐火制品，其中耐火原料包括天然类耐火原料和高纯合成耐火原料；耐火制品是由各种不同种类的耐火原料在特定的工艺条件下加工生产而成，包括定形耐火制品（也称“定形耐火材料”，包括各种耐火砖）和不定形耐火制品（也称“不定形耐火材料”，包括浇注料、喷补料等）。

高纯合成耐火原料具有较高的纯度和稳定均一的性能，具备优良的工作性能和工作特性，用于加工高档耐火制品并应用在工作条件苛刻、对耐火性能、热震稳定性、抗剥落性、耐侵蚀性要求高的高温设备部位；也可作为精细陶瓷、高级抛光等行业某些高端产品的原料之

一。

2. 行业现状

由于在资源、劳动力、人才、市场等方面的优势，中国已成为世界耐火材料最大的生产基地和消费国，耐火材料产量和消费量已连续多年位居世界第一位，占世界耐火材料总产量的50%以上。在中国经济连年持续迅速发展的背景下，钢铁、水泥、玻璃、陶瓷、有色等行业都在蓬勃发展，产量逐年增加，这些行业的发展有力推动了耐火材料工业。随着技术的进步和品质的提高，尽管耐火材料的单耗呈下降趋势，但耐火材料的消费总量仍很大并将保持增长趋势。自2000年以来，中国耐火材料行业生产经营状况连年保持良好的增长，生产企业经营效益显著提高，但2008年受金融危机冲击影响，耐火材料行业产量增速有所下降。2009年，根据中国耐火材料协会不完全统计，全国耐火材料产量2453.56万吨，同比增长1.49%，其中致密定型耐火制品1558.79万吨，同比增长0.3%；不定形耐火制品841.21万吨，同比增长3.06%。2010年上半年，工业经济总体延续了2009年下半年回升向好的运行态势，耐火材料行业增速迅猛，全国耐火材料产量1287.38万吨，同比增长42.45%；其中致密定型耐火制品780.2万吨，同比增长34.0%；不定形耐火制品477.3万吨，同比增长57.36%。

中国是耐火原料的出口大国，2008年未受金融危机影响之前一直保持高速增长，但2009年受海外需求量大下降影响，全国耐火材料出口量有较大幅度萎缩。2009年，全国耐火原材料进出口贸易总额19.20亿美元，比上年同期降低34.29%。其中出口贸易额17.47亿美元，比上年同期降低36.20%；进口贸易额1.73亿美元，比上年同期降低5.85%。2009年，全国耐火原材料出口总量338.64万吨，同比降低38.99%。其中耐火原料出口量193.91万吨，同比降低43.82%；耐火制品出口量144.73万吨，同比降低31.06%。从海关查询的14个出口品

种中，除轻烧镁粉出口量同比增长4.37%外，其它品种出口量均大幅下滑。

由于2009年上半年，宏观经济形势是受国际金融危机影响最严重的一个阶段，特别是2009年第一季度，是近十年来工业生产增速的最低点，所以今年上半年耐火材料出口各项指标呈现高增长趋势，仍属受金融危机影响后的恢复性增长。2010年上半年，中国耐火原材料进出口贸易总额14.86亿美元，比上年同期增长90.07%；其中出口贸易额13.84亿美元，同比增长96.66%；进口贸易额1.02亿美元，同比增长30.53%。2010年上半年，全国耐火原材料出口总量274.75万吨，同比增长111.84%，其中耐火原料出口量189.2万吨，同比增长204.03%；耐火制品出口量85.55万吨，同比增长26.8%。

3. 行业关注

高纯合成耐火原料主要生产企业较为集中

高纯合成耐火原料生产企业主要集中在美国、日本、欧洲等国家和地区，这些企业大都是跨国巨头，规模和实力强大，依靠技术或原料优势在一些高纯合成耐火原料市场中占据领先地位。

国内高纯合成耐火原料生产企业主要集中在河南省，能形成系列化产品的企业不多。国内主要生产企业情况如下表所示。

表2 国内主要耐火材料生产企业情况

公司名称	高纯合成耐火原料类产品
开封特耐股份有限公司	活性 α - Al_2O_3 微粉、高纯铝镁尖晶石、白刚玉、纯铝酸钙水泥、锆莫来石、莫来石、氧化铝空心球
三门峡电熔刚玉有限责任公司	高纯铝镁尖晶石、白刚玉、锆莫来石、莫来石、氧化铝空心球
郑州玉发磨料集团有限公司	白刚玉、高纯铝镁尖晶石、活性 α - Al_2O_3 微粉
郑州平原磨料有限公司	白刚玉、莫来石、高纯铝镁尖晶石
济源鑫源特种氧化铝	活性 α - Al_2O_3 微粉

有限公司	
郑州登封熔料有限责 任公司	纯铝酸钙水泥

资料来源：各公司网站

与上下游企业的相关性

与上游企业的相关性方面。耐火材料的主要原材料是工业氧化铝，在产品成本中比重较大，对产品的品质、成本和盈利能力都有较大影响。首先，工业氧化铝的纯度直接影响生产的工艺和产品质量的稳定性；其次，工业氧化铝占公司产品成本的 70% 左右，因此工业氧化铝的价格波动直接影响公司的生产成本；第三，工业氧化铝是生产高纯铝镁尖晶石、活性 $\alpha\text{-Al}_2\text{O}_3$ 微粉、白刚玉、莫来石及耐火浇注料的主要原材料，上述产品的销售定价主要依靠工业氧化铝价格的波动情况来制定。目前，国内对铝产品的需求增幅远小于供应增幅，随着氧化铝产能在 2007 年以后的释放，全球氧化铝将进入过剩周期，后期氧化铝价格下跌压力依然存在，预计到 2010 年之后氧化铝市场供需基本平衡。

与下游企业的相关性方面。耐火材料主要用于耐火制品企业、终端为钢铁企业、水泥企业。随着钢铁工业、水泥工业生产规模和生产工艺的不断发展，对耐火原料需求呈逐年上升趋势。但国内经济发展的周期性变化将对这些行业产生周期性影响，进而在一定程度上对本行业产品需求带来周期性变化。

4. 行业未来发展

在国外发达国家，由于其高温工业的技术先进、工艺领先，高档耐火制品使用量大且应用领域广泛，除消耗量最大的钢铁行业外，水泥、化工等行业的用量都比较大，对高纯合成耐火原料的需求一直保持较为旺盛的增长状态，且随着对高纯合成耐火原料新的应用领域的不断开拓，需求量将持续增加。此外，在部分新兴市场，耐火材料的需求量将有较大幅度的提高，如印度、俄罗斯、欧盟地区。导致这

些新兴市场需求量增加的原因一方面是钢铁工业的发展，另一方面是原材料的缺乏。

中国是耐火原料的出口大国，随着中国生产企业的技术进步和规模扩大，加之资源和成本优势，将会逐步由出口大国转变为出口强国，在国际高纯合成耐火原料市场占据越来越重要的地位。国内市场也将随着下游工业的技术进步，对高档耐火制品需求的增加而提升对高纯合成耐火原料的需求，因此预计行业将在长时间内保持较高景气度，但下游行业需求集中度较高，其周期性波动也会给行业发展带来一定的不利影响。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司是国内少数几家掌握多系列高纯合成耐火原料生产技术的企业之一，根据河南省耐火材料行业协会统计，公司在国内耐火制品企业用高纯合成耐火原料市场覆盖率排名第一。公司综合技术实力处于国内同行业领先地位，作为中国耐火材料行业协会常务理事单位参与部分行业标准和国家标准的制定和修订，是河南省科学技术厅认定的高新技术企业，是河南省重点上市后备企业。

表 3 公司主要产品占国内产量比例及市场占有率情况

产品	产量占全国产量比例	市场占有率情况
高纯铝镁尖晶石	45.13%	国内市场占有率 17.8% 日本钢铁用高纯铝镁尖晶石耐火材料市场占有率 42.57%
活性 $\alpha\text{-Al}_2\text{O}_3$ 微粉	44.21%	国内市场占有率 10.2%
白刚玉	2.41%	国内市场占有率 1.26%
纯铝酸钙水泥	10.75%	国内市场占有率 11.87%

资料来源：公司提供；

注：日本市场占有率根据日本客户所提供市场数据计算

公司拥有的“凯特”牌商标在行业内具有很高的声誉，出口到国际市场三十几个国家和地区，被评为“2006-2007 年度河南省出口名牌”。公司生产的活性 $\alpha\text{-Al}_2\text{O}_3$ 微粉获美国亚洲经济贸易合作委员会颁发的“国际贸易推荐产品”、美国国际品质认证委员会颁发的“高品质产品推荐证书”；“凯特”牌高纯合成耐火原料、活性 $\alpha\text{-Al}_2\text{O}_3$ 微粉获得中国国际贸易促进委员会和法国科技质量监督评价委员会颁发的“向欧盟市场推荐产品”荣誉称号。

2. 人员素质

公司董事长、总经理张长喜先生，1967 年出生，研究生学历，曾任公司销售经理、总经理，现同时担任中国耐火材料行业协会理事、河南省耐火材料行业协会常务理事。公司总工程师杨丁熬先生，1961 年出生，副教授、高级工程师职称，西安建筑科技大学博士研究生，工程博士；曾主持的国家科技攻关项目：“炼镍转炉新品种风口砖研究”，已通过了国家验收；主持的《硅酸铝纤维生产线电阻炉高效节能技术》的研制和技术改造项目通过了河南省科委组织的省级鉴定，被认为属国内首创。

截至目前，公司共有员工 513 人，其中科研人员 28 人，占员工总数 5.46%，销售人员 38 人，占员工总数 7.41%；按学历划分，硕士以上学历 6 人，占比为 1.17%，本科学历 27 人，占比为 5.26%，大中专学历 77 人，占比 15.01%，高中及以下学历 337 人，占比 65.69%；按年龄结构划分，30 岁以下 144 人，占比 28.07%，31~40 岁 140 人，占比 27.29%。

总体来看，公司主要领导人综合素质较高，技术能力强，行业经验丰富；公司员工队伍年轻化，整体文化素质一般，符合行业特点。公司目前人员构成能够满足公司发展的需要。

3. 研发能力

公司目前拥有耐火材料专业技术人员 65 人，具有中高级职称的 24 人。公司通过多年承

担国家级的攻关项目，培养了一支具有较强研发能力和应用能力的专业技术队伍；在研发资金投入方面，公司也一直加大对研发力度的支持。

2004 年底公司技术中心被河南省发改委认定为省级企业技术中心。公司实验室是产品技术开发的主要支撑部分，2002 年底经评审成为河南出入境检验检疫局注册实验室（证书编号：2002N5307）。同时公司还拥有多台套先进的基础检验和测试仪器设备，具有较高的产品开发、质量检测技术能力和装备水平，另公司还拥有倾倒式电弧冶炼炉、电子自动配料系统等产品的开发中试设备。

在产品研发方面，公司自成立以来先后参与和承担了多项国家“六五”、“七五”、“八五”、“九五”科技攻关项目，在科技成果转化方面取得了显著效果。公司多项产品填补国家空白或替代进口，其中填补国家空白的产品有：高纯铝镁尖晶石、高纯铝镁尖晶石砖、活性 $\alpha\text{-Al}_2\text{O}_3$ 微粉、纯铝酸钙水泥、氧化铝空心球、刚玉质低水泥耐火浇注料、硫酸钾窑用耐火制品等；替代进口的产品有：活性 $\alpha\text{-Al}_2\text{O}_3$ 微粉、高纯铝镁尖晶石浇注料、KT-1 捣打料、新型干法水泥窑预热器用碳化硅浇注料。公司产品“精密陶瓷材料 $\alpha\text{-Al}_2\text{O}_3$ 微粉”是“国家级新产品”；“大型钢包用新型铝镁尖晶石砖”获得河南省科学技术厅颁发的“高新技术产品证书”。

总体看公司在行业内技术优势明显，并建立了较强的技术储备，为未来公司持续快速发展提供了良好的支撑。

4. 产品质量控制

公司于 2005 年通过 ISO9001:2000 质量管理体系认证，证书编号为 0105Q113672R1M/4100。公司根据产品的性能和特点制定了严格的产品技术标准，涵盖了公司在产的所有产品。

在产品质量检验方面，公司建立了经河南

出入境检验检疫局批准注册的实验室，主要承担公司各项原材料、半成品、成品的物理检测和化学检测工作，为公司的产品质量提供了有效保证。实验室现有员工 16 人，均接受过多次技术培训并从事耐火材料技术研发工作多年，积累了丰富的工作经验。

在试验设备方面，实验室拥有 DHF-82 多元素快速测定仪、激光粒度分布仪、WE-600 液压式万能试验机及各种精密称量天平、不同温度的恒温干燥箱、高温电炉、高温电阻炉、水泥胶砂流动测定仪等先进检测实验设备，确保公司产品质量的稳定可靠。

5. 环保控制

国内大量的中小耐火材料企业生产工艺和技术装备落后、劳动条件差、缺乏足够的环保措施、能源消耗量大，有一定的环境污染。受此影响，国家和地方环保部门加大了对耐火材料行业排污指标标准制定和环保核查的力度。

公司目前生产环节所产生的对环境的不利影响主要是污染物粉尘和噪音，排放水平均达到国家环保标准。

针对噪音污染公司采取的措施包括：采取厂房隔音、隔音墙隔音、基础减震、进出气口安装消音器、墙壁吸音等降噪措施。针对粉尘污染，公司通过安装袋式除尘器减少粉尘排放量。

公司将建立与地方环境保护机构的良好沟通，跟踪国家环境保护政策的变化和环保技术的革新，每年列出专项环境保护资金，用于对环境治理的及时投入。

四、管理体制

1. 公司治理

公司依据《公司法》及《公司章程》规范建立了公司治理结构和管理制度。股东大会是公司的权力机构；公司设立董事会由 11 名董事组成，其中独立董事 4 名，董事长一人，副董事

长一名；公司设立战略、审计、薪酬与考核三个专门委员会，并制定了相关实施细则；公司监事会成员由 3 人组成，设监事会主席 1 名，监事会主席为监事会召集人。公司由董事长出任公司总经理，总经理负责公司全面工作。部门经理、下属公司经理对总经理负责，各岗位对部门经理负责。公司按照现代企业管理制度要求，结合公司生产经营需要，合理设置相关机构。截至目前，公司本部下技术研发部、生产部、质监部、物流中心、财务部、行政部、人力资源部、国际销售部、国内销售部、审计部和对外投资管理部等 11 个职能部门。各部门职责划分清晰，能较好满足公司业务实际运营的需要。

总体看，公司股权较为集中，现代企业决策监督制约机制完善，法人治理结构完善。

2. 管理水平

公司结合自身组织架构特点和行业属性，建立了相对完善的质量管理、人力资源管理、内部审计管理等相关制度，并通过加大制度的执行力度，来管理和规范公司日常运作。

公司以控制成本为中心，不断优化业务流程，强化财务核算，科学设置原料库存，确保成本竞争优势。公司在成本控制、采购管理、财务管理、库存管理、质量管理等方面建立了完善的制度并得到有效执行。

人力资源管理方面，公司在员工招聘、绩效考核、薪酬管理、培训设计方面均制定相关条例，形成了对员工的有效约束和激励。在技术研发中心的人事管理方面，公司重点加强激励措施的建设，工资待遇上重点向研发人员倾斜，并配以项目奖励、项目销售收入提成等短期和长期激励措施。

总体看，公司建立了较为完善的内部管控体系，为公司的正常运作和发展提供了制度保障。

五、生产经营

1. 经营现状

公司的主营业务为高纯合成耐火原料、耐火制品（含定形耐火制品和不定形耐火制品）的生产和销售。2006年~2008年高纯合成耐火原料销售收入占公司营业收入的比例分别为：92.78%、93.56%、97.06%，公司主营业务突出。

公司主要产品众多，主要分为9个系列395个规格，应用于钢铁、建材、化工等高温行业。主导产品为高纯铝镁尖晶石、活性 $\alpha\text{-Al}_2\text{O}_3$ 微粉、纯铝酸钙水泥和白刚玉等。

进入2008年9月份以来，国际经济危机逐渐影响国内经济实体运行，下游行业特别是钢铁工业生产运行形势的突变，使耐火材料市场

的供需矛盾显得特别突出，也给公司经营带来一定影响。公司与普通耐火材料生产企业相比销售收入下降的程度较轻，但与2008年相比，收入将下降10%~20%左右；因为下游客户的业务不确定性增加而导致客户撤单的风险增加（目前公司还未遇到此种情况）；出口外销方面还面临个别船务公司破产而带来的额外风险等。

针对以上不利影响，公司提出包括重新接受白刚玉等产品的订单；拟新增部分订单较大、周转快但利润率相对较低的产品，以弥补主导产品利润率的下降；重点扩大对国家拉动内需急需的支持性产品的研究开发，提高企业适应新市场的应变能力等多项措施应对宏观经济形势的波动。

表4 公司营业收入构成（单位：万元）

板 块	2007 年			2008 年			2009 年		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
活性 $\alpha\text{-Al}_2\text{O}_3$ 微粉	7445.59	5513.24	25.95	5497.88	4156.23	24.40	6258.78	4758.95	23.96
高纯铝镁尖晶石	7549.73	5315.84	29.59	8022.02	5445.98	32.11	4732.17	3613.28	23.64
纯铝酸钙水泥	1610.55	1132.07	29.71	1504.08	1183.87	21.29	1681.18	1201.56	28.53
白刚玉	3168.47	2508.72	20.82	3692.22	3024.43	18.09	7584.68	6006.11	20.81
莫来石	2133.03	1455.75	31.75	2567.58	1874.68	26.99	1211.27	940.61	22.35
其他	3312.09	2573.97	22.29	3987.61	3065.53	23.12	2966.33	2130.71	28.17
合 计	25219.46	18499.59	26.65	25271.39	18750.72	25.80	24434.38	18651.22	23.67

资料来源：公司提供；

2. 原材料采购

公司采购的主要原料为工业氧化铝，占原材料采购金额的90%以上，占产品成本的70%左右，因此工业氧化铝的价格波动直接影响公司的生产成本。

表5 2009年公司主要原材料占生产成本比重及价格变化情况

原材料	占生产成本	平均价 (元/吨)	较上年变动 (%)
工业氧化铝	70%	2394.34	-27.52%
轻烧镁	1.06%	918.83	1.42%
石英砂	0.2%	484.30	-8.59%
合计	71.08	--	--

资料来源：公司提供

公司消耗的能源主要是电和天然气。公司分别与河南省电力公司开封供电公司签订了长期《高压供电合同》，与开封新奥燃气有限公司签订了《供气合同》，保证公司生产所需的电力和天然气的供应。2009年，公司电力和天然气消耗占生产成本12.12%。

供应商采购方面，2006年之前，国内工业氧化铝供应严重短缺，大量依赖进口，公司原料采购方面也非常集中，2005年，公司向韩国化学株式会社采购金额为6863.46万元，占当年采购总额的41.08%，随着2006年以后国内产量逐步释放，国内工业氧化铝供应紧张状况

得到缓解，进口量逐步减少，同时公司也逐渐拓展新的原材料采购渠道，前五名供应商占采购总额比例逐年降低，2007年为79.63%，2008年为65.01%，2009年为52.50%。

表6 2009年公司向前五名供应商的采购情况
(单位: 万元/%)

供应商名称	采购额	占当年采购总额比例
江苏创德四海国际贸易有限公司	2071.90	17.18
巩义市恒源磨料厂	1758.43	14.58
洛阳利统工贸有限公司	1209.03	10.02
韩国化学集团	715.96	5.94
连云港福瑞鑫有限公司	576.96	4.78
合计	6332.28	52.50

资料来源: 公司提供

3. 生产经营

公司实行以销定产的生产模式。生产部门根据销售公司与客户签订的合同或订单，结合车间生产能力和库存情况制定生产计划，如市场发生变化，生产部门根据销售安排，调整生产计划。生产车间按生产计划进行生产，对每日完成情况进行统计和报告，以方便生产管理部门及时掌握生产动态。

表7 2009年公司主要产品产能、产量及销售情况
(单位: 吨)

产品	产能	产量	销量
活性a-Al ₂ O ₃ 微粉	15000	13415	13336
高纯铝镁尖晶石	15000	10333	10293
白刚玉	20000	15122	15220

资料来源: 公司提供

注: 公司2009年度有部分白刚玉外购半成品。

4. 产品销售

近年来公司主要产品中仅有白刚玉价格波动较大，其他均波动较小。白刚玉产量、销售量在公司主要产品中均占比较低，对公司产品均价影响较低。

表8 公司主要产品价格变化情况

(单位: 元/吨)

产品	2007年	2008年	2009年
活性a-Al ₂ O ₃ 微粉	4855.61	4438.41	4693.21
高纯铝镁尖晶石	4524.59	5159.02	4597.61
白刚玉	5635.84	4962.59	4983.06

资料来源: 公司提供;

公司产品销售采取直接面向终端客户和通过代理商两种模式，公司与客户和代理商签订购销合同，并根据产品主要面向的市场采取不同的销售模式。其中活性a-Al₂O₃微粉主要面向国内销售，因而主要采取直接销售模式；另外一种主要产品高纯铝镁尖晶石主要面对国外销售。

公司产品客户包括耐火制品企业、水泥企业、钢铁企业，其中耐火制品企业是公司的主要客户，公司销售受钢铁行业整体波动影响较大。

公司产品销售区域发生较大变化，国际市场销售份额逐步减少，从2005年的57.40%逐步下降到2008年的34.57%。国内市场销售份额的增加，也减少了汇率波动对公司盈利能力的影响；但另一方面，国内钢铁、水泥行业的周期性波动对公司产品销售影响也逐渐加重。

公司销售客户集中度大幅下降，主要是由于公司近年来加大国内销售力度所致。公司向前五名客户销售集中度由2005年的50.16%下降到目前的36.47%，对单一客户的依赖性降低。

表9 2008年公司向前5名客户销售情况

(单位: 万元/%)

客户名称	销售收入	占当期销售额比例
日本东商贸易公司	4852	19.20
日本大光炉材公司	1372	5.43
天津港保税区	1107	4.38
广州市白云区石井特种	1027	4.06
青岛元进耐火材料有限	860	3.40
合计	9218	36.47

资料来源: 公司提供

5. 经营效率

2007年~2009年，公司资产总额年均增长

8.27%，所有者权益年均增长 14.55%，营业收入基本保持稳定，净利润有所下降，年均减少 5.59%，公司增长质量一般。

从反映经营效率的指标来看，2007年～2009年，由于存货基本保持稳定，公司存货周转次数基本保持稳定，2009年为2.13次，而由于应收账款数额逐年小幅增加，公司销售债权周转次数有所下降，2009年为3.84次；2009年公司总资产和应收账款均产周转次数为0.69次，较2008年的0.78次小幅下降。总体来看，公司近年来经营效率一般。

6. 未来发展

公司未来发展将全部围绕主业进行，以进一步增强公司在高纯合成耐火原料领域的竞争优势和市场地位，提升自身技术实力，满足不断增长的市场需求，确保公司持续高速发展。

2008年～2011年，公司计划完成和实施在世界范围内属于其独创的高纯合成耐火原料新工艺1项；行业内重大工艺革新技术2项；与国际上先进水平相当或相近的产品攻关项目8项；完成研发新产品产业化6项，2011年新产品销售额超过4亿元。

公司计划到2011年底以前，为弥补当前生产能力的不足和满足市场持续增长的需要，大幅提高主要产品的生产能力，使公司成为国内耐火材料行业的最主要高纯合成耐火原料生产企业之一。为实现上述目标，公司计划分期分批投资完成以下2个项目如表所示。

FBF工艺年产30000吨活性 α - Al_2O_3 微粉项目所生产的产品为低温转相活性 α - Al_2O_3 微粉，是生产高档耐火制品、精细陶瓷、电子陶瓷的重要原材料，也是高级抛光粉材料。此类产品，国际上仅有美国、日本等发达国家和地区生产，中国仅有少量的常规产品生产和供货能力，高档品种主要依赖进口。项目实施后，可替代进口材料，带动国内特种氧化铝行业的产品升级和技术进步，大幅度提升公司的竞争力。

表 10 公司未来主要投资项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案			2009年		
		发债	其他	自筹	已经投资	2010年	2011年
FBF 工艺年产 30000 吨活性 α - Al_2O_3 微粉	7307	2000	3900	1407	1500	3000	2957
熔融法合成新型高纯铝镁尖晶石	5500	3000	1600	900	1200	2050	2100
合计	12807	5000	5500	2307	2700	5050	5057

资料来源：公司提供

熔融法合成新型高纯铝镁尖晶石项目采用熔融法生产工艺，能够形成原位尖晶石并且纯度更高，通过采用先进的倾倒式电弧炉生产，进一步扩大产能。该项目达产后的产能较现有产能增加2倍，总产能将达到4万吨。公司将根据市场状况和销售情况逐步释放产能。

项目建成后还需投入大量铺底流动资金，在预测期内公司的负债水平和债务负担均保持在较高水平，同时随着销售收入快速增长，盈利水平显著提高，偿债能力有所增强。

总体看，未来随着研发新品推向市场，以及新项目建成投产，公司销售收入有望稳步增长。

六、财务分析

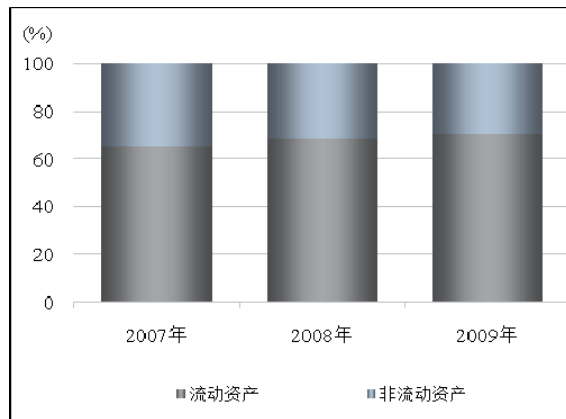
公司提供的 2007 年～2009 年的合并会计报表由中磊会计师事务所有限公司审计，并出具了标准的无保留意见的审计报告。

截至 2009 年底，公司资产总额 36961.43 万元，所有者权益 18619.86 万元；2009 年公司实现营业收入 24434.38 万元，净利润 2450.69 万元。

1. 资产质量

2007年~2009年,随着公司经营规模的不断扩大,公司资产总额也保持稳定增长,年均增速为8.27%;而同时,公司非流动资产规模增加显著,公司资产结构有所改变,非流动资产占比逐年增加。截至2009年底,公司资产总额36961.43万元,其中流动资产占70.57%,非流动资产占29.43%。

图1 2007~2009年公司资产结构情况



资料来源:公司审计报告。

流动资产分析

2007年~2009年,公司经营业务不断增长,拉动流动资产平稳增长,年均复合增长率达到了12.72%。截至2009年底,公司流动资产合计26084.28万元,其中以货币资金、应收账款和存货为主。

2009年底,公司货币资金规模达到3890.66万元,主要是银行存款(银行承兑汇票),3882.08万元,占货币资金总额的99.78%。

2007年~2009年,公司应收账款的规模有所上升,年均增速为20.90%。截至2009年底,公司应收账款原值总额合计7337.63万元,其中1年以内的占70.62%,1~2年占20.30%,2~3年占7.00%(提取坏账准备3%),3年以上占2.08%(提取坏账准备5%);欠款金额前五名总计占应收账款总额的41.45%。公司应收账款账龄较短,但坏账准备计提比例较低。

表11 公司应收账款前五名主要债务人明细

序号	单位名称	金额(万元)	所占比例
1	日本东商贸易公司	1597.08	21.77
2	广州市石基耐火材料厂	265.00	3.61
3	青岛元进耐火材料有限公司	255.92	3.49
4	广州市白云区石井特种耐火	236.50	3.22
5	太原高科耐火材料有限公司	107.45	1.46
合计		2461.94	33.55

资料来源:公司年报

2007年~2009年,公司存货水平基本保持稳定,年均增速为3.86%。截至2009年底,公司存货净额为9191.17万元,其中以库存商品(占比39.08%)、原材料(占比32.22%)和自制半成品(占比27.33%)为主。公司目前的原材料主要为氧化铝;库存商品和自制半成品期末余额较大,主要是公司为了满足客户不同的需求而增加库存外,同时,公司还有一定的出口业务,而生产车间远离港口,因为海洋运输订船紧张,需要随时备货等待,为了及时满足国外客户的需求,公司在港口保留一定数量的库存。近年来公司原材料价格水平呈逐年下降趋势,且产成品价格较不稳定,但公司未对存货计提跌价准备,存货可能存在一定的减值风险。

非流动资产分析

2007年~2009年,公司非流动资产基本保持稳定,受折旧摊销影响,年均减少0.57%。截至2009年底,公司非流动资产合计10877.15万元,主要由固定资产(占61.11%)和无形资产(占35.84%)构成。

2007年~2009年,公司固定资产投资有所波动,年均减少0.63%,2007年公司固定资产增幅较大,主要是由于公司完工办公楼转入1298万元(此办公楼系2006年初开始购建)和2006年底子公司诺豪公司固定资产纳入合并范围新增固定资产1936万元所致。但同时公司机器设备和工业窑炉及附件设备却变化不大,甚至略有递减趋势,这与不断增长的产销量不符,未来公司将加大机器设备及厂房等的

固定资产投入，以满足不断扩张的生产规模。2009 年底，公司固定资产原值 10377.84 万元，主要为房屋建筑物（占比为 41.58%）、通用设备（占比为 28.57%）和工业窑炉及附属设备（占 25.62%）。

2007 年~2009 年，公司无形资产基本保持稳定，受摊销影响，年均减少 2.61%。2007 年，由于公司以国有土地出让方式购进的土地使用权增加所致，其中新增土地使用权 120210.50 平方米，支出金额 3861.39 万元，为以后公司扩大生产规模，更好的满足市场需求做好了一定的物质准备。2009 年底，公司无形资产 3898.64 万元，全部为土地使用权。

总体看，公司资产以流动资产为主。流动资产中应收账款、货币资金和存货占比较高，流动性较好，但应收账款坏账提取比例较低，存货可能存在一定的减值风险。综合考虑，联合资信认为公司资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

2007 年~2009 年，由于 2008~2009 年公司未有利润分配事项，公司未分配利润逐年增减，公司所有者权益稳定增长，年均增长 14.55%；所有者权益构成也有所变动，未分配利润占比逐年增加。截至 2009 年底，公司所有者权益 18619.86 万元，其中实收资本占 22.88%，资本公积占 17.68%，未分配利润占 50.83%。公司未分配利润占所有者权益比重较高，所有者权益稳定性一般。

2007 年~2009 年，公司负债水平维持稳定，年均复合增长率为 2.85%，低于资产增速。截至 2009 年底，公司负债合计 18341.57 万元，其中流动负债占 92.91%，非流动负债占 7.09%，公司负债以流动负债为主，债务结构不合理。

2007 年~2009 年，受短期借款增长的影响，公司流动负债规模有所增长，年均增速为 3.07%。截至 2009 年底，公司流动负债为 17041.57 万元，以短期借款（占比为 67.28%）、应付票据（占比为 17.60%）和应付账款（占比

为 10.45%）为主。

2007 年~2009 年，公司短期借款规模快速增长，年均增长 23.27%。短期借款均为流动资金借款，随着公司市场规模扩大，赊销及原料占用的资金加大，导致流动资金短缺，2008 年、2009 年短期借款增加幅度较大。截至 2009 年底，公司短期借款合计 11465.00 万元。

2007 年~2009 年，公司应付票据规模有所波动。2009 年底，公司应付票据 3000.00 万元，主要为银行承兑汇票。

2007 年~2009 年，公司应付账款逐年减少，年均减少 12.34%，这主要是由于公司改变对供货商的结款政策，较多利用银行票据背书的方式结算货款，提高了自身资金的利用效率，增强现金支付能力。

2007 年~2009 年，公司非流动负债无变动，主要是公司暂未进行大规模项目投资，长期借款尚未到达归还期限所致。2009 年底，公司非流动负债 1300.00 万元，全部为长期借款。

2007 年~2009 年，公司负债规模增长幅度小于所有者权益增长，负债水平有所下降，资产负债率及长期债务资本化比率呈逐年下降趋势，三年平均值分别为 51.07%、7.13%，2009 年底为 49.62% 和 6.53%。但由于，公司流动负债规模增长较快，公司全部债务资本化比率有所波动，三年平均值为 45.56%，2009 年底为 45.85%。

总体看，公司债务以流动负债为主，债务结构不合理。近年来，受益于经营规模的不断扩张，债务扩张幅度较低，公司负债水平呈逐年下降趋势，公司债务负担一般。未来，联合资信注意到随着公司的发展，需要较大资本支出从而提升产能产量，必然会导致公司不断增加固定资产等长期资产的投资，从资产负债配比的角度，需要适当的长期资金来源予以搭配，公司长期债务会有较大规模增长，整体债务水平也将随之提升，但考虑到，公司经营逐步扩张，盈利能力尚可，公司未来债务水平总体仍在其自身尚可承受范围之内。

3. 盈利能力

2007 年~2009 年,受金融危机影响,公司业绩有所下降,营业收入年均减少 1.57%。但期间费用尤其是财务费有所增长,公司营业利润和利润总额均有所降低。2009 年公司实现营业收入 24434.38 万元,营业利润 2396.50 万元,净利润为 2084.63 万元。

从盈利指标来看,2007 年~2009 年,公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均有所下降,三年平均值分别为 24.63%、8.70%和 13.15%,2009 年底为 23.37%、6.06%和 11.20%。

总体看,受金融危机影响,公司营业收入规模有所萎缩,受公司整体资产规模所限,公司营业利润和净利润规模偏小。

4. 现金流

从经营活动来看,2007 年~2009 年,公司主要现金流入为销售商品、提供劳务收到的现金,受营业收入减少的影响,三年复合增长率为-11.27%,高于营业收入降速,主要是由于公司应收账款周转率有所下降,公司业务收现能力有所减弱。2009 年公司实现销售商品、提供劳务收到的现金为 22526.20 万元,占经营活动现金流入量的 99.50%。近年公司经营性现金流量净额有所波动,其中 2009 年较 2007 年经营活动产生的现金流量净额下降明显,2009 年为 20.73 万元,主要原因是:2009 年人民币升值以及金融危机影响造成公司出口订单受影响,使得公司出口销售收影响较大。从收入实现质量指标看,2007 年~2009 年公司现金收入比率分别为 113.46%、104.70%和 92.19%,收入实现情况一般。

投资活动方面,2007~2009 年公司投资活动现金流入较小,公司投资规模波动较大,尤其是 2007 年公司用现金购入了大量土地使用权和子公司股权,2009 年仅为 785.67 万元。2007~2009 年公司投资活动产生的现金流量净额均为负。

从筹资活动看,2007 年~2009 年公司由于生产规模的扩张需要大量现金,公司筹资活动现金流入量增大,公司筹集资金规模相应有所增加;公司筹资主要来源是银行借款;筹资活动现金流出以偿还债务为主,规模较大,筹资活动产生的现金流量净额有所波动,2009 年以来一直为净流入。

总体看,目前公司经营活动获现能力较好,大规模投资的资金来源主要为长短期借款,未来,随着公司重点投资项目进度的进一步深入,公司对外融资依赖程度将会有所增强。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2007 年~2009 年由于流动负债规模增长低于流动资产增长规模,公司流动比率波动中有所增长,总体比率一直保持较高水平,三年平均值为 146.10%,2009 年底为 153.06%;同时,公司加强存货管理,存活周转率上升,公司速动比率有所提升,三年平均值为 92.71%,2009 年底为 99.13%。受经营活动现金流量净额波动的影响,2007~2009 年公司经营现金流动负债比例波动较大,2009 年仅为 0.12%,公司经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护能力一般。

总体看,公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看,2007 年~2009 年,公司 EBITDA 分别为 4894.38 万元、4469.59 万元和 4338.01 万。但受利息支出的不断增加,公司 EBITDA 利息保护倍数有所降低,三年均值为 4.72 倍,2009 年底为 4.08 倍,EBITDA 对利息保护程度较好。2007 年~2009 年,公司 EBITDA 基本稳定,但同时债务负担有所上升,全部债务/EBITDA 指标数值有所提升,分别为 2.31 倍、3.13 倍和 3.63 倍,EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。

总体看,近年来公司业务规模稳步扩张、盈利能力有所上升,目前负债水平适宜,整体偿债能力尚可。但考虑到未来,公司投资规模较大,融资压力上升,盈利能力受宏观经济波

动影响，整体偿债能力可能有所减弱。

截至 2009 年底，公司获得的商业银行授信总额为 20000 万元，已使用 15765 万元。

截至 2009 年底，公司对外担保余额 652 万元，全部为河南新开电器集团股份有限公司（与公司为同一控制人）担保，目前被担保方生产经营状况良好，公司或有负债风险较小。

6. 本期债券偿还能力

公司计划通过发行债券募集资金 5000 万元，用于熔融法合成新型高纯铝镁尖晶石项目 3000 万元，为项目总投资的 54.55%；用于 FBF 工艺年产 30000 吨活性 α - Al_2O_3 微粉项目 2000 万元，为项目总投资的 27.37%。本期计划发行债券额度为公司 2009 年底总债务的 34.57%，对公司现有债务影响较大。

预计本期债券发行之后，公司的资产负债率和全部债务资本化比率将由 2009 年底的 49.62% 和 45.85% 上升到 55.63% 和 52.72%，本次债券发行后，公司债务负担有所增加，但仍在公司尚可承受范围之内。

从经营性现金流和 EBITDA 对本期债券的保障程度来看，2009 年公司 EBITDA/本期发债额度为 0.87 倍，公司 EBITDA 对本期债券保障程度较高。截至 2009 年底，公司现金偿债倍数为 0.93 倍，现金类资产对本期债券的覆盖程度一般。

未来公司随新建项目的完工投产，公司收入规模和利润水平有望实现快速增长，预计在债券存续期内，公司对本期债券的保障能力将逐年提升。

七、综合评价

中国是世界耐火材料最大的生产基地和消费国，未来随着国际、国内市场对高档耐火制品需求的不断增加，耐火材料行业也将在长时间内保持较高景气度，但下游行业需求集中度较高，其周期性波动会给行业发展带来一定的

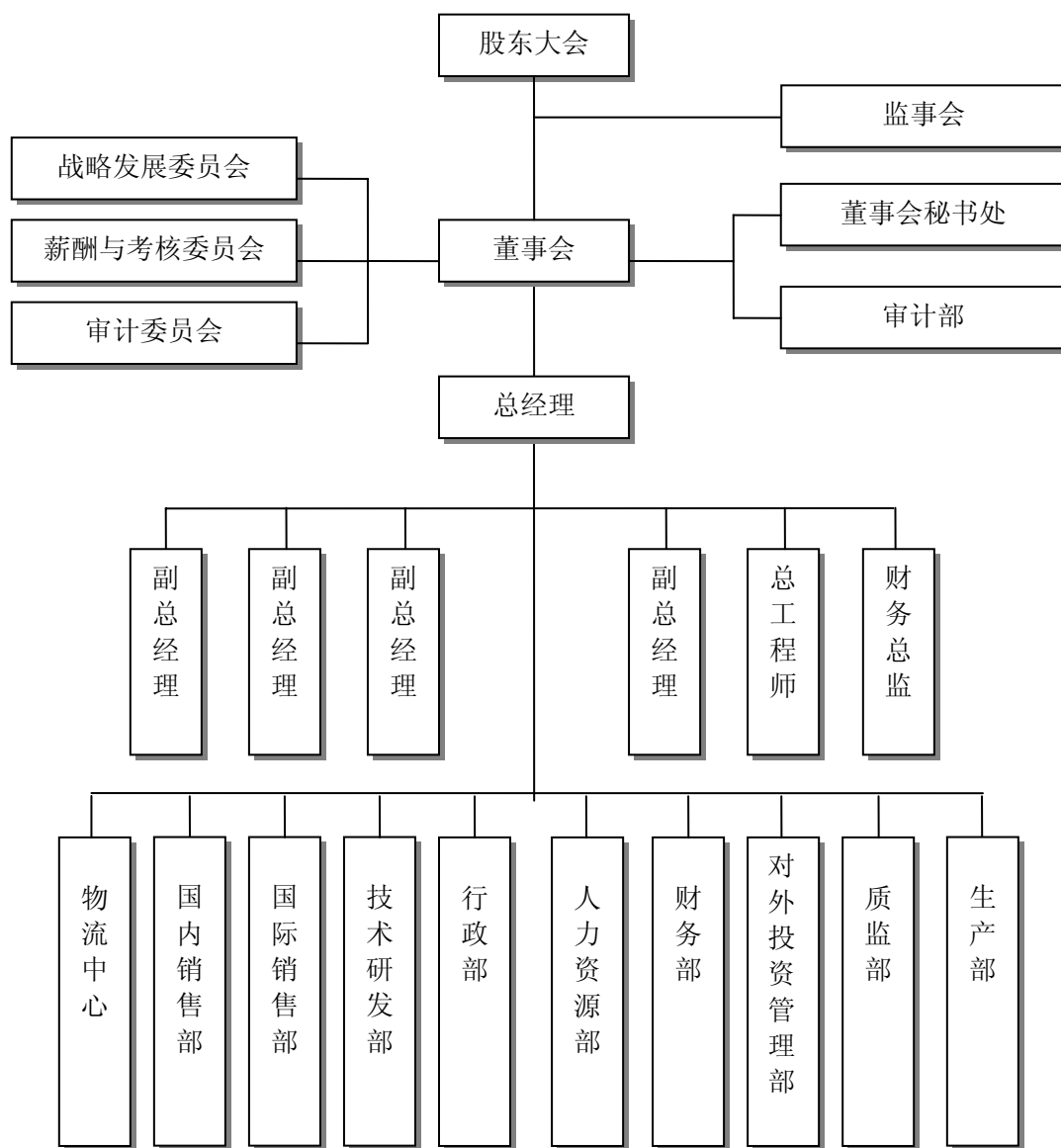
不利影响。

公司是国内少数几家掌握多系列高纯合成耐火原料生产技术的企业之一，根据河南省耐火材料行业协会统计，公司在国内耐火制品企业用高纯合成耐火原料市场覆盖率排名第一。公司产品种类齐全、技术研发能力强、内部管理机制完善，高层管理人员行业经验丰富。

近年来，公司受宏观经济增速下滑的不利影响，收入规模有所萎缩，从而影响盈利能力的提高；目前公司资产质量一般，负债水平适宜，整体偿债能力较好，但未来投资规模较大，资金需求加大。未来随新项目的投产，公司生产能力将大幅提。

综合看，公司整体信用风险一般。

附件1 公司组织结构图



附表 2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	3097.42	4357.86	3890.66	12.08
交易性金融资产				
短期投资				
应收票据	311.87	5.00	774.61	57.60
应收账款	4548.50	5376.07	6559.25	20.09
预付款项	2092.86	2755.68	3677.26	32.55
应收利息				
应收股利				
其他应收款	1958.97	2356.11	1991.33	0.82
存货	8520.27	8332.20	9191.17	3.86
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产		7.91		
流动资产合计	20529.89	23190.82	26084.28	12.72
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	50.50	50.50	50.50	0.00
股权分置流通权				
投资性房地产				
固定资产	6732.12	6190.49	6647.27	-0.63
生产性生物资产				
在建工程		197.47	280.75	
工程物资				
固定资产清理				
油气资产				
无形资产	4110.17	4026.63	3898.64	-2.61
开发支出				
商誉				
长期待摊费用				
递延所得税资产	108.96	3.47		-100.00
其他非流动资产				
非流动资产合计	11001.75	10468.56	10877.15	-0.57
资产总计	31531.64	33659.38	36961.43	8.27

附表 2-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	7545.00	8965.00	11465.00	23.27
短期应付债券				
应付票据	2485.00	3745.86	3000.00	9.87
应付账款	2316.49	1976.08	1780.08	-12.34
预收款项	696.94	470.29	367.93	-27.34
应付职工薪酬	168.57	7.40	20.06	-65.50
应交税费	1686.09	271.48	208.26	-64.86
应付利息				
应付股利	283.11			-100.00
其他应付款	859.09	388.04	200.25	-51.72
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	16040.29	15824.15	17041.57	3.07
非流动负债：				
长期借款	1300.00	1300.00	1300.00	0.00
应付债券				
长期应付款				
递延收益				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	1300.00	1300.00	1300.00	0.00
负债合计	17340.29	17124.15	18341.57	2.85
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	4260.00	4260.00	4260.00	0.00
资本公积	3292.90	3292.90	3292.90	0.00
减：库存股				
盈余公积	910.23	1144.37	1359.60	22.22
未分配利润	5452.28	7561.77	9463.58	31.75
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	13915.41	16259.04	18376.08	14.92
少数股东权益	275.94	276.19	243.79	-6.01
所有者权益（或股东权益）合计	14191.35	16535.23	18619.86	14.55
负债和所有者权益（或股东权益）总计	31531.64	33659.38	36961.43	8.27

附表 3 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、营业收入	25219.46	25271.39	24434.38	-1.57
减: 营业成本	18499.59	18750.72	18651.22	0.41
营业税金及附加	109.63	27.60	72.95	-18.42
销售费用	1018.23	1148.73	984.81	-1.65
管理费用	1066.10	1334.10	1183.95	5.38
财务费用	937.06	1207.08	1144.95	10.54
资产减值损失	175.22			-100.00
二、营业利润(亏损以“一”号填列)	3413.63	2803.15	2396.50	-16.21
加: 营业外收入	34.41	1.92	88.39	60.28
减: 营业外支出	30.19	34.87	34.20	6.43
其中: 非流动资产处置损失	-33.29			-100.00
三、利润总额(亏损总额以“一”号填列)	3417.85	2770.20	2450.69	-15.32
减: 所得税费用	1079.25	426.32	366.06	-41.76
加: 未确认的投资损失				
四、净利润(净亏损以“一”号填列)	2338.60	2343.88	2084.63	-5.59
少数股东损益	-16.45	0.25	-32.40	40.33
五、归属于母公司所有者的净利润	2355.05	2343.63	2117.04	-5.19

附表 4 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 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	28614.00	26458.61	22526.20	-11.27
收到的税费返还	37.80	82.43	19.48	-28.20
收到其他与经营活动有关的现金	11.57	62.47	92.79	183.17
经营活动现金流入小计	28663.37	26603.51	22638.47	-11.13
购买商品、接受劳务支付的现金	19485.50	20553.08	18789.58	-1.80
支付给职工以及为职工支付的现金	1073.15	995.23	1125.41	2.41
支付的各项税费	2574.06	1783.99	726.94	-46.86
支付其他与经营活动有关的现金	1107.48	1212.49	1975.81	33.57
经营活动现金流出小计	24240.19	24544.79	22617.73	-3.40
经营活动产生的现金流量净额	4423.18	2058.72	20.73	-93.15
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	179.75			-100.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	179.75			-100.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5285.03	473.30	785.67	-61.44
投资支付的现金				
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金	500.00			-100.00
投资活动现金流出小计	5785.03	473.30	785.67	-63.15
投资活动产生的现金流量净额	-5605.28	-473.30	-785.67	-62.56
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	2025.00			-100.00
取得借款收到的现金	11016.00	1420.00	14767.52	15.78
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	13041.00	1420.00	14767.52	6.41
偿还债务支付的现金	9434.00		12267.52	14.03
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	765.89	1244.99	1188.26	24.56
支付其他与筹资活动有关的现金			1014.00	
筹资活动现金流出小计	10199.88	1244.99	14469.79	19.11
筹资活动产生的现金流量净额	2841.12	175.01	297.73	-67.63
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-24.17			-100.00
五、现金及现金等价物净增加额	1634.85	1760.43	-467.20	
加: 期初现金及现金等价物余额	962.57	2597.42	4357.86	112.77
六、期末现金及现金等价物余额	2597.42	4357.86	3890.66	22.39

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4.76	4.94	3.84	4.36
存货周转次数(次)	2.14	2.23	2.13	2.16
总资产周转次数(次)	0.92	0.78	0.69	0.76
盈利能力				
营业利润率(%)	26.21	25.69	23.37	24.63
总资本收益率(%)	12.13	10.82		
净资产收益率(%)	16.48	14.18	11.20	13.15
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	8.39	7.29	6.53	7.13
全部债务资本化比率(%)	44.39	45.87	45.85	45.56
资产负债率(%)	54.99	50.87	49.62	51.07
偿债能力				
流动比率(%)	127.99	146.55	153.06	146.10
速动比率(%)	74.87	93.90	99.13	92.71
EBITDA 利息倍数(倍)	6.45	4.65	4.08	4.73
全部债务/EBITDA(倍)	2.31	3.13	3.63	3.22
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.10	0.11	0.05	-0.01
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.56	1.65	-0.72	-0.18

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率*	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
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%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/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

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

信用等级公告

联合[2010] 517 号

联合资信评估有限公司通过对南阳普康药业有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

南阳普康药业有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月二十四日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与南阳普康药业有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与南阳普康药业有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因南阳普康药业有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由南阳普康药业有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、南阳普康药业有限公司主体长期信用等级自 2010 年 12 月 24 日至 2011 年 12 月 23 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内南阳普康药业有限公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年十二月二十四日

南阳普康药业有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：BBB⁻

评级展望：负面

评级时间：2010 年 12 月 24 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
资产总额(万元)	34431.64	63876.19	62239.15
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	18795.45	19797.85	21365.18
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	3600.00	25300.00	27250.20
营业收入(万元)	55637.75	48283.11	51677.22
利润总额(万元)	4067.42	3085.74	1843.91
经营性净现金流(万元)	5887.03	5538.50	1270.02
EBITDA(万元)	7787.42	6788.32	5304.12
营业利润率(%)	15.34	16.12	16.39
净资产收益率(%)	14.50	12.87	7.34
资产负债率(%)	45.41	69.01	65.67
全部债务资本化比率(%)	16.07	56.10	56.05
流动比率(%)	48.99	84.56	88.19
全部债务/EBITDA(倍)	0.46	3.73	5.14
EBITDA 利息倍数(倍)	7.45	8.57	7.42
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.15	1.00	0.78

分析师

丁继平 闫昱州

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（“联合资信”）对南阳普康药业有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为中国最大的洁霉素生产和销售基地，在行业前景、生产规模、技术研发和规范管理等方面的优势。同时，联合资信也关注到受经济危机影响公司产品出口额下降、整体盈利能力有所下降、短期债务规模上升较快和对外担保金额大等因素可能给公司信用状况带来的负面影响。

公司对外担保比例较大，近三年盈利能力持续下降，联合资信对公司评级展望为负面。

优势

1. 公司是世界最大的洁霉素生产和出口基地，在细分行业规模优势突出。
2. 公司销售网络广泛，产品在国内外均有稳定的市场份额，竞争能力较强。
3. 公司产品工艺技术较高，重视新产品的研发，整体技术水平优势明显。
4. 公司受地方政府支持力度较大。

关注

1. 人民币升值和国际需求下降影响公司产品出口规模和盈利能力，此外，公司三费的快速上涨对公司盈利水平的提升造成了压力。
2. 公司债务结构不合理，短期债务快速上升，存在一定的短期支付压力。
3. 公司未来投资支出较大，债务负担呈加重趋势。
4. 公司对外担保金额大，存在一定的或有负债风险。

一、主体概况

南阳普康药业有限公司（以下简称“公司”或“普康药业”）成立于1958年4月，原名为南阳市化学制药厂，2003年公司实行股份制改制，由国有独资企业变更为国有控股公司，名称由南阳普康集团化学制药厂更名为南阳普康药业有限公司，2008年3月14日，新康（中国）有限公司（香港）全资收购公司股份，目前公司性质为港资企业。截至2009年底，公司注册资本13500万元。

公司主要从事洁霉素等原料药、片剂、小容量注射剂、精神药品、硬胶囊剂、冻干粉针剂、散剂等的生产和销售。公司是国家大型一类企业，河南省生物工程及新医药行业重点支持企业，是目前国内最大的洁霉素生产和销售基地。

截至2009年底，公司内设财务部、生产部、质量部、技术部、生产部等18个职能部门，拥有南阳市和镇平县2个生产基地，16个生产单位和1个省级技术中心（见附件1），已形成抗生素、生物化学药、制剂等三大系列为一体的GMP标准生产基地。

截至2009年底，公司资产总额为62239.15万元，所有者权益21365.18万元；2009年公司实现主营业务收入50658.15万元，净利润1843.91万元。

公司注册地址：河南省南阳市工业路143号；法定代表人：付蓬旭。

二、行业分析

公司主要从事洁霉素等原料药、片剂、散剂及针剂等的生产和销售，属于医药行业。相关行业的整体经营环境和发展趋势将直接影响到公司的经营和投资收益。

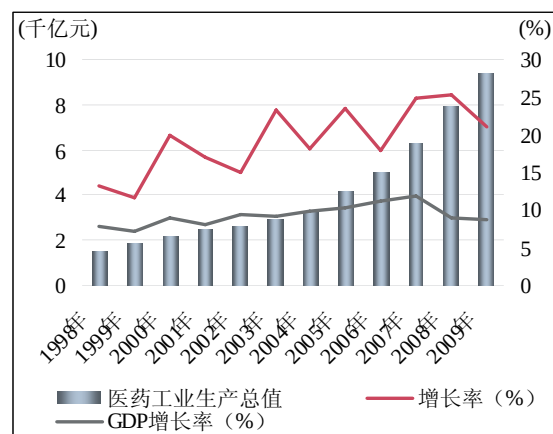
1. 行业概述

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之

一，20世纪70年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

根据2008年国务院发布的《中国的药品安全监管状况》白皮书，自1999年以来，医药制造业增速大约为GDP增速的1~1.5倍。1998~2004年中国医药工业总产值年复合增长率达到17.5%，高于同期GDP复合增长率4.85个百分点。2005~2006年，医药工业加大改革力度，加快了结构调整步伐。2007~2008年医药行业景气度高企，进入高速发展阶段。2009年，全球金融危机影响进一步深化，化学原料药出口受到较大影响，医药工业总产值增速略有下滑，但依然保持了21.02%的较高增速。2010年是新医改政策实施年，预计医药工业增速还将提高。

图1 1998~2009年医药工业生产总值与GDP增速对比



资料来源：中国医药经济信息网

行业经济效益

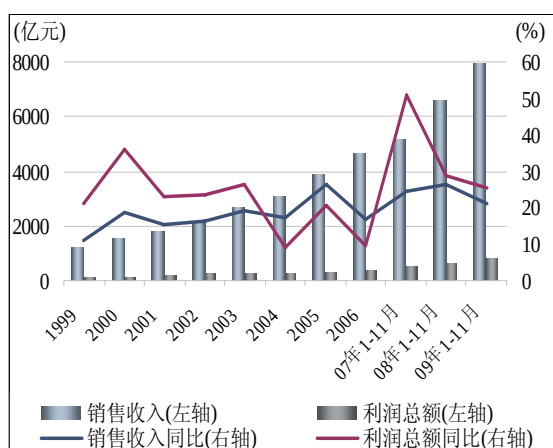
2006年是医药行业的政策整顿年，国家大力整顿行业秩序，相关政策频繁出台，医药行业亏损面扩大，行业增长出现十年来的新低。

2007~2008 年，医疗体制改革的推进扩大了市场需求，在医保医改等政策的扶持和推动下，医药工业实现了快速增长。对医药产品需求的增加和药品价格的回升，是行业收入和利润高速增长的主要原因。

根据国家统计局数据，2009 年 1~11 月，全国医药制造业实现销售收入 7963.7 亿元（未包含医疗器械），同比增长 21.3%；利润总额 808.2 亿元，同比增长 25.3%。总体看，近三年医药制造业销售收入增速平稳，保持在 20% 以上；相比于 2007 年的高增速，2008 至 2009 年的利润增速有所放缓，回到正常水平。

2005~2006 年，药品的频繁降价和政府推行竞价限价招标，直接降低了医药行业的整体利润水平；同时受上游原辅材料价格、水电煤运价格上涨，GMP 改造后企业经营费用提高，开工不足等不利因素的影响，企业盈利水平普遍下降，行业毛利率呈持续下滑态势。2007 年以来，伴随医改的推进和药品价格的回升，以及三项费用控制得力，医药行业整体运营效率有所提高，销售利润率稳步上升。2009 年 1~11 月，医药行业毛利率为 30.67%，与上年持平；销售利润率为 10.15%，较上年上升 0.32 个百分点。

图2 1999~2009年中国医药行业效益情况



资料来源：WIND 资讯

2. 化学原料药子行业

随着国际上大量专利药的专利权到期，以

及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产，中国已成为原料药转移生产的主要受惠国，原料药产量与出口量均保持了快速增长，目前为全球化学原料药的生产 and 出口大国之一。

化学原料药子行业在经历了从 2003 年以来近 4 年的价格低谷之后，2007-2009 年迎来了一轮价格高峰。2009 年上半年受到国际金融危机影响化学原料药景气度有所回落；从 10 月起随着全球经济的恢复，中国原料药企业开工率明显提高，也使得滞涨的原料药产品呈现行业景气度回暖的态势。

经过多年的低价竞争，众多中小型企业被淘汰出局，目前原料药行业集中度较高，但由于产品结构以低端为主，且产能过剩，行业效益受国际市场波动影响明显，竞争激烈。

3. 行业关注

产品技术含量较低

中国大部分医药产品技术含量低，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术的高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。

从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业以企业机制尚未形成，研发投入不足，这些严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

药品降价

目前，中国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中：列入国家基本医疗保险目录的 1000 多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。

医院和药商之间的非法回扣直接造成了医药的虚高价格。自 1997 年以来，中国连续 25 次下调一些药品的最高零售价格，但由于医药产品特殊的价值分配关系，国家对医药零售价格的下调将不可避免地较大幅度转嫁给医药生产企业。从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药品虚高的问题，预计未来医药的出厂价和零售价均会呈下降趋势。

人民币升值

2007 年人民币兑美元升值幅度达 7%，2008 年人民币升值速度加快，屡创汇改以来新高。

2009 年下半年以来，中国在全球范围内经济率先复苏，经济增长率显著高于其他国家，人民币面临较大的升值压力。

人民币升值对出口比重重大的大宗原料药影

响较大。由于原料药同质化的问题较为明显，企业间的工艺技术水平相差不大，产品毛利率较低，竞争主要表现为价格竞争，人民币升值将减弱大宗化学原料药企业的价格优势，进而挤压其盈利空间。

4. 行业发展

随着医改推进，政策效应将逐步显现

2009 年，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。上半年，国务院相继颁布了《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009～2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》，标志着新医改方案取得重大突破；下半年，国家又围绕基本药物制度的制定和实施，出台了包括基本药物目录、医保目录和涉及定价、质量监督等一系列行业政策。

表 1 近几年中国原料药行业政策及 2009 年主要医改新政策汇总

类别	发布时间	国家部委	相关政策	政策描述	对行业的影响
近年原料药政策汇总	2006 年 9 月	税务局	《调整出口退税政策》	维生素 A、维生素 E 出口退税率由 13% 调高为 17%。而维生素 C 和 B 族为 13%，青霉素为 15%。	重点鼓励脂溶性维生素技术创新、提高行业盈利水平。
	2007 年 12 月	国务院	《外商投资产业指导目录（2007 年修订）》	限制外商在医药方面的投资的目录包括：维生素 B1、维生素 B2、维生素 C、维生素 E、多种维生素制剂和口服钙剂生产。	减少外企在中国建厂，外企调整产品策略，转产复合多维、食品添加剂。中国企业扩大了生存空间。
	2008 年 8 月	环保部	《制药业环保新标准》	首个针对制药业制订的环保标准，严格程度超过美国。	环保成本增高，提高产业进入壁垒和行业集中度。
	2008 年 11 月	工信部	《产业结构调整指导目录 2008 年本》（征求意见稿）	鼓励关键中间体开发生产，原料药清洁生产工艺开发，限制青霉素、维生素 C 原料项目。	鼓励创新、环保，限制低水平的重复建设。
	2009 年 9 月	环保部	《国家环境保护标准-环境影响评价技术导则制药建设项目》（征求意见稿）	指导和规范制药建设项目环境影响评价工作。	制药业先治污后发展是趋势。
2009 年医改新政策	2009 年 1 月	国务院、卫生部、国家发改委、国家工商总局等	《关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》	要点包括：1、全面实行政府主导、以省为单位的网上药品集中采购；2、各省要制定药品集中采购目录，除基本药物和特殊药物外的其他处方药也要全部纳入集中采购范围；3、要建立科学药品采购评价办法，加大质量分权重。	规范药品采购工作，压缩医药流通环节。

2009年4月	国务院	《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》、《国务院关于印发医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009～2011年）的通知》	要点包括：完善医药卫生四大体系，建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度；完善体制机制，保障医药卫生体系有效规范运转；着力抓好五项重点改革。	更加市场化，首次提出公共卫生服务的时间表和金额；明确三年短期目标。
2009年8月	国务院	《国家基本药物目录（基层医疗机构配备使用部分）》、《关于建立国家基本药物制度的实施意见》	新版基本药物目录收录了307个品种，其中化学和生物药有205个品种，中成药共102个品种。	实施基本药物制度，利好独家品种生产企业。
2009年10月	国家发改委	《国家基本药物零售指导价》	共涉及2349个具体剂型规格品；45%药品降价，平均降幅12%；独家品种降价幅度较小。	
2009年11月	国家发改委	《改革药品和医疗服务价格形成机制的意见》	提高体现医务人员劳务价值的服务价格，降低大型设备诊疗价格；地方价格部门制定基本医疗保险中的非处方药（不含国家基本药）、地方增补的医保用药价格，其他实行市场调节价；政府定价按照通用名统一价格。	根据药品创新程度差别控制销售利润；引导仿制药有序生产和竞争；控制流通环节差价率。
2009年11月	国家人力资源和社会保障部	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2009版）》	基本药物全部入选医保甲类，医保目录有所扩容，新增271个品种。	入选品种将显著受益。

资料来源：卫生部网站，联合资信整理

2009～2011年各级政府将共计投入8500亿元增量资金支持5项改革；2008年政府医药卫生支出为2722亿元，预计三年复合增长率将达到40%以上，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求。从中期看，新医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。原料药方面，国家无论从税收、产业结构调整、外商企业投资政策等各方面，均支持民族工业、鼓励创新。随着《制药业环保新标准》和《国家环境保护标准》的先后出台，预计未来原料药厂的环保成本将不断加大。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产等各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企

业集中，行业进入门槛将提高，产业结构的调整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响。

医药企业将加快并购整合

2009年，国内外医药企业间都发生了一系列重组并购事件，预计未来这种兼并重组的态势将会延续。其推动因素主要有三个：一是中国医药企业集中度与发达国家相比，差距还非常大，随着龙头企业的做强做大，市场化因素必将推动其对外扩张；二是在政府推动下，国有医药资源在不断整合，并随之产生一定的协同效应；三是国有医药资产并购事件具有较强的示范效应，可能对其他中央和地方医药资产整合产生一定程度的推动。未来，在医改大的政策变革中，工、商企业通过并购重组，获得产品、品牌、技术、渠道等情况将更加普遍，

未来规模化、专业化企业并存将是行业发展趋势。

三、基础素质分析

1. 企业规模

目前,公司拥有16个生产车间,其中4个洁霉素生产车间和1个克林霉素生产车间。公司主要产品洁霉素年产能2300吨,已达到世界规模最大,占国内总量的75%,主要经济技术指标稳居全国同行业领先地位,达国际先进水平。洁霉素原料药是公司最主要的产品,也是公司营业收入和利润的主要来源。洁霉素衍生物克林霉素、克林霉素磷酸酯、克林霉素棕榈酸酯和普康喜冻干粉针等产品,年生产能力已达到国内最大规模。公司产品全部通过国家药品GMP认证,出口欧盟、南美、东南亚、非洲等30多个国家和地区。

总体看,公司是中国洁霉素等原料药生产和销售的龙头企业,主营业务突出,发展稳定。

2. 人员素质

公司现有10名高级管理人员,包括总经理、分公司经理、工会主席、财务总监、总经理助理各1名,副总经理5名。公司高级管理人员大都已在公司工作多年,且具有丰富的医药行业从业经历和较高的专业水平。

公司董事长兼总经理付蓬旭先生,现年51岁,大专学历,2002年~2006年在南阳金冠集团工作,2006年~2008年5月在河南和协创业投资管理有限公司工作,2008年5月至今任公司总经理,具有相对丰富的管理经验。

截至2009年底,公司在岗员工1489人。按学历构成划分,大专及以上学历占46.54%,高中(中专)学历占50.84%,初中及以下学历占2.62%;按职称构成划分,高级职称占1.95%,中级职称占4.37%,初级职称占3.43%;按年龄构成划分,30岁以下占27.47%,30-50岁之间占67.36%,50岁以上占5.17%。

总体看,公司人员构成合理,整体文化素质尚可,能够满足目前生产经营需要。高层管理人员综合素质较高,行业从业经验丰富,市场开拓能力较高,有利于公司的稳定发展。

3. 技术水平

公司重视技术研发,是河南省高新技术企业,河南省重点抗生素原料药生产基地。公司技术中心属省级技术研发中心,下设制剂研究室、洁霉素菌种研究室、生化研究室、合成研究室、技术资料室。技术中心设备优良,拥有一批先进的检测装备:高效液相分析仪、气相色谱仪、红外分光光度仪、紫外分光光度仪、高效液相制备仪、高速冷冻离心机、多肽固相合成仪等。

公司主要产品洁霉素的产量连续多年居国内首位,各项经济指标国内领先。洁霉素产业化发酵单位达到8500u/ml以上,平均发酵周期185小时,分离纯化收率最高88.9%,平均含量达到90.5%,产品质量达到国际先进水平。目前,公司已形成洁霉素及其第二代衍生物和第三代衍生物等系列原料药的规模生产能力。

截至目前,公司已承担了10多项国家、省、市星火计划、科研攻关计划和高新技术产业化项目,取得了10多项省、市级科技进步、火炬奖项,代表性成果:《林可霉素高产菌种选育与发酵自控技术研究》河南省科技进步二等奖;《林可霉素提取分离新工艺研究》河南省科技进步三等奖。且技术中心成立以来,试制成功(或引进)前列地尔、氧氟沙星冻干剂、穿琥宁、卡托普利、小诺霉素等片剂针剂150余个品种,申请发明专利9项,授权4项,分别为《高纯度穿琥宁生产工艺(ZL00135017.X)》、《林可霉素提取工艺(ZL99119178.1)》、《林可霉素提取工艺(ZL200510084312.6)》、《盐酸克林霉素棕榈酸酯的制备方法(ZL200410060427.7)》。

总体看,公司作为国内最大的洁霉素生产基地,较强的技术水平和研发能力为企业持续

发展提供了保障与基础。

4. 环境保护

公司历来重视环保工作，严格遵守国家和地方各级政府颁布的环保法规和条例，通过技术改造及引进先进技术等措施控制污染。2007年，公司加入《中国环境报》环保理事会。

公司坚持与同济大学、哈尔滨工业大学合作，研发先进的治污技术，选派专干到全国治污先进单位学习经验。公司一直强化环保管理制度，2006年，完善环保设备，引进工艺，确保了镇平一期环保项目一次验收合格。在此基础上，2007年，公司加大投资力度，先后投资6000万元，与北京清华紫光环保有限公司合作，高技术引进建设了日处理污水4400吨的环保治理项目。同时，升级换代环保设施，大量使用清洁能源和材料，改造清污分流系统，从源头上减少污染，使污染排放总量减少30%；在能源利用上，使蒸汽多级使用，合理调配，在废水处理中每天回收优质能源沼气1400立方米，并配备安装了沼气锅炉和发电机组。

需要注意的是2009年11月，公司因污染治理不达标，受到省环保厅“挂牌督办”处理，在3个月处理期内，公司顺利完成了污染治理工作，各项环保指标均达到环保要求。环保部门已于2010年2月解除对公司的挂牌督办。公司环境治理工作的完成从环保和法性的角度保障了公司未来的正常生产经营和项目的扩建。

此外，2008年、2009年公司因环保不达标造成了一定经济损失，根据转让协议，公司股权转让方南阳市国资委已对其损失进行了补偿。

5. 政策支持及税收优惠

目前，公司获得的政策支持主要有：①土地出让金先缴后返。公司在南阳市的厂区为国有划拨工业用地，评估价值为2405.17万元，公司缴纳481.34万元的土地出让金，政府在公司购买后将该部分款项给予全额返还。②资金支

持。近年来，公司先后收到各种无偿拨付款项1500万元。③能源价格优惠。政府对公司水、蒸汽实行优惠价格。南阳市厂区生产用水、蒸汽分别为1.2元/吨、142元/吨，镇平厂区生产用水、蒸汽分别为0.6元/吨、130元/吨，远低于市场价格。税收优惠主要有：①从2008年5月起，对公司免征房产税、城市维护建设税、教育费附加。②科研开发费用可在税前加计50%扣除。③采购国产设备可享受增值税退税优惠。采购冷水机组、沼气发电机组等节能节水设备可享受按投资额10%抵税优惠。

四、公司管理

公司按照《公司法》、《外资企业法》等法律法规要求和《公司章程》，设立了董事会、监事会和公司管理机构。

公司经理层为公司的执行机构，公司设总经理1人，副总经理5人，财务总监1人。公司实行总经理负责制，由总经理负责领导和组织实施董事会决议，公司年度计划和投资计划等。设立董事会，董事会由5名董事组成，为公司最高权利机构，各项规章制度、财务预决算、高级职员任免由公司董事会批准决定。

为实现公司资源的合理配置，改善财务状况，加强监督管理，根据各部门实际情况，区别对待，分别设置考核目标，形成了事前有预算、事中有分析、事后有考核的完整的监控体系。对高层管理人员采取责任、风险、利益相一致的原则严格进行考核。

公司制定了完整的财务内控制度，包括流动资金管理、财务收支计划、成本管理等一系列的财务管理制度，对项目资金的划拨、使用及日常财务管理均建立了严格的审查、审批和管理规定。公司加强成本计划管理，根据市场需求，下达生产任务，编制成本计划，实行计划指标分解，归口管理，层层落实，按月考核。确保公司在同行业中保持突出的生产成本优势和良好的费用控制能力。

公司制定了一套完善的内部质量控制管理体系，建立质量“三检”管理规程，通过自检、互检、专检，加强质量管理，及时发现质量问题。对有质量问题产品建立产品质量分析会议，采取班组、车间、公司三级分析会议制度，及时采取有效措施，防止同类质量问题发生。

总体看，公司治理结构较为完善，具有良好的管理体制，内部管理制度健全，管理水平较高。

五、生产经营

1. 经营现状

公司主要生产洁霉素及其衍生物，其次为医药制剂。2007年~2009年主营业务收入有所下降，年均增长率为-3.62%。2008年受金融危机影响公司产品出口下降，导致营业收入同比下降13.22%至48283.11万元。2009年公司主营业务销售有所恢复，达到51667.22万元。其中洁霉素及其衍生物占85.84%，医药制剂占14.16%（见表2）。

表2 2007~2009年公司主营业务收入构成

产 品	2007 年			2008 年			2009 年		
	营业收入 (万元)	占比(%)	毛利率 (%)	营业收入 (万元)	占比(%)	毛利率 (%)	营业收入 (万元)	占比(%)	毛利率 (%)
洁霉素及其衍生物	48513	87.45%	16.59	40824	84.97%	14.48	43485	85.84%	17.42%
医药制剂	6961	12.55%	9.68	7220	15.03%	7.69	7173	14.16%	12.05%
合计	55474	100%	16.08	48044	100%	13.40	50658	100%	16.66%

数据来源：公司提供

2. 原材料采购

公司原材料采购由物资采购公司负责，原材料分为主料和辅料。主料为供菌种生长的营养物质粮食（淀粉、玉米浆、黄豆、生物氮素等），辅料为化学原料（丁醇、丙酮、草酸、液碱等），其中，主料采购占原材料采购量的72%，目前主要原材料供应商和供应价格如表3所示，原材料价格相比上年同期都有不同幅度的下降，生产成本相对降低。

表3 2009年公司主要原材料采购情况

名称	占成本比重(%)	采购量(kg)	价格(元/kg)
淀粉	17.37	37766950	1.94
黄豆	7.71	8820137	3.69
生物氮素	0.95	1318850	3.05
丁醇	2.56	1469000	7.36
丙酮	1.25	921820	5.72

资料来源：公司提供

采购方式上，对于大宗物料，公司采取公开招标采购、邀请招标采购和竞争性谈判采购

等方式进行，按性价比最优原则进行采购，从而降低公司采购成本。对一些供应商较为集中的专需物料，公司运用成本核算方法，对供应商生产的物料成本进行核算评估，掌握价格范围后与供应商洽谈，确保所购物料价格的合理性。

由于公司主要原材料为粮食，供应商较多，不存在集中度较高的风险，近年粮食价格有所提升，对公司生产成本有一定的影响。

总体看，公司原材料供应稳定，供应商的集中度不高，但采购价格同比有所下降，采购成本下降有利于企业盈利水平的提升。

3. 生产经营

公司根据销售部门的订单计划进行生产。公司生产部根据月度生产计划及市场需求下达产品计划并下达各生产车间，各车间编制相应的生产作业计划，组织安排生产。公司在生产过程中严格监控产品质量。对于新产品，由技术中心进行研发，并负责其生产工艺及产品全程质量的监控工作，质量部门对产品的检查和

把控贯穿整个生产过程，以确保对产品质量实现有效控制。

近年来，公司洁霉素产量稳定在全国总产量的75%左右。随着新产品、新技术、新工艺的研制成功，公司产能和产量逐年增加，生产设备开工率较高，生产情况良好。截至2009年底，公司拥有盐酸林可霉素、盐酸克林霉素和硫酸庆大霉素的生产能力分别为2000吨/年、200吨/年和152吨/年。2007年~2009年，公司主要产品的产量见表3，公司主要产品产量有所提升。

表4 2007年~2009年公司主要产品产量

主导产品	2007年	2008年	2009年
盐酸林可霉素	1847 吨	1780 吨	1405 吨
盐酸克林霉素	116 吨	183.8 吨	149吨
硫酸庆大霉素	1.6 吨	21.1 吨	152吨

资料来源：公司提供

总体看，近3年公司产能规模不断扩大。但受经济危机影响，2008年产品出现滞销，2009年公司已采取限产措施，产量有所下降。随着经济形势的好转，企业开工率有较大提升空间。

4. 产品销售

目前，公司主营业务收入主要来源于洁霉素及其衍生品的销售，占比85%左右。公司以其规模为优势，在销售上实现规模效应。销售区域方面，产品同时在国内和国外市场销售，国内市场遍布全国各个省份，公司出口量占全国同类产品总出口量的70%。2008年，受全球经济增长放缓和人民币升值影响，2008公司产品存在一定的滞销情况，产销率大幅下降，2009年随着经济形式的好转，公司产品库存量增速放缓，产销比有所提升，销量有所转好(见表5)；销售价格方面，随着国家不断调整医药价格，2006年至今，公司内销产品价格也有所下调，国内整个医药行业利润下降；国际市场，受人民币升值的影响，公司调整销售价格，目前销

售价格较同比保持稳定。随着公司产品品牌认知度的提高，未来公司产品销售量有望提高。

表5 2009年公司产品销售情况

产品	产销率(%)	价格 (万元/吨)	市场占有率 (%)
盐酸林可霉素	108.6	27.5	56
盐酸克林霉素	91.28	42.6	47
硫酸庆大霉素	92.76	46.9	25

资料来源：公司提供

国内市场方面，公司将国内市场划分为四个区域，采取直销的模式，销售网络基本遍布中国所有省份；国外市场方面，公司1985年取得自营出口权，公司采取以代理销售为主，实现品牌销售，目前，产品作为隐性品牌有效开拓了欧美市场。

订单和付款方式方面，公司与客户签订订货合同，按照合同交货。结算方面，公司目前主要的结算方式是现款现货。

总体看，受经济危机影响2008年公司产品存在一定的滞销情况，产销率大幅下降，2009年销量有所好转，但产品价格均出现不同幅度下降，其中盐酸林可霉素、盐酸克林霉素、硫酸庆大霉素平均价格降幅分别为10.13%、15.44%、26.72%。另外由于近两年人民币的升值，对公司产品销售也带来一定程度的影响。

5. 经营效率

2007年~2009年，公司资产总额波动中有所上升，年复合增长率为34.45%，营业收入年复合增长率为-3.62%。公司近三年的应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数都有所下降，2009年分别为16.79次、4.05次和0.82次。总体看公司经营效率下降明显。

6. 未来发展

未来规划

未来几年，公司将利用自身规模和技术优势，用先进技术改进传统的生产工艺，加大新产品开发力度，积极调整产品结构，围绕洁霉

素主要产品，从横向、纵向拉伸产业链条，加快开发高附加值，盈利水平高的洁霉素衍生品，低B组份洁霉素、氯洁霉素磷酸酯、氯洁霉素棕榈酸脂等，使其形成新的利润增长点。同时，向上下游产业发展，形成一体化生产，在东北筹建大豆种植基地、实现沼气发电综合利用项目等，以降低生产成本。在销售上，保证中国市场占有率第一和出口量第一的市场地位，在2011年前后，实现10亿元以上的销售收入。

总体看，公司未来投资项目围绕主业，有利于进一步扩大产量和提升品质，增强整体抗风险能力，未来几年仍可保持在洁霉素原料药生产领域中的领先地位，发展前景稳定。

六、财务分析

1. 财务概况

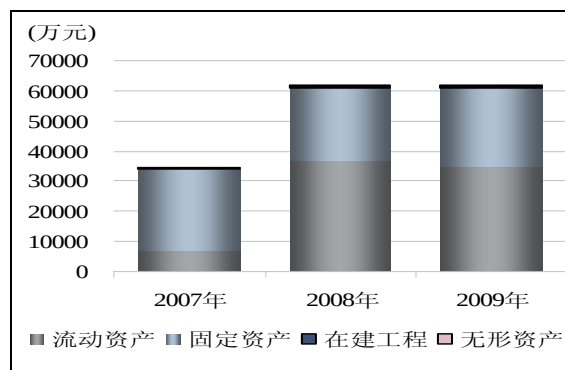
公司提供了2007~2009年度财务报表已经中喜会计师事务所有限公司审计，并出具了无保留意见的审计结论。公司目前执行企业会计准则和工业企业会计制度及其补充规定。近三年公司财务报表范围以及会计政策未发生大的变化，年度间财务数据可比性强。

截至2009年底，公司的资产总额为62239.15万元，所有者权益为21365.18万元；2009年公司实现营业收入51677.22万元，净利润1843.91万元；经营活动产生的现金流量净额1270.02万元，现金及现金等价物净增加额减少2764.70万元。

2. 资产质量

2007年~2009年，公司资产总额波动中有所增长，年均复合增长率为34.45%。截至2009年底，公司资产总额63876.19万元，同比减少2.56%，主要是流动资产减少所致。其中流动资产占56.53%，固定资产占41.29%，在建工程1.41%，无形资产占0.64%（见图5）。

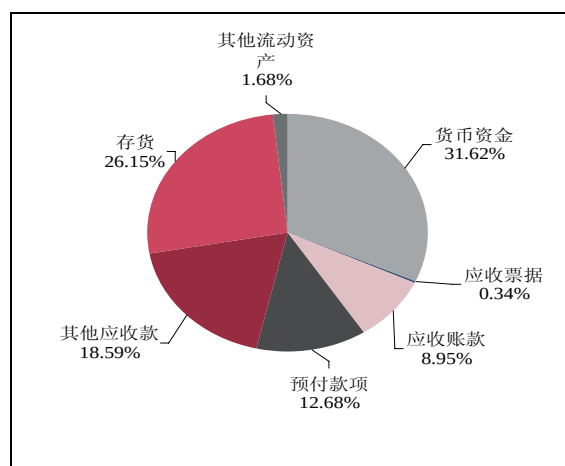
图5 2007~2009年公司资产构成



资料来源：公司2006~2008年审计报告

2007年~2009年，公司流动资产年均复合增长124.34%，主要是由于货币资金、其他应收款和存货大幅增长所致。截至2009年底，公司流动资产合计35184.82万元。其中占比较大的为货币资金、存货、其他应收款等（见图6）。

图6 2009年底公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告

截至2009年底，公司货币资金为11125.40万元，占流动资产31.62%，较上年同期减少19.90%，主要由于公司经营现金流下降，同时投资、筹资活动现金流出增加所致。整体来看公司货币资金较为充沛。

2007~2009年间，公司经营性流动资产（包括应收账款、应收票据、预付账款）年均增长率为129.70%，其中应收账款、预付账款年均增速分别为172.94%和106.90%。截至2009年底，公司经营性流动资产为7729.97万元，占流动资产21.90%，同比增加10.41%，快于销售

增速的7.03%，公司2009年信用政策有所扩张。其中，应收账款余额增加39.40%达到3150.29万元，占流动资产8.95%。从账龄上看，1年内的占93.37%，1~2年的占4.28%，2~3年占2.35%。公司采用直接转销法核算坏帐，未设立坏账备抵账户。综合来看，公司应收账款以一年内为主，但具有一定坏账风险。

2007~2009年公司其他应收款快速上涨，年复合增长率达到545.89%。截至2009年底，公司其他应收款为6539.33万元，占流动资产12.65%，较上年增长82.51%，主要是由于公司与其他业务关系户资金往来增加造成。从账龄上看1年内占62.55%，1~2年占37.43%，2~3年占0.02%。公司采用直接转销法核算坏帐，未对其他应收款计提坏账准备。总体而言，公司其他应收款增长迅速，两年期款项占比较大，存在一定坏账风险。

2007年~2009年，公司存货波动增长，年均复合增长36.39%。2008年受经济不景气影响，产品出现滞销，导致存货快速增长。2009年公司减产促销，库存商品得到消化；同期公司原材料采购量价齐减，原材料库存减速显著。2009年底，公司存货余额为9199.08万元，较上年同期减少24.06%，占流动资产比为36.39%。其中，库存商品4419.11万元，在产商品3688.83万元，合计占存货88.14%。较上年同期减少20.17%；原材料919.33万元，占存货10.00%，同比减少49.60%。总体来看，公司存货以库存商品和在产品为主，资产质量较好。随着销售形势转好，存货可变现能力增强。

2007年~2009年，公司固定资产净值有所下降，年复合增长率为-2.40%。截至2009年底，公司固定资产原值合计41183.21万元，其中房屋建筑物、机器设备、运输工具和土地分别占25.62%、71.56%、0.82%和2.00%。截至2009年底，公司固定资产累计折旧15482.38万元，固定资产净额25700.84万元，整体成新率62.40%，固定资产质量尚可；截至2009年底，公司在建工程账面余额877.44万元。

2007年~2009年，公司无形资产年复合增长10.07%。截至2009年底，公司无形资产余额399.51万元，主要为公司的ERP软件、土地等。

公司资产以流动资产和固定资产为主，存货和货币资金数量较大，总体看，资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

2007~2009年，公司所有者权益年均增长6.62%，截至2009年底，公司所有者权益为21365.18万元，主要是由于2008年3月5日新康（中国）有限公司以人民币14910万元，购买南阳市人民政府国有资产监督管理委员会和公司持股职工持有的本公司100%股权，导致公司注册资本和资本公积发生变化。截至2009年底，在公司所有者权益中实收资本和资本公积分别占63.19%和12.19%，盈余公积和未分配利润分别占9.46%和15.16%。公司2007年初未分配利润为-74.11万元，主要是由于企业会计制度和工业会计制度规定的差异，此次审计结果和原来的审计结果不同，但分红账务处理是按原审计结果进行的，存在分红分配利润超出此次审计利润所致。总体来看公司所有者权益以实收资本为主，所有者权益稳定性较好。

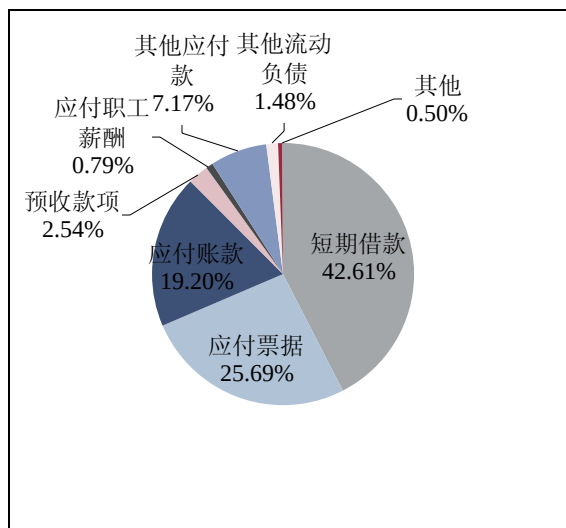
2007年~2009年，公司负债总额波动中快速增长，年复合增长率为61.68%。截至2009年底，公司负债总额40873.97万元，同比减少7.27%。其中流动负债和长期负债分别占97.60%和2.40%。

2007年~2009年，公司流动负债快速增长，年复合增长率为66.46%，截至2009年底，公司流动负债为39894.97万元，其中主要为短期借款、应付票据和应付账款为主（见图7），分别占比42.61%、25.69%和19.20%。

截至2009年底，公司短期借款17000.00万元，同比增长29.77%，全部为保证借款；应付票据10250.20万元，全部都为银行承兑汇票；应付账款7661.75万元，同比减少15.98%。主要

为公司支付拖欠货款和减少原材料采购量所致。

图7 2009年公司流动负债结构



资料来源：公司提供

2007年~2009年，公司债务水平持续提高，年复合增长率为175.13%，截至2009年底，公司总债务为27250.00万元，全为短期债务，公司债务结构不合理。

2007年~2009年公司负债水平和债务负担整体呈上升趋势，截至2009年底，公司资产负债比率和全部债务资本化比率分别为65.67%和56.05%，债务负担重。

4. 盈利能力

2007年~2009年，公司主营业务收入受金融危机影响有所下降，年复合增长率为-3.62%；同期，销售费用、管理费用和财务费用年复合增长率分别为36.65%、29.70%和8.94%，2009年分别为1043.19万元、4797.19万元和1315.28万元。公司营业利润和利润总额分别年复合增长-42.73%和-32.67%，2009年分别为1316.74万元和1843.91万元。

从主要盈利指标看，2007年~2009年公司总资本收益率和净资产收益率持续下降，三年平均值分别为7.94%和10.43%，2009年分别为4.96%和7.34%。

2009年公司虽然营业收入及销售利润率有

所回升但整体盈利水平出现大幅下降，营业利润和净利润同比分别下降50.14%和40.24%。公司盈利水平的大幅下降主要是由于公司三费过快增长所致。

截至2009年底公司销售费用、管理费用、财务费用占主营业务收入比分别为2.02%、9.28%、2.55%。销售方面，由于公司积极促销，销售人员工资大幅增长，导致销售费用同比增长26.08%。管理费用方面，2009年公司加大了研发投入，导致当期营业利润率下降3.60%（研发投入1861.31万元，为销售收入的3.60%），当期管理费用同比增长39.51%。财务费用方面，由于公司大量贴现商业票据致使财务费用同比增长104.61%。长期看来，公司盈利水平的提高有待于对销售费用和财务费用的控制。

5. 现金流

2007年~2009年，公司经营活动现金流入量随主营业务收入波动中有所下降，复合增长率为-6.09%，2008年公司产品滞销，经营活动现金流入下降明显。2009年现金流入随销售转好有所恢复，现金流入量为54634.34万元，同比增长5.14%；2007年~2009年，公司经营活动现金流出年复合增长率为-2.44%，2008年公司支购买商品、接受劳务支付的现金快速下降，主要为公司减少现金货款结算所致。2009年经营活动现金流出量为5336.43万元。同比增长14.95%。主要为支付应付货款增加所致。经营活动现金流出的快速增长导致2009年经营活动现金流量净额大幅减少53.55%，至1270.02万元。从收入实现质量看，2007年~2009年，公司现金收入比率小幅下降，三年分别为111.22%、106.38%和105.69%，公司收入实现质量一般。

2007年~2009年，公司投资活动现金流入量波动中有所下降，年复合增长率为-117.64%，2009年为5.93万元；2007年~2009年公司投资活动现金流出量波动中有所减少，年复合增长率为-18.57%，2009年为2744.26万元，主要为构

建固定资产、无形资产和其他长期资产而支付的资金；2009年公司投资活动现金流量净额为-2774.26万元。

2007年~2009年，公司筹资活动现金流入量波动中大幅增长，年复合增长率为117.64%，2009年为18000.00万元，同比减少49.74%，主要是由于公司银行借款减少所致；2007年~2009年，公司筹资活动现金流出波动中增长较快，年复合增长率为62.45%，2009年为19266.39万元，其中主要为偿还债务支付的现金，但支付其他与筹资活动有关的现金增速较快，同比增长128.85%，占筹资活动支出的20.00%；2009年公司筹资活动产生的现金流量净额为-1266.39万元。

总体看，受公司偿还应付货款的增加影响，公司经营活动现金流出量大幅增加，收入实现质量一般；公司筹资活动前现金流量净额为负，筹资活动主要为偿还银行借款，及派发应付股利。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2007年~2009年，公司的流动比率和速动比率波动中有所上升，三年平均值分别为79.26%和52.80%，截止2009年底分别为88.19%和65.14%；公司近三年的经营现金流动负债比率分别为40.89%、12.71%和3.18%，总体看，公司流动比率、速动比率和经营现金流动负债比指标值偏低，公司短期存在一定的短期偿付压力。

从长期偿债能力看，2007年~2009年，公司EBITDA值快速下降，年复合增长率为-17.47%，2009年为5304.12万元；2009年公司EBITDA利息倍数为7.42倍，较2007年的8.57倍下降13.38%；2009年全部债务/EBITDA为5.14倍，较2007年的0.46倍大幅上升。

总体看，公司对长期债务保障能力一般。

截至2009年底，公司对外担保共计23500.00万元，担保比率为109.99%（见表6）。主要担保对象为河南天冠企业集团有限公司

（以下简称“河南天冠”）。

河南天冠创建于1939年，是全国四家燃料乙醇定点生产厂家之一。作为行业内唯一进入国家循环经济试点企业和国家批准设立博士后工作站单位，拥有国际上最大的7万吨/年谷朊粉生产线，实际控制人是河南省南阳市国有资产管理委员会，目前经营正常。截至2009年12月31日该公司资产总额为225193.4万元，负债总额为137456.1万元，资产负债率为61.04%，净资产为87737.3万元，2009年度主营业务收入为310131.4万元，主营业务利润为15126.4万元。

总体看，公司对外担保数额较大，存在一定的或有负债风险。

表6 公司对外担保情况

序号	借款单位	金额（万元）
1	河南天冠生物工程股份有限公司	3500
2	河南天冠燃料乙醇有限公司	4000
3	河南天冠企业集团有限公司	6000
4	河南天冠燃料乙醇有限公司	10000
	合 计	23500

资料来源：公司提供

目前，公司同各大商业银行建立了良好的合作关系。截至2009年底，公司共获得银行授信额度为1700.00万元，已全部使用。

7. 本期债券偿还能力

公司计划发行企业债券6800万元（以下简称“本期债券”），主要用于公司“新建年产500吨洁霉素高新技术产业化异地扩展二期工程”，本期债券占公司2009年底全部债务的24.95%，对公司现有债务结构影响不大。

以2009年底财务数据为基础，不考虑其他因素进行测算，本期债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至69.05%和61.45%。

从现金类资产和EBITDA对本期债券的覆盖程度看，2009年底公司现金类资产为本期债券的1.64倍，银行存款和库存现金对本期债券的保护倍数为0.13倍。2009年EBITDA/本期

债券为 0.78 倍。2009 年公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖倍数为 8.03 倍。

总体看，公司对本期债券的保护程度一般。

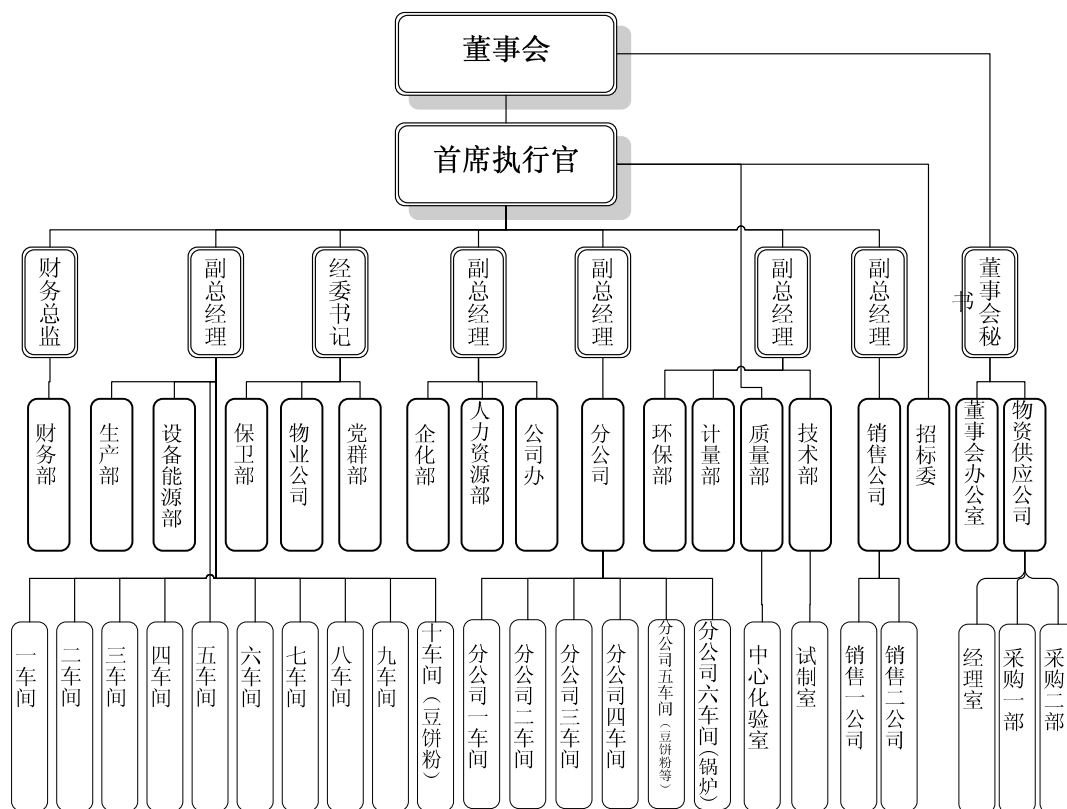
七、综合评价

公司是国内最大的洁霉素等原料药生产和销售企业，经营历史悠久，技术研发能力较强，内部管理机制较为完备和规范，高层管理综合素质较高。

目前公司资产质量较好；有息债务全部为短期债务，债务负担偏重；盈利能力近三年持续下降；整体偿债指标一般，且对外担保额度较大。

综合看，公司整体信用风险一般。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 2007~2009 年资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	481.86	13890.11	11125.40	380.50
交易性金融资产				
应收票据	0.00	627.85	117.90	
应收账款	422.89	2259.96	3150.29	172.94
预付款项	1042.18	4130.18	4461.18	106.90
应收利息				
应收股利				
其他应收款	156.75	3583.09	6539.33	545.89
存货	4743.37	12118.92	9199.08	39.26
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	
其他流动资产	206.92	239.55	591.63	69.09
流动资产合计	7053.97	36849.65	35184.82	123.34
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资				
投资性房地产				
固定资产净额	26982.24	24087.29	25700.84	-2.40
在建工程	65.68	2535.18	877.44	265.51
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	329.75	404.08	399.51	10.07
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用	0.00	0.00	76.54	
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	27377.66	27026.54	27054.34	-0.59
资产总计	34431.64	63876.19	62239.15	34.45

附件 2-2 2007~2009 年资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	3600.00	13100.00	17000.00	117.31
交易性金融负债				
应付票据	0.00	12200.00	10250.20	
应付账款	1862.60	5355.72	7661.75	102.82
预收款项	1002.34	1264.93	1012.41	0.50
应付职工薪酬	509.18	316.39	316.39	-21.17
应交税费	1175.36	1616.64	200.02	-58.75
应付利息				
应付股利	5171.02	4673.30	0.00	-100.00
其他应付款	1077.19	4312.31	2862.11	63.00
预计负债				
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	0.00	739.06	592.09	
流动负债合计	14397.69	43578.34	39894.97	66.46
非流动负债：				
长期借款				
应付债券				
长期应付款				
专项应付款	1238.50	500.00	979.00	-11.09
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	1238.50	500.00	979.00	-11.09
负债合计	15636.19	44078.34	40873.97	61.68
所有者权益：				
实收资本(或股本)	13951.78	13500.00	13500.00	-1.63
资本公积	810.40	2605.46	2605.46	79.31
减：库存股				
盈余公积	1568.94	1864.20	2020.93	13.49
未分配利润	2464.33	1828.20	3238.79	14.64
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	18795.45	19797.85	21365.18	6.62
少数股东权益				
所有者权益合计	18795.45	19797.85	21365.18	6.62
负债和所有者权益总计	34431.64	63876.19	62239.15	34.45

附件 3 2007~2009 年利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、营业收入	55637.75	48283.11	51677.22	-3.62
减: 营业成本	46831.84	40474.90	43204.82	-3.95
营业税金及附加	271.96	25.93	0.00	-100.00
销售费用	558.70	827.44	1043.19	36.65
管理费用	2851.64	3438.50	4797.19	29.70
财务费用	1108.32	642.83	1315.28	8.94
资产减值损失				
加: 公允价值变动收益				
投资收益				
其中: 对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	4015.29	2873.51	1316.74	-42.73
加: 营业外收入	71.13	279.73	781.69	231.50
减: 营业外支出	19.00	67.51	254.52	266.00
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	
三、利润总额	4067.42	3085.74	1843.91	-32.67
减: 所得税费用	1342.25	537.86	276.59	-54.61
四、净利润	2725.17	2547.88	1567.32	-24.16
其中: 归属于母公司的净利润	2725.17	2547.88	1567.32	-24.16
少数股东损益				

附件 4-1 2007~2009 年现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 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	61878.17	51362.01	54619.20	-6.05
收到的税费返还	0.00	0.00	12.30	
收到的其他与经营活动有关的现金	71.13	599.38	2.84	-80.02
经营活动现金流入小计	61949.30	51961.39	54634.34	-6.09
购买商品、接受劳务支付的现金	48343.35	38600.43	43209.33	-5.46
支付给职工以及为职工支付的现金	3734.50	4105.99	3998.50	3.47
支付的各项税费	2000.65	1330.76	2778.95	17.86
支付的其他与经营活动有关的现金	1983.77	2385.71	3377.54	30.48
经营活动现金流出小计	56062.27	46422.89	53364.32	-2.44
经营活动产生的现金流量净额	5887.03	5538.50	1270.02	-53.55
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	4.00	288.91	5.93	21.75
处置子公司及其他单位收到的现金净额				
收到的其他与投资活动有关的现金	1267.64	0.00	0.00	-100.00
投资活动现金流入小计	1271.64	288.91	5.93	-93.17
购建固定资产、无形资产等支付的现金	3844.37	2385.32	2774.26	-15.05
投资支付的现金				
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	3844.37	2385.32	2774.26	-15.05
投资活动产生的现金流量净额	-2572.72	-2096.41	-2768.33	3.73
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金				
取得借款收到的现金	3800.00	23200.00	18000.00	117.64
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金		12612.97		
筹资活动现金流入小计	3800.00	35812.97	18000.00	117.64
偿还债务支付的现金	7000.00	10600.00	14100.00	41.93
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	210.07	13564.00	1315.28	150.22
支付其他与筹资活动有关的现金	90.89	1682.81	3851.11	550.94
筹资活动现金流出小计	7300.96	25846.81	19266.39	62.45
筹资活动产生的现金流量净额	-3500.96	9966.16	-1266.39	-39.86
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-186.65	13408.25	-2764.70	284.86
加: 期初现金及现金等价物余额	668.51	481.86	13890.11	355.82
六、期末现金及现金等价物余额	481.86	13890.11	11125.40	380.50

附件 4-2 2007~2009 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	2725.17	2547.88	1567.32	-24.16
加: 资产减值准备	-8.35	0.00	0.00	-100.00
固定资产折旧及其他	2673.21	2898.78	2740.87	1.26
无形资产摊销	6.10	11.41	4.56	-13.55
长期待摊费用摊销	-4.36	0.00	0.00	-100.00
处置固定资产、无形资产等损失	0.00	50.37	90.58	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	1108.32	642.83	1315.28	8.94
投资损失				
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-543.45	-7375.55	2919.83	
经营性应收项目的减少	24.09	-2398.56	-12405.56	
经营性应付项目的增加	-93.71	9161.34	5037.13	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	5887.03	5538.50	1270.02	-53.55
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	481.86	13890.11	11125.40	380.50
减: 现金的期初余额	668.51	481.86	13890.11	355.82
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	-186.65	13408.25	-2764.70	284.86

附件 5 主要财务指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	131.57	29.17	16.79	43.46
存货周转次数(次)	9.87	4.80	4.05	5.44
总资产周转次数(次)	1.62	0.98	0.82	1.03
现金收入比(%)	111.22	106.38	105.69	107.00
盈利能力				
营业利润率(%)	15.34	16.12	16.39	16.10
总资产收益率(%)	16.83	7.41	4.69	7.94
净资产收益率(%)	14.50	12.87	7.34	10.43
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	16.07	56.10	56.05	48.07
资产负债率(%)	45.41	69.01	65.67	62.62
偿债能力				
流动比率(%)	48.99	84.56	88.19	79.26
速动比率(%)	16.05	56.75	65.14	52.80
经营现金流动负债比(%)	40.89	12.71	3.18	13.58
EBITDA 利息倍数(倍)	7.45	8.57	7.42	7.77
全部债务/EBITDA(倍)	0.46	3.73	5.14	3.78
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.92	0.14	-0.05	0.20
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	3.17	4.34	-2.10	0.89

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年年复合增长率为率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年年复合增长率为率	
主营业务收入年年复合增长率为率*	
利润总额年年复合增长率为率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
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%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(主营业务收入-营业成本-营业税金及附加) / 主营业务收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/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

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务