

信用等级公告

联合[2009] 133 号

联合资信评估有限公司通过对湖北三环发展股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

湖北三环发展股份有限公司
2009 年度企业主体长期信用等级为
BB⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年五月十五日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

湖北三环发展股份有限公司

2009 年度企业主体长期信用评级报告

评级结果: BB⁺
评级展望: 稳定
评级时间: 2009 年 5 月 15 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
资产总额(万元)	5136.28	8360.07	12573.36
所有者权益(万元)	2533.08	4061.47	5000.84
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	1290.00	1361.62	1673.40
主营业务收入(万元)	2645.14	5175.75	8632.84
净利润(万元)	88.66	328.40	939.37
EBITDA(万元)	199.64	434.74	1119.07
经营性现金流量净额(万元)	-201.86	-481.06	60.32
主营业务利润率(%)	29.42	38.23	37.66
净资产收益率(%)	3.50	8.09	18.78
资产负债率(%)	50.68	51.42	60.23
全部债务资本化比率(%)	33.74	25.11	25.07
流动比率(%)	171.17	178.28	149.43
全部债务/EBITDA(倍)	6.46	3.13	1.50
EBITDA 利息倍数(倍)	2.43	5.72	7.91
EBITDA/本期债券额度(倍)	0.10	0.22	0.56

注: 公司执行企业会计准则和《企业会计制度》

分析师

吕明远

电话 010-85679696-8892

邮箱 lvmy@lianheratings.com.cn

张华

电话 010-85679696-8827

邮箱 zhanghua@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对湖北三环发展股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为国内专业的高压变频器生产厂商,在行业前景、技术研发、内部管理、市场拓展等方面具有一定优势。近年来,公司业务快速发展,销售规模不断扩大,盈利能力有所增强。联合资信同时也关注到应收账款和存货规模大、经营活动获现能力弱等因素给公司未来发展带来的不利影响。

高压变频节能技术应用领域广,市场容量大,在国家相关政策的支持下,发展前景良好。未来随新建产能投产,公司产品种类将有所拓展,收入水平和利润规模有望持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 高压变频节能技术应用领域广,市场容量大,在国家相关政策的支持下,发展前景良好。
2. 作为专业高压变频器生产厂商,公司在技术研发方面具有一定优势。
3. 公司部分股东具有电力行业背景,有利于公司拓展电力行业变频设备市场。
4. 公司法人治理结构较为完善,内部管理水平较高,质量管理规范。
5. 公司收入规模持续增长,盈利能力有所改善,有息债务负担较轻。

关注

1. 行业竞争加剧,公司产品平均售价出现下滑。
2. 公司存货和应收账款规模大,整体资产质量一般,经营活动获取现金能力弱。
3. 本次债券发行对公司的债务水平影响大。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与湖北三环发展股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与湖北三环发展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。
- 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。
- 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，未因湖北三环发展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。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由湖北三环发展股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 湖北三环发展股份有限公司企业主体长期信用等级自 2009 年 5 月 15 日至 2010 年 5 月 14 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内湖北三环发展股份有限公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

湖北三环发展股份有限公司（以下简称“公司”）是经鄂体改（1992）29号文批准，于1992年11月，由华中电业管理局、湖北省人民政府发展研究中心、湖北省电力局、东风汽车有限公司、葛洲坝电厂、交通银行武汉分行、武汉市保险公司、武汉铁路分局、湖北省金属材料有限公司等单位发起成立的股份制企业，初始注册资金1200万元。1996年12月经鄂体改（1996）303号文批准，公司转为募集设立的股份有限公司，湖北省政府发展研究中心、湖北省电力公司、葛洲坝电厂、武汉钢铁公司、东风汽车公司、武汉市保险公司、湖北省金属材料总公司为公司的发起人，总股本增加至2754.85万元，其中法人股2494万股，职工个人股260.85万股。后经数次股权转让和股本扩充，截至2008年底公司总股本为5255.25万元，其中法人股4698.4万股内部职工股556.85万股。目前公司的前五大股东分别为，北京国通资产管理有限责任公司，持股比例为28.54%；公司高管人员和技术骨干合计持股10.60%（其中总经理王宏英持股比例为10.10%）；华中电网有限公司持股比例为7.39%；湖北省电力有限公司持股比例为7.33%；武汉武大科技园有限公司持股比例为5.71%（公司详细股权结构详见附件1）。

公司主营高压电机领域的高科技节能产品研发、生产、营销及服务，目前主导产品为高压变频节能设备。

公司下设行政部、财务部、研发部、预研部、质量管理部、计划采购部、生产部、技术支持部、营销部、大客户部、南方销售大区、北方销售大区等12个职能部门。

截至2008年底公司资产规模12573.36万元，所有者权益5000.84万元；2008年，公司实现主营业务收入8632.84万元，净利润939.37万元。

公司注册地址：武汉东湖高新区武大科技

园创业楼；法定代表人：刘健。

二、行业分析

公司目前的主导产品为高压变频节能设备，高压变频器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

产品概述

变频调速节电技术目前是一种较为成熟的电动机节能技术，在发达国家已经得到广泛的普及。变频节能技术是通过在电源与电动机之间安装变频调速系统，改变频率和输出电压自动调节电动机的运行转速，提高电动机系统的运行效率，实现节能降耗的目的。国内习惯上把额定电压超过3kV的电机称为高压电机，相应地把高压电机配备的变频器称为高压变频器。高压变频器的节能效果主要是针对以下两种情况，第一种是国内传统工业设计思路中节能意识淡薄，在电动机配置选型时均留有较大的余量，“大马拉小车”的情况较为普遍，即在只需1000kw的输出功率时配备一个1800kw的电机，造成了功率和能耗的浪费；另一种常见的情况是生产中需要电动机产生可变的能量输出，如果不安装变频器，电动机会一直以额定功率满负荷运转，输出的风量或流量的调节是通过改变管道挡板的开张度来实现的，一方面造成能耗的浪费，另一方面也由于风量（流量）对挡板冲击产生的振动，影响设备的工况和可靠性。高压变频器能够通过调整电动机的转速调节其能量输出，而对于电动机来说，大体上能量的消耗与速度的3次方成正比，若速度降低至原来的1/2，能量就减少为原来的1/8，因此高压变频器具有较好的节能效果。目前国内市场高压变频设备的投资回收期一般为18-36个月，而设备的使用寿命一般为10-12年。除具有节能效果以外，变频器的速度控制效果也能应用于工业生产中精

密工艺的流程控制，对于改善设备工况，提供工艺水平具有较好的效果。

市场容量

高压变频器主要用于大型电动机，尤其是风机、水泵、压缩机类负载，目前应用较为广泛的行业包括电力、冶金、石化等（见表1），其中电力行业是最大下游用户，其需求占比超过40%。

表1 高压变频器主要应用行业及设备

行业	主要应用设备
电力	送风机、引风机、一次风机、凝结泵、循环泵
冶金	除尘风机、煤气鼓风机、冲渣泵、循环泵
石化	注水泵、空压机、输油泵
水泥	回转窑通风机、生料研磨机、压力送风机
矿产	矿井通风机、渣浆泵
给排水	送水泵、提水泵
造纸	制浆机
环保	污水泵、环保泵、清水泵

资料来源：公开资料整理

据中国《电动机调速技术产业化途径与对策的研究》报告披露，目前中国发电总量中，约66%被电动机所消耗。目前，国内各类电动机装机容量合计超过5.8万kw，其中高压电动机约占50%，高压电动机中近70%拖动的负载是风机、泵类、压缩机，其中一半适合实施变频调速改造。目前高压变频器产品每kw的行业平均估计售价在700-1200元，因此保守估计因现有存量电动机改造需求产生的市场容量在700亿元以上。同时由于目前高压电动机和变频器的集成整合技术仍不够成熟，且成本较高，新投建的高压电动机设备仍需另外配套变频装置，由此也会对高压变频设备产生一定需求。

高压变频技术从20世纪90年代进入国内市场，初始阶段由于用户对其节能效果认可程度有限，以及自身在技术和价格方面的局限性，高压变频产品市场发展缓慢。过去几年，在宏观经济快速增长的背景下，国内出现了电力能源供应偏紧的局面，全社会的节能环保意识逐步提高，国家也逐步推行节能环保相关政

策。同时随着国产设备低价冲击市场，行业内产品的平均售价大幅降低，高压变频器客户的投资回收期缩短至18-36个月，下游客户对高压变频器节能效果的认可程度有大幅改善，产生大量潜在的自发需求，市场由培育期逐步进入快速增长期，整体市场规模实现快速扩张，2007年全行业新增订单金额16.5亿元（见表2），2008年初步统计的市场容量约为30亿。目前，国内市场存量高压电动机的变频化改造比例仍很低，根据《中国电动机调速技术产业化途径和对策研究》的估算2007年约为1.80%，2008年约为2.90%，未来几年行业将迎来存量电机改造的高峰，市场规模将持续高速增长，根据慧聪网预测2010年国内高压变频器行业的市场容量接近60亿元，2012年将超过100亿。

表2 近年国内高压变频器市场变动情况

	2004年	2005年	2006年	2007年
当年新增订单(台)	550	800	1200	2000
市场规模(亿元)	4.8	6.8	10.2	16.5
市场规模增长率(%)		41.67	50.00	61.76

资料来源：中国电器工业协会变频器分会

竞争格局

高压变频设备从上世纪九十年代开始由外国厂商引入中国市场，由于较高的技术壁垒，在2000年以前整个国内市场几乎都被包括西门子、罗宾康、东芝、日立和ABB在内的国外厂商所垄断。2000年以后，国产高压变频产品逐步进入市场，尤其从2003年开始，随着国内重点厂商实现产业化生产，内资厂商凭借极具优势的价格、本土化的技术解决方案和高效的销售和服务响应体系开始迅速的抢占国外厂商的份额，根据中国电器工业协会变频器分会的统计，截至2007年国内厂商的市场占有率已接近80%，但国外厂商凭借其技术上的优势仍垄断了主要的高端市场。目前国内高压变频器的生产商有30家左右，具有一定规模的在10家左右，其中行业中的龙头企业借助于市场先入优势以及在资金、技术方面的

实力已体现出较为明显竞争优势，其在国内厂商份额中的占有率在 40% 以上，而市场占有率排前十名的其他企业，相互间竞争实力较为接近。

2. 行业关注

政策推动行业快速发展

中国能源性资源产品相对不足，多年来粗放式型的经济增长方式进一步加剧了资源不足的矛盾。因此近年来，国家推出了多项相关政策来推动全社会开展节能降耗和资源综合利用，高压变频技术作为一种成熟、有效的节能技术在发展过程中得到相关政策的大力支持。1997 年中国制定《节能法》并鼓励各行业逐步实现电动机、风机、泵类设备和系统的经济运行，发展电机调速节电和电力电子节电技术，开发、生产、推广质优、价廉的节能器材，提高电能利用效率；国家发改委 2007 年 4 月出台的《能源发展“十一五”规划》中明确规定，到 2010 年实现全国单位 GDP 能耗降低 20% 的节能战略目标。据 2007 年国家信息产业部的研究，为实现 2010 年全国单位 GDP 能耗减少 20% 的发展目标，节能技术的贡献度必须达到 55% 以上。为实现以上目标，国家“十一五”规划将“建设资源节约型、环境友好型社会”列入了基本国策，并提出 10 项重点节能工程，其中包括“电机系统节能”工程，规划中提出从 2007 年开始全面启动电动机系统节能工程各项工作，在重点用电行业节电改造示范的基础上，推广到所有改造行业，每年改造 500 万 kW 的电机设备；同时抓紧实施电动机系统节电工程所需的配套政策、标准、规范的制定，颁布及宣贯；计划到 2010 年共改造 2500 万 kW，实现节电 250 亿 kWh。此外部分行业也出台相关规范推动变频节电技术的应用，目前在电力和水泥行业中，采用变频节能技术已经成为新建项目审批的必要条件。

行业竞争加剧，毛利水平降低

国内厂商刚刚进入市场时，采用低价策略迅速抢占了外资厂商的市场份额，也使行业内产品平均价格大幅下降，但高压变频器作为一种高技术含量产品仍保持了较高的毛利水平。由于较高的毛利率水平以及行业内部分厂家出让技术成果，近年来，行业内国产厂商的数量迅速增加，且主要集中在以国内厂商为主的中低端市场。部分新进厂商为快速提升业绩，大打价格战，行业内产品平均售价进一步下滑，产品毛利率水平也在逐步降低。作为一个研发投入成本高、周期长、风险大的行业，在市场发展初期就陷入价格竞争，对厂商后续的研发投入、市场服务、产品性能提升以及整个行业的发展均有不利影响。

行业长期竞争强调综合实力

高压变频器目前的应用主要配套给电厂及大型工矿企业的核心设备，此类设备均需要长时间连续运转，因此高压变频产品的稳定性和可靠性成为业内厂商的核心竞争要素之一。同时在目前市场需求放量，行业内出现价格竞争的状况下，业内厂商的规模化的生产能力和成本控制手段也成为必须的竞争要素。高压变频产品具有非标准化的特点，在销售过程中均需要进行适当的二次开发，同时在使用过程也会产生较为频繁的维护保养需求，因此长期看布点完善、响应迅速的客户服务体系将成为下游用户选择供应商的重要因素。高压变频系统产品单位价格较高，单体售价一般在 200-500 万元，由于产品本身生产、安装、调试的时间及下游厂商付款方式等因素，产品的结算周期较长，一般在半年以上。由此导致了行业内一些具有技术优势的厂商因资金实力的限制，在市场拓展方面进展较慢。总体看，未来行业内技术领先、成本控制能力强、资金实力雄厚、售后体系完善的厂商才能在市场拓展、客户忠诚度方面建立长期的竞争优势。

新细分市场陆续出现

随着高压变频器技术的成熟和上游元器件

件性能的持续提高、产品在众多行业应用经验的多年积累、以及政府节能降耗政策推动下，高压变频器除了在电力、冶金、石油石化、市政供水等行业得到广泛应用外，更多的行业细分市场开始出现。2007年，各地政府节能降耗政策推动下，高压变频器在水泥、有色、造纸等轻工行业的应用快速铺开，市场发展十分迅速。随着这些政府节能降耗政策逐步落实，高压变频器的行业应用的广度和深度进一步提高，化工、污水处理、采矿等细分行业的市场启动迹象明显。行业内各企业在业务拓展时，除了继续开拓电力、冶金、石油石化等细分市场，发展热点纷纷转向了这些新兴细分市场。

3. 行业发展

2008年以来国内宏观经济增速出现了较快回落，但目前高频变压器的市场需求主要来自现有存量电机的变频化改造。目前国内已完成变频改造的电机占可改造电机的比例还很低，中短期内看行业具有规模庞大的市场容量。从更长期的角度看，未来随着存量电机改造工程逐步完成，其市场需求将出现一定回落，届时市场需求将主要来自新建电机设备配套的高压变频产品。

在目前能源供应紧缺、资源成本上升的背景下，随产品售价的降低和性能的提升，高压变频产品的节能效益越来越显著，应用的细分行业也越来越广泛，下游行业自发需求迅速增长，未来几年在相关政策的推动下，行业仍有望保持目前快速增长的趋势。

未来行业竞争将更加强调产品性能、相关服务支持和厂商在资金和成本控制方面的能力，仅仅依靠价格手段获取订单的厂商难以获得长久发展，行业内价格战的势头可能趋缓。在产品竞争方面，未来随市场的快速扩张，行业内厂商的竞争实力也将得到快速提高，国产厂商将有更多资源投入来提升高端产品的竞争力，逐步将凭借价格和本土化优势进入高端

市场。

总体看，未来几年行业整体具有良好的发展前景，行业内拥有技术优势、完善服务体系和较强资金实力的厂商有望获得较好发展。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司成立于1992年，从1999年开始逐步转型为基于高压变频产品的专业节能服务提供商，截至2008年底，累计销售高压变频产品近500台。作为国内较早掌握高压变频技术的厂商，公司拥有较强的技术实力，尤其是在电力行业中高压变频技术的应用方面，近年来在国产高压变频产品市场中，公司市场份额约保持在5%~10%。公司现已通过国际ISO9001质量管理体系认证，是国家能源标准化技术委员会会员单位，是中国节能产业服务委员会（EMCA）的常务会员单位，2006被评为年度中国节能服务产业十佳企业，2008年被评选为中国节能服务产业知名品牌。

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。

公司董事长刘健女士，1951年生，研究生学历，高级会计师。曾任江西医疗器械厂厂长、北京万东医疗装备股份公司副董事长兼财务总监（上市公司）、北京市国有资产经营有限责任公司董事、副总经理、北京市国通资产管理有限责任公司董事长，2007年2月起任公司董事长。

公司总经理王宏英先生，1963年生，研究生学历（博士在读），高级经济师。曾在华中电管局从事经济研究、机关管理工作，曾任武汉三密科技有限公司总经理，1998年7月起任公司总经理。王宏英先生在节能投资领域及节能计量专业方面有丰富的理论及实践经验，目

前是中国节能协会节能专家库成员。

截至 2008 年底，公司共有在职员工 189 人，按照学历划分，硕士及以上占 15.34%，本科及大专占 74.07%，专科以下占 10.58%；按岗位划分，技术人员占 39.68%，业务人员占 52.38%，管理人员占 7.94%；按照年龄划分，30 岁以下占 48.15%，30~50 岁占 50.79%，50 岁以上占 1.06%。

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，整体文化素质较高。目前公司人力资源构成符合制造行业的特点，能较好的满足公司发展需要。

3. 技术研发实力

公司目前建立了较为完善的项目研发制度和储备人才培养体系，并配备有专业的变频调速实验室。公司的技术研发团队共有 79 人，其中研发中心 35 人，技术支持部门 34 人，包括 5 名博士（博士后）和 15 名硕士。2004 年公司获得了湖北省信息厅软件企业和软件产品登记企业资质认定；2005 年公司被认定为武汉市东湖高新技术开发区高新技术企业；2008 年公司被认定为国家级的高新技术企业。

截至 2008 年底，公司共获得省级科技成果 2 项，市级科技成果 5 项，拥有专利 8 项，其中受让专有技术 1 项，实用新型专利 1 项，软件著作权 1 项，处于公示期的专利 2 项和已经申报中的专利 3 项。公司生产的高压变频产品开创了国内市场中，国产高压变频设备应用于 60 万千瓦和 100 万千瓦超临界发电机组的先河；公司是国内唯一具有自主研发 3.3kv 异电压高压变频反向运用业绩的高压变频厂商。公司于 2006 年被国家发改委和中国电力联合会指定为电力行业高压变频器产品标准的制订者，国家发展和改革委员会 2006 年第 29 号公告，批准了公司起草制定的标准，并于 2006 年 10 月 1 日颁布实施。目前，公司是该行业标准的唯一解释单位。此外，公司还积极通过

相关的知识产权法律法规和有效的激励措施提升技术人员的稳定性来保护公司的技术成果。

公司基于现有的电力电子技术平台还在静止无功补偿装置（SVC、STATCOM）、风电接入系统及分布式电源、钢铁轧机变频器等方面进行了产品研发与技术储备，有多个产品目前进入研发完成阶段。

总体看，在内资的高压变频厂商中，公司拥有较强的研发实力，尤其是在高压变频技术在电力领域的应用方面优势明显。

4. 外部支持

作为专业的节能服务提供商，公司通过了世界银行（WB）、全球环境基金（GEF）、中国节能产业委员会（EMCA）的检验和评定，是世界银行和全球环境基金会在中国扶持的唯一一家高压变频器生产企业，多次获得了其给予的专项节能基金贷款担保支持（委托中投保，对公司银行贷款提供担保，目前相关款项已偿还）。2006 年公司获得了科技部中小企业创新基金提供的 50 万元补贴支持，2007 年公司高压变频器产业化项目获得了中央预算内项目资金支持 240 万元，目前公司的高效节能装置系列新型无功补偿产品产业化项目也正在申请中央预算内项目资金支持。

在税收方面，公司作为国家级的高新技术企业，能够享受 15% 所得税税率优惠政策（公司于 2008 年被认定为国家级高新技术企业，相关资质每 3 年重新审核认定）。

四、管理体制

1. 公司治理

公司作为股份制企业，自成立以来就严格按照《公司法》及相关法律法规制定公司章程，并设立了股东大会、董事会、监事会等完备的法人治理结构，制定了较为完善的三会议事规则，健全了经营管理层的运作体系。

公司股东大会是公司最高权力机关，公司股东大会、董事会、监事会、管理层的建立与活动均严格按《公司法》的规定展开。公司董事会共设董事 7 名，其中独立董事 1 名；监事会成员 3 名，其中职工监事 1 名。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，根据总经理的提名，董事会聘任副总经理、财务、营销负责人等高级管理人员。

目前公司股权结构较为分散，且股东多为国有法人主体，相互间能够形成一定制衡作用，但可能会在一定程度上影响公司日常经营的灵活性和决策效率。

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，公司建立的专门的质量管理部，由总经理直接负责，并依据 ISO9001 质量管理体系标准要求，建立了数量化、分工明确、可执行程度高的质量管理体系，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《固定资产及办公实物资产管理制度》、《成本核算办法》、《货币资金制度》、《财务开支审批权限制度》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。

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，公司重点加强保密制度和激励措施的建设，通过核心技术人员

持股等方式提供员工稳定性，目前公司高管人员和技术骨干合计持股 10.60%。在项目研发过程中，公司成立专门项目小组，实施产品项目负责制，依据项目进度和最终开发成果给予相应的激励。

总体看，作为中小企业，公司建立了较为完善治理结构和管控制度，且在日常运营中能够得到较好的执行。

五、生产经营

1. 经营现状

公司主营高压电机领域的高科技节能产品研发、生产、营销及服务，目前主导产品为高压变频器。公司于 2003 年研制出第一台 1250KW 高压变频器样机，2005 年产品逐步实现了产业化生产，截至 2008 年底公司累计销售高压变频设备近 500 台。近三年，在高压变频设备市场容量快速扩张的背景下，公司凭借产品在技术、性能、价格方面的竞争优势以及股东单位的支持，整体的经营情况保持良好的发展态势，产品产量、年订单金额、营业收入均实现了高速增长（见表 3）。2008 年公司生产各类高压变频设备 220 台，实现主营业务收入 8632.84 万元，新增订单 15000 万元。2006~2008 年，由于行业竞争加剧，公司产品的平均售价有所下滑，但公司通过控制原材料采购价格、提高工艺节约原材料用量以及进一步提升产品附加值等方式，仍保持了较好的利润率水平。

表 3 近三年公司经营情况主要指标

	2006 年	2007 年	2008 年
产量（台）	56	170	220
平均售价（元/kw）	1500	1400	1320
主营业务收入（万元）	2645.14	5175.75	8632.84
主营业务利润率（%）	29.42	38.23	37.66
新增订单金额（万元）	4460	9700	15000

数据来源：公司提供

原材料采购

高压变频设备属精密仪器，使用过程中强

调设备的可靠性,对部分原料部件有较高的要求。因此公司制订了严格而详细的供应商进行评审办法,通过研发、质量管理部协助采购共同把关;对于生产采购及工作成套等实行招标过程执行“ZD-ZG1001-2008《采购管理流程》”,即:每年组织年度公开招标以确立合作框架,对原材料进行分类管理,重要器件以月度或季度议标方式进行采购,随时更新公司成本;每种器件均有3家以上合格供应商,并不断开发和维护后备合格供应商资料库,有力保障产品质量、单位价格、到货周期等关键性指标,在保证产品质量的前提下有效控制采购价格。

公司各类主导产品的制造成本中,原材料占比较高,在60%以上(见表4)。公司目前所采购的主要原材料为变压器和包括IGBT(绝缘栅双极型晶体管)在内的各类电子元器件。目前公司原材料供应基本以买方市场为主,供应充足,不存在因原材料短缺而影响正常生产的状况。公司主要原材料中电子元器件价格相对稳定,变压器与柜体成本在一定程度上受金属材料价格波动的影响,但对毛利率影响不大,同时公司采购招标管理流程的设计也将此类因素对价格的影响进行了把控。目前,公司采购信用期为一般为60-90天。

表4 公司主要产品成本构成

原材料	占采购成本比例(%)	主要供应商
变压器	45	上海吴德、江苏中电、广东伊戈尔
IGBT	10	北京晶川、深圳理查森、武汉新瑞科
柜体	5	武汉宝普、武汉通源、武汉兴园
电线	1	黄石昌达、黄石安瑞

数据来源:公司提供

产品生产

通常情况下,高压变频设备会根据用户的相关配套电机设备、场地限制、工况要求的不同而产生明显的个性化需求,需要进行适当的二次开发,因此高压变频设备通常都采用订单式生产的方式。近年来由于行业发展迅速,公司订单需求旺盛,开工率较高。截至2008年

底,公司已签订待执行的订单金额合计约13000万元。

公司目前的生产场地为租用的性质,年产能约为240台,2008年公司生产各型号的高压变频设备共220台,已接近现有生产条件的最大产量。公司在武汉东湖高新技术产业开发区武大科技园投资新建的生产基地目前已处于竣工决算期,计划于2009年3月投入使用。该基地占地面积12301平方米,建筑面积5962平方米,包含研发行政楼与生产车间。新基地投运后,公司仍将租用现有的生产场地,届时公司高压变频器年产能将达到760台,短期内不会对公司的未来发展形成限制。公司新建的生产线在多数生产工序下兼容公司未来计划生产的SVC无功补偿产品,有利于公司增强成本控制力及在生产经营中的灵活性。

高频变压产品的技术核心在于电路设计以及软件控制系统,因此其整体生产流程相对简单,主要以人工集成、装配为主,完整的生产流程一般需30~40天。高频变压产品对设备可靠性要求较高,公司设有完整、严格的测试流程,包括整机测试、带电负载测试及瞬间断电测试、设备老化测试等等,以保证产品的品质。

产品销售

公司目前建立了直销和代理并行发展的营销体系,拥有以公司、片区、办事处为核心的三级网络,在全国建立了北京、沈阳、上海、重庆、西安、广州、武汉七个营销大区及用户服务中心,有自己稳定的用户群,积累了深厚的社会资源及品牌效益。

从销售结构看,由于公司在电力行业高压变频技术运用方面具有较强的竞争优势,以及公司部分股东具有电力行业背景,电力企业目前是公司最主要的客户群,电力行业的销售业绩约占总销售业绩的40%,公司第二大销售客户群为冶金行业,第三大销售客户群为水泥行业,分别占销售总业绩的20%和15%。目前公司的主要客户包括多家五大电力集团的下属

电厂，以及武汉钢铁集团、邯郸矿业集团、河南神火铝业股份有限公司等。

公司销售结构中电力企业占比较大的特点使公司经营过程中承受了较大资金压力，主要原因是由于电力企业在设备采购过程中，多采用“1-8-1”的付款方式，即合同签订后预付合同价款10%作为定金，到货安装、调试完成后再支付80%，并扣留10%的售后质保金，一般在一年后支付。高压变频产品单体价值大，在生产、安装调试期间，公司要垫付大量的原材料采购款，2005~2006年，在产品产业化初期，流动资金紧张在一定程度上限制了公司的发展速度。目前，公司流动资金状况仍较为紧张，公司计划在2009年适当的放缓扩张速度，加大应收账款管理，提高回款率，缓解流动资金压力。

2. 经营效率

2006年~2008年，公司资产总额年均增长56.46%，主营业务收入年均增长80.66%，净利润年均增长225.50%，所有者权益年均增长40.51%，其中部分来自于股东注资。总体看，公司增长质量较好。

2006年~2008年，由于应收项目（应收账款+应收票据）与主营业务收入增长水平相近，公司销售债权周转次数基本稳定，2008年为1.84次。同期，得益于收入规模的快速扩张，公司存货周转次数和总资产周转次数均有所提高，2008年分别为1.78次和0.82次。总体看，公司整体经营效率一般。

3. 未来发展

公司未来的发展战略是以电力电子产品及其控制技术为依托，发挥产品技术先进性与服务差异化等竞争优势，协调解决好产品应用与发展问题的同时，利用前期铺垫的市场、人才、技术与资金等优势进一步开拓市场，提升公司的市场占有率与品牌知名度，成为国际一流的电力电子产品及控制系统集成供应商。

在具体的产品和技术方面，公司计划利用目前已有的在电力电子器件方面的技术优势，以变频器技术为主，发展交直交轧机变频器技术，船舰驱动一体化技术、风电变频器技术；以电能质量与可靠性为方向，发展快速大型动态无功补偿器技术、大型有源滤波器技术；以变频器技术为依托发展大型软起动器技术。

近期，公司主要的投资项目为新型 SVC 无功补偿产品产业化项目。无功补偿设备是一种新型的高效节能装置，平均的节电效率在30%左右，主要应用于电网输配电变电站、电力机车牵引变电站以及重负荷工业企业变电站，采用无功补偿技术可以有效平衡电力传输系统中的无功功率水平，降低电网系统的线损和电力传输能耗，节约电能，保证电网电压的稳定，提高供电质量。

目前在欧美主要的发达国家，无功补偿技术在重工业企业解决电能质量问题、节约电能消耗时已得到广泛的应用。相关技术产品在上世纪90年引入国内，但一直到近年产品市场才得到较快发展。行业发展初期，市场全部由德国、美国、日本厂商垄断，自2004年起，随国内自主知识产权SVC无功补偿产品进入实用化阶段，国产设备开始逐步进入市场，目前的市场占有率约为30%。公司目前的无功补偿技术是在基于公司现有的高压变频技术的基础上，由公司与武汉大学联合研制，以完全适合国家电网及工业用户特点为设计依据，完全实现了补偿能力强、功能完备、安全可靠、工程实施便利的设计目标，达到国内先进水平。该研发项目已通过由武汉大学、华中科技大学等技术专家和顾问评审组的方案论证评审，产品样机已于2008年通过国家电网公司武汉高压研究所测试。

公司本次计划发行债券2000万元，全部用于SVC无功补偿产品产业化项目。该项目投资8125万元，其中建设投资6356万元，建设期利息149万元，流动资金1620万元。项目投产后，公司每年可生产静止无功补偿装置50套，同步

无功补偿装置10套，可实现销售收入8200万元。

SVC无功补偿产品在技术上与公司现有的高压变频产品属同源，生产过程中所需要的原材料和主要零部件也均相近，主要差别在于集成控制系统。公司新建的高压变频产品的生产线在多数工序上都兼容SVC无功补偿产品。新生产线投产后，公司高压变频产品的年产能将达到760台，但短期内会存在一定的闲置产能，公司计划在短期内先利用该部分产能生产SVC无功补偿产品，待日后产能达到上限后，再进行无功补偿产品产能扩建投资。此次募集资金将主要用于满足SVC无功补偿产品生产过程中的流动资金需求，以及少量生产设备的投资。在公司新建厂区投运后，公司即具备SVC无功补偿项目的生产能力。

未来，公司业务仍将围绕提供节能技术产品展开，具体产品将包括高压变频器和无功补偿产品。相关产品在国家目前节能减排的政策背景下具有较好的发展前景，公司收入规模有望在新建厂区投产后保持较快增长。新建产能投产后能够满足公司近期发展的要求，短期内新增大规模资本支出的可能性较小。

六、财务分析

公司提供的2006年~2008年的会计报表由武汉众环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。公司执行财政部颁布的企业会计准则和《企业会计制度》及其有关规定。公司无下属子公司，近三年不存在因合并范围变化对财务数据产生的影响，财务报告可比性强。

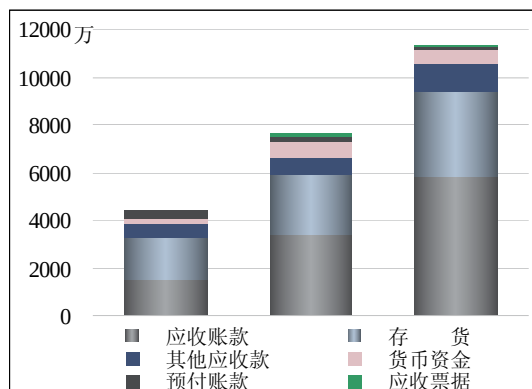
截至2008年底，公司资产规模12573.36万元，所有者权益5000.84万元；2008年，公司实现主营业务收入8632.84万元，净利润939.37万元。

1. 资产质量

2006年~2008年，公司资产规模保持高速增长，年均复合增长达到了56.46%，截至2008年底资产总额合计12537.86万元，增长主要来自股本、未分配利润和银行借款。同期，公司资产结构较为稳定，以流动资产为主，截至2008年公司资产构成中流动资产占比为90.00%、固定资产占4.17%、无形资产占比为3.38%，长期投资和其他资产占比很小。

2006年~2008年，公司流动资产实现了年均59.36%的增长，主要来自业务扩张引起的货币资金、应收账款和存货的增长。截至2008年底，公司流动资产总计11315.82万元，主要以货币资金（占5.04%）、应收账款（占51.25%）、存货（占31.86%）和其他应收款（占10.15%）为主（见图1）。

图1 2006~2008年公司流动资产构成



数据来源：公司提供

2006~2008年，公司货币资金增长较快，截至2008年底为570.52万元，货币资金规模较小。

公司目前主营的高压变频器产品存在一段建设安装周期，并需要预留一定售后服务保证金，整体结算周期较长。受此影响，近三年随业务规模快速扩张，公司应收账款大幅增加，年均增速为94.18%，高于主营业务收入增速（80.66%），截至2008年底公司应收账款合计5799.17万元。从应收账款账龄看，1年以内占71.24%，1~2年的占25.56%，2~3年占3.11%，3年以上占0.09%。从应收账款集中度

看，前五名欠款单位合计占比 41.09%，集中度较高。公司采用备抵法核算坏账损失，年末按应收款项余额的 5%计提。公司两年以内的应收账款的主要欠款单位均为大型电力、工矿企业，该部分欠款风险相对较小；两年以上的应收款中的部分欠款是由公司早期经营计算机业务时所产生，未来收回存在一定不确定性，但该部分欠款数额较小，对公司应收账款质量影响不大。

生产规模的扩大使公司存货快速增加，2006 年～2008 年公司存货年均复合增长 43.26%，2008 年底净额为 3585.24 万元，其中原材料占 17.53%、在产品占 20.94%、分期收款发出商品占 50.52%，半成品占 5.34%，其他合计占 5.67%。公司对存货按成本与可变现净值孰低法单项计提跌价准备，产品生产所需的主要原材料中各类电容价格相对稳定，变压器受有色金属价格影响有所波动，2008 年底公司对原材料计提跌价准备 8.27 万元。

2006 年以来，公司其他应收款规模持续增长，截至 2008 年底合计 1148.87 万元，主要为建设新厂房支付的工程款（工程目前处于竣工结算期，由于收款方未开据发票，暂时列示与其他应收科目）以及股东间的往来款和投标保证金等。从帐龄上看，1 年以内的占 93.84%，1～2 年的占 4.49%，2～3 年占 1.66%。截至 2008 年公司对其他应收款计提坏账准备 60.47 万元。

截至 2008 年底公司长期股权投资 307.70 万元，为当年新增的对北京兴启源节能科技有限公司的投资。

2006 年～2008 年，公司固定资产保持小幅增长，截至 2008 年底为 524.30 万元，其中固定资产原值为 594.48 万元，累计折旧 207.55 万元，在建工程为 136.88 万元，固定资产主要为房屋建筑物、办公设备和运输设备。公司新建的厂房及办公楼目前累计投入约 700 万元，工程目前处于结算阶段，由于工程方未开据相关发票，约有 400 万元目前列示于其他应收科

目中的往来款项下，未来相关票据齐备后即可转入固定资产科目。公司新建办公楼及原有部分房产已被抵押给第三方担保结构和商业银行，作为公司银行贷款的抵押品（合计贷款金额为 1600 万元）。

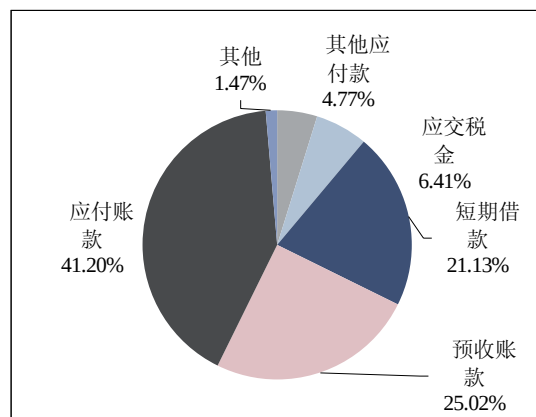
近三公司无形资产增长较快，截至 2008 年底为 425.53 万元，其中包括公司新建厂区的土地使用权（260 万元），以及在变频器和无功补偿方面的专利技术。

总体看，公司资产过多集中于流动资产，流动资产中，应收款项和存货占比大，整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

2006 年～2008 年，公司所有者权益年均复合增长 40.51%，主要来源于股东注资和盈利增加。截至 2008 年底，公司所有者权益共计 5000.84 万元，其中实收资本为 5255.25 万元、盈余公积 658.15 万元、未分配利润-320.22 万元。公司累计的未分配利润表现为净亏损一方面来自公司早期在转做高压变频器前由原有的计算机业务和其他业务产生的亏损，另一方面是在 2004 年左右，公司在开发高压变频技术时研发费用投入较大，且生产了价值超过 700 万元的样机而未形成销售收入。总体看，公司所有者权益稳定性好。

图 2 截至 2008 年底公司流动负债构成



数据来源：公司财务报表

2006 年～2008 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 70.56%，截至 2008 年底，公司负债总额 7572.52 万元，全部为流动负债，构成以短期借款（占 21.13%）、应付账款（占 41.20%）和预收账款（占 25.02%）为主（见图 2）。

2006 年～2008 年，公司短期借款小幅增长，截至 2008 年底为 1600 万元，其中 1000 万元为由武汉信用风险管理公司提供担保的第三方担保借款，600 万元为以自有资产提供抵押的银行借款。

公司应付账款规模较大，截至 2008 年底为 3119.58 万元，主要为原材料采购款及少量未支付的新厂区 and 办公楼的工程建设款。

截至 2008 年底，公司预收账款 1894.33 万元，主要是高压变频设备采取定制化生产方式，销售合同签订后公司会按合同价款收取一定比例的保证金。

近三年，公司经营规模扩大并投资建设新厂区及办公楼，在流动资金需求和资本支出增长推动下，公司整体负债水平上升较快，资产负债率由 2006 年底的 50.68% 上升为 2008 年底的 60.23%。公司负债中有息债务比例较小，且近年增长较缓，整体的债务负担较轻，得益于 2007 年股东增资，公司全部债务资本化比例大幅降低，2008 年底为 25.07%。

总体看，公司负债水平偏高，但其中有息债务占比较小，整体债务负担较轻。

3. 盈利能力

2006 年～2008 年，在高压变频产品市场容量快速扩张的背景下，公司主营业务收入也实现了持续的高速增长，年均增速为 80.66%，2008 年实现主营业务收入 8632.84 万元。近三年，公司产品平均售价持续下滑，但得益于部分原材料价格下降以及设计方案改进节约材料用量，公司主营业务利润率仍保持较好水平，2008 年为 37.66%。

近三年，公司在技术研发、营销网络布局及售后体系方面投入较大，期间费用增长较

快，占主营业务收入比例呈上升趋势，但得益于主营业务利润率的提升，公司营业利润仍增长强劲，年均增速为 186.98%，2008 年实现营业利润 728.25 万元。

2006～2008 年，公司利润总额和净利润保持高速增长，2008 年均均为 939.37 万元，目前公司累计的未分配利润表现为净亏损，可抵扣所得税，公司近三年无所得税支出。从盈利指标看，近三年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈上升趋势，尤其是 2008 年有大幅提升，分别达到了 16.19% 和 18.87%，一方面是来自经营性利润的增加，另一方面公司 2008 年所获得的 240.10 万元补贴收入对净利润有明显的增厚作用。

总体看，近年来公司各项盈利指标均持续提高，处于较好水平，但目前整体的利润规模仍偏小。未来可抵扣所得税的净亏损被弥补之后，公司的盈利会受到一定影响，但长期看，公司的盈利能力随收入规模扩大仍有望保持增长。

4. 现金流分析

经营活动现金流方面，2006～2008 年，公司销售商品、提供劳务收到现金年均增速为 10.39%，与主营业务收入增速基本相当（11.49%）。同期，公司现金收入比率由 2006 年的 106.59% 下降为 2008 年的 69.93%，主要原因是公司从 2007 年期开始接受银行承兑汇票作为客户结算方式，但为将该部分款项计入经营活动的现金流入科目。2006～2008 年受存货和应收账款持续增长的影响，公司经营活动产生的现金净额始终保持在较低水平，三年分别为 -201.86 万元、-481.06 和 60.32 万元。公司目前经营性现金流状况较差，主要是高速扩张阶段，下游占款较为严重所引起，公司计划在 2009 年适当放缓扩张速度（预计 2009 年收入增速约为 30%），缓解流动资金压力。

2006 年～2008 年，公司投资活动未产生现金流入。同期，公司投资活动的现金流出也

保持在较低水平，近三年分别为 306.53 万元、158.98 万元和 349.69 万元。

公司经营活动获现能力较弱，经营规模扩大所需资金主要来自银行借款及股东投入等融资方式；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；2006 年~2008 年公司筹资活动累计产生现金净流入 1741.77 万元，其中 2008 年为 211.66 万元。

总体看，公司目前收入实现质量较差，经营活动获现能力较弱，公司需加大对应收款项和存货的管理力度。

5. 偿债能力

2006 年~2008 年，受其他应付款快速增长的影响，公司流动比率和速动比率有所降低，2008 年底分别为 149.43%和 102.09%，目前公司流动资产高度集中于应收款项和存货，合计占流动资产的 93.08%，公司短期的支付能力远低于指标所反映。近三年，受经营活动获现能力较差的影响，公司经营现金流动负债比率指标较低，2008 年为 0.80%。总体看，公司短期偿债能力较弱。

近三年，公司利润的大幅增加致使 EBITDA 快速增长，利息支出增长则相对较缓，公司 EBITDA 利息保护倍数由 2006 年的 2.43 倍上升为 7.91 倍。同期，EBITDA 的增长速度高于全部债务的增速，公司全部债务/EBITDA 倍数由 2006 年的 6.46 倍下降到了 2008 年的 1.50 倍。总体看，公司 EBITDA 对利息和全部债务的保障能力较强。

截至 2008 年底，公司获得的商业银行贷款均为非循环授信的抵押或保证借款，目前公司主要的固定资产均已抵押，公司间接融资能力有限；公司无对外担保事项。

6. 本期债券偿债能力

2009 年公司计划通过发行债券募集资金 2000 万元，全部用于投资“SVC 无功补偿产品产业化”项目。本期计划发行债券额度为公

司 2008 年底总债务的 119.52%，对公司现有债务结构影响较大。

以公司 2008 年底财务数据为基础，在不考虑其他因素的情况下，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分别由 2008 年底的 60.23%和 25.07%上升到 65.59%和 42.35%，本次债券发行将使公司债务负担显著加重。

从经营性现金流和 EBITDA 对本期债券的保障程度来看，2008 年公司 EBITDA/债券余额为 0.56 倍，EBITDA 对本期债券保障程度较好；经营性现金流净额/债券余额为 0.03 倍，经营性现金流净额对本期债券覆盖程度低。截至 2008 年底，公司现金偿债倍数为 0.30 倍，现金类资产对本期债券的覆盖程度适中。

七、综合评价

高压变频调速技术是一种有效的电动机节能技术，在国内存量电动机市场中具有大量的潜在需求，目前在国家大力推行节能减排政策的背景下，高压变频产品具有良好的发展前景。

公司作为专业化的节能技术提供厂商在部分细分产品方面具有较强的技术优势，公司治理结构完善，管理水平较高。近年来，公司主营业务收入快速扩张，盈利水平保持增长，整体债务负担有所降低；目前公司债务结构不合理，应收账款和存货规模较大，资金占用规模较大，整体资产质量一般。

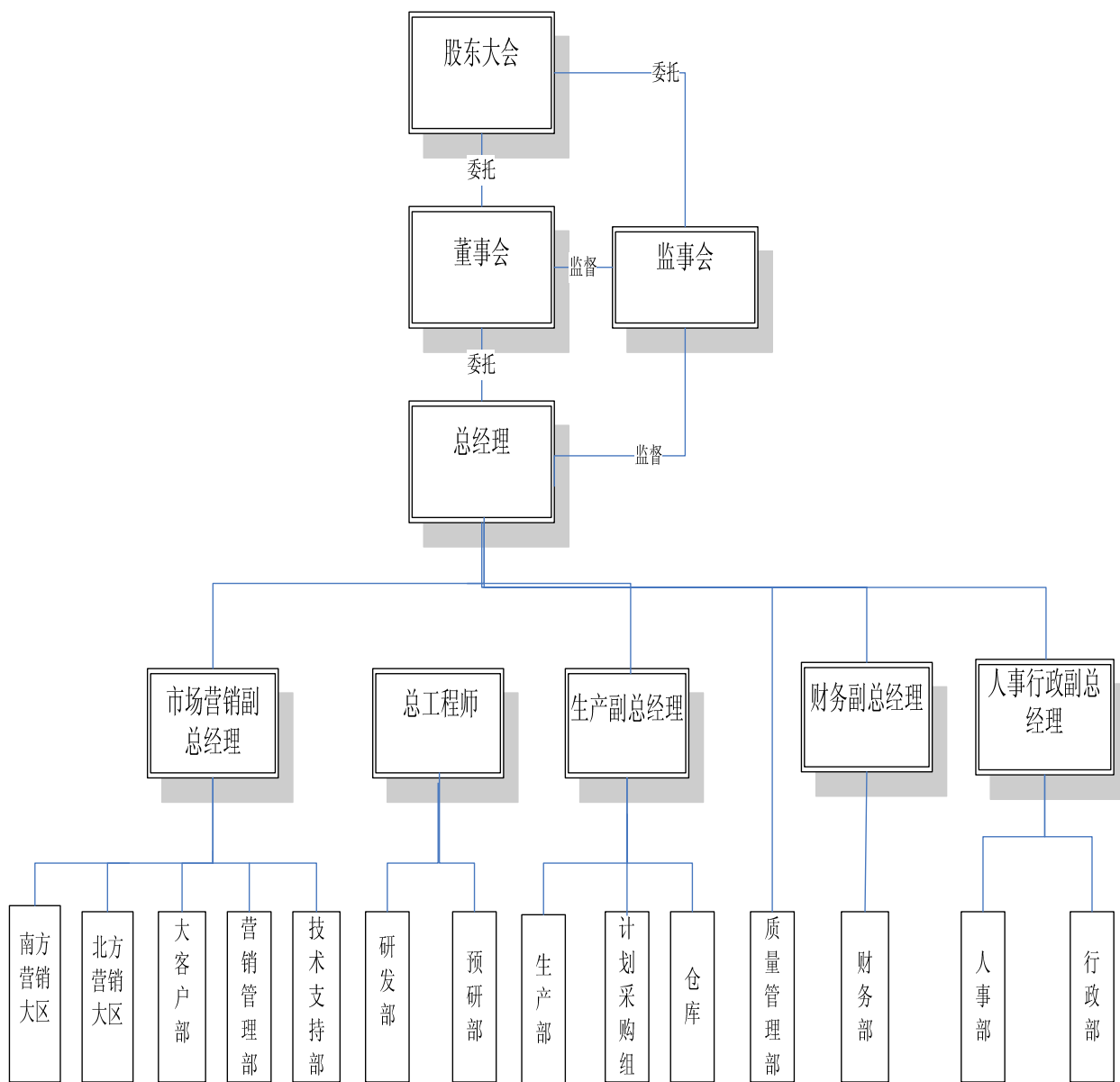
综合看，公司整体信用风险较高。

附件 1-1 公司股权结构

序号	股东名称	持股数量（万股）	占总股本比例（%）
1	北京国通资产管理有限责任公司	1500.00	28.54
2	内部职工股(其中王宏英持有 530 万股)	556.85	10.60
3	华中电网有限公司	388.50	7.39
4	湖北省电力公司	385.10	7.33
5	武汉武大科技园有限公司	300.00	5.71
6	武汉长江资产经营管理有限公司	296.80	5.65
7	东风汽车公司	278.40	5.30
8	中国长江三峡工程开发总公司	190.20	3.62
9	中国人保控股公司湖北省办事处	183.30	3.49
10	湖北省金属材料总公司	175.30	3.34
11	中国建设银行襄樊樊东支行	171.80	3.27
12	湖北省人民政府发展研究中心	158.10	3.01
13	武汉钢铁集团经营开发有限责任公司	132.90	2.53
14	中国建设银行湖北分行十堰人民北路办事处	114.50	2.18
15	中国建设银行湖北分行孝感建兴办事处	80.20	1.53
16	中国建设银行湖北分行咸宁地区支行	80.20	1.53
17	交通银行武汉分行	73.20	1.39
18	中国建设银行湖北分行荆门白云办事处	57.20	1.09
19	中国建设银行湖北分行三峡支行	45.70	0.87
20	湖北楚能实业开发公司	30.00	0.57
21	中国建设银行湖北分行随州支行	22.80	0.43
22	中国建设银行湖北分行老河口支行	22.80	0.43
23	武汉财经传媒中心	11.40	0.22
		5255.25	100

注：表中序号 11、14、16、18、19、22 项的股东单位已于 2008 年 3 月由中国建银投资有限公司打包转让给肖斌（相关转让手续正在办理中）；序号 13 项的股东于 2008 年 6 月转让给北京锦佳红科技有限公司（相关转让手续正在办理中）

附件 1-2 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）

资 产	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
流动资产				
货币资金	254.73	648.23	570.52	49.66
短期投资				
应收票据	10.00	140.84	33.00	
应收股利				
应收利息				
应收账款	1538.07	3433.12	5799.17	94.18
其他应收款	568.21	730.09	1148.87	42.19
预付账款	338.10	280.88	179.02	-27.23
应收补贴款				
存货	1746.85	2430.33	3585.24	43.26
减：存货跌价准备				
存货净额	1746.85	2430.33	3585.24	43.26
待摊费用				
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	4455.96	7663.49	11315.82	59.36
长期投资				
长期股权投资			307.70	
长期债权投资				
其他长期投资				
长期投资净额			307.70	
固定资产				
固定资产原值	515.48	574.08	594.98	7.43
减：累计折旧	150.28	175.92	207.55	17.52
固定资产净值	365.20	398.16	387.42	3.00
减：固定资产净值减值准备				
固定资产净额	365.20	398.16	387.42	3.00
工程物资				
预付工程款				
在建工程	43.94	33.08	136.88	76.50
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	409.14	431.24	524.30	13.20
无形资产及其他资产				
无形资产	269.86	265.34	425.53	25.57
长期待摊费用	1.33			-100.00
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	271.19	265.34	425.53	25.27
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	5136.28	8360.07	12573.36	56.46

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）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
流动负债				
短期借款	1290.00	1230.00	1600.00	11.37
应付票据		131.62	73.40	
应付账款	886.73	1237.51	3119.59	87.57
预收账款	237.23	1178.18	1894.33	182.58
应付工资				
应付福利费	7.36	9.07	9.04	
应付股利				
应付利息				
应交税金	-10.88	221.80	485.46	
其他未交款	1.35	25.07	29.13	364.63
其他应付款	191.41	265.35	361.58	37.44
一年内到期的长期负债				
流动负债合计	2603.21	4298.60	7572.52	70.56
长期负债				
长期借款				
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
递延收益				
其他长期负债				
长期负债合计				
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	2603.21	4298.60	7572.52	70.56
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	4055.25	5255.25	5255.25	13.84
资本公积				
盈余公积	65.82	65.82	65.82	
未分配利润	-1587.99	-1259.59	-320.22	-55.09
其中：现金股利				
减：未确认的投资损失				
所有者权益合计	2533.08	4061.47	5000.84	40.51
负债及所有者权益合计	5136.28	8360.07	12573.36	56.46

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
一、主营业务收入	2645.14	5175.75	8632.84	80.66
减: 主营业务成本	1858.03	3159.84	5346.52	69.63
主营业务税金及附加	8.79	37.05	35.26	100.31
经营费用				
其他				
其他				
二、主营业务利润	778.32	1978.86	3251.06	104.38
加: 其他业务利润	16.09	46.19	189.75	243.45
减: 营业费用	267.35	1021.72	1771.01	157.38
管理费用	345.20	587.53	783.20	50.63
财务费用	93.43	106.46	158.34	30.18
资产减值损失				
三、营业利润	88.43	309.34	728.26	186.98
加: 投资收益			-17.30	
期货收益				
补贴收入		0.69	240.10	
营业外收入	0.24	20.41	2.94	252.84
减: 营业外支出	0.00	2.05	14.63	7244.10
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	88.66	328.40	939.37	225.50
减: 所得税				
少数股东损益				
子公司少数股东损益				
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	88.66	328.40	939.37	225.50
加: 年初未分配利润	-1676.65	-1587.99	-1259.59	13.32
盈余公积补亏				
其他划入				
六、可供分配的利润	-1587.99	-1259.59	-320.22	55.09
减: 提取法定盈余公积				
提取法定公益金				
提取职工奖励及福利基金				
补充流动资金				
其他				
七、可供股东分配的利润	-1587.99	-1259.59	-320.22	55.09
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利				
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	-1587.99	-1259.59	-320.22	55.09

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

	2006 年	2007 年	2008 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	2819.41	3530.52	6036.59	46.32
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	738.53	136.22	983.96	15.43
现金流入小计	3557.94	3666.74	7020.56	40.47
购买商品、接受劳务支付的现金	2327.23	2506.92	3159.01	16.51
支付给职工以及为职工支付的现金	312.50	502.01	963.85	75.62
支付的各项税费	42.25	26.02	185.14	109.34
支付的其他与经营活动有关的现金	1077.82	1112.85	2652.23	56.87
现金流出小计	3759.80	4147.80	6960.23	36.06
经营活动产生的现金流量净额	-201.86	-481.06	60.32	
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				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金				
处置其它股权投资收到的现金净额				
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计				
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	306.53	58.98	124.69	-36.22
投资所支付的现金		100.00	225.00	
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	306.53	158.98	349.69	6.81
投资活动产生的现金流量净额	-306.53	-158.98	-349.69	6.81
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金		1200.00		
借款所收到的现金	1290.00	1230.00	2150.00	29.10
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	1290.00	2430.00	2150.00	29.10
偿还债务所支付的现金	700.00	1290.00	1780.00	59.46
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	82.09	62.84	141.39	31.24
支付的其他与筹资活动有关的现金	11.34	43.62	16.94	22.23
现金流出小计	793.43	1396.46	1938.34	56.30
筹资活动产生的现金流量净额	496.57	1033.54	211.66	-34.71
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-11.82	393.50	-77.71	156.37

附件 4-2 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
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				
其他				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	88.66	328.40	939.37	225.50
减: 未确认的投资损失 (以“+”号填列)				
加: 少数股东损益				
计提的资产减值准备	62.12	116.53	146.57	53.61
计提短期债券投资减值准备				
计提的坏帐准备				
(转回)/计提存货跌价准备				
固定资产折旧	27.39	25.87	31.63	7.47
无形资产摊销	1.50	4.51	6.67	110.82
开办费及长期待摊费用摊销				
待摊费用减少(减:增加)				
预提费用增加(减:减少)				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失				
固定资产报废损失				
财务费用	93.43	106.46	158.34	30.18
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-877.78	-691.76	-1154.91	14.70
经营性应收项目的减少(减:增加)	-275.50	-2238.80	-2988.56	229.36
经营性应付项目的增加(减:减少)	678.32	1867.58	2903.91	106.91
其他				
经营性活动产生的现金流量净额	-201.86	-481.06	60.32	
三、现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	254.73	648.23	570.52	49.66
减: 现金的期初余额	266.55	254.73	648.23	55.95
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	-11.82	393.50	-77.71	156.37

附件 5 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	1.71	2.02	1.84	1.87
存货周转次数(次)	1.06	1.51	1.78	1.56
总资产周转次数(次)	0.51	0.77	0.82	0.75
盈利能力				
主营业务利润率(%)	29.42	38.23	37.66	36.18
总资本收益率(%)	4.47	7.46	16.19	11.23
净资产收益率(%)	3.50	8.09	18.78	12.52
财务构成				
长期资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部资本化比率(%)	33.74	25.11	25.07	26.82
资产负债比率(%)	50.68	51.42	60.23	55.68
偿债能力				
流动比率(%)	171.17	178.28	149.43	162.43
速动比率(%)	104.07	121.74	102.09	108.38
EBITDA 利息倍数(倍)	2.43	5.72	7.91	6.16
全部债务/EBITDA(倍)	6.46	3.13	1.50	2.98
经营现金流动负债比率(%)	-7.75	-11.19	0.80	-4.51
EBITDA/本期债券额度(倍)	0.10	0.22	0.56	0.36
现金流				
现金收入比率(%)	106.59	68.21	69.93	76.74
利润现金比率(%)	-227.67	-146.49	6.42	-86.27

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 企业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，企业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[2009] 134 号

联合资信评估有限公司通过对武汉当代科技产业集团股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

武汉当代科技产业集团股份有限公司
2009 年度企业主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年五月十五日

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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

武汉当代科技产业集团股份有限公司

2009 年度企业主体长期信用评级分析报告

评级结果: BBB⁻
评级展望: 稳定

评级时间: 2009 年 5 月 15 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
资产总额(万元)	250005.86	269308.18	285825.12
所有者权益(万元)	109185.29	129371.89	137497.39
长期债务(万元)	8665.20	1300.00	3800.00
全部债务(万元)	82854.17	84097.36	94624.60
营业收入(万元)	92052.94	97622.68	110176.50
利润总额(万元)	13614.82	24542.37	12884.88
EBITDA(万元)	22861.23	33740.47	23560.11
经营性净现金流(万元)	16566.48	-5787	813.43
营业利润率(%)	37.58	41.75	47.09
净资产收益率(%)	10.16	17.03	7.53
资产负债率(%)	56.33	51.96	51.89
全部债务资本化比率(%)	43.14	39.40	40.77
流动比率(%)	124.76	123.01	123.37
全部债务/EBITDA(倍)	3.62	2.49	4.02
EBITDA 利息倍数(倍)	3.78	6.41	3.60
EBITDA/本期发债额(倍)	3.27	4.82	3.37

分析师

王楚云

电话 010-85679696-8899

邮箱 wangcy@lianheratings.com.cn

丁继平

电话 010-85679696-8815

邮箱 dingjp@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司(“联合资信”)对武汉当代科技产业集团股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其在医药、房地产投资领域具有的比较优势,同时联合资信也关注到政策风险、市场环境和资产流动性较差等因素可能给公司经营及财务状况带来负面影响。

未来公司将加大对医药产业的投入,增强持续发展能力;公司本部盈利水平将随珞珈学院新校区建成以及招生规模增长得以改善和提高,联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 人福科技经营状况良好,财务实力较强,其麻醉药品、计生药品等处于市场领先地位。
2. 当代国际花园项目土地成本较低。
3. 公司整体资产质量尚可,债务负担合理,主营业务盈利能力强。

关注

1. 2008 年 4 月《独立学院设置与管理办法》实施,可能对独立学院吸引生源和规模扩张产生不利影响,珞珈学院能否获批新的办学许可面临一定不确定性。
2. 房地产市场目前处于调整阶段,当代国际花园项目销售推进面临一定压力。
3. 公司持有的上市公司股权全部质押,当代国际花园项目部分土地用于抵押贷款,资产流动性较差。
4. 公司本部对其下属上市公司提供大额担保,具备一定的或有负债风险。

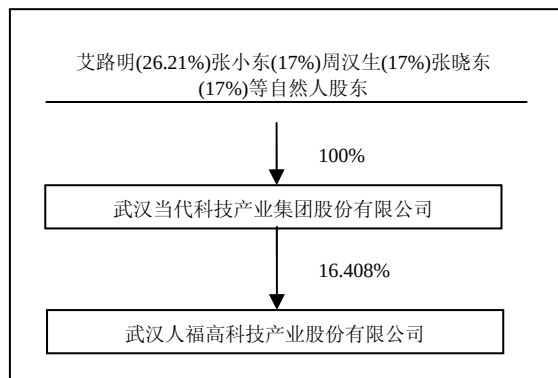
信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）武汉当代科技产业集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与武汉当代科技产业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。
- 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。
- 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，未因武汉当代科技产业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。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由武汉当代科技产业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。
- 武汉当代科技产业集团股份有限公司企业主体长期信用等级自 2009 年 5 月 15 日至 2010 年 5 月 14 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内武汉当代科技产业集团股份有限公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

武汉当代科技产业集团股份有限公司（以下简称“公司”）位于国家级开发区——武汉东湖新技术开发区，1988年7月20日经武汉市工商行政管理局登记注册成立，原名“武汉市洪山区当代科技发展公司”，经历数次增资，2001年完成股份制改造，注册资本1亿元。截至2008年底，公司总股本10000万股，股东为9位自然人，其中艾路明持股26.21%，张小东、周汉生、张晓东各自持股17%，其他五位股东合计持有22.79%的股权（股权结构图见附件1）。

图1 公司股权结构图



公司经营范围包括高科技产业投资、投资管理；企业管理咨询，生物、化工、化学、医学、计算机和软硬件技术咨询（国家有专项规定按其执行）；房地产开发、商品房销售等。

公司下设董事会秘书处、审计室、行政管理部、人力资源部、财务管理部、市场发展部等职能部门（见附件2）；公司在职员工41名。

截至2008年底，公司持有上海证券交易所上市公司武汉人福高科技产业股份有限公司（股票代码600079，以下简称“人福科技”）16.408%的股份，为该公司的实际控制人。

截至2008年底，公司（合并）资产总额285825.12万元，所有者权益合计137497.39万元；（合并）营业收入110176.50万元，利润总额12884.88万元；（合并）经营活动现金流量净额813.43万元，现金及现金等价物净增加

额1160.74万元。

截至2008年底，公司本部资产总额78760.31万元，所有者权益45172.12万元；2008年公司本部实现主营业务收入7739.55万元，净利润3901.06万元；2008年公司本部经营活动产生的现金流量净额-2683.49万元，现金及现金等价物净增加额2275.82万元。

公司注册地址：武汉市洪山区鲁磨路369号；法定代表人：周汉生。

二、行业分析

2006~2008年公司本部主营业务收入来自房地产开发收入，未来业务重点将转向教育投资产业。公司下属上市公司人福科技主营业务为医药制造。

1. 房地产行业

房地产行业是国民经济的基础性传统行业之一，与建筑、建材等许多行业密切相关，在国民经济中具有重要地位。自2002年以来，全国房地产投资额和商品住宅投资均保持20%以上的增长速度。

2007年四季度起，房地产行业经历较大调整，2008年开发商销售疲软，资金链更加紧张，投资增速下滑明显，通过改变大幅削减新开工面积以维持资金链安全。

政府出台了刺激房地产市场的相关政策。中国人民银行自2008年10月27日起，将商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的0.7倍；最低首付款比例调整为20%，以降低资金成本、提高居民实际购买能力。财政部宣布，自2008年11月1日起，个人首次购买90平方米及以下住房的，契税税率暂统一下调至1%，对个人销售或购买住房暂免征收印花税。

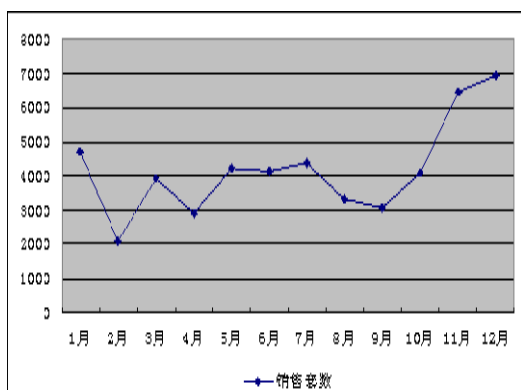
2008年，武汉市房地产市场从快速增长期转入了调整期，基本运行情况表现为：

房地产投资—2008 年，武汉市房地产市场开发投资量继续呈增长趋势，同比增长 24.1%。但受房地产市场趋冷和开发企业资金困难影响，开发投资增幅趋缓，与 2007 年相比，增幅下降 1.5 个百分点。

开发建设—受建设周期和开发前期投资惯性的影响，武汉市房屋施工面积继续保持上升趋势，同比增加 18.9%，增幅上升了 7.8 个百分点，新开工面积同比增加 23.3%，增幅上升了 14.1 个百分点。房屋竣工面积同比下降 6.8%。

商品房销售—2008 年，武汉市住房销量有较大幅度下降，商品住房销售面积同比减少 51.5%，存量住房成交面积同比减少 27.9%。商品住房全年销售情况主要呈现三个阶段。一是波动阶段，1-7 月，商品住房成交量波动较大，其中，2 月受销售淡季和气候影响，为全年销售的最低点；二是小幅下降阶段，8-9 月，市场观望气氛渐浓，销量呈下降趋势，环比分别减少 23.8%、8.3%；三是回升阶段，10-12 月，受房地产宏观调控政策影响，消费者信心有一定程度的恢复，特别是 11 月新政策出台后，商品住房销售量环比上升 57.8%。

图 2 2008 年每月商品住房销售套数走势图
(单位：套)

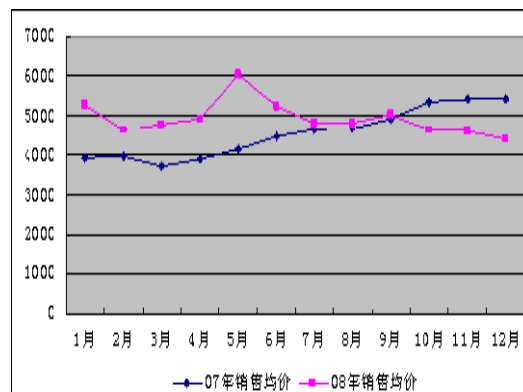


资料来源：武汉房地产市场信息网

价格波动—受国家宏观政策和市场供求关系调整的影响，全年商品住房价格较为平稳，与 2007 年相比同比有所上升，但增幅得到较大程度的控制，全年销售均价为 4883.01

元/平方米，同比上升 8.1%。商品住房销售均价同比走势分两个阶段。一是上升阶段，1-9 月，与去年同期相比总体上涨，其中，5 月涨幅最大，同比上涨 45.5%；二是小幅下降阶段，10 月后价格同比出现下滑，但降价幅度不大，其中，12 月价格同比下降 19.1%。

图 3 2008 年每月商品住房销售均价走势图
(单位：元/平方米)



资料来源：武汉房地产市场信息网

户型结构—从各户型销售情况看，2008 年武汉市 120 平方米以下商品住房为市场的主要需求，销售套数占总量的 75.09%，其中，90-120 平方米商品住房销售套数占总套数的 31.99%，而 90 平方米以下占 43.1%，占比与去年相比增加 15.64 个百分点。其原因在于住房结构调整政策对 90 平方米以下住房供应、刚性需求人群对中小户型需求的增加，以及 90 平方米以下住房转让税费优惠政策的带动。

房地产贷款—2008 年，武汉市新增房地产各类贷款 114.86 亿元，与 2007 年相比减少了 128.84 亿元，占新增金融业贷款的 13.0%。其中，新增住房开发贷款 41.01 亿元，与 2007 年相比增加 9.61 亿元；新增个人住房商业贷款 21.89 亿元，与 2007 年相比减少 148.33 亿元。

2008 年，武汉市房地产市场的发展较为平稳，同时也面临以下几方面的问题：

市场中供大于求矛盾较为突出。2008 年，武汉市全年累计供应套数为 19.61 万套，实际销售套数为 5.12 万套，供销比为 3.83: 1，市场总体呈现供大于求的趋势。一方面，由于前

期开发企业购地较多，开发投资力度较大，受开发建设惯性的影响，商品住房开发投资额和开发施工量同比增加 28.3%、21.2%，竣工入市的商品房供应量不断增加。另一方面，市场中观望气氛渐浓，商品房销售量大幅萎缩，使市场消化能力减弱，致使市场中供求情况出现较大差距。

土地市场交易量下滑。一方面，受商品房销售市场遇冷的影响，购房者的观望情绪传导至土地市场，开发企业对市场发展信心不足，资金投入谨慎。另一方面，前期部分开发企业拿地较多，占用大量资金，受市场冷清和国家实行从紧的货币政策双重影响，开发企业在资金回笼和贷款投资两端出现紧张局面，而在国家宏观调控政策对土地市场进行规范管理后，开发企业加强了对囤积土地的处理，市场中土地需求量减少。

市场运行中存在不确定性因素。在需求难以启动，供给方资金链紧张的情况下，部分中小房地产企业将面临因无力融资而退出市场的风险，资金链有可能出现断裂，延期交房、“烂尾楼”等现象可能出现。部分开发公司出于自救，会降低原市场销售价格，但对于已买的消费者来说，现实销售价格如低于其原购买价格，其心理就会产生较大影响，大量的退房和集体上访的不安定因素就会发生，市场中潜在不确定性因素出现的可能性加大。

为了进一步促进房地产市场健康持续发展，武汉市及时采取针对性政策措施，出台了《关于进一步促进我市房地产业健康发展的若干意见》，并采取调整年度新建经济适用房的建设比例、调整各项房地产交易税费政策、实施住房公积金的优惠政策等措施，优化住房结构、减轻住房者交易负担，为稳定市民对房地产市场的预期将发挥积极作用。

2009 年，将是房地产企业继续面临严峻考验的一年，外部市场环境将仍然困难，信用及融资市场持续紧缩，然而开发商仍需完成销售目标，以现金流支持其发展及偿付责任，包括

土地及建造开支、到期债务等。作为中部地区崛起的战略支点，武汉市的城市建设步伐将逐步加快，城市环境将得到进一步提升；在政府促进经济平稳发展、稳定房地产市场的政策措施影响下，前期对市场判断正确的房地产企业面临相对较大的生存空间。

2. 教育投资产业

国家政策促进了民办教育的发展

党的十六大提出了今后 20 年中国全面建设小康社会的宏伟蓝图，客观上要求教育必须为实现这一目标培养大批适应国民经济建设的各类专门人才。然而中国国家教育经费投入不足，公办教育还不够完善，在民众对教育日益强烈的需求下，迫切需要社会资金投入教育，对公办教育进行补充和完善。当前中国经济体制改革不断推进，非国有经济异军突起，得到蓬勃发展，也为社会力量办学提供了坚实的经济基础。

为此，国家制定了一系列政策，特别是 2003 年 9 月 1 日制定的《中华人民共和国民办教育促进法》，从制度上维护了民办学校和受教育者的合法权益，确定了民办教育事业属于公益性事业，是社会主义教育事业的组成部分；各级人民政府已将民办教育事业纳入国民经济和社会发展规划总体规划。国家对民办教育实行积极鼓励、大力支持、正确引导、依法管理的方针，鼓励社会力量投资办教育并获取合理的投资回报。

近几年中国民办教育持续发展，截至 2007 年，全国各类民办学校和民办教育机构已有近 10 万所，民办学校各类学历在校学生达到 2500 多万人，教育投资成为蓬勃发展的“朝阳产业”。

高校扩招推动了高等教育事业的发展

1999 年起，中国开始了大规模的高校扩招。从 1998 年全国普通高校招生 108 万人，到 2008 年全国高校计划招生 599 万人，增幅高达 454.6%。近五年全国高考每年报名人数仍

远远大于当年录取人数（见表 1），高校入学竞争依然激烈，生源充足。

表 1 近年高考考生规模

年份	报考人数(万人)	录取人数(万人)	录取率
2004 年	723	420	58.09%
2005 年	867	504	58.13%
2006 年	950	540	56.84%
2007 年	1010	567	56.14%
2008 年	1050	599	57.05%

资料来源：国家教育部网站

1999 年教育部公布的《面向 21 世纪教育振兴行动计划》中提出，力求到 2010 年实现大学毛入学率 15%（即在校人数与适龄人口之比），这一目标已提前到 2005 年实现，2007 年高等教育毛入学率达到 23%；中国的在校大学生数量从 1998 年的 340 万人增至 2007 年的 2374 余万人，增长了 6.9 倍。

多年扩招，促进中国高等教育实现了跨越式的发展，从精英教育阶段进入到大众教育阶段。在扩招期间，许多地区、部门及高校投入巨资，兴建了大量现代化的大学园区、大学校园，不断加强师资队伍建设、制度建设，为高等教育的持续发展奠定了坚实的基础。

政策调整提高了独立学院的市场价值空间

独立学院是由普通本科高校按照新机制、新模式与社会力量合作举办的本科层次的独立办学实体。中国的独立学院始于 1999 年，经历 10 年发展，现已成为中国民办高等教育事业的重要组成部分。2007 年中国教育事业统计公报（2008 年 5 月公布）数据表明，全国有独立学院 318 所，在校生 186.62 万人，其中本科生 165.68 万人、专科生 20.94 万人。

按照院校所在的招生批次，中国的本科高校通常被划分为三个层次，即一本院校、二本院校和三本院校。三本院校由两部分组成：一是民办本科院校；二是独立学院，独立学院是三本院校的重要组成部分。以参加湖北省 2008 年三本批次招生的院校为例，在省内外 214 所院校中，民办高校 18 所，独立学院 196 所。

独立学院定位于培养应用型的本科人才，专业的开设多以满足地方经济和建设发展的短线专业、热门专业为主。

与一般的民办高校相比，民办的独立学院一方面利用了公立大学的办学优势、教学传统、师资队伍与管理模式，另一方面利用了民营企业的资金、资源和民营企业家的办学积极性，采用了灵活的民营机制，并体现了优质高等教育资源与强大社会资金的合力优势。

在促进高等教育投入、高校蓬勃发展的同时，为了保证学校的教学质量，国家也开始控制教育产业扩张的规模和节奏。根据 2008 年 4 月 1 日起实施的《独立学院设置与管理办法》，从 2008 年开始，全国的独立学院进入 5 年的“过渡期”，5 年内基本符合要求的，由独立学院提出申请，经考察验收合格的核发办学许可证。政府独立学院牌照颁发的监管，以及对民办学校数量的严格控制，将构成其品牌资源的稀缺性。

独立学院的发展面临一定的政策和行业风险

因国家对社会力量办学尚处于起步阶段，各项政策尚不配套，招生计划还是计划经济，每年由省教育厅下达，这将直接影响独立学院的经营财务情况及后续发展。

高等教育经过近年的扩张，已初步显现结构失调，加之人口高峰将过，2009 年或将成为高校入学规模的拐点，独立学院面临行业竞争加剧和学生入学率减少的风险。

按照《独立学院设置与管理办法》的有关规定，独立学院对学习期满且成绩合格的学生，颁发毕业证书，并以独立学院名称具印。不再颁发母体高校的学位证书，可能对独立学院吸引生源产生不利影响。

3. 医药制造行业

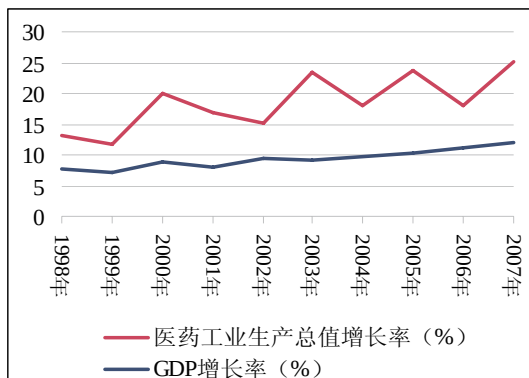
行业概况

医药行业是国民经济的重要支柱产业。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，近年来中国医药工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，近年中国医药行业呈现快速发展态势，医药工业总产值由 1998 年的 1371 亿元上升到 2007 年的 6927 亿元，贸易出口额由 1998 年的 34 亿美元，增长到 2007 年的 246 亿美元；进口额从 1998 年的 15 亿美元增长到 2007 年的 140 亿美元，医药工业生产总产值增长速度均高于同期 GDP 的增长速度（见图 1）。2008 年医药制造业累计完成工业生产总产值 8666.8 亿元，同比增长 25.7%，高于全国工业平均水平（23.1%）2.6 个百分点，高于 GDP 增长速度（9.0%）14.1 个百分点。2008 年 1~11 月医药制造业完成固定资产投资 928.2 亿元，同比增长 26%，增幅较 1~8 月份回落 4.5 个百分点，落后全国制造业固定资产投资增长平均水平（32.2%）6.2 个百分点。

图 4 1998-2007 年医药工业与 GDP 增长率对比



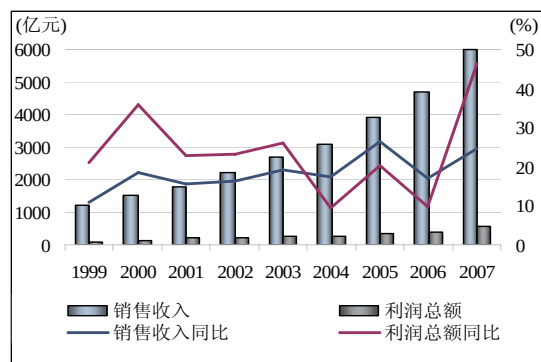
数据来源：中国医药经济信息网

近年国家大力整顿医药行业秩序，相关政策频繁出台。药品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，行业销售利润率呈持续下滑态势。2007 年，在医疗体制改革、医保医改等政策的扶持和推动下，医药产品需求和药品价格迅速回升，医药工业实现了快速增长，实现收入和利

润分别为 5988 亿元和 564 亿元，同比增长 26.41%和 46.63%（图 5）。

2008 年医药业实现销售收入 8253.6 亿元，同比增长 26.5%；1~11 月实现利润总额 708.9 亿元，同比增长到 28.4%，增幅呈现逐季回落的态势，比 1~8 月份下降 10.5 个百分点，但仍高于全国工业平均水平（4.9%）23.5 个百分点，增长幅度高居十二大工业行业的第二位。

图5 1999-2007年中国医药行业效益情况



数据来源：WIND资讯

行业关注

药品降价

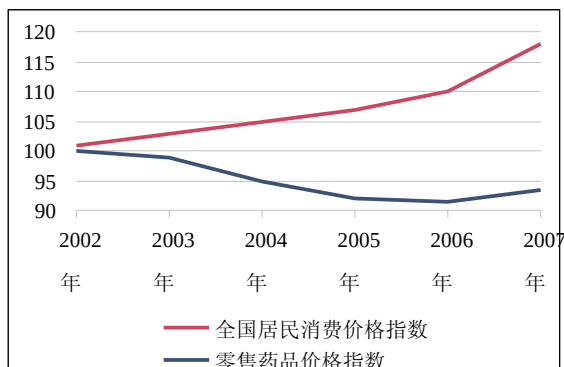
为解决看病难和看病贵的问题，从1997年至今，国家发改委对药品进行了25次调整，绝大多数是药品降价，涉及近2000种化学药品和300多种中成药。整体药品价格有了较大下降，部分药品价格降幅达80%以上。经过20多轮的药品降价，整体药品价格有了较大幅度下降。

2002-2007年，中国零售药品价格指数下降了10%左右，而同期中国CPI指数上涨了18%左右，因此中国零售药品价格指数真实降幅达到28%左右（见图4）。

2008年，政府有关部门对药价的控制由单纯的行政控制手段，转向从扩大定价范围、制定合理差比价、划分中央和省级定价权限、限制流通环节加价等十个方面对现行药品定价和管理机制进行调整。根据国家发展与改革委员会发布的2008年1~10月份药品价格指数，1~9月份，西药零售价格指数长时间处在略低于2007年同期的水平上运行，10月出现较大幅

度下降，同比为98.46%；而中成药零售价格指数一直在高于2007年同期的水平上运行，并于8月达到高峰102.09%，10月回落至100.99%。

图6 2002-2007年中国药品价格指数与CPI指数情况



数据来源：国家统计局

药品监管趋严

2007年以来，国家对医药行业的监管更趋严格，集中体现在注册新政、GMP认证修订和环保等。在2007年的专项整治中，国家食品药品监督管理局（以下简称“国家药监局”）吊销了8家企业的生产许可证，收回157家企业的GMP证书，责令171家企业停产整顿，关停药品、医疗器械生产企业近300家。

2007年7月11日，国家药监局发布了新修订的《药品注册管理办法》，并于2007年10月1日起正式施行。新《办法》严格了新药的界定标准，仅仅更改剂型、更改包装、更改规格将不再被认定为新药；加强了对申报资料真实性的审查力度。这将挤压低科技含量仿制药的生存空间，限制新药的审批速度和数量，但具有技术和研发实力的制药企业将从中获益。

2007年10月24日，国家药监局公布了修订后的《药品GMP认证检查评定标准》，并于2008年1月1日起施行。新《标准》增加了对企业的人员资质、生产过程、质控等软件管理方面的技术要求，提高了GMP认证的门槛。

2007年10月23日，国家环保总局颁布了《制药工业污染物排放标准》征求意见稿，其中生物工程制剂和化学合成类的标准与世界银行标准基本保持一致，这必将加大制药企业

尤其是原料药生产企业的环保成本。

随着产业结构的调整优化，市场竞争环境日趋规范，行业资源将进一步向大型优质企业集中。

新型农村合作医疗制度

新型农村合作医疗制度2003年开始试点，2004年采取分步实施，稳步推进的方针，在全国范围内全面实施新型农村合作医疗制度。截至2008年底农民合作医疗制度已实现全国范围的全覆盖。新型农村合作医疗制度采取农民个人缴款、乡村集体组织支持资金、县级财政安排补助资金、市（地）级财政安排补助资金、省级财政安排补助资金和中央财政医疗补助资金的资金筹集模式，大大降低了农民的医疗负担，提高了农民的健康保障水平。根据卫生部和财政部《关于做好2008年新型农村合作医疗工作的通知》，从2008年开始，中央和各级财政提高对农民的补助标准，并将计划单列市和农业人口低于50%的市辖区全部纳入中央财政补助范围。

新型农村合作医疗制度的建立，大大减轻了农民医疗负担，增强了农民保健医疗意愿。未来随着农村合作医疗制度的逐步展开和各级财政补助标准的提高，必将大幅提高全社会对医药的需求，医药行业面临良好的发展前景。

未来发展

与发达国家相比，中国医药工业在规模、资金、技术等方面依然存在较大差距，目前处于成长阶段，行业仍有较大的增长潜力。

2009年1月21日，国务院常务会议审议并原则通过了《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》。在《关于深化医药卫生体制改革的意见》中指出，要坚持公共医疗卫生的公益性质，强化政府责任和投入，健全制度体系，加强监督管理，建设覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度。深化医改的总目标是：到2020年，基本建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度；

普遍建立比较完善的公共卫生和医疗服务体系、医疗保障体系和比较规范的药品供应保障体系。同时国务院常务会议指出未来将重点抓好基本医疗保障制度、国家基本药物制度、基层医疗卫生服务体系、基本公共卫生服务逐步均等化和公立医院等5项改革，未来3年内各级政府预计投入8500亿元。随着人口增长，人们健康意识的提高以及医疗体制投入的增大将大大提升医药的需求，为医药制造业企业的拓展了发展空间，提供良好的发展前景。

未来，中国政府将继续加大对医疗和医药体系的投入力度，市场需求存在巨大的扩容空间；另一方面，整顿规范药品市场秩序和加强药品质量监管对促进市场有序公平的积极作用将进一步显现，具备研发和创新能力、以及规模经济优势的企业将获得良好的发展机遇。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司自成立以来，主要从事医药、房地产等领域内的产业投资管理以及资产受托管理。

公司本部立项的房地产项目——当代国际花园项目位于武汉市东湖新技术开发区光谷片区，关山一路南端，东临关凤路，北面为武汉市城市新干线—中环线，交通便利，沿关山二路直通至京珠和沪蓉高速公路。该项目规划总用地面积 328666.3 平方米，规划建筑面积 365292.63 平方米，总销售面积 346917.85 平方米。2005 年当代国际花园项目被中房协评为“武汉第一大楼盘”，并获得武汉市城市规划局颁发的“武汉市十大优秀规划小区”奖，以及联合国环境规划署颁发的“国际花园社区”奖；2006 年获得为当年武汉秋交会“最具人气楼盘奖”，二期叠式立体 House 获“楚天家园创新户型奖”；2007 年获得“中国名牌”等荣誉称号。

公司下属上市公司人福科技创立于 1993 年，是湖北省第一家民营高科技上市企业，

1998 年经国家科技部火炬中心认定为国家级重点高新技术企业，人福科技主要从事医药产业产品的生产、研发和销售。截至 2008 年底，人福科技下属直接或间接控股子公司达 26 家，注册资本 38908.57 万元。人福科技主要控股公司宜昌人福药业有限责任公司（“宜昌人福”）是国家麻醉药品定点生产企业、火炬计划项目承担单位，生产经营 204 个品种规格的制剂和原料药，在开发和上市的麻醉药品中有 11 个为国内独家产品，其中芬太尼注射液是国内麻醉药品市场占有率最高的品种；人福科技主要控股公司湖北葛店人福药业有限公司（“葛店人福”）是中国重要的计生药品生产企业之一，其复方米非司酮产业化项目被国家发改委列入国家高新技术产业化示范工程。

2. 人员素质

公司实际控制人艾路明、周汉生、张小东和张晓东等人同时也是公司创始人，创办公司时均为武汉大学毕业的研究生。

截至 2008 年底，公司有董事 5 人，由公司持股前五位的股东担任。公司董事长兼总经理周汉生先生，博士研究生学历，45 岁，曾任人福科技董事、财务总监。

截至 2008 年底，公司高级管理人员 4 人，员工总人数 41 人。从学历结构看，大专及以上学历 100%；从年龄结构看，30 岁以下 39.02%，30~50 岁 53.66%，55 岁以上 7.32%；从职称结构来看，初级职称 56.10%，中级职称 14.63%，高级职称 29.27%。

总体看，公司管理层从业经验丰富、合作共事多年，员工结构符合投资控股公司特点。

四、管理分析

公司设股东大会、董事会和监事会。股东大会为公司权力机构，股东以其所代表的有表决权的股份数额行使表决权，每一股份享有一票表决权。公司设董事会，对股东大会负责，

董事会由五至九名董事构成，设董事长 1 人；董事由股东大会选举或更换，任期三年，任期届满连选可以连任；董事会行使召集股东大会并向大会报告工作、执行股东大会决议等职权，董事长行使公司法定代表人的职权。公司设监事会，监事会由三名监事组成，监事由公司股东代表和公司职工代表担任，监事会负责检查公司财务并对董事、总裁和其他高级管理人员进行监督，任期三年，期满可以连任。

公司采用本部和控股参股公司二级管理模式。公司本部负责战略规划、重大投资决策、资源配置与整合、资金管理等；各控股参股公司为独立法人和独立经营的实体企业。公司要求各控股参股公司以上市公司的规范治理为范本，完善法人治理结构，并通过经营公司董事会建设，提高公司本部对经营公司的监管，建立和完善公司内部控制体系。

公司建立了人事管理制度、财务管理制度、审计控制制度和考核管理制度等管理办法。人事管理方面，公司制定了招聘、培训、考核、奖惩制度，明确了高级管理人员权、责、利，加强对高级管理人员的监督和管理，明确员工的岗位任职条件、胜任能力及评价标准，形成了有效的绩效考核与激励机制；财务管理方面，公司设财务管理部，由公司财务总监直接负责。财务管理部下设出纳和会计组，分别负责款项收付、会计核算和控制。审计控制方面，公司设立独立的内部审计机构，接受公司董事会审计委员会的指导和监督。考核管理方面，公司制定了年度考核办法，遵循“按跟踪考核，沟通反馈，年终考核兑现”的原则，与员工薪酬奖惩相挂钩，并严格实施。

截至 2008 年底，公司股东艾路明和张小东担任人福科技董事职务，王学海担任人福科技董事长。公司股东艾路明周汉生和张小东分别持有少量人福科技股份。公司股东艾路明同时担任人福科技下属的武汉当代物业发展有限公司（“当代物业”）、武汉理工大学华夏学院（“华夏学院”）、湖北南湖当代学生公寓物

业有限公司和中国联合生物技术有限公司董事长。

总体而言，公司治理结构比较健全，管理水平尚可。

五、经营分析

1. 公司本部

2005~2007 年，公司本部主营业务收入全部来自于当代国际花园项目。

为避免与人福科技的同业竞争，公司本部于 2003 年 4 月 7 日和人福科技签署了《委托经营协议书》，约定将拥有的位于武汉市东湖开发区郑桥村的面积为 332084 平方米土地（约 500 亩）委托人福科技开发、经营。由于人福科技本身不从事具体房地产项目经营开发，因此将该地块的开发交由人福科技下属的当代物业具体负责。根据协议，项目产生的收益由人福科技享有，人福科技向公司本部支付收益补偿金 19720 万元（经武汉天马评估有限公司评估，参照武汉市同类项目的市场价格，按照规划用地面积每平方米 600 元或建筑面积每平方米 400 元进行补偿）。

当代国际花园项目涉及普通住宅、商住楼、工业用厂房的开发建设，主要定位于为项目周边高等院校教职工，附近华工软件园、武大软件园、关南工业园等高新产业园区企业人员提供居住环境。

表 2 当代国际花园建设进度

项目名称	建设周期
当代国际花园一期	2004.05~2005.12
当代国际花园二期	2006.05~2007.12
当代国际花园三期	2007.05~2009.09

资料来源：公司提供

公司通过协议出让方式取得占地面积 332084 平方米的项目土地，协议出让金 5320 万元。公司已取得武新国用（2003）字第 002 号土地使用证，以及相关建设用地规划许可

证、建设工程规划许可证、建设工程施工许可证和商品房预售许可证。

当地国际花园一期项目自 2004 年 5 月开始建设，现已开发到第三期，目前三期工程进度为主体结构已完工，配套附属工程进行中，至 2009 年 9 月结束，三期项目已于 2008 年 9 月开始部分预售。截至 2008 年底，一期、二期和三期项目累计销售房屋 1830 套。

销售价格方面，2005、2006 年到 2007 年上半年为房价快速拉伸时期，2007 年中期以后武汉市房价涨幅明显趋缓。

表 3 当代国际花园销售进度

项目名称	总销售面积(平方米)	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
当代国际花园一期	153460.1	35.34%	33.91%	19.95%	0.09%
当代国际花园二期	93324.75	--	--	56.20%	13.40%
当代国际花园三期	100133.0	--	---	--	--

资料来源：公司提供

受 2007 年底至 2008 年上半年市场整体低迷的影响，2008 年确认的销售较 2007 年大幅下降。2008 年 9 月中旬和 12 月底公司两次开盘，共推出 208 套和 300 套房屋，开盘当日即销售 186 套和 176 套。2008 年当代国际花园的销售业绩得益于公司产品结构调整以及相应的降价策略。公司自 2007 年起对产品进行重新定位开发，由低密度、多层退台式多层，向高密度、高层板楼过度，由于形成产品差异，在产品定价上有了一定的灵活性，因而 2008 年的价格促销得到了市场的认同。

截至 2008 年底，三期项目已预售部分房屋；拥有已开发未售房屋面积 5 万平方米，包括临街商铺和 300 套小户型房；三期项目未开发土地对应销售面积 3 万平方米，包括 7000 平米的定向开发。

表 4 当代国际花园销售预测

	2009 年	2010 年	2011 年
三期未开发的 3 万平米		5594.60	
三期已开发未销售的 5 万平米	10922.89	9517.54	7064.61
合计	10922.89	15112.14	7064.61

资料来源：公司提供

另外，目前公司本部接受政府委托对武汉工业职业技术学院教学和营运实施管理，该学院坐落于武汉黄家湖高校新园区，学院现有建筑工程、机械工程、电子与电气工程、管理工程、经济与贸易、航空服务、国际学院、艺术、公共科等 8 个系部，教职员工 628 人，在校生 6100 人，该学院曾因拖欠工程款被政府接管。

2. 人福科技

2006~2008 年，医药业务一直是人福科技收入和利润的主要来源，房地产业务对人福科技的盈利贡献较大。2008 年人福科技实现主营业务收入 10.24 亿元，其中医药业务占比 78.11%，房地产业务占比 8.38%；实现主营业务利润 4.90 亿元，其中医药业务 86.31%，房地产业务 8.89%。

表 5 人福科技 2006~2008 年盈利构成

业务构成	营业收入（亿元）			营业利润（亿元）		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
医药	4.79	5.75	8.00	2.17	2.94	4.23
房地产	1.99	0.37	0.86	0.49	0.14	0.44
其他	0.72	0.98	1.38	0.17	0.16	0.23
合计	7.51	7.09	10.24	2.83	3.23	4.90

资料来源：人福科技年报

医药板块

人福科技医药板块经营主体包括宜昌人福、葛店人福、新疆维吾尔药业有限公司和武汉人福药业有限公司，目前的医药资产大多数是 2001 年后形成的。

宜昌人福是国家麻醉药定点生产开发骨干企业，产品主要为芬太尼系列和哌替啶等。宜昌人福枸橼酸芬太尼市场份额超过 50%，主要竞争对手是西安杨森和沈阳第一制药；瑞芬太尼为国家二类新药，销售收入保持较快增长；市场开拓后舒芬太尼进入快速增长期；芬太尼系列占目前麻醉药品中市场份额的一半左右，而宜昌人福的芬太尼系列市场份额达 60%。近年，人福科技对麻醉药的投入较大，2006 年配股募集资金主要投向麻醉药品的扩产和 GMP 改造，2008 年 11 月 28 日宜昌人福

医药工业园 3000 万支冻干粉及乳剂 cGMP 项目已经奠基。2008 年宜昌人福实现主营业务收入 41718.82 万元，净利润 7179.82 万元。

葛店人福是专业生产甾体原料药、生育调节药物和抗肿瘤药物的现代制药企业。公司拥有米非斯酮专利技术，产品规格较多。2007 年葛店人福销售规模进入快速增长期，主要原因是其加强市场开拓能力，以及主要竞争对手之一上海华联被吊销营业执照让出市场份额。2008 年葛店人福主营业务收入为 6974.32 万元，净利润 945.25 万元。

2008 年人福科技加强内部管理和市场营销，医药板块营业收入和营业利润实现较大幅度增长（较 2007 年分别增长 39.26% 和 43.88%），医药板块的主体地位进一步巩固。2008 年 4 月人福科技召开股东大会决定实施配股，募集资金将全部用于医药产业，现已将配股申报材料报送中国证监会。

房地产板块

人福科技通过下属公司当代物业从事房地产开发业务，开发的自有房地产项目包括藏龙新城、凤凰花园等项目，同时受托开发公司本部当代国际花园项目。

当代物业成立于 1995 年 7 月，具有取得《中华人民共和国房地产开发企业资质证书》（武开管内资 3120 号），资质等级为三级。当代物业管理层具有房地产开发经营的丰富经验，有良好的内部运作体系和业务配套体系，以及行之有效的销售管理制度。

人福科技现有土地储备 100 亩左右，在目前房地产前景不明朗的情况下，预计开发进度较慢，人福科技房地产业务将有所收缩。

其他产业

人福科技目前通过联合办学方式持有华夏学院和广西师范大学漓江学院 100% 的权益，其中对武汉理工大学华夏学院的投资额达 30000 万元，对广西师范大学漓江学院投资额达 1858 万元。近几年，两家学院利润不断增长，但按成本法进行核算对人福科技的净利润影

响不大。教育产业的公益性较强，通过稳定分红的形式收回投资。

另外，人福科技还投资环保产业（参股四川恒泰环境技术有限公司和广州贝龙环保热力设备股份有限公司）和金融业（参股天风证券经纪有限公司和汉口银行股份有限公司）。

3. 募集资金项目

本次募集资金运用将用于武汉大学珞珈学院（以下简称“珞珈学院”）新校区建设。珞珈学院是经教育部下发的教发函[2006]93 号文批准设立，由武汉大学、北京巨天汇投资有限公司（“巨天汇投资”）与公司联合创办的独立学院。

本项目总计投资 2.47 亿元，由公司和巨天汇投资分别按其出资比例 68.75% 和 31.25% 负责筹集，其中公司投资 16981 万元（资金来源为自筹资金 9981 万元，通过本次债券发行募集资金 7000 万元）。

项目计划在湖北武汉市东湖开发区藏龙岛建设占地 588800 平方米（约 880 亩）的武汉大学珞珈学院新校区，校舍建设面积约 169000 平方米，其中教学楼及实验楼 51460 平方米，行政办公大楼 16000 平方米，图书馆 20760 平方米，学生公寓 64000 平方米，食堂及生活设施 13000 平方米，教学辅助用房 3780 平方米，运动场、球场一座。另外还将购买物理、化学、电子、生物技术等专业设备等。项目建设期四年，其中集中建设期为三年，后续建设期为一年。项目建成后能为 10000 名学生提供高品质的新型学习、生活园区。

珞珈学院介绍

珞珈学院以普通全日制本科教育为主，纳入国家普通高等学校招生计划，面向全国招生。该学院以武汉大学的优势学科为基础，同时，广泛借鉴国内外先进的办学理念和手段，致力于培养各类适应时代进步与社会发展需要的具有市场竞争能力的应用型高级工程人才。珞珈学院 2006 年起正式面向全国招生，

目前学院有学生 2062 人(其中本科生 1828 人, 专科生 234 人), 自有职工 157 人(其中专任教师 44 人), 外聘兼职教师 125 人。学院现设有七个系(计算机科学、电气工程与自动化、电子信息科学、经济与管理、信息管理、生物技术、英语), 共 20 个本、专科专业(方向)。珞珈学院现无自有房产和土地, 目前租用武汉工业职业技术学院房产开展教学。

珞珈学院实行董事会领导下的院长负责制。目前, 董事会由武汉大学、巨天汇投资与公司三方共同派员组成, 其中董事长、法人代表由公司委派。董事会的主要职责是研究决定学院发展和建设中的重大事项和聘任学院院长。学院主要职能部门负责人由院长提名, 董事会研究决定。

独立学院的学费收费标准与公立学校相比较。目前学院学费标准为: 本科生 15000-18000 元/年, 专科生 7500 元/年。2008~2009 学年学费收入约为 3163 万元。

表 6 2006~2008 年珞珈学院主要经济指标

	2006 年	2007 年	2008 年
学费收入(万元)	655	1501	3163
毛利率(%)	38	61	60
期间费用(万元)	115	654	865
净利润(万元)	139	262	1058
资产总额(万元)	3152	3506	4679
净资产(万元)	3139	3401	4459

资料来源: 公司提供

2006~2008 年, 由于在校学生人数不断增加, 学院的学费收入呈大幅提高趋势, 其中 2008 年招生人数较 2007 年增长 90%, 当年学费收入较上年增长 110.73%。由于学院目前采用租赁校舍方式开展教学活动, 成本费用较低, 净利润三年来保持快速增长。目前学院负债水平低, 2008 年底资产负债率为 4.70%。

公司在珞珈学院享有的权益

办学过程形成的资产归珞珈学院所有。学院在经济上独立核算, 自负盈亏。学院的学费收入中武汉大学提取一定比例作为管理费(2006~2008 年实际提取比例分别为 20%、20%和 15%), 剩余部分留作学院的运行成本

和发展经费。在学院工作的所有员工的工资、补贴、津贴和福利等一切费用, 其他管理费用、财务费用等按照学院经济独立的原则, 均由学院承担。

教育产业的公益性较强, 公司目前对珞珈学院的投资采用成本法核算, 学院设立时间较短, 为支持学院发展, 近三年学院未分配股利。公司计划未来将珞珈学院纳入合并报表加以核算。

根据 2008 年 4 月教育部颁布的《独立学院设置与管理办法》(“26 号文”)的规定, 未来, 珞珈学院将逐步独立于武汉大学, 脱钩后珞珈学院不再继续使用武汉大学的品牌, 并不再收取管理费。

珞珈学院盈利预测

武汉大学珞珈学院新校区建设项目是珞珈学院提升办学条件的主要工程, 项目的实施可加强学校信息资源建设, 增强学校办学实力, 是提升学院办学条件, 扩大招生规模、增加收入的保障条件, 对提高学院的经济效益具有明显的作用。项目实施后, 珞珈学院将建设成为以经济学、管理学为主干, 文、法、理、工多学科协调发展, 整体办学水平省内一流, 部分学科在国内具有较高水平的省属重点建设本科院校。

收入预测——2008 年学院在校生达 2081 人, 平均收费标准为 15000 元/年。根据近三年来的计划招生人数和实际报到情况推测, 学校计划 2009 年招生 1500 人, 则 2009 年在校人数将达 3500 人。未来三年学院收入预测如下表所示:

表 7 2009~2011 年珞珈学院收入预测

	2008	2009E	2010 E	2011 E
招生计划(人)	1140	1500	1700	2000
在校生人数(人)	2081	3500	4700	6200
平均年收费标准(元)	15000	14500	14000	14000
学院收入(万元)	3163	5075	6580	8680

资料来源: 公司提供

成本费用预测——2008 年学院主营业务成本为 1257 万元, 管理费用为 866 万元。随着在

校生人数的增长，教育事务成本、行政管理费用也会有所提高。

另外，根据国家宏观经济政策以及央行的利息调整趋势，公司预测 2009 年贷款利率下调至 6%。

表 8 2009~2011 年珞珈学院成本费用预测

	2008	2009E	2010 E	2011 E
主营业务成本（万元）	1257	1380	1520	1673
管理费用（万元）	866	952.6	1047.86	1050
利息支出（万元）	-1.5	630	956.7	956.7
合计	2121	2962.6	3524.56	3679.7

资料来源：公司提供

盈利预测——根据前两项的分析，公司预测珞珈学院 2009-2011 年珞珈学院盈利保持较快增长，具体预测情况如下：

表 9 2009~2011 年珞珈学院盈利预测

	2008	2009E	2010 E	2011 E
主营业务收入（万元）	3163	5075	6580	8680
主营业务利润（万元）	1906	3695	5060	7007
利润总额（万元）	1058	2112	3055.44	5000.3
净利润（万元）	1058	2112	3055.44	5000.3

资料来源：公司提供

在武汉大学的管理指导下，珞珈学院稳步发展，2008 年报到率接近 100%，2010 年学院将开始有第一批毕业生。随着知名度提高和新校区的建成，学院招生规模和在校生人数有望保持增长，其盈利预测具备实现的可能性。

公司认为，公司作为控股股东能够对珞珈学院经营管理和资金调度实质控制，能够以珞珈学院产生的盈利作为偿还本期债券的资金来源。

关于募集资金项目推进，除通过本次发债募集资金 7000 万元之外，公司还将自筹 9981 万元（收回往来款和运用当代国际花园项目收益），通过滚动发债或借款方式筹集 0.5 亿元。

六、财务分析

公司提供的 2006 年~2008 年财务报表已经大信会计师事务所有限公司审计且出具了无

保留意见的审计报告。

截至 2008 年底，公司（合并）资产总额 285825.12 万元，所有者权益合计 137497.39 万元；（合并）营业收入 110176.50 万元，利润总额 12884.88 万元；（合并）经营活动现金流量净额 813.43 万元，现金及现金等价物净增加额 1160.74 万元。

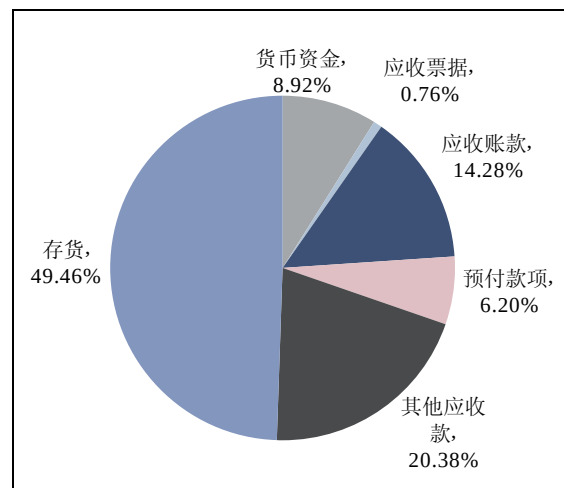
截至 2008 年底，公司本部资产总额 78760.31 万元，所有者权益 45172.12 万元；2008 年公司本部实现主营业务收入 7739.55 万元，净利润 3901.06 万元；2008 年公司本部经营活动产生的现金流量净额-2683.49 万元，现金及现金等价物净增加额 2275.82 万元。

1. 资产质量

2006~2008 年，公司资产规模年平均增长率为 6.92%，截至 2008 年底，公司资产总额 285825.12 万元，其中流动资产占比 60.82%，非流动资产占比 39.18%。

截至 2008 年底，公司流动资产 173836.61 万元，其中存货 49.46%，其他应收款 20.38%，应收账款 14.28%，货币资金 8.92%，预付账款 6.20%，应收票据 0.76%。

图 7 2008 年底公司流动资产构成



资料来源：公司 2008 年财务报表附注

2006~2008 年，公司存货账面价值由 49928.43 万元增至 85975.56 万元，年平均增长率 31.22%。截至 2008 年底，公司存货构成为：

开发成本及开发产品 35.29%，在产品 30.24%，产成品及库存商品 29.25%，原材料及包装物 5.07%，低值易耗品 0.16%。2008 年底，公司用于借款抵押的存货原值合计 7234.83 万元。

2006~2008 年，公司其他应收款账面价值由 26130.85 万元增至 35430.90 万元。截至 2008 年底，账龄一年以内的其他应收款 28323.36 万元，占比 79.94%；前五名其他应收款合计 11173.37 万元，占其他应收款总额 30.64%。截至 2008 年底，公司对其他应收款计提了 1033.12 万元坏账准备。

2006~2008 年，公司应收账款平均增长率 2.26%，2008 年底为 24816.22 万元，账龄 1 年以内的 76.75%，1~2 年的 13.60%，2~3 年的 5.26%，3 年以上的占比 4.39%；前 5 名应收账款合计占公司应收账款总额的 14.62%。截至 2008 年底，公司对应收账款计提了 1667.78 万元坏账准备。。

2006~2008 年，公司货币资金余额分别为 36386.06 万元、14353.72 万元、15514.46 万元，2007 年末公司货币资金减少主要是当年支付往来款和投资款所致。

2006~2008 年，公司预付账款余额分别为 25644.36 万元、27102.40 万元、10777.61 万元，2008 年末公司预付账款减少主要是 2008 年初对武汉理工大学华夏学院预付投资款当期转入长期投资所致。

2006~2008 年，公司固定资产年均增长率为 4.70%，2008 年底达 42930.69 万元，占非流动资产的 38.33%。公司固定资产主要为房屋建筑物（69.90%）、机器设备（20.14%）、运输工具（4.93%）和其他设备（5.02%）。2008 年公司用于借款抵押的固定资产房屋建筑物和机器设备原值合计 22,106.62 万元。

2006~2008 年，公司长期股权投资逐年增长，2008 年底为 40241.91 万元，占公司非流动资产的 35.93%，主要是人福科技持有的按成本法核算的长期股权投资。

2006~2008 年，公司投资性房地产为南湖

学生公寓，2008 年底为 15824.18 万元，占 2008 年公司资产总额 14.13%，2008 年公司用于借款抵押的投资性房地产原值合计 19,286.09 万元。

截至 2008 年底，公司本部资产总额 78760.31 万元，其中流动资产 68.17%，非流动资产 31.83%。公司本部流动资产主要为存货（占比 62.96%）和其他应收款（19.00%），其中存货主要为开发成本和开发产品，由于土地成本低，建筑等开发成本远低于市价，因此在建开发产品和已完工产品跌价的可能性较小；但是当代国际花园项目部分土地已经办理了贷款抵押，流动性较差。其他应收款为因购销、物业和合作与其他单位等业务发生的往来款，账龄在一年以内的占比 55.50%，前五位其他应收款合计占公司本部其他应收款总额的 35.96%。公司本部长期股权投资 16824.08 万元，其中对人福科技的股权投资为 16714.08 万元；截至 2009 年 3 月 24 日，公司持有人福科技 6384.051 万股，其中 6384.00 万股已在中国证券登记结算有限责任公司办理股权质押登记手续。

总体看，公司资产中存货、固定资产、长期股权投资和其他应收款占比较高，整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

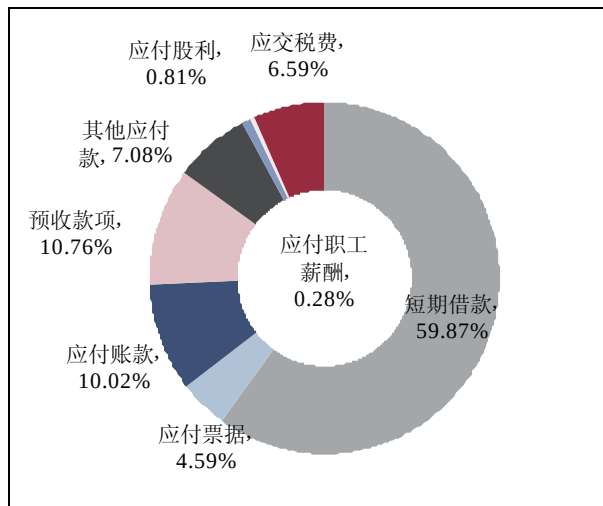
2006~2008 年，公司所有者权益年平均增长率为 12.22%，主要源于各年末分配利润的积累。截至 2008 年底，公司所有者权益合计 137497.39 万元，其中实收资本 7.27%，资本公积 2.69%，盈余公积 1.89%，未分配利润 12.60%，少数股东权益 75.54%。

2006~2008 年，公司负债总额波动上升，年均增长率 3.86%。截止 2008 年底，公司负债总额为 148327.73 万元，其中流动负债 94.99%，非流动负债 5.01%。

截至 2008 年底，公司流动负债 140903.32 万元，主要包括短期借款、预收账款、应付账

款和其他应付款。截至 2008 年底，公司短期借款 84355.00 万元，其中 79.05%为抵押借款，16.13%为保证借款，4.82%为质押借款；预收账款 15162.66 万元，主要是当代国际花园项目预收款；应付账款 14115.22 万元，主要为材料采购款。

图 8 2008 年底公司流动负债构成



资料来源：公司 2008 年财务报表附注

截至 2008 年底，公司长期负债 7224.41 万元，其中长期借款 3800.00 万元，全部为抵押借款。

2006~2008 年，公司债务结构指标基本稳定，2008 年底资产负债率 51.89%，全部债务资本化率 40.77%。

截至 2008 年底，公司本部所有者权益 45172.12 万元，其中实收资本 22.14%，资本公积 8.19%，盈余公积 4.80%，未分配利润 39.33%，少数股东权益 25.54%。截至 2008 年底，公司本部负债总额 33588.19 万元，全部为流动负债，主要为短期借款（40.34%）、预收账款（30.36%）、应交税费（16.09%）和其他应付款（11.60%）。截至 2008 年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化率分别为 42.65%和 23.72%。

整体看，目前公司负债水平基本合理。

3. 盈利能力

2006~2008 年，公司营业收入年平均增长率为 9.40%，2008 年达到 110176.50 万元，公司营业收入贡献主要来自下属上市公司人福科技。2006~2008 年，公司营业利润率逐年上升，分别为 37.58%、41.75%和 47.09%，主要原因是 2007 年和 2008 年毛利率水平较高的医药板块在公司营业收入总额中的占比呈增长趋势，且公司医药板块毛利率有所提高。公司主营业务盈利能力强。

2006~2008 年，公司销售费用、管理费用、财务费用占营业收入的比重分别为 27.90%，28.92%和 37.95%，2008 年费用占比提高主要是由于公司加大市场营销和产品力度以及人工费用提高引起销售费用增长较快，同时公司研发支出增加以及银行利率上浮等因素使管理费用和财务费用也有所增长。

2006~2008 年，公司投资收益占当年营业利润的 44.68%、51.42%和 25.21%，成为公司利润的重要来源。其中 2007 年公司投资收益金额较大，主要是公司在二级市场出售 2006 年人福科技配股时认购的 1278 万股股票所致。

表 9 2006~2008 年公司投资收益构成

产生投资收益的来源	2006 年	2007 年	2008 年
以成本法核算的被投资单位宣告分派的利润	6574.13	1500.00	1833.45
年末调整的被投资单位所有者权益净增减的金额	193.23	968.61	661.43
股权投资转让收益	0.00	11615.25	760.00
计提的投资减值准备	0.00	1288.85	0.00
其他投资收益	-221.99	0.00	0.00
合 计	6545.37	12795.01	3254.88

资料来源：公司财务报表附注

2006~2008 年，公司净利润分别为 11093.05 万元、22031.91 万元和 10356.79 万元，由于 2007 年公司因转让股权获得大额投资收益，近三年公司净利润及盈利指标发生较大波动，2008 年，公司净资产收益率和总资本收益率分别为 7.53%和 7.29%，公司整体盈利能力一般。

2006~2008 年，公司本部主营业务收入全

部为委托人福科技开发的当代国际花园项目房地产开发收入。各年当代国际花园项目产生的收益按如下方式分配：公司本部收益=（收益补偿金-公司土地成本）×（报告期内销售面积/500亩土地对应的可供销售面积），人福科技收益=报告期内该项目产生的净利润-报告期内公司本部收益，据此，2006~2008年公司本部自当代国际花园项目获得净利润1926.74万元、3075.31万元和449万元（由于2007年底至2008年上半年房屋销量开始锐减，2008年核算的净利润大幅下降）。2006~2008年，公司本部投资收益分别为1421.24万元、10938.05万元和1982.65万元，2007年投资收益金额较大是当年出售人福科技1278万股股票所致。

总体看，公司营业收入稳步增长，主营业务盈利能力强，投资收益是公司利润的重要来源，公司整体盈利能力一般。

4. 现金流

2006~2008年，随着销售收入增长，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18.13%，2008年为144407.40万元。2008年公司现金收入比118.70%，但公司购买商品支付劳务支付的现金/主营业务成本为146.55%，主要原因是当年存货大幅增加。2008年，公司经营活动现金流量为813.43万元。

2006~2008年，公司投资活动现金流出分别为26948.62万元、24022.83万元和3168.49万元，2006年主要为人福科技对华夏学院和深圳新鹏生物工程有限公司等的投资支出，2007年主要为人福科技对华夏学院和广西师范大学漓江学院投资支出。2006~2008年，投资活动现金流入分别为19727.26万元、14554.12万元和5221.53万元，2006年主要为人福科技转让武汉杰士邦卫生用品有限公司股权以及天风证券减资。2006~2008年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-7221.36万元、-9468.71万元和2053.05万元。

2006~2008年，公司筹资活动现金流入量规模大，分别为115798.39万元、84782.55万元和92650.55万元，主要为借款筹资，另外，2006年人福科技配售5060.01万股募集20202.15万元；筹资活动净流量分别为1784.93万元、-6776.25万元和-1705.73万元。

公司本部方面，2008年经营活动现金流入小计17911.53万元，经营活动现金流量净额-2731.75万元，原因是2008年当代科技花园三期处于集中建设期，而当年销售回款较少。2008年投资活动现金流入为182.35万元，投资活动产生的现金流量净额为175.18万元。2008年筹资活动现金流入量为13550.00万元，全部为借款筹资；偿还银行债务、偿付利息共支付现金8765.87万元；筹资活动产生的现金流量净额为4784.13万元。

总体看，公司经营性活动获取现金能力不强，投资活动对外部筹资存在一定依赖。

5. 偿债能力

2006~2008年，公司流动比率保持稳定，分别为124.76%、123.01%和123.37%，由于期间存货增长较快（年平均增长率31.22%），公司速动比率逐年下降，分别为86.37%、80.26%和62.36%。截至2008年底，公司流动资产主要为存货和其他应收款，其中用于借款抵押的存货原值合计7234.83万元。总体看，公司短期偿债能力一般。

2006~2008年公司EBITDA分别为22861.23万元、33740.47万元、23560.11万元，公司EBITDA利息倍数随利润水平存在一定波动，2006~2008年分别为3.78倍、6.41倍和3.60倍；全部债务/EBITDA分别为3.62倍、2.49倍和4.02倍，公司长期偿债能力趋弱。

公司本部方面，2008年流动比率和速动比率分别为159.85%和59.21%，2008年底公司本部流动资产主要为其他应收款和存货，部分存货已经办理了贷款抵押，2008年经营现金流动负债比率为负，总体看，公司短期偿债

能力偏弱。2008 年公司本部 EBITDA 为 5599.51 万元，EBITDA 利息倍数 10.51 倍，全部债务/EBITDA 为 2.51 倍，长期偿债能力一般。

截止 2008 年底，公司本部为人福科技银行贷款 14565 万元提供担保，其中提供抵押担保 5500 万元、保证担保 5000 万元、质押担保 4065 万元。截至 2008 年底，人福科技对广西师范大学漓江学院提供借款担保的金额为 10500.00 万元。

从成立至今，公司银行信贷登记系统无本息逾期等不良记录。

6. 本期债券偿还能力

公司本期企业债拟发行额度为 7000 万元，募集资金和偿债主体为公司本部。本期债券发行额度占 2008 年底公司本部全部债务的 49.82%，预计企业债发行后，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 47.33% 和 40.35%，债务负担将加重。2008 年公司本部 EBITDA 为 5599.51 万元，是本期债券发行额的 0.80 倍，对本期债券的偿付能力一般；2008 年公司本部经营性净现金流为负，经营性现金流净额对本期债券不具备覆盖能力。

本期债券偿还资金来源将主要来自珞珈学院盈利贡献，近年珞珈学院盈利稳定增长，2008 年实现营业收入 3163 万元，净利润 1058 万元，经营活动现金流入 3100 万元左右。但另一方面，珞珈学院能否在五年过渡期内重新获得办学许可证面临一定不确定性；珞珈学院逐步独立于武汉大学可能对其规模扩张产生不利影响。

七、综合评价

公司是位于国家级开发区——武汉东湖新技术开发区一家以股权投资为主的企业，自成立以来主要从事医药、房地产等领域内的产业投资及管理。

公司本部收入主要来自其立项的当代国际花园项目，近几年当代国际花园项目稳步推进，取得良好的销售业绩，而 2008 年以来，房价涨幅趋缓，销量大幅下降。公司持有上市公司人福科技 16.408% 的股权，并对其拥有实际控制权。人福科技以医药产品研发销售为主业，其核心子公司为国家麻醉药品定点生产企业，具有较高的市场占有率。

公司整体资产质量尚可，债务负担合理；营业收入保持平稳增长，主营业务盈利能力强；投资收益是公司利润的重要来源，但其稳定性相对较弱；现金流状况和偿债能力一般。

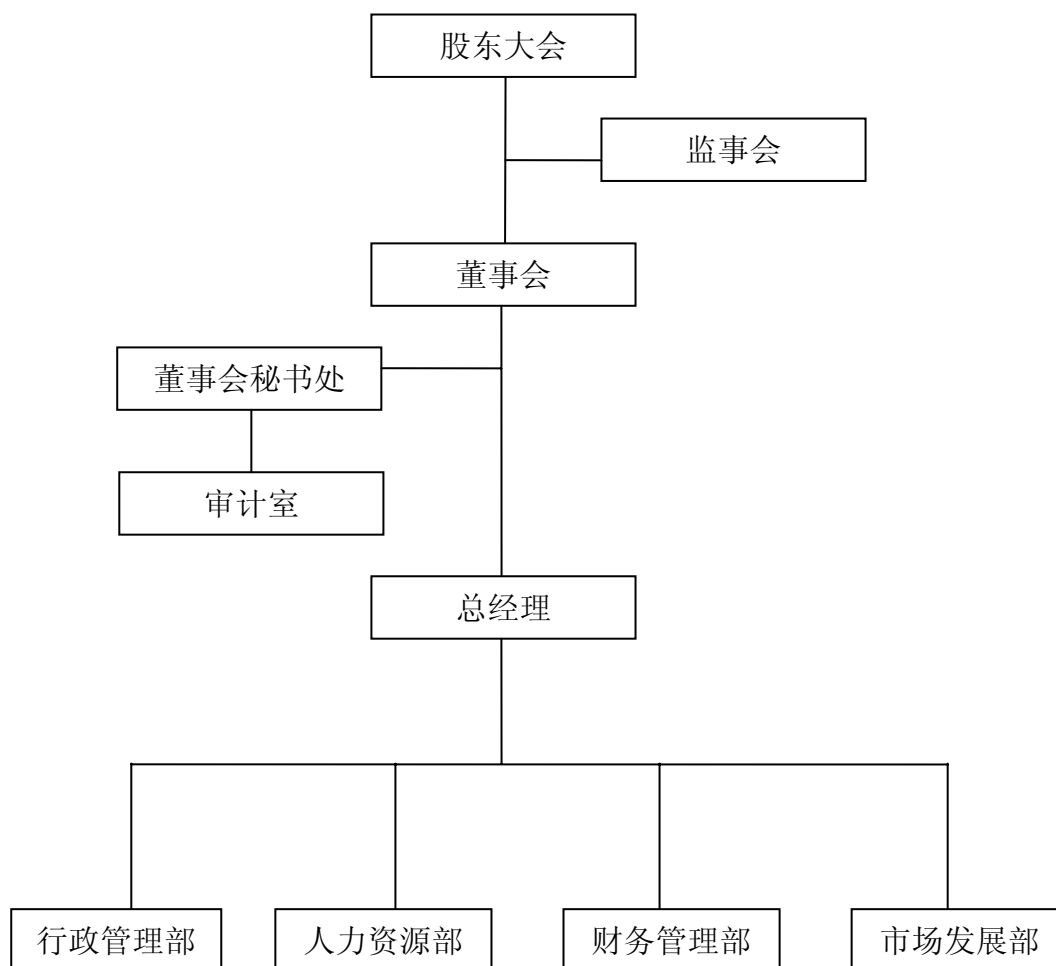
未来公司将加大对医药产业的投入，增强持续发展能力。随着当代国际花园项目开发进度接近结束，房地产业务的盈利贡献将有所下降，珞珈学院的盈利贡献将构成公司本部利润的主要来源。

综合来看，公司的整体信用风险一般。

附件 1 公司股权结构

姓 名	持股数量（万股）	持股比例
艾路明	2621	26.21%
张小东	1700	17%
周汉生	1700	17%
张晓东	1700	17%
王一鸣	1000	10%
李 纪	200	2%
余 磊	500	5%
王学海	500	5%
刘家清	79	0.79%
总 计	10000	100%

附件 2 组织结构图



附件 3 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	2008 年
流动资产：			
货币资金	36386.06	14353.72	15514.46
△交易性金融资产			
# 短期投资			
应收票据	457.47	977.34	1321.86
应收账款	23730.39	18980.38	24816.22
预付账款	25644.36	27102.4	10777.61
应收股利		200.00	
应收利息			
其他应收款	26130.85	47477.94	35430.90
存 货	49928.43	58110.45	85975.56
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产			
流动资产合计	162277.55	167202.24	173836.61
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	19149.96	30568.95	40241.91
# 股权分置流通权	4271.94	4271.94	4271.94
△投资性房地产	16817.06	16303.87	15824.18
固定资产原价	50367.87	55888.25	59399.34
减：累计折旧	11013.82	13397.70	16288.75
固定资产净值	39354.06	42490.55	43110.59
减：固定资产减值准备	187.73	187.73	179.89
固定资产净额	39166.33	42302.82	42930.69
在建工程	1070.79	1637.41	344.04
工程物资	153.49	8.05	23.55
固定资产清理			
无形资产	6311.09	6016.26	6847.16
△开发支出			
△商誉	522.87	738.99	976.37
# * 合并价差	0		
长期待摊费用（递延资产）	71.79	61.95	40.83
△递延所得税资产	192.98	195.69	487.82
# 递延税款借项			
其他非流动资产（其他长期资产）			
非流动资产合计	87728.31	102105.94	111988.50
资 产 总 计	250005.86	269308.18	285825.12

附件 4 合并资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

负债及股东权益	2006 年	2007 年	2008 年
流动负债:			
短期借款	70189.00	77379.00	84355.00
△交易性金融负债			
# 应付权证			
应付票据	2499.97	2878.36	6469.60
应付账款	8168.59	10160.48	14115.22
预收账款	12717.14	13554.19	15162.66
应付职工薪酬	864.08	208.26	391.83
其中： 应付工资	30.69	12.01	350.23
应付福利费	833.39	70.20	41.59
应交税费	8538.59	8419.20	9291.77
其中： 应交税金	8538.59	8419.20	9291.77
应付利息			
应付股利(应付利润)	1569.42	693.20	1143.72
其他应付款	23715.64	20088.99	9973.53
一年内到期的非流动负债	1500.00	2540.00	
其他流动负债	310.01		
流动负债合计	130072.44	135921.69	140903.32
非流动负债:			
长期借款	8665.20	1300.00	3800.00
应付债券			
长期应付款	1481.23	1227.27	1227.27
专项应付款	599.00	1482.33	2397.14
预计负债			
△递延所得税负债	2.70	4.99	
# 递延税款贷项			
其他非流动负债			
非流动负债合计	10748.14	4014.60	7424.41
负债合计	140820.57	139936.29	148327.73
所有者权益（或股东权益）:			
实收资本(股本)	10000.00	10000.00	10000.00
资本公积	3698.77	3698.77	3698.77
盈余公积	862.77	2372.03	2614.24
# * 未确认的投资损失（以“-”号填列）			
未分配利润	3480.23	16110.1	17320.16
其中:现金股利			
归属于母公司所有者权益合计	18041.77	32180.9	33633.17
* 少数股东权益	91143.52	97190.99	103864.21
所有者权益合计	109185.29	129371.89	137497.39
# 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)	109185.29	129371.89	137497.39
负债与所有者权益总计	250005.86	269308.18	285825.12

附件 5 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年度	2007 年度	2008 年度
一、营业收入	92052.94	97622.68	110176.50
其中:主营业务收入	92052.94	97362.68	109916.5
其他业务收入	0	260	260
减: 营业成本	55065.01	54529.75	56596.69
其中: 主营业务成本	55065.01	54515.45	56581.61
其中: 其他业务成本	0	14.3	15.08
主营业务税金及附加	2398.84	2331.12	1695.45
销售费用	10875.7	13927.97	21803.29
管理费用	9095.61	10423.83	13420.13
财务费用	5715.45	3881.08	6583.81
汇兑净损失(汇兑净收益以“-”号填列)			
△资产减值损失	799.82	441.63	422.75
其他			
△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)	6545.37	12795.01	3254.88
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)	14647.88	24882.33	12909.25
加: 营业外收入	63.71	193.11	604.23
其中: 非流动资产处置利得			
非货币性资产交换利得(非货币性交易收益)			
政府补助(补贴收入)			
债务重组利得			
减: 营业外支出	1096.77	533.07	628.6
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)	13614.82	24542.37	12884.88
减: 所得税费用	2521.78	2510.46	2528.09
加: # * 本期未确认的投资损失			
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	11093.05	22031.91	10356.79
减: * 少数股东损益	8690.63	7892.78	8904.52
五、归属于母公司所有者的净利润	2402.41	14139.13	1452.27

附件 6 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年度	2007 年度	2008 年度
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	89509.03	109983.69	130475.89
收到的税费返还	13.87	16.92	8.63
收到的其他与经营活动有关的现金	13963.24	8893.06	13922.88
现金流入小计	103486.15	118893.67	144407.40
购买商品、接受劳务支付的现金	53239.84	66445.14	82919.52
支付给职工以及为职工支付的现金	7441.51	8770.94	11263.54
支付的各项税费	6375.4	11510.22	15328.31
支付的其他与经营活动有关的现金	19862.91	37954.75	34082.61
现金流出小计	86919.67	124681.06	143593.97
经营活动产生的现金流量净额	16566.48	-5787.39	813.43
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资所收到的现金	18131.4	12115.38	
取得投资收益所收到的现金	1101.3	1800.00	2263.45
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	209.33	196.59	150.63
处置子公司及其他联营单位收到的现金净额		130.00	2625.82
收到的其他与投资活动有关的现金	285.23	312.16	181.63
现金流入小计	19727.26	14554.12	5221.53
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	4127.29	9103.62	2941.16
投资所支付的现金	22670.97	13339.84	
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		1579.37	227.33
支付的其他与投资活动有关的现金	150.36		
现金流出小计	26948.62	24022.83	3168.49
投资活动产生的现金流量净额	-7221.36	-9468.71	2053.05
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金	25153.39	280.00	25.00
借款所收到的现金	90645.00	84469.00	92625.00
收到的其他与筹资活动有关的现金		33.55	
现金流入小计	115798.39	84782.55	92650.00
偿还债务所支付的现金	105564.15	84163.93	85679.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的	7032.86	7279.37	8676.73
支付的其他与筹资活动有关的现金	1416.45	115.5	
现金流出小计	114013.46	91558.80	94355.73
筹资活动产生的现金流量净额	1784.93	-6776.25	-1705.73
四、汇率变动对现金的影响	0.11		
五、合并范围变化对现金的影响			
六、现金及现金等价物净增加额	11130.16	-22032.35	1160.74
加: 年初现金及现金等价物余额	25255.91	36386.06	14353.72
七、年末现金及现金等价物余额	36386.06	14353.72	15514.46

附件 7 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补 充 资 料	2006 年度	2007 年度	2008 年度
1、将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	11093.05	22031.91	10356.79
减: *未确认投资损失			
加: 计提的资产减值准备	831.26	527.88	550.77
固定资产折旧	2906.64	3525.16	3741.26
无形资产摊销	273.61	383.91	335.24
长期待摊费用摊销	12.93	25.84	45.3
待摊费用减少(减: 增加)			
预提费用增加(减: 减少)			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减: 收益)	826.68	-223.67	-336.14
固定资产报废损失	96.45		
财务费用	5715.45	3881.08	6583.81
投资损失(减: 收益)	-6545.37	-12795.01	-3254.88
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-28.43	-2.71	-292.14
递延所得税负债借项(减: 贷项)		2.29	-4.99
存货的减少(减: 增加)	-9581.76	-8258.42	-27865.11
经营性应收项目的减少(减: 增加)	7170.43	-15834.86	12580.91
经营性应付项目的增加(减: 减少)	3795.53	949.21	-1627.4
其他			
经营活动产生的现金流量净额	16566.48	-5787.39	813.43
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
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增加情况:			
现金的期末余额	36386.06	14353.72	15514.46
减: 现金的期初余额	25255.91	36386.06	14353.72
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	11130.16	-22032.35	1160.74

附件 8 母公司资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	2008 年
流动资产：			
货币资金	3151.48	512	2787.82
△交易性金融资产			
# 短期投资			
应收票据			
应收账款	3064.43	1053.82	847.79
预付账款			
应收股利	127.68	182.35	
应收利息			
其他应收款	4900.35	17606.86	16252.01
存 货	14542.67	14223.38	33801.82
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产			
流动资产合计	25786.59	33578.41	53689.44
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	20738.37	15820.11	16824.08
# 股权分置流通权	4271.94	4271.94	4271.94
△投资性房地产			
固定资产原价	408.47	4448.02	4455.20
减：累计折旧	101.84	264.89	480.35
固定资产净值	306.63	4183.13	3974.84
减：固定资产减值准备	0	0	0
固定资产净额	306.63	4183.13	3974.84
在建工程			
工程物资			
固定资产清理			
△生产性生物资产			
无形资产			
△开发支出			
△商誉			
长期待摊费用（递延资产）			
△递延所得税资产			
# 递延税款借项			
其他非流动资产（其他长期资产）			
非流动资产合计	25316.94	24275.19	25070.86
资 产 总 计	51103.54	57853.60	78760.31

附件 9 母公司资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

负债及股东权益	2006 年	2007 年	2008 年
流动负债：			
短期借款	6650	8250	13550
△交易性金融负债			
# 应付权证			
应付票据			499.79
应付账款	0.88	0.88	
预收账款	6480.27	595.04	10195.98
应付职工薪酬	46.22	50.75	41.59
其中： 应付工资		18.46	
应付福利费	46.22	32.3	41.59
应交税费	2688.28	4203.95	5404.09
其中： 应交税金	2688.28	4203.95	5404.09
应付利息			
应付股利(应付利润)			
其他应付款	11590.04	3481.92	3896.73
一年内到期的非流动负债			
其他流动负债			
流动负债合计	27455.69	16582.54	33588.19
非流动负债：			
长期借款	745.2		
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			
非流动负债合计	745.2	0	0
负 债 合 计	28200.89	16582.54	33588.19
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本(股本)	10000	10000	10000
资本公积	3698.77	3698.77	3698.77
盈余公积	618.87	2032.79	2167.71
# * 未确认的投资损失（以“-”号填列）			
未分配利润	3724.12	16449.34	17766.69
其中:现金股利			
归属于母公司所有者权益合计	18041.77	32180.9	33633.17
* 少数股东权益	4860.88	9090.16	11538.95
所有者权益合计	22902.64	41271.06	45172.12
# 减:未处理资产损失	0	0	0
所有者权益合计(剔除未处理资产损失后金额)	22902.64	41271.06	45172.12
负债与所有者权益总计	51103.54	57853.60	78760.31

附件 10 母公司利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年度	2007 年度	2008 年度
一、营业收入	16164.97	26700.65	7739.55
其中:主营业务收入	16164.97	26440.65	7479.55
其他业务收入	0	260	260
减: 营业成本	8951.86	15930.28	3137.53
其中: 主营业务成本	8951.86	15915.98	3122.45
其中: 其他业务成本	0	14.3	15.08
主营业务税金及附加	937.57	1665.74	524.48
销售费用	159.69	104.13	72.76
管理费用	394.69	901.5	603.35
财务费用	513.44	-770.2	515.87
汇兑净损失(汇兑净收益以“-”号填列)			
△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(损失以“-”号填列)	1421.24	10938.05	1982.65
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)	6628.95	19807.25	4868.22
加: 营业外收入	2.98		
其中: 非流动资产处置利得			
非货币性资产交换利得(非货币性交易收益)			
政府补助(补贴收入)			
债务重组利得			
减: 营业外支出		0.96	0.04
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)	6631.93	19806.29	4868.18
减: 所得税费用	928.37	1437.88	967.11
加: **本期未确认的投资损失			
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	5703.56	18368.41	3901.06
减: * 少数股东损益	3301.15	4229.28	2448.79
五、归属于母公司所有者的净利润	2402.41	14139.13	1452.27

附件 11 母公司现金流量表

(单位：人民币万元)

项 目	2006 年度	2007 年度	2008 年度
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	13612.18	22519.84	17911.53
收到的税费返还			
收到的其他与经营活动有关的现金	1182.35	2165.98	5206.7
现金流入小计	14794.52	24685.82	23118.23
购买商品、接受劳务支付的现金	5515.23	20596.69	19078.64
支付给职工以及为职工支付的现金	169.58	180.75	229.75
支付的各项税费	535.7	1683.46	5454.05
支付的其他与经营活动有关的现金	451.34	13517.34	1039.28
现金流出小计	6671.84	35978.24	25801.72
经营活动产生的现金流量净额	8122.68	-11292.42	-2683.49
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资所收到的现金		12115.38	
取得投资收益所收到的现金		54.67	182.35
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	19		
处置子公司及其他联营单位收到的现金净额			
收到的其他与投资活动有关的现金			
现金流入小计	19	12170.05	182.35
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	17.61	4056.08	7.17
投资所支付的现金	4852.58		
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			
现金流出小计	4870.19	4056.08	7.17
投资活动产生的现金流量净额	-4851.19	8113.97	175.18
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金			
借款所收到的现金	6650	8250	13550
收到的其他与筹资活动有关的现金		33.55	
现金流入小计	6650	8283.55	13550
偿还债务所支付的现金	7900	7395.2	8250
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	513.44	349.38	515.87
支付的其他与筹资活动有关的现金			
现金流出小计	8413.44	7744.58	8765.87
筹资活动产生的现金流量净额	-1763.44	538.97	4784.13
四、汇率变动对现金的影响			
五、合并范围变化对现金的影响			
六、现金及现金等价物净增加额	1508.05	-2639.48	2275.82
加：年初现金及现金等价物余额	1643.43	3151.48	512.00
七、年末现金及现金等价物余额	3151.48	512.00	2787.82

附件 12 母公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补 充 资 料	2006 年度	2007 年度	2008 年度
1、将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	5703.56	18368.41	3901.06
减: *未确认投资损失			
加: 计提的资产减值准备	31.44	86.26	128.02
固定资产折旧	3.65	173	215.46
无形资产摊销			
长期待摊费用摊销			
待摊费用减少(减: 增加)			
预提费用增加(减: 减少)			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的 损失(减: 收益)	-2.98	0.96	
固定资产报废损失			
财务费用	513.44	-770.2	515.87
投资损失(减: 收益)	-1421.24	-10938.05	-1982.65
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)			
递延所得税负债借项(减: 贷项)			
存货的减少(减: 增加)	-3841.4	319.29	-19578.44
经营性应收项目的减少(减: 增加)	-840.35	-10576.54	3917.81
经营性应付项目的增加(减: 减少)	7976.55	-7955.54	10199.36
其他			
经营活动产生的现金流量净额	8122.68	-11292.42	-2683.49
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
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增加情况:			
现金的期末余额	3151.48	512	2787.82
减: 现金的期初余额	1643.43	3151.48	512
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	1508.05	-2639.48	2275.82

附件 13 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	3.81	4.41	4.77	4.47
存货周转次数(次)	1.10	1.01	0.79	0.92
总资产周转次数(次)	0.37	0.37	0.39	0.38
盈利能力				
营业利润率(%)	37.58	41.75	47.09	43.59
总资本收益率(%)	8.93	12.79	7.29	9.26
净资产收益率(%)	10.16	17.03	7.53	10.91
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	7.35	0.99	2.69	3.11
全部债务资本化比率(%)	43.14	39.40	40.77	40.83
资产负债率(%)	56.33	51.96	51.89	52.80
偿债能力				
流动比率(%)	124.76	123.01	123.37	123.54
速动比率(%)	86.37	80.26	62.36	72.53
EBITDA 利息倍数(倍)	3.78	6.41	3.60	4.48
全部债务/EBITDA(倍)	3.62	2.49	4.02	3.48
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.11	-0.18	0.03	-0.02
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.54	-2.90	0.44	-0.34
现金流				
现金收入比(%)	97.24	112.96	118.70	112.69
筹资活动前产生的现金流量净额(万元)	9345.12	-15256.10	2866.47	-1274.57

附件 14 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
本期企业债券偿债能力	
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 15 企业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，企业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[2009] 135 号

联合资信评估有限公司通过对武汉青江化工股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

武汉青江化工股份有限公司
2009 年度企业主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年五月十五日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

武汉青江化工股份有限公司

2009 年度企业主体长期信用评级分析报告

评级结果: BBB⁻
评级展望: 稳定
评级时间: 2009 年 5 月 15 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
资产总额(万元)	21063.15	27580.12	33702.75
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	9797.92	12115.75	13595.53
长期债务(万元)	1900.00	1700.00	1500.00
全部债务(万元)	3861.00	8724.00	12897.00
主营业务收入(万元)	17484.04	24176.98	37031.11
利润总额(万元)	1943.96	2331.95	1130.03
EBITDA(万元)	2822.03	3634.81	2934.23
经营性净现金流(万元)	3760.95	538.49	2851.23
主营业务利润率(%)	16.09	23.52	16.64
净资产收益率(%)	13.09	13.83	6.60
资产负债率(%)	53.48	56.07	59.66
全部债务资本化比率(%)	28.27	41.86	48.68
流动比率(%)	153.30	144.84	142.11
全部债务/EBITDA(倍)	1.37	2.40	4.40
EBITDA 利息倍数(倍)	8.82	6.80	2.67
EBITDA/本期发债额			
度(倍)	0.56	0.73	0.59

注: 公司执行企业会计准则和《企业会计制度》, 2006~2008 年财务报表已审计。

分析师

梁秀国

电话 010-85679696-8829

邮箱 liangxg@lianheratings.com.cn

吕明远

电话 010-85679696-8892

邮箱 lvmy@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对武汉青江化工股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司具有的循环经济、产业链适度延伸等优势。同时, 联合资信也注意到公司所处行业原材料和产品价格受经济环境影响大、公司债务负担不断加重、盈利能力下降等因素对公司的信用水平可能造成的负面影响。

未来随着公司“年产 2 万吨金红石型钛白粉”项目建成投产完成, 公司的主营业务收入规模和盈利能力有望提升, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 随中国城镇化进程的逐步推进和人民生活水平的持续提高, 钛白粉行业需求存在巨大的扩容空间, 发展前景良好。
2. 公司硫酸生产实现循环经济, “废气废渣”综合利用率达 100%, 并实现产业链适度延伸, 综合竞争力较强。
3. 公司经营活动产生的现金流入量较大, 对本期债券的覆盖程度较高。

关注

1. 受宏观经济环境影响, 公司原材料和产品价格波动剧烈。
2. 公司盈利能力波动中呈下降趋势。
3. 公司所有者权益组成中, 未分配利润占比较大, 稳定性相对偏弱。
4. 公司债务负担重, 并趋于增加。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与武汉青江化工股份有限公司（以下简称“青江化工”）构成委托关系外，联合资信、评估人员与青江化工不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 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。
- 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，未因青江化工和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由青江化工提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 青江化工企业主体长期信用等级自 2009 年 5 月 15 日至 2010 年 5 月 14 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内青江化工的主体长期信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

武汉青江化工股份有限公司（以下简称“公司”或“青江化工”）前身是 1970 年成立的武汉硫酸厂，1997 年经湖北省体改委批准，改制设立了股份有限公司，2001 年进一步改制，调整股本结构，国有股退出控股地位。截至 2008 年底，公司注册资本 4010.73 万元，其中武汉葛化集团有限公司持股 25.4%，张恒明先生持股 63.2%，毛明先生持股 4.75%，李惠民先生持股 3.95%，蔡建平先生持股 2.7%，公司实际控制人为张恒明先生。

公司经营范围：硫酸及副产品、精细化工产品、化学肥料（限分支机构经营）制造、销售；建筑材料销售；汽车货运（限分支机构经营）；非标准机械设备的加工、制造。

截至 2008 年底，公司拥有 5 家全资子公司，2 家分公司；公司下设办公室、财务部、人力资源部、生产部、市场部、研发中心（见附件 1）。

截至 2008 年底，公司资产总额为 33702.75 万元，所有者权益为 13595.53 万元；2008 年，公司实现主营业务收入 37031.11 万元，净利润 897.47 万元。

公司注册地址：武汉青山区任家路临江大道 862 号；法人代表：张恒明。

二、行业分析

公司目前的主导产品为硫酸及其副产品和钛白粉等。

硫酸

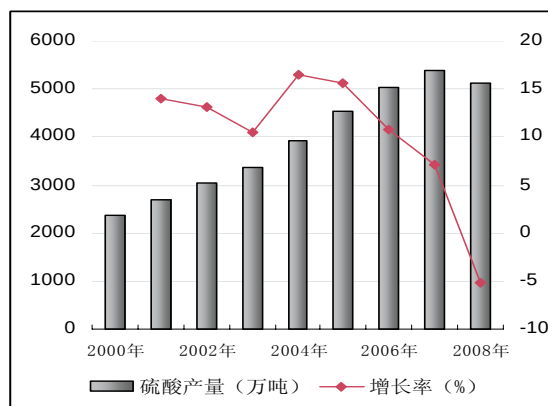
（1）行业概况

硫酸是一种工农业生产必需的大宗化工基础原料，用途十分广泛。在冶金工业中可用于钢材酸洗、纺织工业中可用于棉纱漂染，染料行业用于染料中间体生产，化肥行业用于磷铵、过磷酸钙的生产，有机合成工业用于脱水剂与高分子组合物，无机工业用于制取金属硫酸盐，

民用用于净水剂硫酸铝等。此外，还用于制药、农药、石油精炼、制革、人造纤维、国防军工等工业部门，目前磷肥制造是硫酸最大的下游行业，国内市场超过 65% 以上的硫酸被用作磷肥生产的原料。

硫酸多作为其他工业生产的副产品，目前国内硫酸生产主要包括以下 3 种制酸工艺，即硫磺制酸、硫铁矿制酸以及石油化工和有色冶炼烟气回收制酸，以 2007 年数据为准，国内的硫酸供应结构中硫磺制酸产量约占 45%，硫铁矿制酸约占 32%，冶炼制酸约占 23%。近年来，中国基础化工行业发展迅速，各地纷纷上马硫酸生产装置，产量快速增长，目前已成为世界第一大硫酸生产国。2007 年，国内硫酸产量为 5390 万吨，2008 年受下游需求萎缩影响产量回落至 5110 万吨。

图 1 2000-2008 年中国硫酸产量变化情况



数据来源：wind 资讯

（2）行业关注

产业集中度低，中小企业技术水平落后

目前国内硫酸生产厂家共有 600 多家，其中中小型硫酸厂占 80% 左右，产量占总产量的 60% 左右。中小型硫酸企业分散度高，工艺技术、设备、环保等技术水平相对落后，原材料消耗高，设备效率低，环境污染较严重，生产成本低。

市场价格地区差异明显

硫酸产品单位价格较低，不便于大量储存和长距离运输，硫酸的运输属于危险品运输，

其运输费用相对非危险品要高得多，硫酸产品的销售除受最佳运输半径的制约，还受运输条件的制约，目前国内市场硫酸产品销售半径一般不超过 500 公里。因此，硫酸市场具有较强的区域封闭性，其价格主要取决于地区供应的平衡关系。硫铁矿制酸、硫磺制酸和冶炼烟气制酸由于生产方式不同，成本差距较大，冶炼烟气制酸中硫酸是有色金属冶炼的副产品，生产成本最低，硫铁矿制酸需要企业周围有丰富的硫铁矿资源，成本也较低，硫磺制酸成本主要取决于硫磺价格的波动，成本相对较高。因此区域内供应结构是决定硫酸市场价格波动区间的主要因素。目前国内市场中，东北、华北和西南地区的硫酸价格水平相对较高，而华中、西北和华南的硫酸价格较低，价格水平差异可达 50%~100%。

近期价格波动剧烈

中国硫磺资源较为匮乏，国内市场制酸用硫磺 90%依赖于进口，而硫磺作为石油化工生产的副产品，其价格变化很大程度上受原油价格波动的影响。2006 年国际原油价格进入上升通道，同时作为硫酸的主要需求行业的化肥行业也逐步进入景气周期，在成本推动和需求拉升的双重作用下，国内硫酸市场价格大幅飙升，硫酸平均出厂价格从 2007 年初的 320 元/吨上涨到 2007 年末的 1200 元/吨，2008 年 6 月达到了近 2000 元/吨。但从 2008 年下半年开始，原油价格的快速回落导致进口硫磺价格大幅降低，国内大幅提高磷肥出口关税致使国内市场硫酸需求萎缩，硫酸价格出现快速回落，到 2008 年 12 月，国内硫酸主流平均出厂价格将为 270 元/吨，部分地区最低价格已经跌破 200 元/吨。产品价格低位运行，使行业内企业的盈利水平受到严重冲击，尤其是成本较高的硫磺制酸企业。

行业存在产能过剩

近年来，在国内硫酸市场供需紧张的背景下，国内硫酸产能持续增长，主要以成本相对较低的矿制酸和冶炼酸为主，根据中国磷硫网

统计数据，截至 2007 年底国内硫酸年产能已超过 6200 万吨，2008 年仍有超过 300 万吨的矿质酸和冶炼酸产能投产。2008 年，在国内宏观经济减速的背景下，包括磷肥行业在内的下游用酸市场出现明显萎缩，全年国内硫酸产量仅为 5110 万吨，产能利用存在较大缺口。

(3) 未来发展

由于下游终端市场需求快速萎缩，产品市场出现了明显的供给过剩的局面，产品价格大幅回落，行业整体盈利水平受到显著影响。2008 年底国家出台相关政策，降低磷肥产品出口关税，近期随化肥消费逐步进入高峰期，下游行业对硫酸的需求有所回升，硫酸产品价格水平也将有所提升，但考虑到目前行业内大量闲置产能，短期内行业整体的盈利状况可能仍将保持在较低水平。

钛白粉

(1) 行业概况

钛白粉的化学名称为二氧化钛，具有良好的遮盖力和着色力，是一种性能优异的白色颜料，被广泛应用于涂料、橡胶、塑料、造纸、印刷油墨、日用化工、电子工业、微机电和环保工业。目前钛白粉主要分为颜料级和非颜料级。颜料级钛白粉又有两类：一类是高端的金红石型钛白粉，适用于制造室外用涂料和制品；另一类是锐钛型钛白粉，多用于制造室内用涂料和制品。目前全球钛白粉年销量超过 500 万吨，销售金额约 90 亿美元，已成为世界无机化工产品中销售量最大的三种商品之一，仅次于合成氨和磷酸，列第三位。全球范围内，钛白粉三大终端用户市场分别是：涂料/油漆占 58%~60%；塑料占 21%~23%；造纸占 11%~12%。全球锐钛型和金红石型产品的比例大致为（10%-15%）/（85%-90%），金红石型产品占绝对份额。

近年来，中国经济的持续高速增长，城镇化、工业化进程加快，在涂料、塑料和造纸三大主要下游行业快速发展的带动下，国内钛白粉行业得到快速发展，目前已成为全球增长最

快的钛白粉市场。最近 10 年来，中国钛白粉产量增长 796.86%，年复合增长率为 24.53%；中国钛白粉表观消费量（国内产量+进口量-出口量）增长 478.78%，年复合增长率为 19.19%；2007 年中国钛白粉产量为 100 万吨，表观消费量为 114.31 万吨。

目前国内钛白粉的人均消费量约 0.8 千克，仅是美国的六分之一，仍有很大的发展空间。近年来全国钛白粉消费量增速明显高于同期 GDP 增长速度，但国内钛白粉的产量和产品结构远不能满足市场旺盛的需求，需要大量进口。近年来，中国钛白粉进口量保持高速增长，10 年来钛白粉进口量增长 164.25%，年均复合增长率为 10.20%，2008 年中国钛白粉进口量达到 26.01 万吨，成为全球第二大钛白粉进口国。目前，国内钛白市场存在结构性的供需失衡，国内厂商产能主要集中在低端的锐钛型钛白粉，低端市场供给过剩，每年尚有部分出口。在高端的金红石型钛白粉市场，受技术水平限制，国内厂商产能较为有限，而近年来汽车行业、建筑业以及 PVC 产品中高档金红石型钛白用量大幅增加，高端市场存在较大的供需缺口，过去几年，新增钛白粉进口量 80%以上都为金红石型。目前，全球钛白粉产品结构中金红石型产品比重为 85%~90%，而国内金红石型钛白粉在产品结构中比重仅为 40%，未来仍有较大的成长空间。

从行业内的竞争格局看，目前国内大多数中小企业都集中在锐钛型钛白粉市场，竞争激烈，企业盈利空间有限。少数大中型企业集中在高档金红石型钛白粉市场，产品除满足国内需求外，还部分出口到欧美、韩国、日本和巴西等国家或地区，在短期内竞争压力小，利润可观。以杜邦为代表的国际钛白粉生产企业占据了最高端的金红石型钛白粉市场，凭借成熟的技术和工艺，在细分市场中具有绝对优势。

近年来，国内钛白粉生产企业的产能产量扩张迅猛，但在国内市场需求持续旺盛，原料和能源价格持续上升，国际厂商多次提价等多

重因素的作用下，国内钛白粉市场价格多次上调，在 2005 年至 2008 年 6 月累计涨幅达到 30% 左右，但由于包括硫酸在内的原料价格大幅上升，产品毛利水平则有所下降，尤其是在低端锐钛型市场。

(2) 行业关注

产业集中度有待提高

钛白粉行业是一个高污染行业，在国际市场上，杜邦、美联、科美基等五家公司垄断 70% 以上的市场份额。国内市场目前还是小厂林立，极其分散，拥有各类钛白粉生产企业超过 70 家，1 万吨级以上的厂家仅 27 家，所有中国企业的产量之和都远远小于杜邦的产量。产业集中度低导致国内大多数钛白粉生产企业在生产技术、开发能力及研制资金投入与国外大企业相比有很大差距，产品质量和新产品开发不能完全满足市场需要。

外资企业进入国内市场，行业竞争加剧

近年来，伴随国内钛白市场需求的强劲增长，国外厂商不仅对国内市场扩大产品出口，而且开始直接投资建厂。2004 年日本三井物产、日本钛工业与山东东佳集团合资建设纤维级钛白粉产业项目；2005 年杜邦公司宣布将投资 10 亿美元在山东东营兴建大型钛白粉生产基地，预计 2010 年正式投产；2006 年初捷克艾可富公司收购了安徽鑫达钛业有限责任公司股权。国外厂商直接投资，对国内钛白行业产生较大影响，未来国内企业将面临国际巨头的直接竞争，必须通过提高自身的生产规模以及降低成本来获得相对优势。

企业环保成本增加

国内钛白粉厂商中，除极个别掌握氯化法外，多数企业都采用硫酸法工艺。硫酸法钛白粉生产中会产生大量的废气、废渣、废水和废酸。随着国家环保法规的不断强化，各钛白粉企业的生产受到严格的约束和限制，在废料回收处理方面会产生较大的前期投入和后期运行成本。近年，国内因环保等方面的原因已关闭了包括一些知名企业在内的十几家钛白粉生产

企业，新建项目的环评审批也受到严格限制。强制性环保标准的出台将使相当一部分中、小钛白粉生产企业面临关、停和限产的危险。

(3) 行业发展

目前，在国内宏观经济减速的背景下，涂料、造纸、塑料、橡胶、等下游产业受创，需求萎缩，钛白粉行业景气程度出现下滑。但从长期看，国内目前的钛白粉的人均消费量远低于欧美发达国家平均水平，未来随中国城镇化、进程的逐步推进和人民生活水平逐步提高，钛白粉行业拥有巨大的扩容空间，发展前景良好。

近年来，国内钛白粉消费量的增长主要来自金红石型钛白粉，但其在总消费量中占比仍远低于全球平均水平，未来在增量中的主导地位有望继续保持。同时，其相对于锐钛型产品较高的毛利水平，也会吸引更多低端厂商试图转型，市场竞争压力将有所上升。

在钛白粉行业中，中小型企业不具规模经济，也缺乏具有市场竞争力的产品。在目前行业景气程度下降的背景下，环保成本的增加和日益凸现的竞争压力会使行业内的部分中小企业逐渐淡出钛白行业，而行业内的优势企业，有望凭借其在资金、技术方面的优势进行资源整合，进一步推动行业技术进步和整体发展。

三、基础素质分析

1. 公司综合竞争实力

公司前身是 1970 年成立的武汉硫酸厂，1997 年经湖北省体改委批准，改制成立了股份有限公司。目前公司下设立 5 个全资子公司、2 个分公司。公司以硫酸生产为主线大力发展循环经济，并不断延伸产业链，目前已形成三类产品，分别为硫酸及其副产品、钛白粉和磷肥。硫酸方面，公司是武汉地区硫酸生产最早的企业，经过几十年的摸索积累了丰富的经验，在高端用户如食品制造商、医药制造商及试剂硫酸用户中建立了较高的信誉，目前形成 1.6 万吨/年硫酸的生产能力。钛白粉方面，公司生产

的钛白粉属于锐钛型，目前已形成 1 万吨/年的生产能力，主要销售市场为华东市场。磷肥方面，受消费半径影响，公司肥料消费市场重点集中于武汉市方圆 100 公里范围之内，目前公司形成 10 万吨/年的生产能力。公司生产的硫酸有一半用于钛白粉和磷肥生产，完成了产业链的适度延伸。

总体看，公司形成了以硫酸生产为主线，不断延伸产业链，在一定程度上规避了市场风险，实现了资源的综合利用，综合竞争力较强。

2. 环境保护

公司通过过程控制与末端治理相结合，并采用多种方式对生产过程中的废弃物进行回收再利用，做好“提质、降耗、减废”的统一。公司于 1997 年引进了一套享有美国专利技术的 GORE 过滤装置，经过处理后的污水的 12 项指标全部达到 GB8978-96 一级排放标准，是武汉市首批“一控双达标”发证企业，多次被评为全国、省市环保先进单位。目前公司硫酸生产中“三废”（废水、废气、废渣）综合利用率达 95%，其中废气、废渣两项的综合利用率达到 100%，被称作“没有废弃物的化工厂”。

3. 人员素质

公司董事长兼总经理张恒明先生，59 岁，大专学历，高级工程师。从武汉硫酸厂成立之初即进入公司，先后担任班长、车间主任、厂长，现任公司董事长兼总经理。

公司目前共有员工 1073 人，从文化素质看，大专及以上占 23.48%，高中和中专占 38.68%，初中以下占 37.84%；从职称看，具有初级以上职称的共 158 人，占比 14.73%；从年龄看，30 岁以下占 19.57%，30 岁~50 岁占 65.05%，50 岁以上占 15.38%。

总体看，公司主要经营管理者具有丰富的生产管理和专业才能，能够满足公司业务扩展的需要；公司员工整体年龄偏大，文化素质不高。

4. 技术水平

截至 2008 年底，公司有研究开发人员 25 人，占全体员工的 2.33%，2006 年~2008 年科研投入分别为 51 万、25 万和 1110 万元，2008 年科研投入占公司主营业务收入的 3.00%。总体看，公司研发人员和研发投入较少。

四、管理体制

1. 公司治理

公司已按《中华人民共和国公司法》等相关规定建立了股东会、董事会和监事会。股东会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，公司章程规定，公司股东会每年必须召开一次；公司设立董事会，目前由 7 人组成，董事会对股东会负责，公司章程规定，董事任期三年，可连选连任，且在任期届满前，股东大会不得无故解除其职务；公司设立监事会，目前由 3 人组成。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责。

公司下设办公室、财务部、人力资源部、生产部、市场部、研发中心等。

总体看，公司建立了现代法人治理结构，法人治理结构健全。

2. 管理水平

公司结合部门、行业以及相关法律，建立了符合自身企业发展的人事、生产管理、财务管理和对分子公司管理等相关制度，公司的管理水平不断提高，管理流程不断优化。

在分子公司的管理方面，公司通过向下属分公司和子公司委派董事、高级管理人员等实现对子公司的有效控制。同时在经营业绩上采用目标管理模式，公司与下属子公司的高级管理人员签订目标责任书，在责任书中规定当年实现的收入和利润及经营等相关指标，以此作为对子分公司高级管理人员绩效考核的标准，年底由公司相关部门对子公司的高级管理人员进行统一考核。

在财务管理方面，公司通过向下属分公司和子公司委派财务总监或财务经理的方式实现对下属分子公司财务的有效控制，由公司委派出去的财务总监或财务经理由公司支付其薪酬和进行考核，使其更好的执行公司的财务相关制度，保证公司对分子公司的财务实现有效控制。

在生产方面，从设备的管理和维修看，公司实行专机责任和以操作工人为主的化、机、电、仪器结合的设备包机制，基本做到台台设备、条条管道、各个闸门、张张仪表都有专人负责管理，若发现设备有不正常的情况时，及时通知值班班长和当班调度，并向维修人员介绍情况，维修人员负责维修，不弄清原因和排除故障，不得盲目开车。公司定期对传动设备、非标准设备、化工专用设备、物料管道及附件、电机、电气线路及装置等大型设备进行检修，保证机器设备能够有效运行。公司制定了《巡回检查制度和交接班制度》，要求当班操作人员按岗位工艺流程和巡回检查线路进行定时定点的巡回检查，检查内容包括工艺及生产控制指标、设备运行紧固润滑情况、仪表运行状况等；公司采用集体交接班制度，并在交班前全面检查生产状况，若存在生产设备不正常的情况，不可以交班。

人员管理方面，公司人事部根据质量管理体系标准的要求结合公司实际情况编制《年度培训计划》报总经理审批，培训计划审批后由人事部负责监督并保证其实施，公司为在岗人员提供充实新的知识和技能的机会，培训的内容包括国家现行的质量标准、法规培训、公司的质量方针、目标、质量管理体系和岗位知识技能等。公司人力资源部负责编制年度绩效考核的具体实施方案，负责对所有员工进行绩效考核，日常考核工作业绩，年度考核工作能力及工作表现；对于部门领导，考核其部门当月或当年工作计划完成情况，部门工作计划及计划的完成由监察部门收集，并提交总经理办公会审批评分，具体评价表由监察部门拟定。

总体看，公司制定了与自身发展相协调的财务、人力资源、生产管理制度，管理水平较高。

五、生产经营

1. 经营概况

目前，公司主要产品为硫酸及其副产品、钛白粉和磷肥。

2006~2008 年公司主营业务收入规模增长较快，年复合增长率为 45.53%。2008 年，公司实现主营业务收入 37031.11 万元，净利润 897.47 万元。

从各类产品的毛利率看，随着公司产品价格的大幅波动，尤其是硫酸和钛白粉价格的波动导致产品毛利率呈现大幅波动（见表 1）。

从主营收入构成看，公司收入主要由硫酸及其副产品和钛白粉构成。

表 1 2006~2008 年公司毛利率情况

项目	2006 年度			2007 年度			2008 年度		
	收入 (万元)	成本 (万元)	毛利率 (%)	收入 (万元)	成本 (万元)	毛利率 (%)	收入 (万元)	成本 (万元)	毛利率 (%)
1、酸类	3709.14	3089.35	16.71	5418.25	4581.10	15.45	11614.89	10769.01	7.28
2、液体亚硫酸	352.02	295.71	15.99	447.88	403.88	9.82	835.67	748.19	10.47
3、硫酸二甲酯	1058.85	780.25	26.31	1095.04	809.57	26.07	1963.06	1352.47	31.10
4、液体二氧化硫	421.68	268.04	36.43	539.11	403.23	25.20	1246.95	880.15	29.42
5、化肥	3740.53	3251.57	13.07	3490.40	3453.83	1.05	3584.43	3231.99	9.83
6、铁精矿				2829.13	393.90	86.08	3441.04	709.15	79.39
7、钛白粉	7575.00	6273.21	17.19	8991.24	7676.22	14.63	10527.12	10882.22	-3.37
8、其他	626.83	567.48	9.47	1365.94	587.15	57.02	3817.95	2069.73	45.79
合 计	17484.04	14525.61	16.92	24176.98	18308.87	24.27	37031.11	30642.91	17.25

资料来源：公司提供

从主营业务盈利情况看，2006~2008 年，主营业务利润率分别为 16.09%、23.52%、16.64%。公司主营业务盈利能力受原材料和产品价格影响呈现波动状态。

硫酸及其副产品板块

公司生产硫酸的主要原料是硫精矿和甲醇，公司通过与主要供应商签订长期供货协议，可以在一定程度上规避价格波动风险，主要供货商为中金岭南有色金属股份有限公司、江西铜业股份有限公司、武汉市杨浦化工原料有限公司等。从近年原材料采购情况看，原材料价格逐步提升，尤其是 2008 年硫精矿和甲醇的价格急剧上升，导致公司成本上升（见表 2）。

表 2 近三年公司硫酸板块原材料采购情况

产品	项 目	2006 年	2007 年	2008 年
硫精矿	采购量（吨）	85395	82423	90557
	均价（元）	219	320	877
甲醇	采购量（吨）	2580	2278	2754
	均价（元）	2670	2908	3184

资料来源：公司提供

从生产经营情况看，公司硫酸生产主要由公司本部和潜江远达化工有限公司（以下简称“潜江远达”）进行，目前公司已形成年产 16 万吨的生产能力。硫酸生产的具体工艺见附件 2，公司硫酸生产很好的体现了资源的综合利用情况，公司在工艺设计上利用生产硫酸中产生的气体净化后生产液体二氧化硫，利用蒸发烟硫酸产生三氧化硫生产硫酸二甲酯，对于硫酸生产过程中的废渣经过三级磁选生产铁精矿，余渣出售给水泥厂，废渣利用率达 100%，对于硫酸生产末端产生的废气，采用氨法二级塔球塔生产亚硫酸氢氨，并且公司本部建有余热发电装置，用硫酸生产过程中放热过程发电。由于潜江远达尚未安装余热发电装置，则公司将其产生的蒸汽输送给武汉方圆钛白粉有限公司（以下简称“武汉方圆”）供其使用。从产销量上看，近年公司硫酸及其副产品产能、产量、销量逐步提升，产品价格有所提高。（见表 3）。

表 3 近三年硫酸及其主要副产品产销量情况

产品	年份	产能 (吨/年)	产量 (吨)	销量 (吨)	价格 (吨/元)
硫酸	2006 年	140000	129841	117740	410
	2007 年	140000	123417	115068	533
	2008 年	160000	123621	105320	1233
硫酸二甲酯	2006 年	4663	4646	2692	5000
	2007 年	4251	4247	3502	5000
	2008 年	5020	5078	4523	6000

资料来源：公司提供

从公司销售情况看，公司硫酸及其副产品销售区域主要集中在武汉地区（见表 4），从收款方式上看，对于主要客户采取银行承兑汇票或者现金的方式，每月结款；对于非主要客户采取现款现货的形式。

表 4 近三年硫酸及其副产品销售区域分布

销售区域	2006 年	2007 年	2008 年
湖北地区	82%	78%	80%
河南	7%	7%	7.6%
四川	5%	5%	4.5%
湖南	0.3%	0.4%	0.6%
其他区域	5.7%	9.6%	7.3%
合计	100%	100%	100%

资料来源：公司提供

钛白粉板块

钛白粉生产主要由武汉方圆完成，在生产钛白粉的过程中原料主要为硫酸和钛矿，钛矿主要供货商为攀钢集团钛业有限责任公司和米易县安宁铁钛有限责任公司，硫酸由公司自身提供，这是公司延长产业链的重要举措。从近年公司采购钛矿的量价看，采购量逐步上升，价格呈现波动状态（表 5）。

表 5 近三年公司采购钛矿的量价情况

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
采购量（吨）	19650	19659	23969
均价（元）	899	1308	1235

资料来源：公司提供

公司钛白粉产能近年逐步提升，由 2006 年的 9000 吨上升为 2008 年的 10000 吨，产能、销量、价格也逐步上升（见表 6）。

表 6 近三年公司钛白粉产销量情况

年份	钛白粉			
	产能	产量	销量	价格
2006 年	9000	8520	8437	10505
2007 年	10000	9163	9067	11603
2008 年	10000	10191	10023	12289

资料来源：公司提供

从销售区域看，公司生产的钛白粉属于锐钛型，在同等产品中具有较好的口碑，销售区域主要是华东地区（见表 7）。公司主要采用现货现款的方式销售商品。

表 7 公司钛白粉销售区域分布

销售区域	2006 年	2007 年	2008 年
华东	62.5%	60.5%	51%
华中	9%	11%	13.8%
华北	12%	12%	16.2%
华南	16.5%	16.5%	19%
合计	100%	100%	100%

资料来源：公司提供

磷肥板块

磷肥的生产主要由潜江远达和青化股份化肥厂进行，肥料生产的主要原料是硫酸和磷矿。公司磷矿的主要供应商为钟祥市磷矿镇江矿产经营部和荆门市荆化物贸有限公司，从采购量和采购均价看，近年磷矿采购量逐步上升，均价有所下降（见表 8）。

表 8 近年公司采购磷矿的量价情况

产品	项 目	2006 年	2007 年	2008 年
磷矿	采购量（吨）	15000	15000	16000
	均价（元）	220	220	215

资料来源：公司提供

公司目前已形成磷肥（含有机磷肥）年产 10 万吨的生产能力，从产量看，公司 2008 年产量较 2007 年有所下降。随着公司调整有机磷肥产量，导致磷肥销售均价有所上升。

表 9 近年公司化肥量价情况

产品	磷肥（含有机磷肥）			
	产能 (吨/年)	产量 (吨)	销量 (吨)	价格 (元/吨)
2006 年	100000	28963	39373	339
2007 年	100000	50982	51641	371
2008 年	100000	41735	34391	695

资料来源：公司提供

由于磷肥产品单位价格较低，受运费影响，销售市场集中于武汉地区 100 公里销售半径范围内，主要是蔡甸、天门、孝感、汉川等。目前公司在当地市场上具有一定的知名度和影响力。

表 10 公司产品销售区域分布情况

销售区域	2006 年	2007 年	2008 年
武汉地区	90%	90%	88%
湖北省内武汉周边地区	10%	10%	12%
合计	100%	100%	100%

资料来源：公司提供

总体看，近年公司主营业务收入增长较快，规模较大，产品销售区域主要集中在武汉地区，原材料和产品价格受市场影响波动较大。

2. 经营效率

2006~2008 年，公司资产总额、所有者权益、主营业务收入和利润总额年复合增长率分别为 26.49%、17.80%、45.53%和-23.76%，总体看，公司资产增长质量一般。

2006~2008 年公司销售债权周转次数有所下降，2008 年公司销售债权的周转次数为 12.67 次，较 2006 年的 13.36 次有所下降，加权平均值为 12.39 次。2008 年公司的存货周转次数和总资产周转次数为 9.17 次和 1.21 次，分别较 2006 年的 6.62 次和 0.83 次，有所上升。总体看，公司目前整体资产经营效率较好。

3. 未来发展

公司未来将继续以硫酸生产为主线，适度延长产业链，将推进年产 2 万吨金红石型钛白粉项目，总投资约 15000 万元，公司通过自筹、银行借款和发行企业债的方式筹集资金。由于

金红石型钛白粉属于高端产品，在国内竞争压力较小，且毛利率较高，未来随着金红石项目的建成投产，公司的主营业务收入和盈利能力有望逐步提高。

由于公司未来投资支出较大，综合考虑到公司的盈利能力和获现能力，债务负担将进一步加重。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2006~2008 年财务报表经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意见的审计结论。从合并范围看，2007 年潜江方圆钛白粉有限公司（以下简称“潜江方圆”）纳入公司合并范围，2008 年合并范围未发生变化，总体看，由于潜江方圆尚未进行生产，其对合并报表影响不大，2006~2008 年合并财务报表可比性较强。

截至 2008 年底，公司（合并）资产总额为 33702.75 万元，所有者权益为 13595.53 万元；2008 年公司实现主营业务收入 37031.11 万元，净利润 897.47 万元。

截至 2008 年底，公司本部资产总额为 21710.24 万元，所有者权益为 6430.78 万元；2008 年实现主营业务收入 15012.79 万元，实现净利润为 690.54 万元。公司本部的资产总额和净利润在合并报表中占比较高。

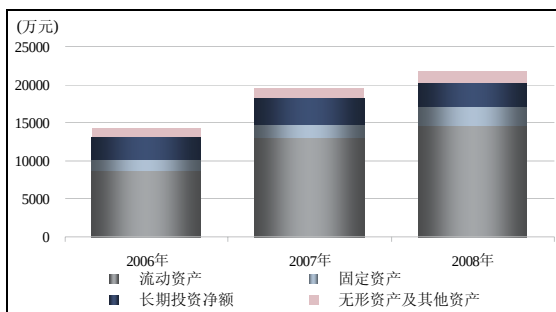
公司 2006~2008 年财务报表采用旧会计准则，以下财务分析以 2006~2008 年的财务报表分析为主。

2. 资产质量

2006~2008 年伴随着公司主营业务收入规模提高，公司的资产规模持续扩大，年复合增长率为 26.49%，主要为流动资产和固定资产的增长所致（见图 2）。截至 2008 年底，公司资产总额为 33702.75 万元，其中流动资产占 73.75%，固定资产合计占 18.63%，无形资产及其他资产

占 7.02%，长期投资净额占 0.60%，公司资产以流动资产为主。

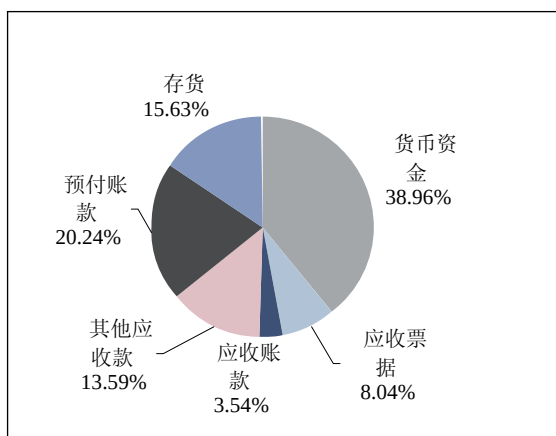
图 2 2006~2008 年公司资产构成



资料来源：公司提供

2006~2008 年，随公司主营业务收入规模逐步扩大，公司流动资产规模逐步提高，年复合增长率为 33.86%。截至 2008 年底，公司流动资产构成中，货币资金占 38.96%，应收票据占 8.04%，应收账款占 3.54%，其他应收款占 13.59%，预付账款占 20.24%，存货占 15.63%（见图 3）。

图 3 2008 年公司流动资产的构成



资料来源：公司提供

2006~2008 年公司货币资金呈现波动状态，分别为 6937.65 万元、9781.34 万元和 9683.44 万元，年复合增长率为 18.14%。截至 2008 年底，公司货币资金为 9683.44 万元，主要是由现金和银行存款构成。

2006~2008 年公司应收票据呈波动状态，分别为 769.12 万元、2048.48 万元和 1996.57 万元，年复合增长率为 61.12%，截至 2008 年底公司应收票据 1996.57 万元，其中银行承兑

汇票占 56.77%，商业承兑汇票占 43.23%，应收票据余额中无持公司 5%以上股份（含 5%）的股东单位或关联单位应收票据。

2006~2008 年公司应收账款呈现波动状态，分别为 539.95 万元、921.45 万元和 880.87 万元，年复合增长率为 27.73%。截至 2008 年底，公司应收账款为 880.87 万元，从账龄看，1 年内占 60.73%，3 年以上占 39.27%，公司提取坏帐准备 183.23 万元。应收账款前五名合计金额占应收账款的 33.91%，集中度一般。

2006~2008 年公司其他应收款持续增长，年复合增长率为 26.77%。截至 2008 年底，公司的其他应收款为 3378.16 万元。从账龄上看，1 年以内的占 81.26%、1~2 年占 18.10%、3 年以上占 0.64%。公司提取坏账准备 25.94 万元。公司其他应收款中无持有公司 5%（含 5%）以上股份的股东欠款。

2006 年~2008 年公司预付账款大幅提高，年复合增长率为 94.62%，主要是由于 2008 年公司钛白粉项目建设预付相关工程款。截至 2008 年底，公司预付账款为 4709.47 万元，从账龄上看，1 年以下占 99.89%。

2006~2008 年随生产规模的扩大，公司存货持续增长，年复合增长率为 33.11%，截至 2008 年底，公司存货为 3885.22 万元，其中原材料占 50.85%，库存商品占 41.66%，其他存货占 7.49%。公司提取跌价准备 271.13 万元。

2006~2008 年公司长期股权投资持续减少，年复合增长率为-32.27%，主要是由于公司转让了公司原持有的武汉诺佳药业股份有限公司股权所致。截至 2008 年底，公司长期股权投资为 200.00 万元，全部为对武汉市商业银行的投资。

2006~2008 年随公司生产规模扩大，公司固定资产合计持续增长，年复合增长率为 16.34%。截至 2008 年底，公司固定资产合计为 6280.25 万元，其中固定资产净额占 84.33%，在建工程占 15.67%。截至 2008 年底，公司固定资产净额为 5295.89 万元，其中房屋建筑物占

31.40%，机器设备占 58.96%，运输工具占 4.26%，其他设备占 5.38%。累计折旧 7174.91 万元，固定资产成新率为 42.47%。截至 2008 年底，公司在建工程为 984.36 万元，主要公司在建的年产 2 万吨金红石型钛白粉项目。

2006~2008 年公司无形资产有所增长，年复合增长率为 5.77%。截至 2008 年底，公司无形资产合计为 2367.30 万元，其中无形资产占 84.75%，长期待摊费用占 15.25%。公司无形资产全为土地使用权。

总体看，公司资产以流动资产为主。流动资产中货币资金和预付账款占比较高，流动性较好，公司的资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

2006~2008 年随公司未分配利润逐步增长，公司所有者权益逐步增长，年复合增长率 17.80%，截至 2008 年底，公司所有者权益为 13595.53 万元，其中实收资本占 29.50%，未分配利润占 35.97%，资本公积占 22.34%，盈余公积占 12.19%。公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益稳定性相对偏弱。

2006~2008 年随经营规模扩大公司负债规模较快增长，年复合增长率为 33.60%。截至 2008 年底，公司负债合计为 20107.21 万元，其中流动负债占 86.98%，长期负债占 13.02%。

2006~2008 年公司流动负债较快增长，年复合增长率为 39.03%，主要是由于应付票据增长所致。截至 2008 年底，公司的流动负债为 17490.10 万元，其中短期借款占 33.72%，应付票据占 31.45%，应付账款占 3.97%，预收账款占 14.46%，其他应付款占 15.50%，其他科目占 0.90%。

2006~2008 年公司短期借款呈现波动状态，年复合增长率为 73.85%。截至 2008 年底，公司短期借款余额 5897.00 万元，其中信用借款占 67.78%，抵押借款占 32.22%。

2008 年公司应付票据增长了 5500.00 万元，主要是银行承兑汇票增加所致。截至 2008

年底，公司应付票据为 5500.00 万元，全为银行承兑汇票。

2006~2008 年公司应付账款有所下降，年复合增长率为-5.77%，截至 2008 年底，公司应付账款为 694.59 万元。

2006~2008 年公司预收账款快速增长，年复合增长率为 79.66%，截至 2008 年底，公司预收账款为 2528.47 万元，主要是公司下属子公司潜江远达预收东储化肥厂铁精矿的货款。

2006~2008 年公司其他应付款有所下降，年复合增长率为-16.25%，截至 2008 年底，公司其他应付款为 2710.77 万元，主要是公司关联企业之间的财务往来。

2006~2008 年，公司长期负债合计持续增长，年复合增长率为 8.65%，截至 2008 年底，公司长期负债合计为 2617.12 万元，其中长期借款占 57.31%，长期应付款占 42.69%。

由于近年公司债务规模增长较快，导致 2008 年底公司的全部债务资本化比率和资产负债率为 48.68%和 59.66%，较 2006 年的 28.27%和 53.48%有明显上升，公司债务负担加重。总体看，公司债务负担较重，并呈上升趋势。

4. 盈利能力

2006~2008 年公司的主营业务收入年复合增长率为 45.53%，2008 年实现主营业务收入 37031.11 万元。从期间费用看，管理费用和营业费用增长速度低于主营业务收入的增长速度，分别为 36.11%和 9.05%，2008 年分别为 3575.99 万元和 678.30 万元。由于公司近年债务增长较快，导致财务费用年复合增长率为 81.23%，高于主营业务收入的增长速度。2008 年，公司财务费用为 986.88 万元。

从盈利指标看，由于近年公司原材料和产品价格波动较大，导致公司主营业务利润率分别为 16.09%、23.52%和 16.64%有较大波动；总资产收益率和净资产收益率逐步下降，2008 年分别为 4.60%和 6.60%，较 2006 年的 17.43%和 13.09%有较大下降。总体看，公司的整体盈利

能力一般。

5. 现金流分析

从经营活动看, 2006~2008 年伴随着公司主营业务收入规模的扩大, 公司现金流入增长较快, 年复合增长率为 32.91%, 低于主营业务收入的增长速度。2008 年公司的经营现金流入量为 46324.97 万元, 其中主要是公司销售商品、提供劳务收到的现金。从收入实现指标看, 2006~2008 年公司的现金收入比率分别为 123.87%、100.81%和 117.38%, 加权平均值为 113.70%, 公司收入实现情况较好。2006~2008 年公司现金流流出增长较快, 年复合增长率为 39.12%, 2008 年公司现金流出额为 43473.75 万元, 主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付的其他与经营活动有关现金。2008 年公司经营活动产生的现金流量净额为 2851.23 万元。

从投资活动看, 2006~2008 年公司投资活动产生的现金流入较少, 2008 年投资活动现金流入量为 123.94 万元; 2008 年公司投资活动现金流出额为 820.56 万元, 主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金, 投资活动产生的现金流量净额为-696.62 万元。

从筹资活动看, 2006~2008 年公司筹资活动现金流入量快速增长, 年复合增长率为 119.56%, 2008 年公司筹资活动现金流入为 12297.00 万元, 主要是借款所得现金。2008 年公司筹资活动产生的现金流出额为 14549.50 万元, 主要是偿还银行借款和分配股利或利润所支付的现金。2008 年筹资活动产生的现金流量金额为-2252.50 万元。

2008 年现金及现金等价物净增加额为 -97.90 万元, 期末现金及现金等价物余额为 9683.44 万元。

总体看, 公司现金流入规模较大, 现金收入质量较好, 现金流状况良好。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看, 2006~2008 年公司的流动比率和速动比率有所下降, 加权平均值分别为 145.17%和 122.98%, 2008 年分别为 142.11%和 119.90%, 较 2006 年的 153.30%和 129.07%有所下降。2006~2008 年, 公司经营现金流动负债比率分别为 41.57%、4.00%和 16.30%, 总体看, 公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看, 2006~2008 年公司 EBITDA 呈波动状态, 分别为 2822.03 万元、3634.81 万元和 2934.23 万元。公司 2008 年 EBITDA 利息倍数为 2.67 倍, 较 2006 年的 8.82 倍有较大下降; 全部债务/EBITDA 为 4.40 倍, 较 2006 年的 1.37 倍有较大提高, 表明公司对全部债务保障能力偏弱, 总体看, 公司长期偿债能力一般。

七、本期债券偿还能力

公司拟于 2009 年发行企业债券 5000.00 万元 (以下简称“本期债券”), 用于公司“年产 2 万吨金红石型钛白粉”项目, 该项目总投资 15000.00 万元。本期债券占公司 2008 年底全部债务的 38.77%, 对公司现有债务影响较大。

以 2008 年底财务数据为基础, 不考虑其他因素进行测算, 本期企业债发行后, 公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 64.87%和 56.83%, 公司债务负担加重。从经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券的覆盖程度看, 2007 年公司经营活动产生的现金流入量/本期债券为 9.26 倍; EBITDA/本期债券为 0.59 倍。总体看, 公司经营活动现金流入量较大, 对本期债券覆盖程度较好, 公司对本期债券的偿还能力较好。

综合上述, 并考虑公司未来盈利增长及获现能力提高, 公司对本期债券的整体偿还能力较好。

八、综合评价

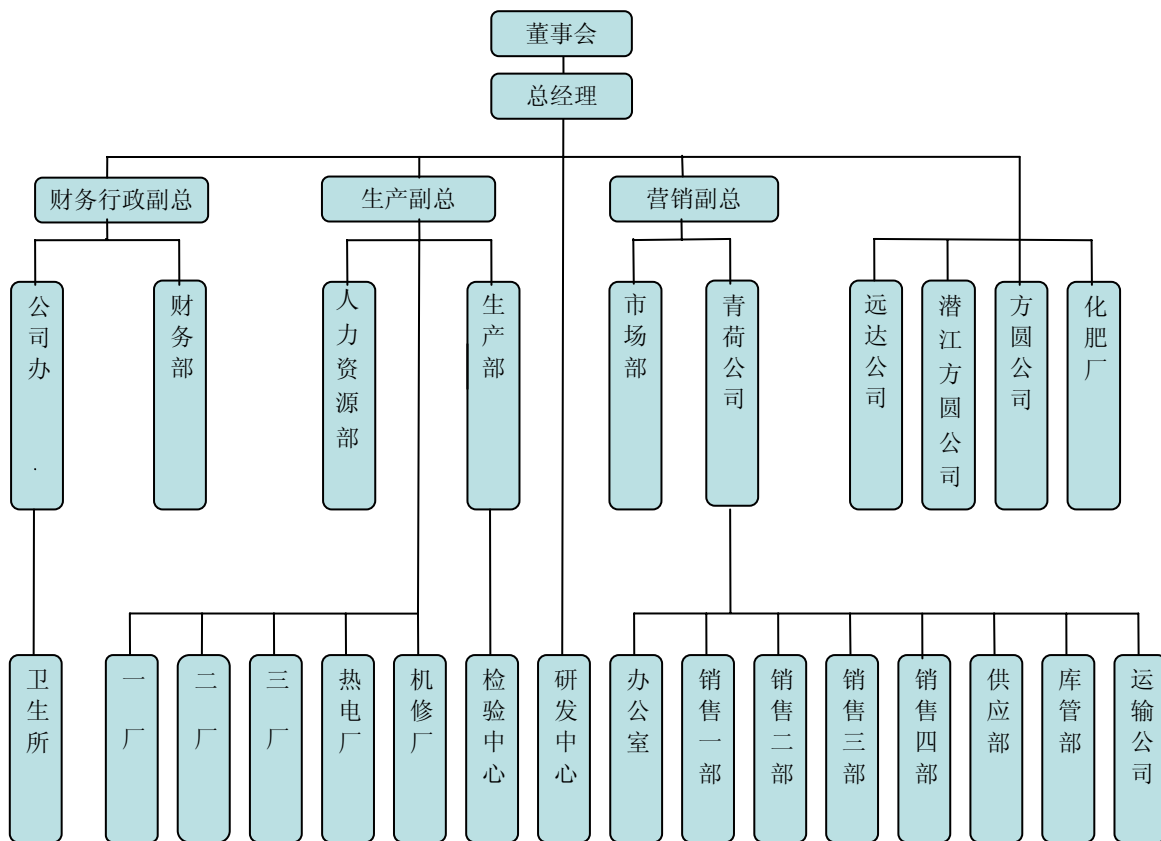
受宏观经济环境影响，近年硫酸和钛白粉原材料和产品价格波动较大，且由于产能过剩竞争激烈。未来随中国城镇化进程的逐步推进和人民生活水平的持续提高，钛白粉行业需求仍存在巨大的增长空间，行业发展前景良好。

近年公司主营业务收入增长很快，循环经济发展较好，且公司实现适度的产业链延伸，通过企业间的物质集成和交流，形成企业间的共生耦合关系，综合竞争实力较强。

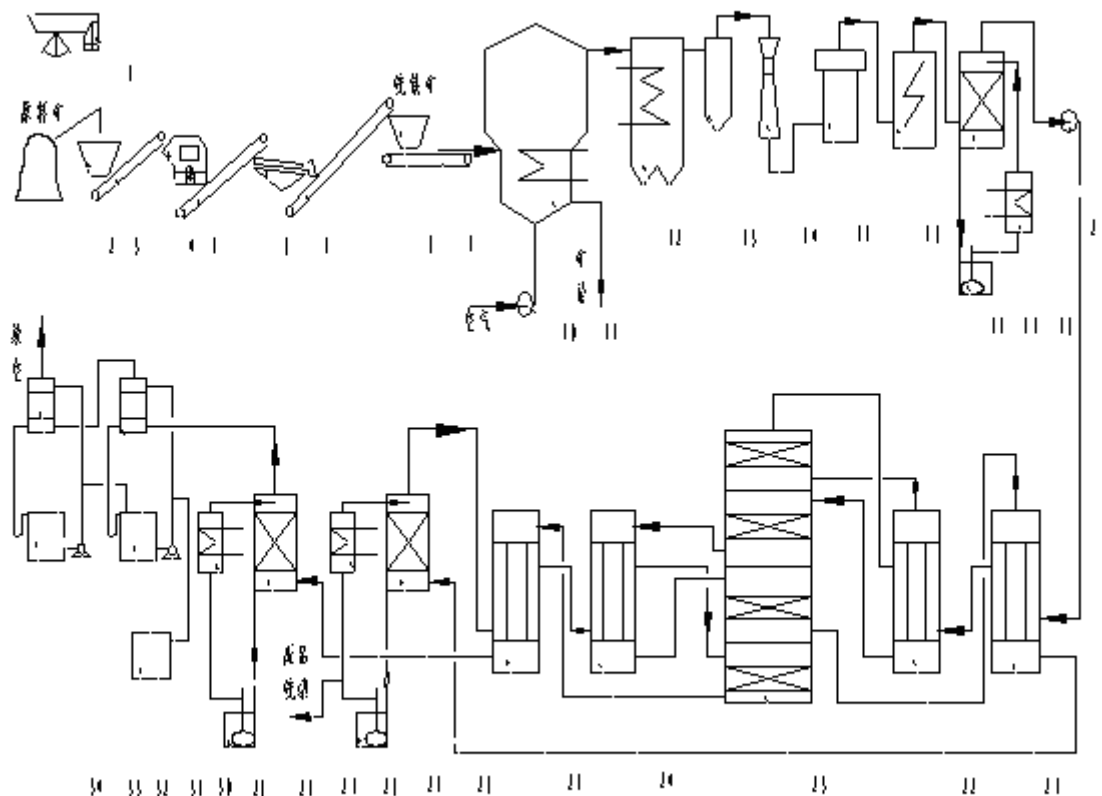
公司资产质量较好，债务负担尚可，盈利能力一般，偿债能力一般，经营活动现金流入量较大，对本期债券的覆盖程度较好。

总体看，公司的主体信用风险一般。

附件 1 公司组织机构图



附件2 公司硫酸生产工艺



1-行车；2-反击式破碎机；3、5、7、9-胶带输送机；4-干燥窑；6-振动筛；8-成品矿斗；10-炉前风机；11-沸腾焙烧炉；12-废热锅炉；13-旋风除尘器；14-文氏管；15-泡沫塔；16-电除雾器；17-干燥塔；18-酸冷却器；19-循环槽及酸泵；20-二氧化硫鼓风机；21，22，24，25-气体换热器；23-转化器；26-中间吸收塔；27-酸冷却器；28-循环槽及酸泵；29-最终吸收塔；30-尾气第一端吸塔；31-循环泵槽；32-氢铵成品储罐；33-尾气第二端吸塔；34-循环泵槽；

附件3-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	6937.65	9781.34	9683.44	18.14
短期投资				
减：短期投资跌价准备				
短期投资净额				
应收票据	769.12	2048.48	1996.57	61.12
应收股利				
应收利息				
应收账款	539.95	921.45	880.87	27.73
其他应收款	2102.09	2739.38	3378.16	26.77
减：坏账准备				
应收账款净额	2642.04	3660.83	4259.03	26.97
预付账款	1328.30	1191.29	5030.93	94.62
应收补贴款				
存货	2192.62	2794.75	3885.22	33.11
减：存货跌价准备				
存货净额	2192.62	2794.75	3885.22	33.11
待摊费用				
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产	1.13			
流动资产合计	13870.86	19476.70	24855.19	33.86
长期投资				
长期股权投资	436.00	436.00	200.00	-32.27
长期债权投资				
长期投资合计	436.00	436.00	200.00	-32.27
减：长期投资减值准备				
长期投资净额	436.00	436.00	200.00	-32.27
合并价差				
固定资产				
固定资产原值	9927.07	11451.63	12470.81	12.08
减：累计折旧	6018.04	6620.73	7174.91	9.19
固定资产净值	3909.03	4830.90	5295.89	16.40
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	3909.03	4830.90	5295.89	16.40
工程物资				
在建工程	731.08	611.69	984.36	16.04
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	4640.11	5442.60	6280.25	16.34
无形资产及其他资产				
无形资产	2041.21	2023.71	2006.21	-0.86
开办费				
长期待摊费用	74.96	201.11	361.09	119.47
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	2116.18	2224.83	2367.30	5.77
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	21063.15	27580.12	33702.75	26.49

附件3-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	1951.00	7024.00	5897.00	73.85
应付票据	10.00		5500.00	2245.21
应付帐款	782.32	467.10	694.59	-5.77
预收帐款	783.31	1044.49	2528.47	79.66
代销商品款				
应付工资				
应付福利费	162.44	215.58		
应付股利	13.29	1.00	2.20	-59.32
应交税金	1362.61	1217.36	72.42	-76.95
其他应付款	118.44	99.04	84.64	-15.47
其他应付款	3864.62	3374.90	2710.77	-16.25
预提费用		3.70		
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	9048.03	13447.18	17490.10	39.03
长期负债				
长期借款	1900.00	1700.00	1500.00	-11.15
应付债券				
长期应付款	317.19	317.19	1117.12	87.67
专项应付款				
住房周转金				
其他长期负债				
长期负债合计	2217.19	2017.19	2617.12	8.65
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	11265.22	15464.37	20107.21	33.60
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	4010.73	4010.73	4010.73	
资本公积	1362.41	2194.10	3036.77	49.30
盈余公积	1179.04	1534.23	1657.72	18.57
其中：公益金				
未分配利润	3245.74	4376.69	4890.31	22.75
外币报表折算差额				
所有者权益合计	9797.92	12115.75	13595.53	17.80
负债及所有者权益合计	21063.15	27580.12	33702.75	26.49

附件 4 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	17484.04	24176.98	37031.11	45.53
减: 折扣与折让				
主营业务收入净额	17484.04	24176.98	37031.11	45.53
减: 主营业务成本	14525.61	18308.87	30642.91	45.24
主营业务税金及附加	146.06	180.94	225.55	24.27
二、主营业务利润	2812.37	5687.17	6162.65	48.03
加: 其他业务利润	1612.72	172.33	20.97	-88.60
减: 存货跌价损失				
营业费用	570.38	733.56	678.30	9.05
管理费用	1930.22	2488.88	3575.99	36.11
财务费用	300.48	494.84	986.88	81.23
三、营业利润	1624.02	2142.23	942.44	-23.82
加: 投资收益				
期货收益				
补贴收入	561.91	312.83	378.81	-17.89
营业外收入	7.82	2.17	3.98	-28.62
减: 营业外支出	249.78	125.28	195.21	-11.60
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	1943.96	2331.95	1130.03	-23.76
减: 所得税	661.24	655.79	232.56	-40.70
减: 少数股东损益				
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	1282.72	1676.16	897.47	-16.35
加: 年初未分配利润				
盈余公积转入数				
减: 合资企业提取奖福基金				
其他调整因素				
六、可供分配的利润	1282.72	1676.16	897.47	-16.35
减: 提取法定盈余公积				
提取法定公益金				
七、可供股东分配的利润	1282.72	1676.16	897.47	-16.35
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利				
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	1282.72	1676.16	897.47	-16.35

附件 5-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 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	21657.30	24372.39	43466.01	41.67
收到的租金				
收到的税费返还	561.91	304.73	378.81	-17.89
收到的其他与经营活动有关的现金	4004.48	3019.49	2480.15	-21.30
现金流入小计	26223.69	27696.61	46324.97	32.91
购买商品、接受劳务支付的现金	15074.79	17449.55	28596.69	37.73
经营租赁所支付的现金				
支付给职工以及为职工支付的现金	2644.72	3511.07	4340.07	28.10
支付的各项税费	1764.01	2113.50	3159.96	33.84
支付的其他与经营活动有关的现金	2979.22	4083.99	7377.03	57.36
现金流出小计	22462.74	27158.11	43473.75	39.12
经营活动产生的现金流量净额	3760.95	538.49	2851.23	-12.93
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金			118.00	
取得投资收益所收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	6.43	0.60	5.94	-3.91
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计	6.43	0.60	123.94	338.99
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	1740.67	2015.80	820.56	-31.34
投资所支付的现金				
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	1740.67	2015.80	820.56	-31.34
投资活动产生的现金流量净额	-1734.24	-2015.20	-696.62	-36.62
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金				
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	2551.00	11724.00	12297.00	119.56
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	2551.00	11724.00	12297.00	119.56
偿还债务所支付的现金	1100.00	6851.00	13624.00	251.93
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利或利润所支付的现金	320.58	546.23	899.13	67.47
偿付利息所支付的现金				
融资租赁所支付的现金				
减少注册资本所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金	9.32	6.37	26.37	68.25
现金流出小计	1429.90	7403.61	14549.50	218.99
筹资活动产生的现金流量净额	1121.10	4320.39	-2252.50	
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	3147.81	2843.69	-97.90	
加: 期初现金及现金等价物余额	3789.84	6937.65	9781.34	60.65
期末现金及现金等价物余额	6937.65	9781.34	9683.44	18.14

附件 5-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	1282.72	1676.16	897.47	-16.35
加: 少数股东损益				
计提的坏帐准备或转销的坏帐	-0.85	15.34	274.72	
固定资产折旧	538.19	624.46	686.36	12.93
无形资产摊销	17.50	17.50	17.50	
长期待摊费用摊销	2.40	126.15	2.40	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	-5.90		-2.17	-39.37
待摊费用减少(减:增加)	3.52			
预提费用增加(减:减少)				
固定资产报废损失	98.55	1.43	3.72	-80.57
财务费用	226.52	546.23	862.67	95.15
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-162.77	-602.13	-1361.61	189.23
经营性应收项目的减少(减:增加)	1221.65	-1285.92	-3748.58	
经营性应付项目的增加(减:减少)	443.52	-580.72	5218.73	243.02
其他	95.89			
经营活动产生的现金流量净额	3760.95	538.49	2851.23	
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	6937.65	9781.34	9683.44	18.14
减: 货币资金的期初余额	3789.84	6937.65	9781.34	60.65
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	3147.81	2843.69	-97.90	

附件 6 主要计算指标

指 标	2006 年	2007 年	2008 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	13.36	11.30	12.67	12.39
存货周转次数 (次)	6.62	7.34	9.17	8.11
总资产周转次数 (次)	0.83	0.99	1.21	1.07
盈利能力				
主营业务利润率 (%)	16.09	23.52	16.64	18.59
总资本收益率 (%)	17.43	10.61	4.60	8.97
净资产收益率 (%)	13.09	13.83	6.60	10.07
财务构成				
长期债务资本化比率 (%)	16.24	12.30	9.94	11.91
全部债务资本化比率 (%)	28.27	41.86	48.68	42.55
资产负债率 (%)	53.48	56.07	59.66	57.35
偿债能力				
流动比率 (%)	153.30	144.84	142.11	145.17
速动比率 (%)	129.07	124.06	119.90	122.98
经营现金流动负债比率 (%)	41.57	4.00	16.30	17.67
全部债务/EBITDA(倍)	1.37	2.40	4.40	3.19
EBITDA 利息倍数(倍)	8.82	6.80	2.67	5.14
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	6.33	-2.76	1.96	1.42
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	0.52	-0.17	0.17	0.14
现金流				
现金收入比率 (%)	123.87	100.81	117.38	113.70
利润现金比率(%)	293.20	32.13	317.69	227.13

注：公司执行企业会计准则和《企业会计制度》，2006~2008年财务报表已审计。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
主营业务收入年复合增长率*	(2) n 年数据: 增长率 = $[(\text{本期}/\text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	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 8 企业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，企业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[2009] 137 号

联合资信评估有限公司通过对武汉启瑞药业有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

武汉启瑞药业有限公司
2009 年度企业主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年五月十五日

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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

武汉启瑞药业有限公司

2009 年度企业主体长期信用评级分析报告

评级结果: BBB⁻
评级展望: 稳定
评级时间: 2009 年 5 月 15 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
资产总额(万元)	3309.68	8617.81	13533.19
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	1543.40	6395.14	9258.02
长期债务(万元)	0	0	1300.00
全部债务(万元)	250.00	250.00	1500.00
主营业务收入(万元)	634.30	4707.06	9679.48
利润总额(万元)	-55.46	1840.97	3170.10
EBITDA(万元)	64.52	2319.83	3984.45
经营性净现金流(万元)	1131.44	387.44	1107.52
主营业务利润率(%)	29.07	65.68	70.18
净资产收益率(%)	-3.67	22.70	30.92
资产负债率(%)	53.37	25.79	31.59
全部债务资本化比率(%)	13.94	3.76	13.94
流动比率(%)	34.75	148.09	213.82
全部债务/EBITDA(倍)	3.87	0.11	0.38
EBITDA 利息倍数(倍)	6.23	35.17	31.59
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.02	0.66	1.14

注: 公司 2006~2008 年财务报表采用旧会计准则, 已审计。

分析师

梁秀国

电话 010-85679696-8829

邮箱 liangxg@lianheratings.com.cn

吕明远

电话 010-85679696-8892

邮箱 lvmy@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层(100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”) 对武汉启瑞药业有限公司(以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为医药制造业企业发展前景良好, 主营收入增长快, 盈利能力强和产品为独家生产等优势。同时, 联合资信注意到公司无自有采购和销售渠道, 关联交易占比高及未来投资较大等因素对公司的信用状况可能造成的负面影响。

未来随着公司门冬氨酸鸟氨酸原料精制扩大再生产和针剂扩大再生产项目建成投产, 公司的主营业务收入规模和盈利能力将进一步提升, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 受益于国家加大对医疗体制改革投入, 医药行业近年保持较高的增长速度, 发展前景良好。
2. 公司产品是中国唯一一家获批准上市的国产门冬氨酸-鸟氨酸制剂, 并获得 SFDA 6 年新药保护期, 在该领域竞争优势明显。
3. 近年公司营业收入规模增长迅速, 盈利能力强。
4. 公司债务负担轻。

关注

1. 医药行业监管趋向更加严格, 一定程度上增加企业的成本。
2. 公司未来投资支出较大, 对外融资需求增加。
3. 公司原材料采购和产品销售由大正医药负责, 产品研发由上海美悦负责, 关联交易占比高。
4. 公司收入实现质量差, 现金流状况一般。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与武汉启瑞药业有限公司（以下简称“启瑞药业”）构成委托关系外，联合资信、评估人员与启瑞药业不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 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。
- 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，未因启瑞药业和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由启瑞药业提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 启瑞药业企业主体长期信用等级自 2009 年 5 月 15 日至 2010 年 5 月 14 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内启瑞药业的主体长期信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

武汉启瑞药业有限公司（以下简称“公司”或“启瑞药业”）于 2005 年 9 月 7 日由武汉启瑞科技发展有限公司（以下简称“启瑞科技”）和湖北大正医药有限公司（以下简称“大正医药”）共同投资设立，注册资本为 1600.00 万元，其中启瑞科技持股 70.00%，大正医药持股 30.00%。2007 年经过公司股东注资后，注册资本为 5000.00 万元，截至 2008 年底，公司注册资本 5000.00 万元，启瑞科技持股 70.00%，大正医药持股 30.00%。启瑞科技实际控制人为王朝东先生，大正医药实际控制人为张曼女士，王朝东先生和张曼女士系夫妻关系，公司实际控制人为王朝东先生。

公司属于医药生产企业，公司经营范围主要为：片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、干混悬剂、冻干粉针剂、小容量注射剂、原料剂（门冬氨酸鸟氨酸、法舒地尔、索法酮）。

截至 2008 年底，公司下设生产部、工艺验证部、财务部、质量部、物料部和人力资源行政部（见附件 1）。

截至 2008 年底，公司资产总额为 13533.19 万元，所有者权益为 9258.02 万元；2008 年，公司实现主营业务收入 9679.48 万元，净利润 2862.88 万元。

公司注册地址：武汉东湖新技术开发区庙山小区；法人代表：王朝东。

二、行业分析

公司专注于医药制造，隶属于化学原料药子行业，主要产品为门冬氨酸鸟氨酸原料药（国药准字 H20060631）和冻干粉制剂（国药准字 H20060632）。该产品临床主要用于抢救肝性脑病、肝昏迷病人与各种严重的肝功能异常病人，同时也是退黄降酶的有效药品。

1. 行业现状

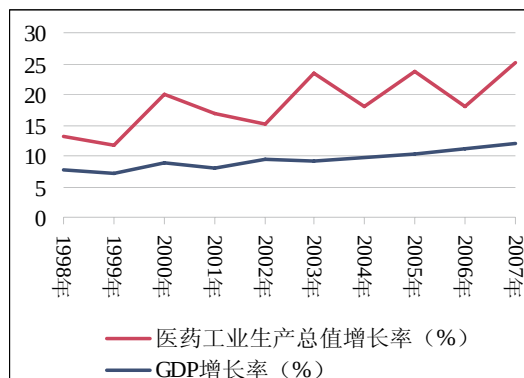
医药行业是国民经济的重要支柱产业。随

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，近年来中国医药工业总体保持了较高的增长速度。

行业概况

根据 2008 年国务院发布的《中国的药品安全监管状况》白皮书，近年中国医药行业呈现快速发展态势，医药工业总产值由 1998 年的 1371 亿元上升到 2007 年的 6927 亿元，贸易出口额由 1998 年的 34 亿美元，增长到 2007 年的 246 亿美元；进口额从 1998 年的 15 亿美元增长到 2007 年的 140 亿美元，医药工业生产总值增长速度均高于同期 GDP 的增长速度（见图 1）。2008 年医药制造业累计完成工业生产总产值 8666.8 亿元，同比增长 25.7%，高于全国工业平均水平（23.1%）2.6 个百分点，高于 GDP 增长速度（9.0%）14.1 个百分点。2008 年 1~11 月医药制造业完成固定资产投资 928.2 亿元，同比增长 26%，增幅较 1~8 月份回落 4.5 个百分点，落后全国制造业固定资产投资增长平均水平（32.2%）6.2 个百分点。

图 1 1998-2007 年医药工业与 GDP 增长率对比



数据来源：中国医药经济信息网

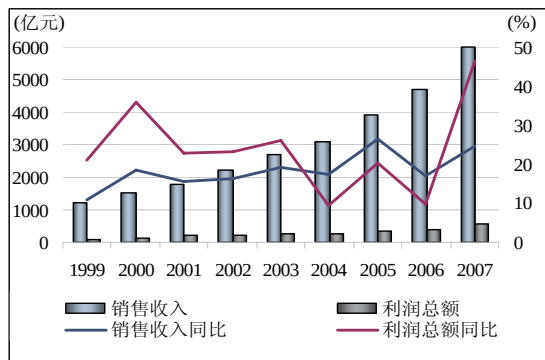
行业利润情况

近年国家大力整顿医药行业秩序，相关政策频繁出台。药品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，行业销售利润率呈持续下滑态势。2007 年，在医疗

体制改革、医保医改等政策的扶持和推动下，医药产品需求和药品价格迅速回升，医药工业实现了快速增长，实现收入和利润分别为 5988 亿元和 564 亿元，同比增长 26.41% 和 46.63%（图 2）。

2008 年医药业实现销售收入 8253.6 亿元，同比增长 26.5%；1~11 月实现利润总额 708.9 亿元，同比增长到 28.4%，增幅呈现逐季回落的态势，比 1~8 月份下降 10.5 个百分点，但仍高于全国工业平均水平（4.9%）23.5 个百分点，增长幅度高居十二大工业行业的第二位。

图2 1999-2007年中国医药行业效益情况



数据来源：WIND资讯

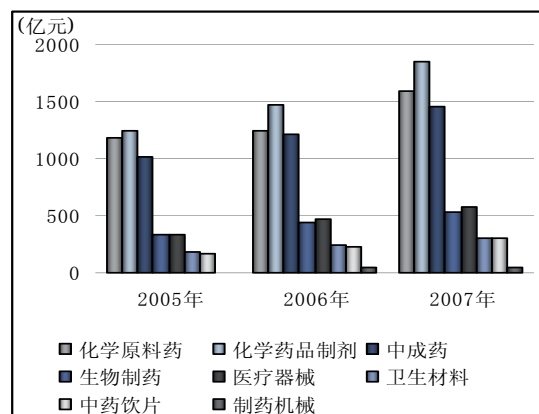
进出口情况

2008 年，中国医药出口依然保持着强劲的增长态势，2008 年 1~12 月中国医药产品出口总额 319.7 亿美元，同比增长 30.0%。其中，西药原料药、医疗器械和西成药分别出口 175.8 亿美元、110.7 亿美元和 11.1 亿美元，同比增长分别为 29.6%、31.5% 和 41.8%。中国医药产品具备一定的国际市场竞争能力。

主要子行业概况

化学原料药、化学药品制剂和中成药三大医药子行业连续三年保持了较稳定的发展态势，2007 年累计实现工业生产总产值分别为 1585.95 亿元、1849.62 亿元和 1458.75 亿元，较 2006 年分别增长 27.80%、25.27% 和 21.08%，处于医药行业的主导地位（图 3）。

图3 2005~2007年医药工业产值行业分布



数据来源：《中国医药工业2007年度运行报告》

2008 年化学原料药、化学药品制剂和中成药分别完成工业总产值 1853.9 亿元、2336.0 亿元和 1779.4 亿元，同比增长分别为 23.2%、23.9% 和 21.2%；从销售收入看，化学原料药、化学药品制剂和中成药分别为 1756 亿元、2219 亿元和 1676 亿元，同比增长 22.6%、25.8% 和 22.1%。总体看，这三个子行业的工业生产总产值和销售收入增长速度都低于行业平均水平。

2. 行业关注

药品降价

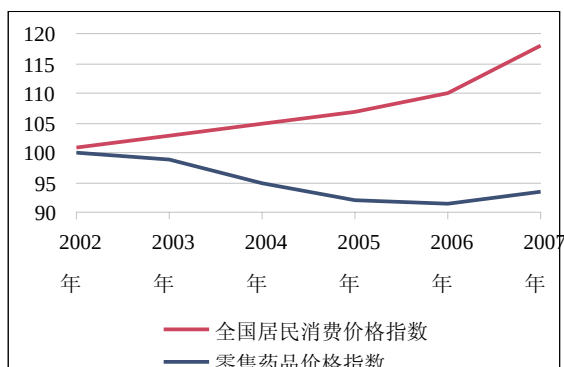
为解决看病难和看病贵的问题，从 1997 年至今，国家发改委对药品进行了 25 次调整，绝大多数是药品降价，涉及近 2000 种化学药品和 300 多种中成药。整体药品价格有了较大下降，部分药品价格降幅达 80% 以上。经过 20 多轮的药品降价，整体药品价格有了较大幅度下降。

2002-2007 年，中国零售药品价格指数下降了 10% 左右，而同期中国 CPI 指数上涨了 18% 左右，因此中国零售药品价格指数真实降幅达到 28% 左右（见图 4）。

2008 年，政府有关部门对药价的控制由单纯的行政控制手段，转向从扩大定价范围、制定合理差比价、划分中央和省级定价权限、限制流通环节加价等十个方面对现行药品定价和管理机制进行调整。根据国家发展与改革委员会发布的 2008 年 1~10 月份药品价格指数，1~9

月份，西药零售价格指数长时间处在略低于2007年同期的水平上运行，10月出现较大幅度下降，同比为98.46%；而中成药零售价格指数一直在高于2007年同期的水平上运行，并于8月达到高峰102.09%，10月回落至100.99%。

图4 2002-2007年中国药品价格指数与CPI指数情况



数据来源：国家统计局

汇率波动

2008年底，人民币汇率为1美元兑6.8346元人民币，同比升值6.9%，人民币升值对出口比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。

药品监管趋严

2007年以来，国家对医药行业的监管更趋严格，集中体现在注册新政、GMP认证修订和环保等。在2007年的专项整治中，国家食品药品监督管理局（以下简称“国家药监局”）吊销了8家企业的生产许可证，收回157家企业的GMP证书，责令171家企业停产整顿，关停药品、医疗器械生产企业近300家。

2007年7月11日，国家药监局发布了新修订的《药品注册管理办法》，并于2007年10月1日起正式施行。新《办法》严格了新药的界定标准，仅仅更改剂型、更改包装、更改规格将不再被认定为新药；加强了对申报资料真实性的审查力度。这将挤压低科技含量仿制药的生存空间，限制新药的审批速度和数量，但

具有技术和研发实力的制药企业将从中获益。

2007年10月24日，国家药监局公布了修订后的《药品GMP认证检查评定标准》，并于2008年1月1日起施行。新《标准》增加了对企业的人员资质、生产过程、质控等软件管理方面的技术要求，提高了GMP认证的门槛。

2007年10月23日，国家环保总局颁布了《制药工业污染物排放标准》征求意见稿，其中生物工程制剂和化学合成类的标准与世界银行标准基本保持一致，这必将加大制药企业尤其是原料药生产企业的环保成本。

随着产业结构的调整优化，市场竞争环境日趋规范，行业资源将进一步向大型优质企业集中。

新型农村合作医疗制度

新型农村合作医疗制度2003年开始试点，2004年采取分步实施，稳步推进的方针，在全国范围内全面实施新型农村合作医疗制度。截至2008年底农民合作医疗制度已实现全国范围的全覆盖。新型农村合作医疗制度采取农民个人缴款、乡村集体组织支持资金、县级财政安排补助资金、市（地）级财政安排补助资金、省级财政安排补助资金和中央财政医疗补助资金的资金筹集模式，大大降低了农民的医疗负担，提高了农民的健康保障水平。根据卫生部和财政部《关于做好2008年新型农村合作医疗工作的通知》，从2008年开始，中央和各级财政提高对农民的补助标准，并将计划单列市和农业人口低于50%的市辖区全部纳入中央财政补助范围。

新型农村合作医疗制度的建立，大大减轻了农民医疗负担，增强了农民保健医疗意愿。未来随着农村合作医疗制度的逐步展开和各级财政补助标准的提高，必将大幅提高全社会对医药的需求，医药行业面临良好的发展前景。

3. 未来发展

与发达国家相比，中国医药工业在规模、资金、技术等方面依然存在较大差距，目前处

于成长阶段，行业仍有较大的增长潜力。

2009年1月21日，国务院常务会议审议并原则通过了《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》。在《关于深化医药卫生体制改革的意见》中指出，要坚持公共医疗卫生的公益性质，强化政府责任和投入，健全制度体系，加强监督管理，建设覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度。深化医改的总目标是：到2020年，基本建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度；普遍建立比较完善的公共卫生和医疗服务体系、医疗保障体系和比较规范的药品供应保障体系。同时国务院常务会议指出未来将重点抓好基本医疗保障制度、国家基本药物制度、基层医疗卫生服务体系、基本公共卫生服务逐步均等化和公立医院等5项改革，未来3年内各级政府预计投入8500亿元。随着人口增长，人们健康意识的提高以及医疗体制投入的增大将大大提升医药的需求，为医药制造业企业的拓展了发展空间，提供良好的发展前景。

未来，中国政府将继续加大对医疗和医药体系的投入力度，市场需求存在巨大的扩容空间；另一方面，整顿规范药品市场秩序和加强药品质量监管对促进市场有序公平的积极作用将进一步显现，具备研发和创新能力、以及规模经济优势的企业将获得良好的发展机遇。

三、基础素质分析

1. 公司概况

公司是由启瑞科技和大正医药共同投资设立的以药物生产为主业的高新技术企业，实际控制人为王朝东先生，属于民营企业。公司全部厂房结构都是由河南省医药设计院设计，总占地面积 48600m²，其中一期工程占地 33300m²，总建筑面积 7050m²，目前一期项目已全部完工。2006年8月，公司获得门冬氨酸鸟氨酸原料药和冻干粉针剂的 GMP 证书，门冬氨酸鸟氨酸原料药和冻干粉针剂生产能力分

别为 100 吨和 1700 万瓶，该产品为全国独家生产。公司科研委托关联企业上海美悦科技发展有限公司（实际控制人为王朝东先生，以下简称“上海美悦”）进行，公司原材料采购和产品销售主要由大正医药完成，即公司无自有采购和销售渠道，自身独力性较弱。

2. 产品竞争优势

公司的主导产品“瑞甘”（门冬氨酸—鸟氨酸）制剂是国内唯一一家获批准上市的国产门冬氨酸—鸟氨酸制剂，同时也是全球唯一一个门冬氨酸—鸟氨酸注射用冻干粉针制剂。该产品临床主要用于抢救肝性脑病、肝昏迷病人与各种严重的肝功能异常病人以及肝昏迷病人，同时临床退黄降酶的药效显著。该产品自 2003 年起获得 SFDA（国家药监局）批准的 6 年新药保护期，并被中华人民共和国劳动与社会保障部列入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》（西药部分 34 页，第 646 号），考虑到医药的研制和生产许可证的颁发需要相当一段时间，这将使企业在未来的一定时间内拥有该产品独家生产的权力，竞争优势明显。

3. 科研技术

公司的药品开发主要委托上海美悦进行。公司通过与上海美悦签订委托研发服务合同书的形式约定双方的权利和义务。在合同书中约定，公司需按时间和工作进展情况支付上海美悦服务费，并负责项目的临床研究和申报生产批文工作及相关费用；上海美悦负责提供全套报批资料和试验批文及全部原始记录，并指导公司完成技术交接，协助公司开展临床研究和申报生产批文。在合同生效后公司即拥有该项技术的独家使用权和该品种的技术成果，上海美悦不得向第三方转让该项技术。2007 年和 2008 年公司研发投入分别为 1600 万元和 2480 万元。

上海美悦于 2004 年在上海张江高科技科技园成立，注册资本为 100 万元，实际控制人为

王朝东先生。目前该企业有各类研发人员 50 人，同时与国内各地研究机构展开广泛合作，与上海医工院、同济医学院、中国医科大学、中科院上海化学所等全国著名高校及科研院所建立合作研究室展开深度合作。

4. 人员素质

公司董事长王朝东先生，41 岁，本科学历。1992 年毕业于同济医科大学药学系，1992-1993 年在珠海经济特区生物化学制药厂研究及发展部从事项目研究工作，1994 年组建了湖北医药集团江北分公司，2003 年创建了武汉启瑞科技发展有限公司，2005 年创办武汉启瑞药业有限公司。

公司总经理陈昌明先生，45 岁，本科学历，高级会计师，曾任湖北省制药工业学校教师、武汉市农委科长、湖北瑞康药业有限公司副总经理、武汉启瑞科技有限公司常务副总经理。

公司目前共有员工 233 人，从文化素质看，大专及以上占 61.37%，高中和中专占 24.89%，初中以下占 13.74%；从职称看，具有初级以上职称的共 22 人，占比 9.44%；从年龄看，30 岁以下占 67.81%，30 岁~50 岁占 28.33%，50 岁以上占 3.86%。

总体看，公司主要经营管理者具有丰富的生产管理和专业才能，能够满足公司业务扩展的需要；公司员工整体趋于年轻化，文化素质较高，符合行业特点。

四、管理体制

1. 公司治理

公司已按《中华人民共和国公司法》等相关规定建立了股东会、董事会和监事会。股东会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，公司章程规定，公司股东会每年必须召开一次；公司设立董事会，目前由 5 人组成，董事会对股东会负责；公司设立监事会，目前由 3 人组成。公司设总经理 1 名，由董事

会聘任或解聘，总经理对董事会负责。

公司下设生产部、工艺验证部、财务部、质量部、物料部和人力资源行政部等。

总体看，公司建立了现代法人治理结构，法人治理结构健全。

2. 管理水平

公司结合部门、行业以及相关法律，建立了符合 GMP（药品生产管理规范）实施要求的组织机构和质量保证体系，公司的管理水平不断提高，管理流程不断优化。

在物料管理方面，公司对购进的原料、辅料、包装材料均制定了质量标准。物料供应厂商均由质量部会同物料部进行质量审计，所有原料必须从质量审计合格的供应商采购。所有物料须由 QC（质量控制人员）检验，符合内控质量标准的规定，并经 QA（质量保证人员）审核，签发合格证后入库，不合格物料有专用仓库上锁管理，有易于识别的明显标志。

在卫生方面，公司所有员工必须经过体检合格后方可上岗，全体工作人员每年体检一次，对不符合上岗要求人员调离岗位，并且每人都建立了健康档案；在管理规程方面公司制订了包括生产环境、人员卫生、生产区人员进出、工作服管理等方面的各类卫生管理规程并严格按其执行；在清洁用具方面制定了生产区、设备、容器的清洁、灭菌规程，内容涉及清洁、灭菌方法、程序、间隔时间、使用的清洁剂和消毒剂的种类及更换频率，并对清洁工具的清洁方法和存放地点均作了严格规定。

在生产方面，在生产前重点检查生产场所是否符合卫生要求，核实所用生产设备、仪器的状态标志；生产过程中严格执行工艺规程和标准操作规程，投料及计算、称量、物料平衡均有人复核，各工序生产的中间产品按规程取样，并按内控质量标准进行检验，质量部出具检验合格报告单，并经 QA 确认后才能进入下道工序生产。

质量管理方面，公司建立了质量管理体系，

按照 GMP 规范对质量保证体系的要求开展各项质量管理工作，公司设立质量部，质量部工作人员具有产品质量否决权、生产过程监控权，并有权制止不合格的物料投入生产、不合格的中间产品进入下一生产程序和不合格的成品出厂，对生产全过程实行质量监控。

人员培训方面，公司工作人员均需经过 GMP 相关知识培训，考试或考核合格后方能上岗，考核不合格者调离岗位或经过重新培训并经补考合格后方能重新上岗。同时公司经常组织各类培训，培训内容包括：国家有关药品生产的法规、政策、GMP 的基础知识、安全生产、卫生学、微生物学等基本知识。

资金管理方面，公司在资金管理方面采用较为严格的管控制度，首先需经办人根据所需资料情况提出申请，然后由经办人主管人员签字，经财务部门核实后交总经理审批，最后交由审监会报备，以此保证公司资金能够合理的运用到公司的生产经营中，实现股东权益最大化。

公司制定了与行业相适合的卫生、生产、质量、人员培训、资金管理制度，能够满足企业未来发展的需要。总体看，公司管理水平较高。

五、生产经营

1. 经营概况

目前，公司只生产门冬氨酸鸟氨酸原料药和冻干粉针制剂，原料药主要用于生产冻干粉针制剂，不对外出售。

2006~2008 年公司主营业务收入规模大幅提高，年复合增长率为 290.64%。2008 年，公司实现主营业务收入 9679.48 万元，净利润 2862.88 万元。

从产品的毛利率看，随着门冬氨酸鸟氨酸冻干粉针制剂价格逐步上升，以及产品产量逐步增长达到规模经济，近年公司毛利率呈逐步上升趋势（见表 1）。

表 1 2006~2008 年公司毛利率情况

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
销售收入收入（万元）	597.98	5721.62	11865.97
主营业务成本（万元）	446.39	1537.56	2727.51
毛利率（%）	25.35	73.13	77.01
产品价格（元/支）	8	9	9.8
产品价格变动（%）	--	12.50	8.89

资料来源：公司提供

从主营业务盈利情况看，2006~2008 年，主营业务利润率分别为 29.07%、65.68%、70.18%。公司主营业务盈利能力逐步提高。

2. 原材料采购

公司生产原材料主要为门冬氨酸、鸟氨酸盐酸盐，采购全部通过大正医药完成。公司原材料采购主要通过和供应商签订长期协议的形式进行。门冬氨酸供应商为湖北省八峰药化股份有限公司，鸟氨酸盐酸盐供应商为上海汉飞生化科技有限公司，近三年原材料供应商未发生变化近年所需原材料价格稳定（表 2）。

表 2 2006~2008 年公司原材料采购情况

年份	门冬氨酸		鸟氨酸盐酸盐	
	采购量（公斤）	价格（元）	采购量（公斤）	价格（元）
2006 年	1962	50	4500	700
2007 年	11700	50	14050	700
2008 年	24100	50	32200	700

资料来源：公司提供

3. 生产经营

公司全部厂房结构都是由河南省医药设计院设计，总占地面积 48600m²，其中一期工程占地 33300m²，总建筑面积 7050m²，目前一期项目已全部完工。公司生产药物的洁净区地面采用 PVC 塑胶地板，墙面密封无颗粒物脱落，风口、灯具与墙壁或顶棚之间的连接部位都进行了密封，进入洁净区的空气均经过初、中、高 3 级过滤净化，达到三十万级要求，洁净级别和温湿度、静压差经竣工检测和验证检测均符合国家标准；公司设有专门的纯化水生产系统，水质达到《中国药典》2005 版的标准。

2008 年年初公司新引进两台上海东富龙科

技公司生产的型号为 Lyo-30(CIP)的冻干机，使公司产能迅速扩大。目前公司共有四台冻干机，型号分别为 Lyo-2(CIP)、Lyo-20(CIP)、Lyo-30(CIP)（两台），处于国内领先水平，已形成门冬氨酸鸟氨酸冻干粉针剂 1500 万瓶/年的生产能力。

4. 销售管理

近年公司产品销售价格逐步上升（见表 3），公司的产品销售主要通过大正医药来完成，2008 年公司给予大正医药产品的批发价格为 9.8 元/支，大正医药对外销售时价格为 11.7 元/支。大正医药在对外销售商品时采取现货现款模式。公司产品销售全为国内销售，2008 年销售覆盖 1383 家医院，较 2007 年增长 36.39%。

表 3 2006~2008 年公司产品销售情况

产品	瑞甘（冻干）		
	产量（瓶）	销量（瓶）	价格（元）
2006 年	927730	747470	8
2007 年	6215050	6357350	9
2008 年	12079660	12108130	9.8

资料来源：公司提供

大正医药是通过了“GSP”（《药品经营质量管理规范》）认证的医药批发企业，目前有员工近百人，经销商 412 家，间接控制临床推广人员达 2000 多人。自成立以来便迅速在全国范围内建立起完备的营销网络，营销布局分为东、南、北三个大区，覆盖全国 30 个省市自治区。同时，与各区域代理商有着良好的合作关系，并设专门的市场、客服部门，负责对行销品种的全面市场策划、跟踪、售后服务等。

总体看，大正医药已形成覆盖全国的销售网络，且与各地区代理商有着良好的合作关系，能够较好保证公司产品的销售。

5. 经营效率

2006~2008 年，公司资产总额年复合增长率为 102.21%，所有者权益年复合增长率为 144.92%，主营业务收入年复合增长率为 290.64%，利润总额增长 3225.56 万元，总体看，

公司资产增长质量较好。

2006~2008 年公司销售债权周转次数有所提高，2008 年底公司销售债权的周转次数为 4.37 次，较 2006 年的 3.06 次有所提高，加权平均值为 4.07 次。2008 年底公司的存货周转次数和总资产周转次数为 2.12 次和 0.87 次，分别较 2006 年的 1.90 次和 0.19 次，有较大上升。总体看，公司目前整体资产经营效率一般。

6. 未来发展

未来公司将继续依靠上海美悦的研发实力，开发多种新药，同时有望整合上海美悦和大正医药真正形成“科、工、贸一体”的产业体系，增强企业的核心竞争力。

公司未来三年的经营预测见表 4，在投资方面，未来公司将投资多个项目，主要为瑞甘针剂扩大项目、瑞甘颗粒剂项目、法舒产业化项目、索法酮产业化项目等，其中法舒和索法酮国内尚无企业生产，目前已进入药品生产许可证申请阶段，已上报国家药监局。由于公司未来投资项目较多导致公司未来投资支出较大，未来三年的投资支出分别为 8000.00 万元、10000.00 万元和 15000.00 万元，公司主要通过引进风险投资者、上市、发行企业债和向银行借款筹集资金。

在主营业务收入方面，随着产能不断扩张公司主营业务收入规模急速增长。

在所有者权益方面，未来公司有望整合大正医药和上海美悦，增强公司的核心竞争力。2009 年公司将引进风险投资者融资 15000.00 万元，2010 年上市融资 45000.00 万元，导致公司未来三年所有者权益快速增长。

公司未来投资支出较大，主营业务收入增长较快，投资和主营业务的实现将取决于公司未来融资的实现程度，总体来看，由于公司能否整合上海美悦和大正医药存在不确定性，以及上市融资和引进风险投资者的不确定性很高，所以联合资信认为公司预测的实现具有很强的不确定性。

表 4 公司未来 3 年的经营预测

项 目 (万元)	2009 年	2010 年	2011 年
计划投资	8000	10000	15000
预计营业收入	19000	28000	44000
预计利润总额	10000	15000	18000
预计净利润	8500	12000	15000
预计折旧	1500	1700	3000
预计摊销	1800	2200	4000
预计利息支出	1100	730	190
预计短期债务余额	800	500	200
预计长期债务余额	12000	8000	2000
预计少数股东权益	7650	10800	13500
预计所有者权益	33000	90000	105000
预计资产总额	45000	100000	115000
资产负债率 (%)	26.67	10.00	8.70
全部债务资本化比率 (%)	27.95	8.63	2.05
EBITDA 利息倍数 (倍)	13.09	26.89	132.58
全部债务/EBITDA(倍)	0.89	0.43	0.09

注：所有者权益中含少数股东权益，长期债务中包含将要发行的 3500 万元企业债券。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2006~2008 年财务报表经大信会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。总体看，公司会计政策具有连续性，数据可比性较强。

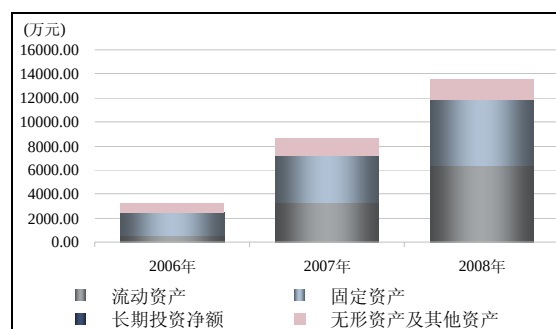
截至 2008 年底，公司资产总额为 13533.19 万元，所有者权益为 9258.02 万元；2008 年公司实现主营业务收入 9679.48 万元，净利润 2862.88 万元。

以下财务分析以 2006~2008 年的财务报表分析为主。

2. 资产质量

伴随着公司主营业务收入规模的提高和股东注资，2006~2008 年公司的资产规模快速扩大，年复合增长率为 102.21%，主要为流动资产和固定资产的增长（见图 5）。截至 2008 年底，公司资产总额为 13533.19 万元，其中流动资产占 47.01%，固定资产合计占 40.44%，无形资产及其他资产合计占 12.55%，公司资产以流动资产和固定资产为主。

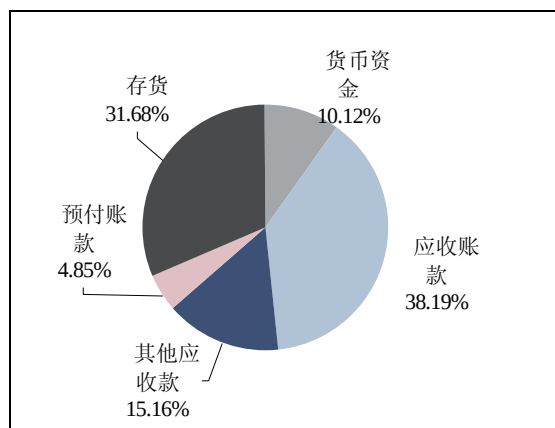
图 5 2006~2008 年公司资产构成



资料来源：公司提供

2006~2008 年，公司流动资产大幅增长，年复合增长率为 221.93%。截至 2008 年底，公司流动资产构成中，货币资金占 10.12%，应收账款占 38.19%，其他应收款占 15.16%，预付账款占 4.85%，存货占 31.68%（见图 6）。

图 6 2008 年公司流动资产的构成



资料来源：公司提供

2006~2008 年公司货币资金随主营业务收入规模不断扩大而逐步增长，截至 2008 年底，公司货币资金为 643.67 万元。

2006~2008 年公司应收账款规模增长较快，年复合增长率为 242.36%，主要是由于公司生产经营规模扩大，产品销售增加导致应收账款余额较大。截至 2008 年底，公司应收账款为 2429.52 万元，从账龄看，全为一年以内，公司应收账款全为大正药业销售产品货款。

2006~2008 年公司其他应收款急速增长，年复合增长率为 677.48%。截至 2008 年底，公司的其他应收款为 964.41 万元。从账龄上看，1 年以内的占 97.56%、1~2 年占 1.01%、2~3 年

占 1.43%。其他应收款主要是公司关联企业之间的财务往来,其中 60.06%为公司启瑞科技占款。

2006~2008 年,随生产规模的扩大,公司存货大幅度增长,年复合增长率为 192.78%,截至 2008 年底,公司存货为 2015.34 万元,其中原材料占 46.46%,存货商品占 9.89%,在产品占 43.65%。公司未提取存货跌价准备。

2006~2008 年随公司生产规模扩大,公司固定资产合计规模持续扩大,年复合增长率为 70.89%。截至 2008 年底,公司固定资产合计为 5472.47 万元,其中固定资产净额占 70.05%,在建工程占 29.95%。截至 2008 年底,固定资产净额为 3833.61 万元,其中房屋建筑物占 51.59%,机器设备占 39.30%,运输工具占 1.80%,其他设备占 7.31%。公司累计折旧 757.72 万元,公司固定资产成新率为 83.50%。截至 2008 年底,公司在建工程为 1638.86 万元,主要是公司二期厂房建设增加支出所致。

2006~2008 年公司无形资产逐步增加,截至 2008 年底,公司无形资产为 1699.32 万元,其中土地使用权占 71.05%,其他占 28.95%。公司累计摊销 285.97 万元。

总体看,公司资产以流动资产和固定资产为主。流动资产中应收账款和存货占比较大,应收账款主要为关联公司的占款,公司的资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2006~2008 年公司所有者权益大幅增长,年复合增长率 144.92%,主要由于 2007 年公司股东注资,其中货币现金注资 1020.00 万元,实物注资 2380.00 万元;以及公司未分配利润规模扩大所致。截至 2008 年底,公司所有者权益为 9258.02 万元,其中实收资本占 54.01%,未分配利润占 41.54%,其他科目占 4.45%,公司所有者权益以实收资本和未分配利润为主,所有者权益稳定性一般。

2006~2008 年随经营规模扩大公司负债

规模持续稳定增长,年复合增长率为 55.58%。截至 2008 年底,负债合计为 4275.17 万元,其中流动负债占 69.59%,长期负债占 30.41%。

2006~2008 年公司流动负债持续增长,年复合增长率为 29.79%,截至 2008 年底,公司的流动负债为 2975.17 万元,其中短期借款占 6.72%,应付账款占 29.88%,应交税金占 10.42%,其他应付款占 52.08%,其他科目共占 0.90%。

2006~2008 年公司短期借款有所减少,截至 2008 年底,公司短期借款余额 200 万元,全为保证借款。

2006~2008 年公司应付账款增长较快,主要是公司不断购进生产设备所致。截至 2008 年底,公司应付账款为 888.85 万元,账龄全为一年之内。

2006~2008 年公司应缴税金增长较快,年复合增长率为 171.07%。截至 2008 年底,公司应交税金余额为 310.04 万元,主要为企业未交的企业所得税、城市建设税和教育附加税等。

2006~2008 年公司其他应付款保持稳定,年复合增长率为 12.58%,截至 2008 年底,公司其他应付款为 1549.36 万元,主要是与关联企业的财务往来。

2006~2008 年,公司长期借款增长 1300.00 万元,主要是 2008 年公司向银行借款 1300.00 万元,全部为公司通过抵押房产取得的贷款。

由于近年所有者权益增加较快,导致 2008 年底公司的资产负债率为 31.59%,较 2006 年的 53.37%有明显下降。由于所有者权益和债务规模都有由所增长,导致 2008 年底公司全部债务资本化比率为 13.94%,保持稳定。

总体看,公司债务负担较轻。

4. 盈利能力

2006~2008 年公司的主营业务收入年复合增长率为 290.64%,2008 年实现主营业务收入 9679.48 万元。从期间费用看,管理费用和财务费用增长速度都高于主营业务收入的增速

度，分别为 336.23%和 291.37%，2008 年分别为 3400.39 万元和 183.14 万元。管理费用中主要是研发费用。公司无营业费用，产品销售委托大正医药进行，所以营业费用主要在大正医药公司反映。2008 年，公司的利润总额和净利润分别为 3170.10 万元和 2862.88 万元。

从盈利指标看，由于公司产品价格上升，导致公司的盈利能力逐步上升。2008 年公司主营业务利润率 70.18%，较 2006 年的 29.07%有较大提升。总资本收益率和净资产收益率分别为 27.78%和 30.92%，较 2006 年的-2.58%和 -3.67%有大幅提高。总体看，公司的整体盈利能力保持高水平。

5. 现金流分析

从经营活动看，伴随着公司主营业务收入规模的扩大，2006~2008 年公司现金流入增长较快，年复合增长率为 148.30%，低于主营业务收入的增速。2008 年公司的经营现金流入量为 9208.55 万元，其中主要是公司销售商品、提供劳务收到的现金。从收入实现指标看，2006~2008 年公司的现金收入比率分别为 85.80%、54.71%和 88.83%，加权平均值为 77.99%，公司收入实现情况较差。2006~2008 年公司现金流流出增长较快，年复合增长率为 372.91%，2008 年公司现金流出额为 8101.04 万元。主要为购买商品和接受劳务支付的现金，及支付的其他与经营活动有关现金，其中支付的其他与经营活动有关的现金是公司关联企业之间的财务往来。2008 年经营活动产生的现金流量净额为 1107.52 万元。

从投资活动看，2006~2008 年公司无投资活动现金流入；投资活动现金流出主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金，2008 年公司投资活动现金流出为 1840.23 万元，投资活动产生的现金流量净额为 -1840.23 万元。

从筹资活动看，2006~2008 年公司筹资活动现金流入量增长较快，年复合增长率为

182.84%，2008 年公司筹资活动现金流入为 2000.00 万元，主要是借款所得的现金。2008 年公司现金活动现金流出额为 864.13 万元，主要是偿还银行借款。2008 年筹资活动产生的现金流量金额为 1135.87 万元。

2008 年现金及现金等价物净增加额为 403.16 万元。

总体看，公司现金流入增长较快，但现金收入质量较差，公司现金流质量一般。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2006~2008 年公司的流动比率和速动比率大幅提高，加权平均值分别为 158.29%和 114.27%；2008 年底分别为 213.82%和 146.08%，较 2006 年的 34.75%和 21.44%有较大提高。2006~2008 年，公司经营现金流入量对流动负债的覆盖比率分别为 84.57%、121.88%和 309.51%，公司经营现金流入量对公司短期债务的覆盖程度较高。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2006~2008 年公司 EBITDA 快速增长，年复合增长率为 685.84%，2008 年公司的 EBITDA 为 3984.45 万元。公司 2008 年 EBITDA 利息倍数为 31.59 倍，较 2006 年的 6.23 倍有较大提高；全部债务/EBITDA 为 0.38 倍，较 2006 年的 3.87 倍有较大下降，表明公司对全部债务偿还能力有较大上升。

总体看，公司对长短期债务的保护能力强。

截至 2008 年底，公司无对外担保和银行授信。

七、本期债券偿还能力

公司拟于 2009 年发行企业债券 3500.00 万元（以下简称“本期债券”），用于门冬氨酸鸟氨酸原料精制扩大再生产和针剂扩大再生产项目，该项目总投资约 8317.00 万元，本期债券占公司 2008 年底全部债务的 233.33%，对公司现

有债务影响大。

以 2008 年底财务数据为基础,不考虑其他因素进行测算,本期企业债发行后,公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 45.65%和 35.07%,公司债务负担加重。从经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券的覆盖程度看,2008 年公司经营活动产生的现金流入量/本期债券为 2.46 倍;EBITDA/本期债券为 1.14 倍,总体看,公司对本期债券的偿还能力较强。

综合上述,并考虑公司未来盈利增长及获现能力提高,公司具备对本期债券的整体偿还能力。

八、综合评价

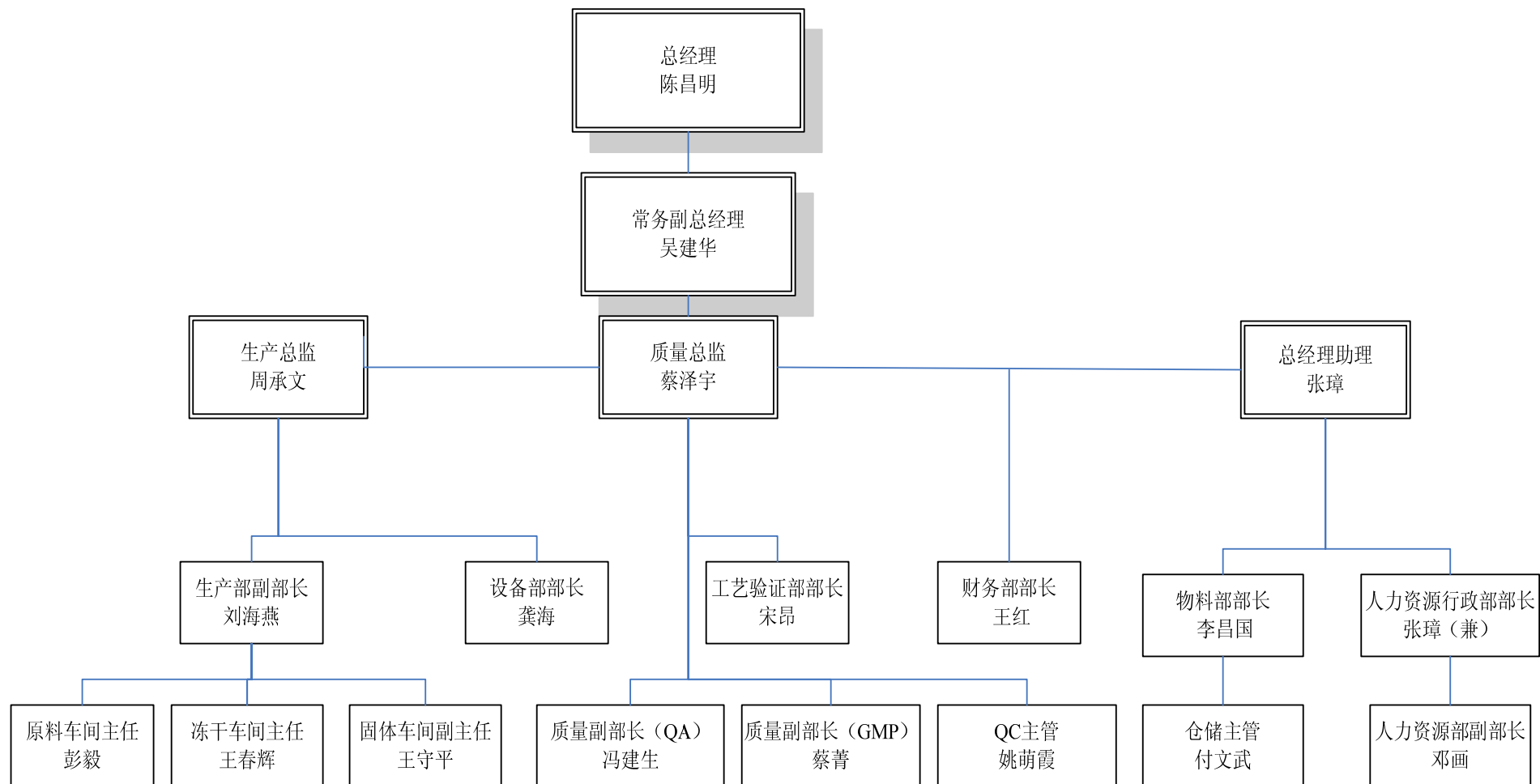
随着国内经济的发展、居民生活水平的提高、保健意识的增强以及国家医改投入的不断扩大,中国医药制造业企业面临良好的发展机遇。

公司生产的产品“瑞甘”(门冬氨酸-鸟氨酸)制剂是国内唯一一家获批准上市的国产门冬氨酸-鸟氨酸制剂,同时也是全球唯一一个门冬氨酸-鸟氨酸注射用冻干粉针制剂,且获得国家药监局 6 年新药保护期,并被劳动与社会保障部列入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》,在未来的一段时间内具有独家生产的权利,竞争优势明显。

近年公司主营业务收入规模大幅提升,盈利能力强,债务负担轻,偿债能力强,但公司关联交易占比高,无自有采购、销售渠道,现金收入实现质量不高,现金流状况一般。

总体看,公司的信用风险一般。

附件 1 公司组织结构图



附件2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	66.91	240.51	643.67	210.17
应收账款	207.28	2004.65	2429.52	242.36
其他应收款	15.95	139.52	964.41	677.48
减：坏账准备				
应收账款净额	223.24	2144.16	3393.93	289.91
预付账款	88.55	352.03	308.46	86.64
应收补贴款				
存货	235.11	554.85	2015.34	192.78
减：存货跌价准备				
存货净额	235.11	554.85	2015.34	192.78
待摊费用				
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	613.80	3291.55	6361.40	221.93
固定资产				
固定资产原值	1925.50	2864.79	4591.33	54.42
减：累计折旧	51.62	356.11	757.72	283.14
固定资产净值	1873.88	2508.68	3833.61	43.03
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	1873.88	2508.68	3833.61	43.03
工程物资				
在建工程		1326.12	1638.86	
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	1873.88	3834.80	5472.47	70.89
无形资产及其他资产				
无形资产	822.00	1491.45	1371.90	29.19
开办费				
长期待摊费用			327.42	
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	822.00	1491.45	1699.32	43.78
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	3309.68	8617.81	13533.19	102.21

附件2-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	250.00	250.00	200.00	-10.56
应付票据				
应付帐款	241.87	405.94	888.85	91.70
预收帐款		8.34	8.34	
代销商品款				
应付工资				
应付福利费	8.00	22.01		-100.00
应付股利				
应交税金	42.20	430.02	310.04	171.07
其他应交款	1.73	4.57	6.58	94.79
其他应付款	1222.48	1101.78	1549.36	12.58
预提费用			12.00	
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	1766.28	2222.67	2975.17	29.79
长期负债				
长期借款			1300.00	
应付债券				
其他长期负债				
长期负债合计			1300.00	
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	1766.28	2222.67	4275.17	55.58
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	1600.00	5000.00	5000.00	76.78
资本公积		0.28	0.28	
盈余公积		139.49	411.82	
其中：公益金				
未分配利润	-56.60	1255.37	3845.91	
外币报表折算差额				
所有者权益合计	1543.40	6395.14	9258.02	144.92
负债及所有者权益合计	3309.68	8617.81	13533.19	102.21

附件 3 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	634.30	4707.06	9679.48	290.64
减: 折扣与折让				
主营业务收入净额	634.30	4707.06	9679.48	290.64
减: 主营业务成本	446.39	1537.56	2727.51	147.19
主营业务税金及附加	3.51	78.13	158.82	572.45
二、主营业务利润	184.40	3091.37	6793.16	506.95
加: 其他业务利润				
减: 存货跌价损失				
营业费用				
管理费用	178.69	1317.12	3400.39	336.23
财务费用	11.96	67.09	183.14	291.37
三、营业利润	-6.24	1707.15	3209.63	
加: 投资收益				
期货收益				
补贴收入		86.39		
营业外收入		47.50		
减: 营业外支出	49.22	0.07	39.54	-10.37
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	-55.46	1840.97	3170.10	
减: 所得税	1.14	389.51	307.22	1541.49
减: 少数股东损益				
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	-56.60	1451.46	2862.88	
加: 年初未分配利润		-56.60	1255.37	
盈余公积转入数				
减: 合资企业提取奖福基金				
其他调整因素				
六、可供分配的利润	-56.60	1394.86	4118.25	
减: 提取法定盈余公积		139.49	272.34	
提取法定公益金				
七、可供股东分配的利润	-56.60	1255.37	3845.91	
八、未分配利润	-56.60	1255.37	3845.91	

附件 4-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 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	544.23	2575.14	8598.55	297.49
收到的租金				
收到的税费返还		16.39		
收到的其他与经营活动有关的现金	949.45	117.50	610.00	-19.85
现金流入小计	1493.67	2709.03	9208.55	148.30
购买商品、接受劳务支付的现金	166.32	370.67	1759.31	225.24
经营租赁所支付的现金				
支付给职工以及为职工支付的现金	84.45	204.40	325.21	96.23
支付的各项税费	6.68	652.30	1799.71	1541.48
支付的其他与经营活动有关的现金	104.78	1094.21	4216.81	534.39
现金流出小计	362.23	2321.59	8101.04	372.91
经营活动产生的现金流量净额	1131.44	387.44	1107.52	-1.06
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计				
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	1314.43	1167.87	1840.23	18.32
投资所支付的现金				
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	1314.43	1167.87	1840.23	18.32
投资活动产生的现金流量净额	-1314.43	-1167.87	-1840.23	18.32
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金		1020.00		
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	250.00	650.00	2000.00	182.84
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	250.00	1670.00	2000.00	182.84
偿还债务所支付的现金		650.00	750.00	
发生筹资费用所支付的现金		65.96		
分配股利或利润所支付的现金	10.36		114.13	231.91
偿付利息所支付的现金				
融资租赁所支付的现金				
减少注册资本所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金				
现金流出小计	10.36	715.96	864.13	813.28
筹资活动产生的现金流量净额	239.64	954.04	1135.87	117.71
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	56.65	173.60	403.16	166.77

附件 4-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	-56.60	1451.46	2862.88	
加: 少数股东损益				
计提的坏帐准备或转销的坏帐	1.12	9.65	6.28	136.61
固定资产折旧	51.62	304.49	401.62	178.94
无形资产摊销	58.00	108.41	119.56	43.57
长期待摊费用摊销			167.05	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)				
待摊费用减少(减:增加)				
预提费用增加(减:减少)			12.00	
固定资产报废损失				
财务费用	10.36	65.96	114.13	231.91
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	244.89	-319.74	-1460.49	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-223.24	-1920.93	-1249.77	136.61
经营性应付项目的增加(减:减少)	1045.28	688.13	134.27	-64.16
其他				
经营性活动产生的现金流量净额	1131.44	387.44	1107.52	-1.06
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	66.91	240.51	643.67	210.17
减: 货币资金的期初余额	10.26	66.91	240.51	384.26
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	56.65	173.60	403.16	166.77

附件 5 主要计算指标

指 标	2006 年	2007 年	2008 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	3.06	4.26	4.37	4.07
存货周转次数(次)	1.90	3.89	2.12	2.61
总资产周转次数(次)	0.19	0.79	0.87	0.71
盈利能力				
主营业务利润率(%)	29.07	65.68	70.18	60.61
总资本收益率(%)	-2.58	22.83	27.78	20.23
净资产收益率(%)	-3.67	22.70	30.92	21.54
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	--	--	12.31	6.16
全部债务资本化比率(%)	13.94	3.76	13.94	10.89
资产负债率(%)	53.37	25.79	31.59	34.21
偿债能力				
流动比率(%)	34.75	148.09	213.82	158.29
速动比率(%)	21.44	123.13	146.08	114.27
经营现金流动负债比率(%)	64.06	17.43	37.23	36.65
全部债务/EBITDA(倍)	3.87	0.11	0.38	1.00
EBITDA 利息倍数(倍)	6.23	35.17	31.59	27.59
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.73	-3.12	-0.49	-1.33
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-17.66	-11.83	-5.81	-9.99
现金流				
现金收入比率(%)	85.80	54.71	88.83	77.99
利润现金比率(%)	-1999.10	26.69	38.69	-372.47

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	
主营业务收入年复合增长率*	
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*	(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 企业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，企业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[2009] 138 号

联合资信评估有限公司通过对武汉思远投资有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

武汉思远投资有限公司
2009 年度企业主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年五月十五日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

武汉思远投资有限公司

2009年度企业主体长期信用评级分析报告

评级结果：BBB⁻

评级展望：稳定

评级时间：2009年5月15日

财务数据：

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
资产总额(万元)	12613.16	27113.88	30838.34
所有者权益(万元)	4577.98	4862.23	6448.02
长期债务	0.00	7000.00	3000.00
全部债务	0.00	9000.00	3000.00
主营业务收入(万元)	11384.88	15789.42	23973.49
利润总额(万元)	1487.69	616.10	1440.41
EBITDA	2246.99	1553.96	3169.06
经营性净现金流	5163.24	4837.69	5693.58
主营业务利润率(%)	51.56	56.01	59.59
净资产收益率(%)	32.49	7.90	21.32
资产负债率(%)	62.26	80.96	70.98
全部债务资本化比率(%)	0.00	63.54	31.75
流动比率(%)	83.36	58.86	39.10
全部债务/EBITDA (倍)	0.00	5.79	0.95
EBITDA 利息倍数(倍)	--	24.33	6.02
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.90	0.62	1.27

分析师

王楚云

电话 010-85679696-8899

邮箱 wangcy@lianheratings.com.cn

丁继平

电话 010-85679696-8815

邮箱 dingjp@lianheratings.com.cn

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号

中环世贸中心D座7层(100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司(“联合资信”) 对武汉思远投资有限公司(以下简称“公司”) 的评级反映了其在行业地位、业务增长、经营机制、现金获取能力等方面具有的比较优势,同时联合资信也关注到负债水平高、所有者权益稳定性差等因素可能给公司经营及财务状况带来负面影响。

作为弥补高等教育投入不足的重要力量,中国高品质民办教育、尤其是以就业为导向的IT职业教育的市场前景广阔,联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势:

1. IT人才供需不平衡推动了中国IT培训行业的发展,IT培训机构市场前景广阔。
2. 公司为国内规模领先的IT培训企业,具备较强的品牌影响力。
3. 公司发展有较好的业务支撑,主营业务收入实现较快增长,现金获取能力较强。
4. 公司形成了有自身特色的运营模式、教学体系和培训理念;以就业为导向的定位顺应市场需求和政策导向。

关注:

1. 公司负债水平高。
2. 近年公司利润水平波动较大。
3. 公司所有者权益稳定性差。
4. 公司收入主要来自每年9月份前后学员预缴学费,而高考前后是营销费用集中投入期,可能出现短期流动性困难。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）武汉思远投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与武汉思远投资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。
- 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。
- 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，未因武汉思远投资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。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由武汉思远投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 武汉思远投资有限公司企业主体长期信用等级自 2009 年 5 月 15 日至 2010 年 5 月 14 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内武汉思远投资有限公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

武汉思远投资有限公司（下称“思远投资”或“公司”）系经武汉市工商行政管理局批准，于2004年3月25日成立的有限责任公司。截至2008年底，公司注册资本为2500万元人民币，股东为47名自然人，全部为公司高管和一般管理人员，出资方式均为货币出资，股东名单及其持股比例见附件1。

公司经营范围：对文化教育、科技、电子通讯、广告、房地产、交通、水利、种养殖的投资；计算机软件开发。

目前公司拥有“双N计划”、“思远+1”两个核心IT职业教育项目和“金种子”IT人力资源服务品牌，是国家外国专家局授权的“国家软件人才国际培训（武汉）基地”，并与微软、英特尔等国际知名IT企业有密切的联系和合作。公司在武汉、北京、成都、西安等地设有分校，在华中、华北、西南各省区设有招生办事处120个，在北京、上海、深圳等中心城市设有就业办事处12个。公司拥有4个全资子公司（见表1）

表1 全资子公司一览表

	公司名称	注册资本 (万元)	营业期限
1	武汉思远顾问有限公司	50	2002~2022
2	成都中思远信息技术服务有限公司	30	2006~2026
3	西安思远电脑培训学校	50	2006~2009
4	北京时代思远教育咨询有限公司	100	2007~2027

资料来源：公司提供

截至2008年底，公司（合并）资产总额30838.34万元，所有者权益6448.02万元。2008年公司实现营业收入23973.49万元，实现利润总额1440.41万元。

公司注册地址：湖北省武汉市洪山区关山一路20号。法定代表人：王桂湘。

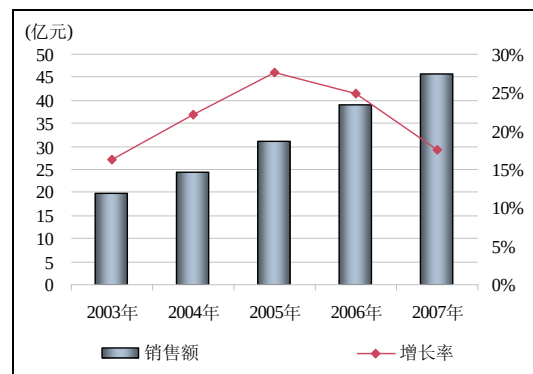
二、行业分析

公司从事的是IT培训行业。

1、行业概况

中国IT产业发展始于上世纪80年代，而获得飞速发展则是从2000年国家发布一系列优惠政策开始。近10年来，我国IT业一直以年平均30%的速度高速发展，形成了庞大的IT人才需求；同时，随着中国企业普遍面临着管理化变革的需要，非IT企业对IT人才的需求量迅速增长。中国目前的主要人才供给依赖于学历教育，而现有的学历教育内容和培养模式与IT产业所需要的知识结构和能力有较大距离，供需不平衡推动了中国IT培训行业的发展。

图1 2003~2007年中国IT培训市场规模与增长率



资料来源：IDC公布的市场分析数据

中国IT培训机构从2000年开始踏上发展快车道，IT培训市场的销售额每年以20%的速度增长，根据国际著名市场咨询顾问机构IDC的发布的《2007年度中国IT培训市场研究和分析报告》，2007年中国IT培训市场规模达45.8亿元，与上一年度39亿元同比增长了17.5%。

从细分行业来看，IT培训分为基础技能培训、职业认证培训、企业培训、其他四类，分别占比26%、50%、16%和8%。可见当前的IT培训行业中，职业认证培训仍然占据主流。

从区域分布来看，华北和华东地区位居前列，占比分别为24.50%和30.80%。西部地区的IT培训主要集中在几个大城市，随着西部经济的进一步发展，其份额将有较大增长。

从发展模式上来说，国内的IT培训行业存在特许经营和直营两种模式。特许经营模式下，加盟中心是总部的合作伙伴，总部利用其资源优势和品牌效应，能够实现低成本快速扩张，北大青鸟、NIIT为特许经营模式的代表公司；直营模式下，总部实现高度集中管理，在保证教学质量、提供就业服务、保障学生利益方面更具有控制力，代表公司包括新华电脑、思远、清华万博等。

2、行业特点

就业导向成为首要关注问题。职业教育本质上是为实现就业而进行的教育，增加就业能力目前仍是IT培训机构的主要诉求。为实现学员更有效就业，培训机构在增强IT技能培训的基础上，重视其职业意识、职业精神培养和职业素质的全面提升。

师资是教学质量的重要保障。培训机构是一个人才加工的过程，培训产品的质量与师资密切相关。除了学历等因素外，实际工作经历和项目开发经验成为培训机构招聘时的重要考虑因素。正规培训企业内部通常有一套系统的教师资格认证体系，以此为核心，通过岗前培训、认证考试等方式，保证和提升教学质量。

产品创新是长远发展的动力。产品创新要求培训机构在建立自主知识产权的基础上，不断提升自身的教学和课程的实用性，紧跟技术进步的步伐，具备对市场变化有快速的反应能力。培训机构针对企业级大客户的实际需求制定培训方案，进行针对性授课得到了企业的认可。

标准化是规模竞争的基础。随着规模扩大，大型培训机构只能通过课程标准化来保证课程品质，通过实行质量标准体系进行统

一调控，这也是未来IT培训行业正确的发展方向。

3、竞争格局

2000年以来，大量机构直接、间接参与到IT职业教育事业及相应的市场中来。2002年，全国直接开办IT职业教育的机构一度达到1万余家，市场混乱、质量跌至谷底。经历了几年的实践检验之后，通过政府政策性约束、市场自动调节等政策和市场手段的干预，大批实力弱、规范性差、服务能力低下的机构被淘汰。

中国IT培训市场经过多年的发展，综合实力和规范管理成为市场淘汰法则的标准，随着中小培训机构的出局，培训机构出现集中化趋势，品牌效应在培训业发展过程中正逐步被强化，大型培训机构在市场的强势地位将进一步加强。根据IDC发布的市场分析报告，2007年中国前十名IT培训机构包括北大青鸟 Aptech、NIIT、新华电脑、思远、清华万博、汇众益智、华育国际、达内科技、文达电脑和东方标准，合计占据64.7%市场份额（其中北大青鸟的市场占有率为38.6%），较2006年上升7.1个百分点。

4、政策支持

2002年《国务院关于大力推进职业教育改革与发展的决定》（国发〔2002〕16号）的发布，明确了我国在职业教育领域的方向；信息产业部等相关部委也同期发布相关政策，贯彻落实《中共中央关于进一步加强人才工作的决定》、《2002-2005年全国人才队伍建设规划纲要》（中办发〔2002〕12号）、《2003-2005年全国专业技术人员继续教育规划纲要》（人发〔2002〕98号）和《关于进一步加快我国信息产业人才队伍建设的意见》（信部人〔2004〕368号）的要求，大力扶持IT职业教育的发展。

进入“十一五”阶段，《国民经济和社会

发展第十一个五年规划纲要》进一步明确了国家对职业教育的发展决策，提出发展多种形式的职业技能培训，促进职业教育和普通高中教育协调发展，提高办学水平和质量，把发展中等职业教育放在更加突出的位置。2005 年，国家信息产业部对 IT 培训市场推出《信息化培训管理暂行规定》和《信息化培训机构资质管理办法》，从培训机构资质、培训内容、培训考试和培训证书颁发对 IT 培训市场进行监管。

政策的支持和规范促进 IT 培训行业保持了快速健康发展。

5、行业关注

目前中国的教育培训产业品牌众多，竞争激烈，为了尽快获得发展，大型培训机构快速扩张网点，覆盖更多的市场区域；具备先进培训理念和国际化的视野国外高端培训机构进入中国市场，将给国内的培训机构带来巨大压力；而风险投资介入一方面为行业发展提供了有力的资金支持，同时也可能带来 IT 培训市场格局的重新构建。

在经济增长放缓、整体消费力下降的背景下，培训消费也受到了一定的影响，例如管理类的培训项目受到了经济不景气较大的影响，但相对而言，就业类 IT 培训的消费需求略呈刚性，并未受到太大的冲击。

中国 IT 培训市场的兴盛和高校 IT 教育与市场脱节相关。近年，随着职业技术学院、软件学院等针对性更强的高等教育机构的兴起，以及 IT 厂商与高校直接建立合作，IT 培训市场收到一定冲击，但基于广阔市场需求和 IT 技术本身的学习特点，中国 IT 培训仍具有良好的发展前景。

三、企业素质

1、规模与竞争力

公司是中国 IT 培训领域规模领先的教育

和人才输出机构，根据 DHD Consulting Team 公布的 2008 年中国 IT 行业培训市场集中度分析数据，公司市场占有率 3.70%，位列第四。公司在武汉、北京、成都、西安、新加坡等地设有全资和控股机构 11 家，分别在武汉、北京、成都和西安设有分校区，在湖北、河南、江西、四川、湖南、山东、河北、陕西、山西、广西、福建等省设有招生办事处 120 个，在北京、上海、杭州、深圳、广州、南京、天津等中心城市设有就业办事处 12 个。

截止目前，公司年培养学生规模达 15000 余人，专职教职员工近 2000 人，教学用计算机、投影仪设备达 10000 台/套。2002 年至今，已为国家输送计算机软件、网络等领域的专业人才 20000 余名，学员在全国近 6000 家各类企业就业。2004 年 11 月 11 日通过 ISO9000 质量管理体系审核。

坐落在武汉市东湖开发区流芳东一产业园一号路 2 号的武汉总校“思远智谷”占地 20 万平方米，预计项目总投资 3 亿元人民币，总建筑面积 24 万平方米，可同时容纳 1.8 万名学员学习，其中一期已经建成投入使用。

公司拥有“思远双 N”、“思远+1”两个教育产品品牌和“金种子”一个人才定制服务品牌。“思远双 N”计划针对高中应届毕业生，该计划培养实用型、工程化的网络工程技术人员、网络管理人员、网站开发人员和数码设计人员，通过一年的封闭强化训练，使学员熟练掌握各种网络实用技术和一定的项目开发经验，保证学员符合企业的用人要求，所学知识可以上岗就用。“思远+1”针对大学毕业生（大专以上学历计算机相关专业），通过企业化模式的软件实训，培养应用型、复合型、职业型的软件开发工程师、软件销售工程师等技能型人才以及面向高端市场的高级软件外包人才。另外，公司还创造了“金种子”人才培养模式，该方案的内涵是根据企业个性化批量用人需求，运用公司优势教育资源，与企业共同制订培养方案，

采用规范化项目管理，为企业订制培养人才。

公司在国内职业教育领域获得多项荣誉，2007 年，“思远教育双 N 计划”被教育部中央教育科学研究所、百代灵智（北京）教育机构授予“教学质量杰出贡献奖”和“十大就业明星品牌培训机构”；公司获智联招聘及武汉晚报联合举办的 2006 年 CCTV 中国年度最佳雇主武汉赛区“年度最受尊敬雇主奖”；2008 年，FY08 优秀微软认证高级技术培训中心落户公司；2008 年 4 月，公司被评选为中国服务外包的最佳商业模式。

整体看，公司教学体系清晰、师生精神状态良好、教学与生活秩序井然。公司整体办学规模逐年扩大、办学质量被广泛认可、在区域市场品牌知名度较高。

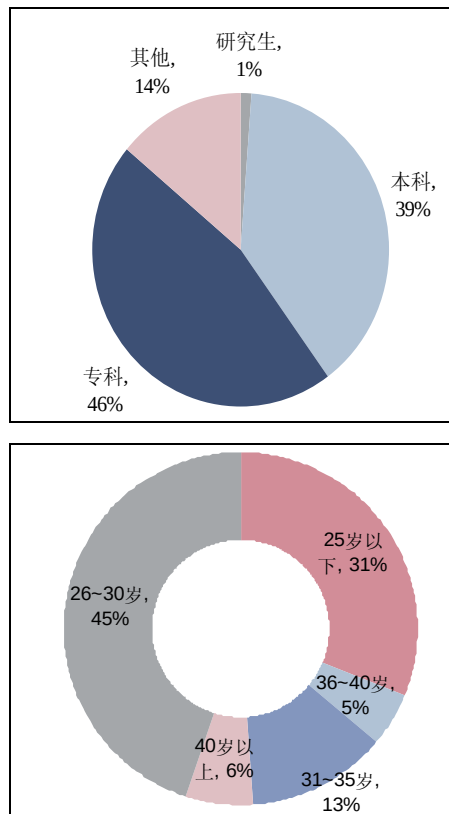
2、人员素质

公司高级管理人员 6 人，其中本科学历 5 人，博士研究生学历 1 人。

公司董事长兼总经理王桂湘，男，1963 年出生，北京邮电大学 85 年邮电机械本科学历。1985 年至 1988 年供职于邮电部武汉科学研究院；1988 年至 2002 年供职于武汉东湖新技术开发区管委会，其中，1991 年底至 1996 年底任武汉东湖新技术开发区管委会驻新加坡办事处主任，1997 年至 1999 年底任武汉东亚国际发展有限公司董事长兼总经理，1999 年底至 2002 年 3 月任湖北软件产业基地办公室副主任兼任武汉华中软件园有限公司董事总经理；2002 年 3 月至今任武汉思远投资有限公司董事长兼总经理。

截至 2009 年 1 月底，公司在职员工 1906 人（含高管人员）。从教育程度看，专科以上学历的员工占总数的 86%，如图 1 所示；从年龄分布来看，以 20 岁至 30 岁为主，占比为 76%，见图 2；员工公司龄普遍较短，2 年以内的占比为 67%，见图 3。

图 2 员工学历和年龄分布



资料来源：公司提供

总体来看，公司管理层素质较好，均具有本科以上学历和相应的从业背景，其中一人具有博士研究生学历。员工队伍整体很年轻且素质较高。员工公司龄普遍较短，一方面是公司业务高速发展导致的人员扩张较快，另一方面人员流动性较大也是导致员工公司龄较短的重要原因。

3、外部环境与支持

武汉地区IT培训行业现状

据工业和信息化部软件服务业司消息，2008年上半年中国软件和信息服务业累计实现收入3456.7亿元，增速比2007年同期提高了7个百分点。预计未来3-5年中国软件行业投资金额将保持30%以上的增长率。与此形成鲜明对比的，是中国软件人才的极度匮乏。目前武汉市场上的软件培训机构主要分为四类：软件测试培训、网络工程师培训、动漫游戏

设计培训和基础类培训。

武汉的特殊人文环境对其 IT 培训市场有决定性的影响。武汉的高校数量位居全国第三，仅次于上海、北京，再加上其他的中等职业学校，武汉的生源非常充足。调查显示，武汉的 IT 培训学员有很多是在校大三、大四学生。另外，武汉是中部地区的特大城市，白领阶层数目庞大，许多白领在激烈的职场竞争中需要不断更新知识和技能，其中就包括 IT 相关知识的更新。再次，湖北省基础教育发达，每年的应届高中毕业生无论从数量还是从质量上都位居全国前列，大量未进入大学学习的高中毕业生成为 IT 培训的潜在学员。

由于市场需求旺盛，各种规模的办学机构纷纷加入到这个行业中来，包括北大青鸟、思远投资在内的大型培训机构，也包括一些高校周边存在的大量小型培训学校，同时很多高校本身也有培训机构来参与竞争。

武汉地区学员类型有三类：初中及高中毕业生、在读或已经毕业的大学生、在职人员。各类学员接受培训的原因相应地有以下三类：高考分流、就业形式严峻和在职充电。

总体来讲，武汉 IT 培训市场需求旺盛、培训机构市场细分程度高，几个主要培训机构有较大的发展空间和较好的发展前景。

税收优惠政策

公司分别被武汉市东湖新技术开发区国税局免征2005年取得的技术性服务收入的企业所得税、2006年的企业所得税、2007年取得技术培训收入的企业所得税。

总的来说，公司在成立至今的发展历程中获得所在的东湖新技术开发区较大的支持。公司外部环境良好，能获得较多政府支持。

四、经营管理

1、公司管理

法人治理结构

公司设股东会，股东会由全体股东组成，是公司的最高权力机构。股东会会议由股东按照出资比例行使表决权。股东会作出决议，须经全体股东按表决权半数以上通过。股东会作出修改公司章程、公司增加或减少注册资本、分立、合并、解散或者变更公司形式的决议，必须经代表三分之二以上有表决权的股东通过。代表十分之一以上表决权的股东，三分之一以上的董事、监事会提议召开临时会议的，应当在一个月内召开临时会议。

公司设董事会，董事会由五名董事组成，董事会设董事长一人，董事、监事由股东会议采取累积投票制选举产生。董事及董事长每届任期为两年。任期届满，连选可以连任。董事任期届满未及时改选，或者董事在任期内辞职导致董事会成员低于法定人数的，在改选出的董事就任前，原董事仍应当依照法律、行政法规和公司章程的规定，履行董事职务。

公司设监事会。监事会由三名监事组成，由二名股东代表和一名职工代表共同担任。监事会设主席一人。监事每届任期两年，任期届满，可以连选连任。

截至2008年底，公司实际控制人为控股股东、董事长兼总经理王桂湘。总体看，公司并未实现所有权与经营权分离。

管理水平

公司实行“董事会领导下的总经理负责制、校长责任制”的管理体制。公司本部业务经营管理在董事会领导下由总经理负责，下属学校采取校长责任制。公司2004年通过了ISO9001:2000国际质量体系认证，2008年通过复审。公司制定了较为全面的人力资源、内部审计考核、财务管理、资金控制、现金管理、投融资管理、对外担保等方面主要制

度。

在发展模式上，公司坚持实施自营（直营）的稳健方式，下属教育机构均是完全产权，有利于公司加强管理并保证教学质量，并避免出现加盟连锁模式在相同区域内互相竞争的情况。

教学管理方面，公司实施4项标准化，即教学内容和授课材料标准化、教学环境标准化、教学方法标准化和教学管理流程标准化，形成了较为完善的教育管理方案。

公司在实践中总结出对教师管理的“八字方针”，对教师要求做到“风格、品格”，对教学内容要求做到“精细、实用”。公司制定《教师工作手册》，对教师的工作和授课起到良好规范的作用；通过试讲、课堂观摩、公开讲座、教学内容研讨、教学经验交流、优秀教师报告、带课经验总结等对教师进行技术水平和教学技巧的培养；建立了课堂监督机制，以保证教师的授课质量和学员的学习效果。

在财务方面，公司对下属学校实行财务直接管理，各所学校统一宣传、统一招生、统一就业，学校只日常经营管理的支出情况进行管理。

公司的“思远+1”校区和综合部门由总经理直接领导，包括“思远+1”西安校区、“思远+1”光谷校区、人力资源部、财务部和客户服务部。四位副总经理各自分管若干个部门，组织结构图见附件2。

公司制定了严格的岗位责任体系，层层分解，落实到人。

总体来看，公司内部管理体系完善，岗位职责明确，运行效率较高，符合公司经营特点的需要。

2、经营分析

经营现状

目前，公司在武汉、北京、成都分别有两个“思远双N”校区，在武汉、西安分别有

一个“思远+1”校区。

表2 公司所属学校设立过程

		设立时间	课程
武汉本地	武汉光谷校区	2003 年	思远+1
	武汉关山校区	2007 年	思远双 N
	武汉智谷校区	2008 年	思远双 N
外地分校	西安校区	2006 年	思远+1
	北京石景山校区	2007 年	思远双 N
	成都蛟龙校区	2007 年	思远双 N
	北京海淀校区	2008 年	思远双 N
	成都龙泉校区	2008 年	思远双 N

资料来源：公司提供

注：公司2006年设立的武汉东湖校区师生于2008年搬迁至武汉智谷校区；2005年设立的南湖校区大部分师生2007年搬迁至武汉关山校区

学费几乎全部为每年秋季的一期学费，另外“思远+1”校区还会承接少量项目获得技术开发收入。2005~2008年，公司招生人数和销售回款增长很快，公司处于高速发展期。

表3 2005~2008年招生和销售回款情况

年度	类型	人数	学费 (万元/人·年)	销售回款 (万元)
2005	思远双 N	4200	1.19	5033.72
	思远+1	2800	1.26	3504.35
	本年合计	7000	--	8538.07
2006	思远双 N	8300	1.26	10556.91
	思远+1	3000	1.29	3819.00
	本年合计	11300	--	14375.91
2007	思远双 N	13000	1.46	18871.95
	思远+1	1500	1.49	2347.12
	本年合计	14500	--	21219.07
2008	思远双 N	13445	1.59	21378.33
	思远+1	1210	1.46	1766.07
	本年合计	14655	--	23144.4

资料来源：公司提供

随着经营规模的快速扩大，公司决定在武汉智谷投资建设自己的校园，作为公司运营总部所在地，以及全国各校区的创新和教学示范基地。公司武汉智谷校区的建设分为两期建设，一期工程已基本完工，累计完成投资规模2.1亿元人民币。

课程设置方面，公司核心产品“思远双 N”的课程体系分为红、绿、蓝、金等四个阶段，每个阶段都有相应的职业素质课程和专业课程；“思远双 N”专业方向主要有两大类，包括计算机网络技术和数码设计，其中以前者为主。从企业实际需求出发，制订出符合岗

位需求的教材、课件、教学目标、教学大纲、实验手册、项目操作手册及教学管理、质量评估体系。

教学模式方面，“思远双N”采用“IT职场模拟”的教学模式，引导学生在虚拟企业的办公情境中，规范地完成工作任务；通过用人企业项目经理的示范、指导和科学规范的一体化实训步骤，保证学员一毕业就成为受企业欢迎的“上岗即用”型人才；全面实施与企业联合定向培养的方式，进一步提升学生的实践能力。

公司在招生、就业等经营环节建立了高效运行的业务模式。

在招生方面，公司主要依托三种方式，一是公司在华北、华中和西南地区12个省份设立了150余个招生办事处，每年高考前后对在当地进行直接宣传，公司大规模扩张市场区域集中在2007年和2008年，2008年公司在新增市场区域的基础上优化组合，有计划地撤并了部分办事处；二是大量投放电视广告和户外广告，进行高密度媒体宣传；三是建立了招生呼叫中心，对潜在生源进行电话营销。

在就业方面，“金种子”计划是公司解决学员就业的重要途径，2008年金种子的成功合作项目达53个，2009年预计开办金种子班级达到280余个，40%毕业学员通过此渠道实现就业。除了通过“金种子”计划解决学员就业外，还通过组织IT人才峰会、就业呼叫中心、在各大城市设立就业办事处等方式促进学员就业。

作为一个面向社会公众提供服务的教育机构，公司将品牌视为核心竞争力的重要组成部分。公司将以持续提高教学质量、教学服务水平和客户满意度为基础，依靠毕业学员良好的职业竞争力、高就业率，树立良好的口碑，逐步建立起全国知名的教育和人才服务品牌。

3、未来发展

公司的办学宗旨为：通过严格的有针对性的职业教育，向社会提供大量实用技能型人才，满足企业个性化的用人需求，同时缓解就业压力，实现社会效益和经济效益的共同增长。

发展规划

2009~2011年，公司的发展总体目标为：

1) 成为全国知名的人才服务与教育品牌，并获得良好的社会美誉度；2) 全国市场覆盖15-18个省（含直辖市），并在目前武汉（华中）、成都（西南）、北京（华北及东北）、西安（西北）教学基地的基础上，增建华南、华东教学基地，形成教学便利服务于全国各地的格局；3) 在目前“思远双N”、“思远+1”两个产品品牌的基础上，增加1-2个产品品牌，产品范围覆盖软件培训、网络培训、动漫人才培养、服务外包人才培养等，在定位清晰的基础上，客户选择多样化；4) 力争成为全国自有培训规模最大的IT职业教育机构（以市场占有率计算），未来3-5年，公司每年市场规模实现15~30%的较稳定增长。

经过过去几年的高速发展，公司已形成15000学员的培养规模，并创造出有自身特色的人才培养理念和课程体系。但高速发展带来的资金压力和管理压力也逐渐显现，公司近期内将把工作重点放在进行战略规划、优化教学水平等提高内功的方向上。

五、财务分析

1、财务概况

公司提供了2006~2008三年连审的财务报告，审计单位武汉众环会计师事务所有限公司对上述报告均出具了无保留意见的审计结论。

公司执行财政部颁布的企业会计准则的规定编制。

截至2008年底，公司（合并）资产总额

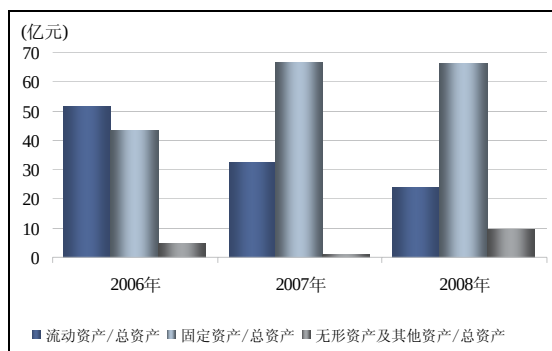
30838.34万元，所有者权益6448.02万元。2008年，公司实现主营业务收入23973.49万元，利润总额1440.41万元。

2、资产构成及资产质量

2006~2008年，公司资产规模增长迅速。截至2008年底，公司资产总额30838.34万元，其中流动资产占23.95%，固定资产合计占66.44%，无形资产及其他资产合计占9.61%。近三年资产结构从流动资产为主逐步转为以固定资产为主（见图4）。

截至2008年底，公司流动资产中所占比重较大的主要是货币资金、预付账款和其它应收款，分别占流动资产的38.96%、35.96%和23.67%。近三年流动资产结构变化较大，主要是货币资金占比有所下降，预付账款占比有所上升。

图3 近三年资产结构及增长趋势



资料来源：公司 2006~2008 年财务报告

2006~2008年，公司预付账款分别为404.96万元、2971.90万元和2656.43万元，主要系预付的广告费和工程款等。截至2008年底，公司预付账款中帐龄在1年（含）以内（含）的占90.28%，1至2年的占9.72%。

2006~2008年，公司其他应收款较为稳定，年增长率达2.23%。截至2008年底，公司其他应收款合计1748.08万元，主要为应收联营公司武汉思远教育管理有限公司的房屋租赁款，其他应收款中期限在1年以内（含1年）的占24.76%，1年至2年（含2年）的占比74.64%，2年以上的占比6%。

2006~2008年，公司非流动资产合计迅速增加，主要是由于校园建设投入、固定资产大幅上升所致。截至2008年底，固定资产20489.17万元，其中房屋及建筑物、办公及电子设备、运输工具分别占比79.26%、20.01%、0.64%。

公司无形资产及其他资产合计主要是土地使用权和长期待摊费用，2008年底分别为2775.27万元和187.50万元。

总体上看，公司资产以固定资产为主，整体资产质量一般。

3、负债构成及负债水平

2006~2008年，公司负债合计年均上升76.23%，2008年底为24390.31万元，以流动负债为主，流动负债占比为87.70%。

2006~2008年，公司流动负债以预收账款、其他应付款和一年内到期的长期借款为主，2008年底分别占51.82%、19.72%和18.70%。截至2008年底，公司预收账款11083.48万元，是培训学员入学时预缴的当年学费。截至2008年，公司其他应付款4218.71万元，其中3275.00万元为公司借入东湖新技术开发区牌楼舒村村民委员会的借款。截至2008年，公司其他流动负债4000.00万元，为公司借入的智谷校园建设项目贷款（2009年5月到期）。

截至2008年底，公司长期借款3000.00万元，为公司借入的智谷校园建设项目贷款（2010年1月到期）。

2006~2008年，公司所有者权益有所增长，年均增长率达16.39%。截至2008年底，公司所有者权益为6448.02万元，其中股本、资本公积和未分配利润占所有者权益合计的比重分别为38.77%、5.97%和55.25%，公司所有者权益中实收资本占比较小，稳定性较差。

2006~2008年，公司债务负担有所上升。截至2008年底，公司的全部债务资本化比率和资产负债比率分别为31.75%和79.09%。

4、盈利能力

2006~2008年，公司主营业务收入、主营业务利润、利润总额均保持稳步增长，年增长率分别为45.11%、56.00%和-1.50%，公司2007年营业费用大幅增长，导致当年利润水平大幅下降。

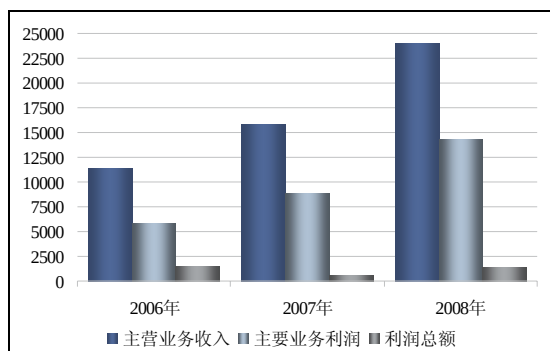
2007年，公司新增了北京石景山和成都蛟龙两个外地分校，当年入学总人数较2006年增长28.32%，主营业务收入同比增长38.68%。2008年，公司学生总人数保持平稳增长，同时由于2008年公司起，双N课程依次执行新的红、绿、蓝、金课程体系（四门课程的学费水平依次降低），导致课程预收款在当年确认为收入的比例较往年大幅提高（往年是按课程预收款总额均摊），因此2008年核算的主营业务收入大幅度提高。

2006~2008年，公司主营业务利润率分别为51.56%、56.01%和59.59%，公司主营业务盈利能力强。

2007年，公司营业费用较2006年增长113.57%，主要原因是2007年公司实施了较大范围的市场区域扩张，新增山东、河北、四川和重庆四个省区、几十个地市级市场，拓展办事处。广告费、工资费用和办事处营销费用是公司营业费用的主要构成，2008年上述费用分别占公司营业费用的43.58%、23.36%和18.54%。

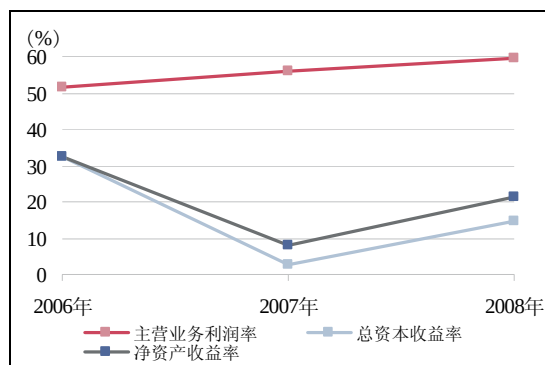
由于2007年公司营业费用大幅增长，2007年公司净利润水平同比大幅下滑；2008年公司净利润水平较2007年实现较高增长。

图4 盈利能力指标（一）



资料来源：公司 2006~2008 年财务报告

图5 盈利能力指标（二）



资料来源：公司 2006~2008 年财务报告

2008年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为14.55%和21.32%，总体看盈利能力较好。

5、现金流

2006~2008年，公司经营活动现金流入量和流出量均保持快速增长。现金流入方面，销售商品、提供劳务收到的现金年均增长33.52%，2008年为25055.90万元。近三年，公司现金收入比率分别为123.45%、124.20%和104.52%，收入的实现质量较好。现金流出方面，购买商品、接受劳务支付的现金年均增长52.63%，2008年为16357.99万元；支付给职工以及为职工支付的现金年均增长21.35%，2008年为3157.86万元。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为5163.24万元、4837.69万元和5693.58万元，经营活动产生的现金流量净额较稳定。

公司经营活动现金流入和流出存在不均衡特点，公司每年学费回款一般在7月~10月，市场费用（广告费、宣传费）及教学资源的投入等主要在3月~8月，因此流动资金需求存在较明显的季节性特征。

2006~2008年，公司投资活动现金流入为77.02万元，公司投资活动现金流出主要是公司智谷校区校园建设及教学设备投资，近三年分别为4357.97万元、14782.33万元和4261.43万元，投资规模较大。

2006~2008年，公司筹资活动的现金流入

主要为借款所收到的现金，年均下降1386.00%；现金流出以偿还债务所支付的现金和分配股利或利润所支付的现金为主。近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为28.11万元、9003.83万元和-2236.47万元。

整体看，公司经营活动现金流以收取学员学费为主，收入的实现质量较好，由于近年来公司投资规模较大，公司对外部筹资规模持续较大。

2009年上半年，公司有3000万元的智谷校园建设应付工程款、4000万元项目贷款，以及大额日常运营资金需求，流动资金短缺压力较大。

6、偿债能力

2006~2008年，公司流动比率和速动比率均持续下降，2008年分别为34.53%和34.37%，处于较低水平，主要是由于公司预收账款规模较大所致。如果剔除预收账款，2008年公司流动比率和速动比率分别为94.61%和94.17%，考虑到教育行业的经营特点，公司短期偿债能力尚可。

2006~2008年，公司EBITDA分别为2218.94万元、1533.05万元和3156.35万元。2007年，由于公司债务总额高，当年盈利水平因大额营业费用支出大幅下降，公司全部债务/EBITDA 5.79倍，EBITDA利息倍数24.33倍。2008年公司债务额度下降，盈利水平提升，偿债指标有所改善，当年全部债务/EBITDA 0.95倍；由于2008年利息支出上升，EBITDA利息倍数下降为6.02倍。公司长期偿债指标一般。

截至2008年底，公司未对外提供担保。

截至2009年1月底，公司共获得银行授信15000万元，全部为汉口银行一元路支行授信。公司已使用授信额度13000万元，未使用额度2000万元。

7、本期债券偿还能力

公司计划发行2500万元长期债券，募集

资金将用于公司的国家软件人才国际（武汉）培训基地项目（主要为武汉智谷校区）建设。

2006~2008年，公司现金类资产4443.67万元、2725.75万元和2947.11万元，截至2008年底公司现金类资产对本期债务的保障倍数为1.18倍，保障能力较强。

2006~2008年，公司经营活动产生的现金流量净额分别5163.24万元、4837.69万元和5693.58万元，分别为本期债券发行额度的2.07倍、1.94倍和2.28倍，公司经营活动产生的现金流对本期债券覆盖程度较高。2006~2008年，公司EBITDA/本期债券发债额度分别为0.90、0.62和1.27。总体看，公司对本期债券的保障能力较强。

六、综合评价

中国IT产业高速发展与人才供给的不平衡推动了IT培训行业的较快发展；国内IT培训机构出现集中化趋势，品牌效应正逐步被强化；国家对职业教育的重视以及大众对接受社会化教育认识的提高为行业发展提供了良好外部环境；IT培训行业市场前景广阔。

公司为国内规模领先的IT培训机构，近年整体办学规模快速扩大、办学质量被广泛认可、在区域市场品牌知名度较高。公司管理层素质较好，内部管理体系完善，运行效率较高。

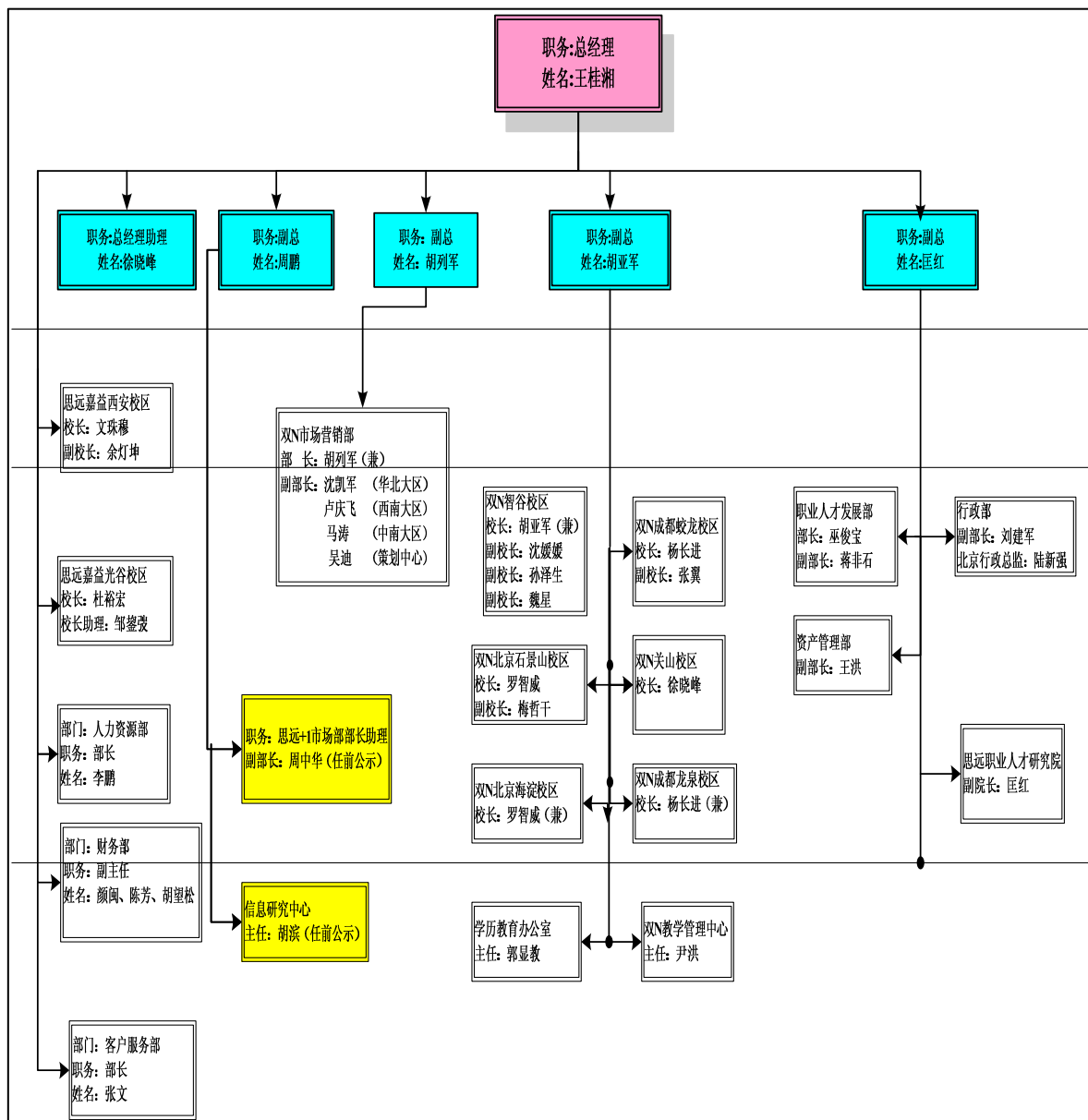
公司近年资产规模增长较快，负债水平偏高，主营业务盈利能力强，经营活动获取现金的能力较好，但存在季节性的不均衡。公司偿债能力一般，对本期债券的保障能力较强。

综合看，公司整体信用风险一般。

附件 1 公司股东列表

序号	姓名	出资额（万元）	所占比例
1	王桂湘	1294	51.760%
2	曾赞	411.7	16.468%
3	文珠穆	205.4	8.216%
4	周鹏	208.04	8.322%
5	胡亚军	181.0436	7.242%
6	胡列军	57.07	2.283%
7	匡红	31.875	1.275%
8	王洪	10.6236	0.425%
9	余灯坤	5.9264	0.237%
10	沈凯军	5.4874	0.219%
11	马涛	5.4874	0.219%
12	徐晓峰	5.4874	0.219%
13	罗智威	5.4874	0.219%
14	沈媛媛	4.6972	0.188%
15	郭显教	4.6094	0.184%
16	刘林华	3.2924	0.132%
17	张文	3.2924	0.132%
18	杨青	3.1871	0.127%
19	吴迪	2.9632	0.119%
20	巫俊宝	2.7437	0.110%
21	梅哲干	2.7437	0.110%
22	周中华	2.6339	0.105%
23	杜裕宏	2.6339	0.105%
24	郭定轮	2.4144	0.097%
25	李鹏	2.3047	0.092%
26	李波	2.3047	0.092%
27	宋飞	2.1949	0.088%
28	李翔	2.1949	0.088%
29	杨长进	2.1949	0.088%
30	尹洪	1.7559	0.070%
31	程慧群	1.6462	0.066%
32	曾勇	1.6462	0.066%
33	万哲学	1.6462	0.066%
34	刘成岐	1.6462	0.066%
35	林峥嵘	1.6462	0.066%
36	卢庆飞	1.6242	0.065%
37	朱晓伟	1.5364	0.061%
38	张榕	1.4816	0.059%
39	颜敏	1.4486	0.058%
40	杨远明	1.4486	0.058%
41	张松	1.4267	0.057%
42	曾建波	1.3617	0.054%
43	陈强	1.2621	0.050%
44	周博	1.0974	0.044%
45	陈超	1.0974	0.044%
46	汪云涛	1.0974	0.044%
47	李枫	1.0974	0.044%

附件 2 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）

资 产	2006 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	变动率
流动资产：				
货币资金	4439.04	3604.92	2877.62	-19.49
交易性金融资产		126.20	35.08	
应收票据				
应收账款	4.63	4.63	34.41	172.72
预付款项	404.96	2971.90	2656.43	156.12
应收利息				
应收股利				
其他应收款	1672.75	2055.28	1748.08	2.23
存货	24.80	36.07	34.78	18.42
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	6546.19	8799.00	7386.40	6.22
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	19.14	108.42		-100
投资性房地产				
固定资产	2390.00	2591.44	20489.17	192.79
在建工程	3076.60	15302.52		-100
工程物资				
固定资产清理				
无形资产			2775.27	
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	581.22	312.50	187.50	-43.20
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	6066.97	18314.88	23451.94	96.61
资产总计	12613.16	27113.88	30838.34	56.36

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）

负债和所有者权益（或股东权	2006 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	变动率（%）
流动负债：				
短期借款		2000.00		
应付票据				
应付账款	1089.07	487.07	1400.40	13.40
预收款项	5985.37	9970.51	11083.48	36.08
应付职工薪酬	398.30	-112.85	236.40	-22.96
应付股利				
应交税费	32.80	524.10	451.32	270.97
应付利息				
其他应付款	347.81	2081.29	4218.71	248.27
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债			4000.00	
流动负债合计	7853.34	14950.13	21390.31	65.04
非流动负债：				
长期借款		7000.00	3000.00	
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				
其他非流动负债				
非流动负债合计		7000.00	3000.00	
负债合计	7853.34	21950.13	24390.31	76.23
股东权益：				
实收资本(或股本)	2500.00	2500.00	2500.00	
资本公积	105.72	105.72	385.25	90.89
减：库存股				
盈余公积				
未分配利润	1972.25	2256.51	3562.78	34.40
外币报表折算差额				
归属于母公司的股东权益合	4577.98	4862.23	6448.02	18.68
少数股东权益	181.84	301.51		-100
所有者权益合计	4759.81	5163.75	6448.02	16.39
负债和所有者权益总计	12613.16	27113.88	30838.34	56.36

附件 4 公司合并利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项 目	2006 年度	2007 年度	2008 年度	变动率 (%)
一、营业总收入	11384.88	15789.42	23973.49	45.11
其中：营业收入	11384.88	15789.42	23973.49	45.11
二、营业总成本	9996.86	15502.07	22550.20	50.19
其中：营业成本	5011.19	6276.15	8894.50	33.23
营业税金及附加	503.56	670.07	793.43	25.53
销售费用	3788.30	8090.26	9901.42	61.67
管理费用	717.50	365.28	2435.68	84.25
财务费用	-28.05	42.96	513.46	
资产减值损失	4.36	57.35	11.70	63.82
加：公允价值变动净收益（损失以“-”	0.00	52.22	-91.12	
投资收益（损失以“-”号填列）	-30.43	269.45	56.65	
其中：对联营企业和合营企业	0.00	0.00	0.00	
汇兑收益（损失以“-”号填列）	0.00	0.00	0.00	
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	1357.60	609.02	1388.81	1.14
加：营业外收入	130.10	7.63	52.00	-36.78
减：营业外支出	0.01	0.55	0.40	528.73
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	1487.69	616.10	1440.41	-1.60
减：所得税费用	0.36	232.16	65.46	1245.11
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	1487.32	383.93	1374.95	-3.85
其中：被合并方在合并前实现的净利	300.78	0.00	0.00	
归属于母公司所有者的净利润	1406.95	284.26	1306.26	-3.64
少数股东损益	80.37	99.67	68.69	-7.55

附件 5 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年度	2007 年度	2008 年度	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	14055.01	19611.09	25055.90	33.52
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	1071.38	354.98	1199.13	5.79
经营活动现金流入小计	15126.39	19966.07	26255.03	31.75
购买商品、接受劳务支付的现金	7021.91	9584.62	16357.99	52.63
支付给职工以及为职工支付的现金	2144.61	3348.39	3157.86	21.35
支付的各项税费	481.57	461.88	966.41	41.66
支付其他与经营活动有关的现金	315.06	1733.49	79.19	-49.86
经营活动现金流出小计	9963.15	15128.39	20561.45	43.66
经营活动产生的现金流量净额	5163.24	4837.69	5693.58	5.01
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金		33.21		
取得投资收益收到的现金		147.46	97.57	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产			0.29	
处置子公司及其他营业单位收到的现金			-20.84	
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计		180.67	77.02	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产	4357.97	14782.33	4261.43	-1.11
投资支付的现金		73.98		
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	4357.97	14856.31	4261.43	-1.11
投资活动产生的现金流量净额	-4357.97	-14675.64	-4184.41	-2.01
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金		20.00		
其中: 子公司吸收少数股东投资收到的现		20.00		
取得借款收到的现金		9000.00	6000.00	
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	28.11	36.87	57.78	43.37
筹资活动现金流入小计	28.11	9056.87	6057.78	1368.00
偿还债务支付的现金			8000.00	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金		53.04	294.25	
筹资活动现金流出小计		53.04	8294.25	
筹资活动产生的现金流量净额	28.11	9003.83	-2236.47	
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	833.38	-834.12	-727.31	
加: 期初现金及现金等价物余额	3605.66	4439.04	3604.92	-0.01
六、期末现金及现金等价物余额	4439.04	3604.92	2877.62	-19.49

附件 6 公司合并财务报表主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	2460.67	3412.64	696.66	1864.25
存货周转次数(次)	202.06	174.02	255.75	220.49
总资产周转次数(次)	0.90	0.58	0.78	0.74
盈利能力				
主营业务利润率(%)	51.56	56.01	59.59	56.91
总资本收益率(%)	32.49	2.77	14.55	14.61
净资产收益率(%)	32.49	7.90	21.32	19.53
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	57.55	31.75	33.14
全部债务资本化比率(%)	0.00	63.54	31.75	34.94
资产负债率(%)	62.26	80.96	79.09	76.28
偿债能力				
流动比率(%)	83.36	58.86	34.53	-35.64
速动比率(%)	83.04	58.61	34.37	-35.67
EBITDA 利息倍数(倍)	--	24.33	6.02	10.12
现金流				
现金收入比(%)	123.45	124.20	104.52	114.21
现金利润比率(%)	239.43	221.76	175.39	-14.41
经营现金流动负债比率(%)	0.66	0.32	0.30	0.35
现金偿债倍数(倍)	1.78	1.49	1.18	1.28

附件 7 有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
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%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

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

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

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

新会计准则中, 上述公式中: 主营业务收入为营业收入; 主营业务成本为营业成本; 股东权益包括少数股东权益。

附件 8 企业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，企业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[2009] 139 号

联合资信评估有限公司通过对 2010 年武汉市中小企业集合债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

2010 年武汉市中小企业集合债券
的信用等级为
 A^{+}

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年五月十五日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.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 5 家武汉市中小企业（以下简称“债券发行人”，包括武汉当代科技产业集团股份有限公司、武汉思远投资有限公司、武汉青江化工股份有限公司、湖北三环发展股份有限公司、武汉启瑞药业有限公司）构成委托关系外，联合资信、评估人员与债券发行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提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、2010 年武汉市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

二零零九年五月十五日

2010年武汉市中小企业集合债券信用评级分析报告

评级结果：

本期企业债券信用等级：A⁺

本期企业债券发行额度：2.00 亿元

本期企业债券存续期限：3 年

评级时间：2009 年 5 月 15 日

债券发行人及债券担保人主体长期信用等级

	债券发行人	主体长期信用等级
1	武汉当代科技产业集团股份有限公司	BBB ⁻
2	武汉思远投资有限公司	BBB ⁻
3	武汉青江化工股份有限公司	BBB ⁻
4	湖北三环发展股份有限公司	BB ⁺
5	武汉启瑞药业有限公司	BBB ⁻
	债券担保人	主体长期信用等级
	武汉信用风险管理有限公司	A
	债券再担保人	主体长期信用等级
	武汉国有资产经营公司	AA ⁻

分析师

丁继平 张 华 王楚云 梁秀国 吕明远

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层（100022）

Http: //www.lianheratings.com.cn

评估观点

武汉市位于中国中部，是湖北省省会和政治、经济及文化中心，教育科研发达，工业基础较好，商贸活跃，经济发展状况较好，并在中西部发展战略中得到国家重视，总体发展前景良好。武汉市政府重视中小企业及民营经济发展，不断优化政策和创业环境，中小企业经营环境良好。

本期债券的 5 家发行人均是武汉市中小企业的代表，具有良好的持续经营能力和发展潜力。本期债券发行人主体级别主要集中在 BB⁺~BBB⁻之间，信用水平一般，所涉及细分行业相关度较低，发生大规模违约的风险相对较小。

本期债券由武汉信用风险管理有限公司（以下简称“武汉信用”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，并由武汉国有资产经营公司（以下简称“武汉国资公司”）对武汉信用对本期债券的担保责任提供无条件不可撤销的一般保证担保。武汉信用作为国有控股的担保机构，对本期债券提供担保，可有效提升本期债券的信用水平。武汉国资公司作为再担保人，为武汉信用对本期债券的担保责任提供一般保证担保，进一步提升了本期债券本息偿还的安全性。综合看，本期债券不能按期还本付息的风险较小。

优势

1. 本期债券的各发行人均是武汉市中小企业的代表，所涉及细分行业相关度较低，发生大规模违约的风险相对较小。
2. 武汉信用作为国有控股的担保机构，对本期债券提供担保，可有效提升本期债券的信用水平。
3. 武汉国资公司作为本期债券的再担保方，为武汉信用对本期债券的担保责任提供一般保证担保，进一步提升了本期债券本息

偿还的安全性。

关注

1. 本期债券由 5 家企业集合发行，各个企业间存在业务发展不均衡的情况。
2. 本期债券的发行人全部为中小企业，中小企业的经营状况较易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响，个别债券发行人的兑付能力有可能发生变化。

一、基本情况

2010年武汉市中小企业集合债券（以下简称“本期债券”）计划发行人民币2.00亿元，债券发行人和发行额度见表1。本期债券由联合发行人按照“企业自愿、集合发行、分别负债、统一担保、统一组织、市场运作”的模式联合发行。本期债券为3年期固定利率债券，采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

债券担保：武汉信用风险管理有限公司（以下简称“武汉信用”）为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，并由武汉国有资产经营公司（以下简称“武汉国资公司”）对武汉信用对本期债券的担保责任提供无条件不可撤销的一般保证担保。

表1 债券发行人及发债额度

债券发行人		发行额度（万元）
1	武汉当代科技产业集团股份有限公司	7000
2	武汉思远投资有限公司	2500
3	武汉青江化工股份有限公司	5000
4	湖北三环发展股份有限公司	2000
5	武汉启瑞药业有限公司	3500
合 计		20000

资料来源：联合资信整理

二、经营环境

1. 武汉市经济社会发展概况

武汉市位于中国中部，是湖北省省会和政治、经济及文化中心。世界第三大河长江及其最大的支流汉水在此相汇，市区由隔江鼎立的武昌、汉口、汉阳三部分组成，通称武汉三镇。2007年末，全市辖13个区、3个国家级开发区（武汉经济技术开发区、东湖新技术开发区、吴家山台商投资区），总面积8494平方公里，常住人口858万人。

武汉历来被称为“九省通衢”之地，是中

国内陆最大的水陆空交通枢纽，距离北京、上海、广州、成都、西安等中国大城市都在1000公里左右，是中国经济地理的“心脏”，具有承东启西、沟通南北、维系四方的作用。独特的区位优势造就了得天独厚的交通优势。京广、京九、武九、汉丹4条铁路干线，以及京珠、沪蓉等6条国道在此交汇，武汉正在成为全国四大铁路运输枢纽之一。水运已形成“干支一体，通江达海”的客货运网络，武汉港是我国长江流域重要的枢纽港和对外开放港口。华中地区最大的航空港武汉天河机场，是华中地区唯一可办理落地签证的出入境口岸，第二航站楼投入使用后，它将迈入全国四大枢纽机场的行列。巨大的区位交通优势推动了武汉现代物流业的快速发展。以建设国家级物流枢纽城市为目标，合理规划布局以现代物流园区、物流中心、配送中心为节点的现代物流体系，武汉作为联结国内外两个市场和促进中国东、中、西部互动的桥梁纽带功能逐步显现。

武汉是中国重要的工业基地。现已形成门类比较齐全、配套能力较强的工业体系。武汉正在大力发展现代制造业，着力推进产业升级、集群发展；重点发展钢铁、汽车及机械装备、电子信息、石油化工、环保、烟草及食品、家电、纺织服装、医药、造纸及包装印刷十大主导产业；同时运用产业政策，引导企业向园区集中。一批年销售收入过百亿元的大型企业，以及一批拥有核心技术的“武汉制造”知名品牌正在涌现。

武汉一直是长江中游的商贸金融中心，目前，全市拥有商业网点12万余个，有3家商业企业跻身全国连锁经营企业30强行列，全市社会消费品零售总额突破千亿元大关。法国“家乐福”、德国“麦德龙”、美国“沃尔玛”等国际零售商业巨头相继进入武汉，推动了武汉商业贸易发展。武汉金融、证券交易同样活跃，中国人民银行和一批国有商业银行在武汉建立了区域性的机构，法国兴业银行在汉设立了分行，10多家外国银行和保险公司在武汉设立了

办事机构。

武汉是国家重要的科教基地之一，科教综合实力居全国大城市第三位。拥有包括武汉大学、华中科技大学等52所普通高校，70万在校大学生。成人高校在校学生近12万人。各类科研机构106所，国家实验室1个，国家级重点实验室13个，在汉中国科学院与工程院院士47名。智力资源和人力资源十分丰富，“武汉·中国光谷”所在地武汉东湖地区是我国第二大智力密集区，在光通讯、生物工程、激光、微电子技术和新型材料等领域的科技开发实力处于全国领先地位。

武汉是国家首批沿江对外开放的城市之一，一直是外商投资中西部的热点地区和首选城市之一。武汉坚持“开放先导”战略，一大批枢纽性、功能性基础设施相继建成并投入使用，极大地提升了城市综合服务功能。2008年9月，国务院批准了“武汉城市圈”两型社会（“资源节约型和环境友好型社会”）试点的多项内容，在金融和财政方面给予了多项支持政策，这将有利于打破行政壁垒，统筹区域规划，促进武汉市及周边地区的发展。

经济增长方面，2008年武汉市生产总值3960.08亿元，比上年增长15.1%。其中，第一产业增加值144.70亿元，增长3.0%；第二产业增加值1827.65亿元，增长17.7%；第三产业增加值1987.73亿元，增长13.5%。一、二、三产业比重3.7：46.1：50.2，与上年相比，一产业下降0.4个百分点，二产业上升0.3个百分点，三产业上升0.1个百分点。

财政实力方面，2008年武汉市全年全口径财政收入791.31亿元，比上年增长24.8%。地方财政收入376.91亿元，增长27.2%。地方一般预算收入277.32亿元，增长25.1%，其中，税收收入220.40亿元，增长25.6%；非税收入56.92亿元，增长23.1%。

固定资产投资方面，2008年武汉市全年全社会固定资产投资2252.05亿元，比上年增长30.0%，其中，城镇固定资产投资2202.45亿元，

增长30.5%，在城镇固定资产投资中，第一产业投资21.84亿元，比上年增长144.5%，增幅比上年提高121.3个百分点；第二产业投资665.99亿元，增长46.5%，提高22.8个百分点，其中，制造业投资589.73亿元，增长38.7%，提高9.8个百分点；第三产业投资1514.62亿元，增长23.8%，下降7.9个百分点

总体看，武汉市地理位置重要，教育科研发达，工业基础较好，商贸活跃，经济发展状况较好，并在中西部发展战略中得到国家重视，总体发展前景良好。

2. 武汉市中小及民营企业经济发展概况

（1）发展现状

“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。武汉市委、市政府积极推动完善配套政策环境、加强服务体系建设和推动企业做大做强等工作。2005年以来，武汉市委、市政府相继出台了《武汉市实施〈中小企业法〉办法》，该《办法》是全国第一部落实《中小企业法》的地方性法规。此外武汉市出台了《贯彻落实〈武汉市实施中小企业法办法〉的实施意见》、《中小企业发展专项资金管理暂行办法》、《中小企业担保机构风险补偿资金管理暂行办法》、《武汉市企业和企业经营者权益保护条例》等政策，给予中小及民营企业较大的政策支持。

根据湖北省统计局资料，2008年，武汉市小额担保贷款新增金额25000万元，创业培训人数11500人，增长125.5%，至年底，全市全民创业基地面积达122.86万平方米。随着创业扶持力度的加大，创业主体成长不断加快，就业人员持续稳步增加，创业目标实现预期情况较好。全市个体工商户新增7.04万户，比同期增长6.8%；新增企业2.16万户，增长17.1%，新增企业比预期新增1万户多1.16万户，超预期目标

116个百分点；新增就业人数14.00万人，比上年多增0.2万人，比预期新增13.2万人多0.8万人，超预期目标6.1个百分点；实现下岗失业人员再就业5.5万人，比上年减少0.9万人，但比预期5万人多0.5万人，超预期目标10个百分点。

2008年，武汉市非公经济、中小企业将分别完成增加值1857.07亿元和1870.23亿元，分别增长15.4%和15.6%。从武汉市非公经济及中小企业总体发展情况看，显现出三大特点：

一是总量扩大，占全市比重稳中有升。2008年，武汉市中小企业实现增加值预计比上年增加394.23亿元，全部增加值占全市GDP比重47.2%，比上年提高0.2个百分点；非公经济实现增加值占全市GDP比重46.9%，其中民营经济增加值预计1599.53亿元，比上年增加337.39亿元，全部增加值占全市GDP比重40.4%，比上年提高0.2个百分点。武汉市非公经济、中小企业增加值均接近占全市GDP半壁江山，已成为经济发展的重要载体。

二是优化结构，非公经济及中小企业呈现良性发展。从中小企业和民营经济内部产业结构看，由上年中小企业以二产业为主体、民营经济以三产业为主体，演变为均以三产业为主体的特征，产业结构呈现“三二一”格局。2008年，中小企业三次产业增加值结构比为0.9:48.6:50.5，与上年比，第一产业占比下降0.1个百分点，第二产业下降4.5个百分点，第三产业上升4.6个百分点。民营经济三次产业结构比为7.2:33.1:59.7，与上年比，第一产业占比下降0.5个百分点，第二产业上升2.1个百分点，第三产业下降1.6个百分点。

三是中小企业、非公经济发展快速，对全市经济发展支撑作用增强。从增幅看，中小企业、非公经济、民营经济增加值增幅分别高于全市GDP0.5、0.3和0.3个百分点；从对全市GDP增加额的贡献率看，中小企业实现增加值的增加额对全市GDP增加额的贡献达48.2%，民营经济对全市GDP增加额的贡献达41.2%。

综合看，武汉市重视中小及民营经济发展，

不断优化政策和创业环境，中小及民营企业经营环境良好。

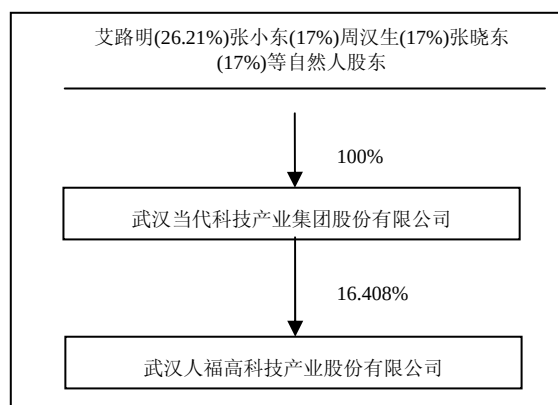
三、发行人基本情况及债券筹资项目概况

本期债券发行主体共5家，各企业主要财务数据见附件1。

1. 武汉当代科技产业集团股份有限公司 主体概况

武汉当代科技产业集团股份有限公司（以下简称“当代科技”）位于国家级开发区——武汉东湖新技术开发区，1988年7月20日经武汉市工商行政管理局登记注册成立，原名“武汉市洪山区当代科技发展公司”，经历数次增资，2001年完成股份制改造，注册资本1亿元。截至2008年底，当代科技总股本10000万股，股东包括9位自然人，其中艾路明持股26.21%，张小东、周汉生、张晓东各自持股17%，其他五位股东合计持有22.79%的股权（见图1）。

图1 当代科技股权结构图



资料来源：当代科技提供

当代科技经营范围包括高科技产业投资、投资管理；企业管理咨询，生物、化工、化学、医学、计算机和软硬件技术咨询（国家有专项规定按其执行）；房地产开发、商品房销售等。

当代科技下设董事会秘书处、审计室、行政管理部、人力资源部、财务管理部、市场发展部等职能部门。

截至 2008 年底,当代科技持有上海证券交易所上市公司武汉人福高科技产业股份有限公司(股票代码 600079,以下简称“人福科技”)16.41%的股份,为人福科技的实际控制人。

截至 2008 年底,当代科技(合并)资产总额 177404.60 万元,所有者权益合计 137497.39 万元;2008 年合并口径实现营业收入 110176.50 万元,净利润 10356.79 万元。

截至 2008 年底,当代科技本部资产总额 73542.80 万元,所有者权益 32788.78 万元;2008 年实现主营业务收入 7479.55 万元,净利润 607.89 万元。

当代科技注册地址:武汉市洪山区鲁磨路 369 号,法定代表人:周汉生。

募集资金用途

当代科技拟将本次发行债券所募集资金 7000 万元全部用于武汉大学珞珈学院(以下简称“珞珈学院”)新校区建设。珞珈学院是经教育部下发的教发函[2006]93 号文批准设立,由武汉大学、北京巨天汇投资有限公司(“巨天汇投资”)与当代科技联合创办的独立学院。

本项目总计投资 2.47 亿元,由当代科技和巨天汇投资分别按其出资比例 68.75%和 31.25%负责筹集,其中当代科技投资 16981 万元(资金来源为自筹资金 9981 万元,通过本次债券发行募集资金 7000 万元)。项目计划在湖北武汉市东湖开发区藏龙岛建设占地 588800 平方米(约 880 亩)的武汉大学珞珈学院新校区,校舍建设面积约 169000 平方米,包括教学楼、行政办公大楼、图书馆、学生公寓、食堂及运动场、球场等。项目建设期四年,其中集中建设期为三年,后续建设期为一年。

珞珈学院在经济上独立核算,自负盈亏。学院的学费收入中武汉大学提取一定比例作为管理费(2006~2008 年实际提取比例分别为 20%、20%和 15%),剩余部分留作学院的运行成本、发展经费和经营收益。珞珈学院以普通全日制本科教育为主,纳入国家普通高等学校招生计划,2006 年起正式面向全国招生,目前

学院有学生 2062 人(其中本科生 1828 人,专科生 234 人),自有职工 157 人(其中专任教师 44 人),外聘兼职教师 125 人。近年来珞珈学院经营情况良好,2008 年实现学费收入 3163 万元,净利润 1058 万元。当代科技预计未来三年,随着招生规模的扩大和新校园逐步投入运行,珞珈学院的收入仍将持续增长,未来三年年均收入和净利润规模分别为 6778.33 万元和 3389.25 万元。

该项目已于 2007 年 5 月经武汉市发展和改革委员会发改核新字[2007]9 号文核准。

2. 武汉思远投资有限公司

主体概况

武汉思远投资有限公司(下称“思远投资”)系经武汉市工商行政管理局批准,于 2004 年 3 月 25 日成立的有限责任公司。截至 2008 年底,注册资本为 2500 万元人民币,股东为 47 名自然人,全部为高管和一般管理人员,出资方式均为货币出资,其中董事长兼总经理王桂湘为第一大股东,持股比例为 51.76%。

思远投资经营范围:对文化教育、科技、电子通讯、广告、房地产、交通、水利、种养殖的投资;计算机软件开发。目前思远投资主要的经营业务为 IT 教育培训。

思远投资目前拥有“双 N 计划”、“思远+1”两个核心 IT 职业教育项目和“金种子”IT 人力资源服务品牌,是国家外国专家局授权的“国家软件人才国际培训(武汉)基地”,并与微软、英特尔等国际知名 IT 企业有密切的联系和合作。思远教育在武汉、北京、成都、西安等地设有分校,在华中、华北、西南各省区设有招生办事处 120 个,在北京、上海、深圳等中心城市设有就业办事处 12 个并拥有 4 个全资子公司(见表 2)。

表2 思远投资全资子公司一览表

	公司名称	注册资本 (万元)	营业期限
1	武汉思远顾问有限公司	50	2002~2022
2	成都中思远信息技术服务有限公司	30	2006~2026
3	西安思远电脑培训学校	50	2006~2009
4	北京时代思远教育咨询有限公司	100	2007~2027

资料来源：思远投资提供

截至2008年底，思远投资（合并）资产总额30838.34万元，所有者权益6448.02万元；2008年实现营业收入23973.49万元，实现利润总额1440.41万元。

思远投资注册地址：湖北省武汉市洪山区关山一路20号；代表人：王桂湘。

募集资金用途

思远投资拟通过本次发行债券募集资金2500万元，用于建设24万平方米的现代化“国家软件人才国际（武汉）培训基地”项目。该项目分两期建设，总投资为3亿元人民币，项目已于2008年元月份开工建设，现工程进度约为70%，目前已投入资金2.1亿元，剩余资金将通过本次债券发行和企业自行筹集解决。项目建成后，思远投资每年可提供培训学员的流转量将达到18000人至20000人，前三年的平均收入可达到30000万元以上。

该项目已于2007年12月经武汉市发展和改革委员会发改核新字[2007]23号文核准。

3. 武汉青江化工股份有限公司

主体概况

武汉青江化工股份有限公司（以下简称“青江化工”）前身是1970年成立的武汉硫酸厂，1997年经湖北省体改委批准，改制设立了股份有限公司，2001年进一步改制，调整股本结构，国有股退出控股地位。截至2008年底，青江化工注册资本4010.73万元，其中武汉葛化集团有限公司持股25.4%，张恒明先生持股63.20%，毛明先生持股4.75%，李惠民先生持股3.95%，蔡建平先生持股2.7%，实际控制人为张恒明先生。

生。

青江化工经营范围：硫酸及副产品、精细化工产品、化学肥料（限分支机构经营）制造、销售；建筑材料销售；汽车货运（限分支机构经营）；非标准机械设备的加工、制造。目前青江化工的主要产品为钛白粉、磷肥和酸类产品。

截至2008年底，青江化工拥有5家全资子公司，2家分公司；下设办公室、财务部、人力资源部、生产部、市场部、研发中心。

截至2008年底，青江化工资产总额为33702.75万元，所有者权益为13595.53万元；2008年，实现主营业务收入37031.11万元，净利润897.47万元。

青江化工注册地址：武汉青山区任家路临江大道862号；法人代表：张恒明。

募集资金用途

青江化工拟通过本次发行债券募集资金5000万元，全部用于年产2万吨金红石型钛白粉项目建设。项目总投资15000万元，其中固定资产投资11000万元，流动资金需求4000万元，公司计划通过发行债券、银行借款和企业自筹解决。项目建设期预计为1年，生产考核期10年，第一年预计达产50%，第二年为80%，第三年实现完全达产，完全达产后年均销售收入有望达到29760万元。

该项目于2009年3月经武汉市发展和改革委员会确认备案，登记备案项目编码2009900526590012。

4. 湖北三环发展股份有限公司

主体概况

湖北三环发展股份有限公司（以下简称“湖北三环”）是经鄂体改（1992）29号文批准，于1992年11月，由华中电业管理局、湖北省人民政府发展研究中心、湖北省电力局、东风汽车有限公司、葛洲坝电厂、交通银行武汉分行、武汉市保险公司、武汉铁路分局、湖北省金属材料有限公司等单位发起成立的股份制企业，初始注册资金1200万元。1996年12月经

鄂体改(1996)303号文批准,湖北三环转为募集设立的股份有限公司,湖北省政府发展研究中心、湖北省电力公司、葛洲坝电厂、武汉钢铁公司、东风汽车公司、武汉市保险公司、湖北省金属材料总公司为发起人,总股本增加至2754.85万元,其中法人股2494万股,职工个人股260.85万股。后经数次股权转让和股本扩充,截至2008年底湖北三环总股本为5255.25万元,其中法人股4698.4万股内部职工股556.85万股。目前湖北三环前五大股东分别为:北京国通资产管理有限责任公司,持股比例为28.54%;高管人员和技术骨干合计持股10.60%(其中总经理王宏英持股比例为10.10%);华中电网有限公司持股比例为7.39%;湖北省电力有限公司持股比例为7.33%;武汉武大科技园有限公司持股比例为5.71%。

湖北三环主营高压电机领域的高科技节能产品研发、生产、营销及服务,目前主导产品为高压变频节能设备。

湖北三环下设行政部、财务部、研发部、预研部、质量管理部、计划采购部、生产部、技术支持部、营销部、大客户部、南方销售大区、北方销售大区等12个职能部门。

截至2008年底,湖北三环资产合计12573.36万元,所有者权益5000.84万元;2008年实现主营业务收入8632.84万元,净利润939.37万元。

湖北三环注册地址:武汉东湖高新区武大科技园创业楼;法定代表人:刘健。

募集资金用途

湖北三环拟通过本次发行债券募集资金2000万元,用于SVC无功补偿产品产业化项目。该项目投资8125万元,其中建设投资6356万元,建设期利息149万元,流动资金1620万元。项目投产后,公司每年可生产静止无功补偿装置50套,同步无功补偿装置10套,可实现销售收入8200万元。

该项目于2009年1月经武汉市发展和改革委员会确认备案,登记备案项目编码

2009010036990033。

5. 武汉启瑞药业有限公司

主体概况

武汉启瑞药业有限公司(以下简称“启瑞药业”)于2005年9月7日由武汉启瑞科技发展有限公司(以下简称“启瑞科技”)和湖北大正医药有限公司(以下简称“大正医药”)共同投资设立,注册资本为1600.00万元,其中启瑞科技持股70.00%,大正医药持股30.00%。2007年经过公司股东注资后,注册资本为5000.00万元,截至2008年底,启瑞药业注册资本5000.00万元,启瑞科技持股70.00%,大正医药持股30.00%。启瑞科技实际控制人为王朝东先生,大正医药实际控制人为张曼女士,王朝东先生和张曼女士系夫妻关系,启瑞药业实际控制人为王朝东先生。

启瑞药业属于医药生产企业,经营范围主要为:片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、干混悬剂、冻干粉针剂、小容量注射剂、原料剂(门冬氨酸鸟氨酸、法舒地尔、索法酮)。

截至2008年底,启瑞药业下设生产部、工艺验证部、财务部、质量部、物料部和人力资源行政部。

截至2008年底,启瑞药业资产总额为13533.19万元,所有者权益为9258.02万元;2008年,实现主营业务收入9679.48万元,净利润2862.88万元。

启瑞药业注册地址:武汉东湖新技术开发区庙山小区;法人代表:王朝东。

募集资金用途

启瑞药业拟通过本次发行债券募集资金3500万元,其中2000万元用于门冬氨酸鸟氨酸针剂扩大再生产项目,1500万元用于门冬氨酸鸟氨酸原料精制扩大再生产项目。门冬氨酸鸟氨酸针剂扩大再生产项目总投资4950万元,计划于2009年4月开始建设,建设期为10个月,完全达产后预计每年可实现销售收入13000万元、净利润5000万元。冬氨酸鸟氨酸原料精

制扩大再生产项目计划总投资 3367 万元，计划于 2009 年 4 月开始建设，建设期为 9 个月，完全达产后预计每年可实现销售收入 9000 万元、净利润 4000 万元。

门冬氨酸鸟氨酸原料精制扩大再生产项目和门冬氨酸鸟氨酸针剂扩大再生产项目已于 2009 年 3 月经武汉市发展和改革委员会确认备案，登记备案项目编码分别为 2009011527100025 和 2009010036990033。

四、本期债券主体长期信用状况分析

经联合资信评估有限公司评定，5 家债券发行人主体长期信用等级见表 5，具体分析内容详见附件各家债券发行人的《主体长期信用评级分析报告》。

从表 5 可以看出，本期债券发行主体长期信用等级在投资级别以上企业共计 4 家，主体级别均为 BBB⁻，占发债家数的 80.00%；信用等级在投资级以下的企业 1 家，主体级别为 BB⁺。

表 5 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	武汉当代科技产业集团股份有限公司	BBB ⁻
2	武汉思远投资有限公司	BBB ⁻
3	武汉青江化工股份有限公司	BBB ⁻
4	湖北三环发展股份有限公司	BB ⁺
5	武汉启瑞药业有限公司	BBB ⁻

资料来源：联合资信整理

从本期债券募集资金在各个级别的分布情况看（参见表 6），投资级以上企业发行债券额度占 90.00%；投资级以下企业发行债券额度占 10.00%，比重较小。

表 6 本期债券发行额度级别分布

主体级别	发行家数	发行额度（万元）	所占比例（%）
BBB ⁻	4	18000	90.00
BB ⁺	1	2000	10.00
合计	5	20000	100.00

资料来源：联合资信整理

从表 7 可以看出，5 家发行主体所涉及细分行业较为分散，除当代科技部分经营业务和启瑞药业所涉及细分行业较为相近外（同属制药行业），其他企业所涉及细分行业相关度较低。联合资信认为，上述 5 家发行主体同时发生大规模违约风险较小。

表 7 本期债券发行主体所涉及细分行业分布

	债券发行人	涉及细分行业
1	武汉当代科技产业集团股份有限公司	房地产开发、制药和教育产业投资
2	武汉思远投资有限公司	IT 培训
3	武汉青江化工股份有限公司	钛白粉、酸类生产
4	湖北三环发展股份有限公司	高压电机节能设备制造
5	武汉启瑞药业有限公司	化学原料药研发、制造

资料来源：联合资信整理

五、担保能力分析

1. 担保条款

武汉信用为本期债券 5 家发行人发行面额总计为人民币 2.00 亿元企业债券的到期兑付提供无条件的不可撤销担保，担保方式为无条件不可撤销的连带责任保证担保；并由武汉国资公司对武汉信用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。担保人承担担保责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年，债券持有人在此期间内未要求担保人承担担保责任的，担保人免除保证责任；再担保人承担担保责任的期间为担保人担保期届满之日起 3 个月，债券持有人在此期间内未要求再担保人承担担保责任的，再担保人免除保证责任。

2. 担保人资信状况

武汉信用成立于 1998 年，经数次增资扩股，目前注册资本为 40000 万元，其中国有资本占 98%。控股股东武汉经济发展投资（集团）有限公司为武汉市国资委下属的国有独资公

司，持有武汉信用 53%的股权。

武汉信用主要业务包括担保、征信、投融资及个人金融等业务。武汉信用下辖武汉中小企业信用担保有限公司、武汉创业担保有限公司、武汉资信管理有限公司等 5 家控股子公司，1 家合营企业和 2 家参股企业。

武汉信用下属的控股子公司武汉资信管理有限公司是武汉市社会联合信用征信系统建设及营运单位，是国家级社会征信服务体系建设示范工程，是湖北省、武汉市社会信用体系建设的核心工程和基础平台。武汉信用下属的武汉中小企业信用担保有限公司是湖北省最大的专业担保机构之一。在投资业务领域，武汉信用通过下属的投资公司投资的股权项目共 27 个，涉及电子信息、生物技术与新医药、光机电、环保与新能源等多个领域。

截至 2008 年底，武汉信用资产总额 120746.43 万元，其中流动资产 94859.26 万元；负债总额 69042.21 万元，其中流动负债 56355.90 万元；股东权益 51704.22 万元，其中少数股东权益 1194.20 万元。2008 年，武汉信用实现营业收入 9715.85 万元，净利润 2516.24 万元。

截至 2008 年底，武汉信用担保责任余额 137135 万元，其中企业融资担保责任余额 122096 万元。本期债券发行额度占武汉信用截至 2008 年底担保余额的 16.38%，占其净资产的 38.68%。

经联合资信评估有限公司评定，武汉信用企业主体长期信用等级为 A，评级展望为稳定。

3. 再担保人资信情况

武汉国资公司是经武汉市国有资产管理委员会(以下简称“武汉市国资委”)国资委[1994]3 号文批准成立的股份制企业。武汉国资公司于 1994 年 8 月 12 日注册成立，截至 2008 年底，注册资本金 123834.00 万元。武汉市国资委是唯一出资人。

武汉国资公司是经武汉市委、市政府批准

设立的国有投资控股公司，是湖北省最早设立的国有资本营运机构，目前拥有控股的二级子企业 7 家，已经形成以商业零售为核心的产业格局，近年来商业零售板块收入占比始终保持在 98%以上。武汉国资公司的商业零售板块由控股子公司武商联（集团）股份公司（以下简称“武商联”）经营。武商联目前拥有武汉武商集团股份有限公司（简称：鄂武商，股票代码：000501）、武汉中百集团股份有限公司（简称：武汉中百，股票代码：000759）、武汉中商集团股份有限公司（简称：武汉中商，股票代码：000785）三家上市公司。武商联目前凭借其在业态形式、管理、规模等方面的优势，在湖北省商业领域居于龙头地位，具有一定的竞争实力。

截至 2008 年底，武汉国资公司（合并）资产总额为 1475547.87 万元，所有者权益（含少数股东权益）为 615100.29 万元；2008 年实现营业收入 1858638.52 万元，利润总额 76340.05 万元，经营活动现金流净额 168917.62 万元。

本期债券发行额度占武汉国资公司 2008 年底资产总额的 1.36%、所有者权益的 3.25%，所占比例低；占其 2008 年营业收入的 1.08%，利润总额的 26.20%，经营活动现金净流量的 11.84%，立即偿还此笔债务对武汉国资公司影响较小。

经联合资信评估有限公司评定，武汉国资公司企业主体长期信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

总体看，武汉信用作为国有控股的担保机构，对本期债券提供担保，可有效提升本期债券的信用水平。武汉国资公司作为武汉国资委全资下属企业，近年经营情况正常，财务状况良好，整体的担保实力较强，武汉国资公司作为再担保人，进一步提升了本期债券本息偿付的安全性。

六、综合评价

武汉市位于中国中部，是湖北省省会和政治、经济及文化中心，教育科研发达，工业基础较好，商贸活跃，经济发展状况较好，并在中西部发展战略中得到国家重视，总体发展前景良好。武汉市重视中小及民营经济发展，不断优化政策和创业环境，中小及民营企业经营环境良好。

本期债券的 5 家发行人均是武汉市中小企业的代表，具有良好的持续经营能力和发展潜力。本期债券发行人主体级别主要集中在 $BB^+ \sim BBB$ 等级，所涉及细分行业相关度较低，发生大规模违约风险相对较小。

本期债券由武汉信用提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，并由武汉国资公司对武汉信用对本期债券的担保责任提供无条件不可撤销的一般保证担保。武汉信用作为国有控股的担保机构，对本期债券提供担保，可有效提升本期债券的信用水平。武汉国资公司作为武汉国资委全资下属企业，近年经营情况正常，财务状况良好，整体的担保实力较强，武汉国资公司作为再担保人，进一步提升了本期债券本息偿付的安全性。

综合看，本期债券不能按期还本付息的风险较低。

附件 1 5 家债券发行人的主要财务数据

序号	企业名称	项 目	2006 年	2007 年	2008 年
1	武汉当代科技产业集团股份有限公司	资产总额（万元）	250005.86	269308.18	289393.11
		所有者权益（万元）	109185.29	129371.89	137497.39
		长期债务（万元）	8665.20	1300.00	3800.00
		全部债务（万元）	82854.17	84097.36	94624.60
		营业收入（万元）	92052.94	97622.68	110176.50
		利润总额（万元）	13614.82	24542.37	12884.88
		EBITDA（万元）	22861.23	33740.47	23560.11
		经营性净现金流(万元)	16566.48	-5787.00	813.43
		营业利润率（%）	37.58	41.75	47.09
		净资产收益率（%）	10.16	17.03	7.53
		资产负债率（%）	56.33	51.96	52.49
		全部债务资本化比率（%）	43.14	39.40	40.77
		流动比率（%）	124.76	123.01	122.80
		全部债务/EBITDA（倍）	3.62	2.49	4.02
		EBITDA 利息倍数（倍）	3.78	6.41	3.60
2	武汉思远投资有限公司	资产总额（万元）	12613.16	27113.88	30838.34
		所有者权益（万元）	4577.98	4862.23	6448.02
		长期债务（万元）	0.00	7000.00	3000.00
		全部债务（万元）	0.00	9000.00	3000.00
		主营业务收入（万元）	11384.88	15789.42	23973.49
		利润总额（万元）	1487.69	616.10	1440.41
		EBITDA（万元）	2246.99	1553.96	3169.06
		经营性净现金流(万元)	5163.24	4837.69	5693.58
		主营业务利润率（%）	51.56	56.01	59.59
		净资产收益率（%）	32.49	7.90	21.32
		资产负债率（%）	62.26	80.96	70.98
		全部债务资本化比率（%）	0.00	63.54	31.75
		流动比率（%）	83.36	58.86	39.10
		全部债务/EBITDA（倍）	0.00	5.79	0.95
		EBITDA 利息倍数（倍）	--	24.33	6.02

3	武汉青江化工股份有限公司	资产总额(万元)	21063.15	27580.12	33702.75
		所有者权益(万元)	9797.92	12115.75	13595.53
		长期债务(万元)	1900.00	1700.00	1500.00
		全部债务(万元)	3861.00	8724.00	12897.00
		主营业务收入(万元)	17484.04	24176.98	37031.11
		利润总额(万元)	1943.96	2331.95	1130.03
		EBITDA(万元)	2822.03	3634.81	2934.23
		经营性净现金流(万元)	3760.95	538.49	2851.23
		主营业务利润率(%)	16.09	23.52	16.64
		净资产收益率(%)	13.09	13.83	6.60
		资产负债率(%)	53.48	56.07	59.66
		全部债务资本化比率(%)	28.27	41.86	48.68
		流动比率(%)	153.30	144.84	142.11
		全部债务/EBITDA(倍)	1.37	2.40	4.40
		EBITDA 利息倍数(倍)	8.82	6.80	2.67
4	湖北三环发展股份有限公司	资产总额(亿元)	5136.28	8360.07	12573.36
		所有者权益(亿元)	2533.08	4061.47	5000.84
		长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00
		全部债务(亿元)	1290.00	1361.62	1673.40
		主营业务收入(亿元)	2645.14	5175.75	8632.84
		利润总额(亿元)	88.66	328.40	939.37
		EBITDA(亿元)	199.64	434.74	1119.07
		经营性净现金流(亿元)	-201.86	-481.06	60.32
		主营业务利润率(%)	29.42	38.23	37.66
		净资产收益率(%)	3.50	8.09	18.78
		资产负债率(%)	50.68	51.42	60.23
		全部债务资本化比率(%)	33.74	25.11	25.07
		流动比率(%)	171.17	178.28	149.43
		全部债务/EBITDA(倍)	6.46	3.13	1.50
		EBITDA 利息倍数(倍)	2.43	5.72	7.91
5	武汉启瑞药业有限公司	资产总额(万元)	3309.68	8617.81	13533.19
		所有者权益(万元)	1543.40	6395.14	9258.02
		长期债务(万元)	0	0	1300.00

	全部债务（万元）	250.00	250.00	1500.00
	主营业务收入（万元）	634.30	4707.06	9679.48
	利润总额（万元）	-55.46	1840.97	3170.10
	EBITDA（万元）	64.52	2319.83	3984.45
	经营性净现金流(万元)	1131.44	387.44	1107.52
	主营业务利润率（%）	29.07	65.68	70.18
	净资产收益率（%）	-3.67	22.70	30.92
	资产负债率（%）	53.37	25.79	31.59
	全部债务资本化比率（%）	13.94	3.76	13.94
	流动比率（%）	34.75	148.09	213.82
	全部债务/EBITDA（倍）	3.87	0.11	0.38
	EBITDA 利息倍数（倍）	6.23	35.17	31.59

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 2010年武汉市中小企业集合债券 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进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

债券发行人（包括：武汉当代科技产业集团股份有限公司、武汉思远投资有限公司、武汉青江化工股份有限公司、湖北三环发展股份有限公司、武汉启瑞药业有限公司）和债券担保人（包括：武汉信用风险管理有限公司和武汉国有资产经营公司）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
二零零九年五月十五日

