

跟 踪 评 级 公 告

联合[2013] 020 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将“10武中小债”信用等级由A⁺调整为AA⁻。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年二月二十二日

评级业务专用章

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

2010年武汉市中小企业集合债券 跟踪评级报告

本期集合票据信用

跟踪评级结果	AA ⁻
上次评级结果	A ⁺

本期集合票据要素

集合票据简称	10 武中小债
发行额度	2 亿元
发行时间	2010 年 4 月 28 日
期限	3 年

跟踪评级时间：2013 年 2 月 22 日

主体长期信用

债券发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
武汉当代科技产业集团股份有限公司	BBB ⁻ /稳定	BBB ⁻ /稳定
武汉启瑞药业有限公司	BBB ⁻ /稳定	BBB ⁻ /稳定
武汉青江化工股份有限公司	BBB ⁻ /稳定	BBB ⁻ /稳定
湖北三环发展股份有限公司	BB ⁺ /稳定	BB ⁺ /稳定
武汉思远投资有限公司	B ⁻ /负面	B ⁻ /负面
债券担保人	上次评级结果	跟踪评级结果
武汉信用风险管理有限公司	A	A ⁺
债券再担保人	上次评级结果	跟踪评级结果
武汉国有资产经营公司	AA ⁻	AA

分析师

李小建 孙媛 郭畅
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，国际经济复苏缓慢，中国经济增速有所回落，中小企业经营波动风险加大。景气度下降。为此，国家和地方政府不断出台相关扶持政策，为中小企业的持续发展提供支撑。

2010 年武汉市中小企业集合债券（简称“10 武中小债”）大部分发债企业在跟踪期内保持了较为良好的发展势头，生产经营及财务状况保持平稳。但联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）关注到，武汉思远投资有限公司受业务剥离、资产划拨、股东退股等影响，经营和财务状况持续恶化，信用风险进一步加大。

本期集合债券由武汉信用风险管理有限公司（以下简称“武汉信用”）提供全额无条件的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”）对武汉信用对本期集合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，对本期集合债券提供担保，可有效提升本期集合债券的信用水平。武汉国资公司作为再担保人，为武汉信用对本期集合债券的担保责任提供一般保证担保，进一步提升了本期集合债券本息偿还的安全性。联合资信将武汉信用主体长期信用等级由 A 调整为 A⁺，将武汉国资公司主体长期信用等级由 AA⁻调整为 AA，其担保对本期集合债券的信用等级提升作用较大。

综合分析，本期集合债券不能按期还本付息的风险很低，联合资信将“10 武中小债”信用等级由 A⁺调整为 AA⁻。

优势

1. 跟踪期内，武汉市经济仍保持增长，为中小企业经营提供了相对良好的外部环境。

2. 本期集合债券由5家企业集合发行，发债企业之间存在业务发展不平衡的情况，虽个别企业经营萎缩，但经有关部门加强协调，采取偿债保障措施，本期集合债券兑付能力尚不受影响。
3. 武汉信用和武汉国资公司的担保对本期集合债券信用级别提升作用大。

关注

1. 本期集合债券由5家企业集合发行，发行人之间存在业务发展不平衡的情况，其中某一发行人的兑付能力有可能发生变化。
2. 本期集合票据的5家发行人全部为中小企业，经营状况较易受宏观经济形势和产业政策调整的影响。跟踪期内，在国内外宏观经济形势严峻的背景下，中小企业经营波动风险加大。
3. 跟踪期内，武汉思远资产、所有者权益规模进一步大幅下降，公司无业务收入。

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“10 武中小债”发行人构成委托关系外，联合资信、评级人员与“10 武中小债”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、联合资信与评级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“10 武中小债”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“10 武中小债”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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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》进行本次定期跟踪评级。

二、本期债券基本情况

2010 年武汉市中小企业集合债券（以下简称“本期集合债券”）由海通证券股份有限公司组织牵头，于 2010 年 4 月 28 日发行，发行总额为人民币 2 亿元，期限 3 年，采用固定利率支付方式付息。本期集合票据由武汉当代科技产业集团股份有限公司等 5 家发行人按照“企业自愿、集合发行、分别负债、统一担保、统一组织、市场运作”的方式在中国银行间债券市场一次性集合发行。本期集合债券发行人和发行额度见表 1。

表 1 本期集合债券发行人及发债额度

单位：万元

	债券发行人	发债额度（万元）
1	武汉当代科技产业集团股份有限公司	7000
2	武汉启瑞药业有限公司	3500
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	武汉思远投资有限公司	2500
	合计	20000

资料来源：联合资信整理

本期集合债券还本付息方式为：存续期内每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期集合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”）对武汉信用对本期集合债券的担保责任提供无条件不可撤销的一般保证担保。

三、宏观经济

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在 2011 年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011 年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011 年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国 2011 年国民经济和社会发展统计公报》，2011 年国内生产总值 471564 亿元，比上年增长 9.2%。其中，第一产业增加值 47712 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 220592 亿元，增长 10.6%；第三产业增加值 203260 亿元，增长 8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 10.1%，第二产业增加值比重为 46.8%，第三产业增加值比重为 43.1%。

2011 年，中国全社会固定资产投资 311022 亿元，比上年增长 23.6%，扣除价格因素，实际增长 15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933 亿元，增长 23.8%；农户投资 9089 亿元，增长 15.3%。东部地区投资 130319 亿元，比上年增长 20.1%；中部地区投资 70783 亿元，增长 27.5%；西部地区投资 71849 亿元，增长 28.7%；东北地区投资 32687 亿元，增长 30.4%。2011 年，中国全年货物运输总量 369 亿吨，比上年增长 13.7%。货物运输周转量 159014 亿吨公里，增长 12.1%。

2012 年前三季度国民经济运行逐步趋稳，2012 年 1~9 月国内生产总值 35.35 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%。其中，一季度增长 8.1%，二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%。分产业看，第一产业增加值 3.31 万亿元，同比增长 4.2%；第二产业增加值 16.54 万亿元，增长 8.1%；第三产业增加值 15.50 万亿元，增长

7.9%。从环比看，三季度国内生产总值增长2.2%，与2011年同期环比数相比下降0.2个百分点。2012年前三季度固定资产投资平稳较快增长，前三季度固定资产投资(不含农户)256933亿元，同比名义增长20.5%(扣除价格因素实际增长18.8%)，增速比上年加快0.1个百分点。分地区看，东部地区投资同比增长18.4%，中部地区增长25.8%，西部地区增长24.1%。其中前三季度基础设施(不包括电力、热力、燃气及水的生产与供应)投资38677亿元，同比增长10.2%，增速比上年加快5.8个百分点。

2. 政策环境

财政政策方面，2011年全年公共财政收入103740亿元，比上年增加20639亿元，增长24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。2012年上半年，全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同期增长44.1%和36.4%。

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次

上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~7月，央行2次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月底，中国广义货币供应量M2余额为94.37万亿元，同比增长14.8%。截至2012年9月底人民币贷款余额61.51万亿元，人民币存款余额89.96万亿元。前三季度，新增人民币贷款6.72万亿元，同比多增1.04万亿元；新增人民币存款9.03万亿元，多增9243亿元。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、经营环境

1. 中小企业发展概况

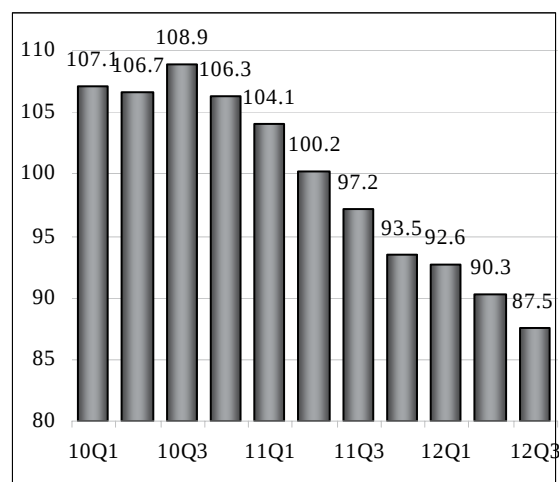
(1) 中小企业概况

中小企业是国民经济和社会发展的的重要组成部分，其在促进经济增长、资源配置、技术创新、吸纳就业等方面发挥了举足轻重的作用。以 2010 年统计数据为例，2010 年底全国工商登记中小企业超过 1100 万家，其中工业企业中，全国规模以上中小企业工业增加值占规模以上企业增加值的 69.10%，实现税金占规模以上税金总额的 54%。中小企业已经成为中国经济发展、市场繁荣和就业扩大的主要促进力量。

中小企业一般业务结构相对单一，适应能力强、灵活的经营机制以及良好的发展潜力是其立足市场的重要基础。但同时中小企业也存在成立时间较短、经营规模较小、控制资源有限、内控机制不健全等问题，一定程度上加大了企业的经营风险，其对宏观经济环境有着更强的敏感性。

2008 年以来，受世界经济金融形势震荡多变、出口市场增速下滑、国内市场竞争日趋激烈、劳动力成本压力上升、人民币升值侵蚀利润空间等多重不利因素的影响，国内中小企业也受到了较大程度的冲击。2009 年以来，中小企业景气度受外部经济环境逐步回暖，2010 年第三季度在中国经济增长速度逐步回落的宏观形势下，处于市场经济弱势地位的中小企业发展的景气状况出现逐步下滑的趋势。2011 年以来，原材料价格上涨、劳动力成本上升、国际市场动荡不定的多重压力，央行多次上调存款准备金率导致融资更加艰难等因素，使国内中小企业步履维艰。2012 年中小企业经济发展外部环境逐步恶化，2012 年三季度中小企业发展指数跌落到 87.5，目前仍存在着下行压力。根据中小企业协会的数据显示，从 2010 年第三季度开始至 2012 年第三季度，中国中小企业发展指数直线下降，面临的经营风险加大。

图 1 2010 年以来中国中小企业发展指数



资料来源：中国中小企业协会

(2) 政策环境及发展现状

中国政府历来高度重视中小及民营经济发展，“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》正式颁布实施，中小及民营企业进入了一个里程碑式的发展阶段。2008 年以来，为了应对宏观经济的冲击，中央政府密集出台了一系列针对中小企业的发展举措和政策，陆续颁布了《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126 号）、《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》（国发〔2009〕36 号）和《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（国发〔2010〕13 号）等政策文件，其中对营造有利于中小企业发展的良好环境，缓解中小企业融资困难，加大对中小企业的财税扶持力度以及加快中小企业技术进步和结构调整等方面都作了具体说明和指导。

为了缓解中小企业经营压力，2011 年 5 月银监会出台了《中国银监会关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》，十条新政从资本占用、风险压力等多方面给商业银行发展小企业贷款“松绑”，切实调动了银行发展小企业贷款的积极性。10 月 12 日，工信部正式发布了《“十二五”中小企业成长规划》，该规划是中国第一个关于中小企业发展的国家级专

项规划，主要任务包括增强中小企业创业创新活力和吸纳就业能力、优化中小企业结构、提高产业集群发展水平、提升企业管理水平和完善中小企业服务体系等。为支持中小企业发展，2011 年 12 月，财政部和工信部印发《政府采购促进中小企业发展暂行办法》，2012 年起各部门 30%以上政府采购应面向中小企业。

2012 年 4 月，国务院发布了关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》(国发〔2012〕14 号)，提出进一步加大财税支持，同时将 2012 年中小企业专项资金规模扩大到 141.7 亿元，并向小型微型企业和中西部地区倾斜；中央财政安排 150 亿元资金，依法设立国家中小企业发展基金，引导地方、创业投资机构及其他社会资金支持处于初创期的小型微型企业。

总体来看，2011 年以来，在国内宏观政策环境趋紧和国外经济形势严峻的情况下，中小企业经营波动风险加大。为此，政府在出台一系列在融资、财税等方面政策，一定程度上缓解了中小企业压力。

2. 区域经济发展概况

武汉市经济运行情况

2011 年武汉市经济发展较快，2011 年武汉市地区生产总值 6756.20 亿元，同比增长 12.5%；2011 年全市社会固定资产投资 4255.16 亿元，同比增长 22.1%，其中第三产业增加值 3303.48 亿元，同比增长 9.6%。2011 年，武汉市完成全口径财政收入 1795.99 亿元，同比增长 26.8%，其中，地方财政收入 1194.30 亿元，增长 32.0%，地方一般预算收入 673.26 亿元，增长 40.0%。2011 年，武汉市城市居民人均可支配收入和农民纯收入分别为 23720 元和 9550 元，分别同比增长 14.1%和 18.3%，城乡居民收入增幅均高于同期 GDP 增幅；2011 年，武汉市城市居民人均消费性支出 17140.96 元，同比增长 18.3%。

2012 年 1~8 月，武汉市规模以上工业总

产值 5715.66 亿元，同比增长 13.1%；全口径财政收入 1360.49 亿元，同比增长 11.0%，其中地方财政收入 875.63 亿元，同比增长 10.3%；社会消费品零售总额 2177.79 亿元，同比增长 15.5%。

武汉市政策环境

2011 年 10 月，湖北省政府出台《关于进一步促进全省中小企业发展的意见》，提出将大力支持中小企业创业发展，推动中小企业转变发展方式，着力缓解中小企业融资困难，切实改善中小企业发展环境，加大对中小企业的扶持力度，加强对中小企业工作的组织协调。

2012 年 8 月，武汉市市政府常务会议审议通过《关于支持工业经济稳增长调结构促发展的若干意见》。在鼓励创业投资方面，将调整 5000 万元全民创业以奖代补专项资金的使用方式，由原重点资助区和创业基地，转为采用项目资助、投资资助、融资扶持等形式，直接扶持小微企业发展。同时，加大对本地工业产品的支持力度。政府采购项目年度预算总额 30%以上的份额专门面向本市中小企业采购。至 2014 年底之前，将对小微企业免征部分管理类、登记类和证照类行政事业性收费，行政事业单位、社会团体对小微企业收取的服务收费和会费，将按 60%收取。

总体看，近年来武汉市经济稳定增长，中小企业外部发展环境良好。同时，通畅的融资渠道及采购环境也为区域内中小企业发展提供有力支持。

五、发行人主体长期信用

跟踪期内，联合资信对本期集合债券的 5 家发行人的主体长期信用进行了跟踪分析，具体分析参见各发行人的《跟踪评级报告》。整体看，本期集合债券大部分发债企业表现出了较好的抗风险能力，经营状况良好，资产和收入规模持续增长（武汉思远投资有限公司受业务剥离、资产划拨、股东退股等影响，经营和财

务状况持续恶化，信用风险进一步加大)。本期跟踪中，各发行人信用等级和评级展望均未发生调整（武汉思远维持信用等级“B⁻”和评级展望“负面”）。

表 2 本期集合债券发行人主体长期信用

集合债券发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
武汉当代科技产业集团股份有限公司	BBB ⁻ /稳定	BBB ⁻ /稳定
武汉启瑞药业有限公司	BBB ⁻ /稳定	BBB ⁻ /稳定
武汉青江化工股份有限公司	BBB ⁻ /稳定	BBB ⁻ /稳定
湖北三环发展股份有限公司	BB ⁺ /稳定	BB ⁺ /稳定
武汉思远投资有限公司	B ⁻ /负面	B ⁻ /负面

资料来源：联合资信整理

跟踪期内，武汉市相关政府部门密切关注武汉思远的资产划拨和债权债务清理等重大事项，为保障本期债券本息偿还的安全性，在武汉市相关政府部门的协调下，武汉思远与武汉市仪表电子学校（以下简称“仪表电子学校”）签署《债权债务清理协议书》，仪表电子学校暂缓偿还武汉思远智谷校区及相关动产转让款 2500 万元，待本期集合债券到期时，用以保证武汉思远对本期集合债券本金的偿还。2012 年 3 月 5 日，根据《市教育局关于承诺支付市仪表电子学校转接思远投资有限公司债券还款事宜的函》（武教函[2012]15 号），武汉市教育局承诺在本期集合债券到期之年即 2013 年，在市级职业教育专项经费中安排 2500 万元给仪表电子学校，确保仪表电子学校一次性支付 2500 万元给武汉思远的偿债专用账户。

六、担保能力分析

1. 担保条款

武汉信用为本期集合债券 5 家发行人发行面额总计为人民币 2 亿元的到期兑付提供了全额无条件不可撤销的连带责任担保；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. 担保人担保能力分析

武汉信用成立于 1998 年，初始注册资本 4 亿元。2012 年，武汉信用实施定向增资扩股，注册资本由 4 亿元增至 20 亿元。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。

武汉信用经营范围：为企业及个人提供各种担保业务；为企业提供与担保业务有关的融资咨询、财务顾问、信用信息服务、信用风险管理等中介服务；以自有资金进行投资；监管部门规定的其他业务。

截至 2011 年末，武汉信用资产总额（合并）427686.29 万元，所有者权益合计 180778.24 万元。2011 年，武汉信用实现担保业务收入 14549.50 万元，委托贷款利息收入 33497.17 万元，投资收益 2676.11 万元；净利润 24714.13 万元。

截至 2012 年 10 月末，武汉信用资产总额（合并）806909.69 万元，所有者权益合计 444845.45 万元。2012 年 1-10 月，武汉信用实现营业收入 60940.81 万元；净利润 39872.13 万元，其中归属于母公司所有者的净利润为 25762.81 万元。

总体看，跟踪期内，随着增资扩股的完成，武汉信用资本实力有所提升，未来业务发展空间将进一步扩大。联合资信将武汉信用主体长期信用等级由“A”调整为“A⁺”。

本期集合债券发行额度占 2012 年 10 月底武汉信用资产总额的 2.47%、所有者权益的 4.50%、所占比例较低；立即偿付本期集合债券对武汉信用影响相对小。

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 2011 年底，注册资本金 123834.00 万元。武汉市国资委是唯一出资人。

武汉国资公司经营范围：授权范围内的国有资产经营管理；国有资产产权交易；信息咨询、代理及中介服务。

截至 2011 年底，武汉国资公司全资、控股二级子公司 10 家，下设投资部、安全生产部、资产财务部、人力资源部、党群工作部、监察审计部、营运部和办公室等。

截至 2011 年底，武汉国资公司（合并）资产总额为 270.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 93.58 亿元；2011 年实现营业收入 308.59 亿元，利润总额 13.79 亿元。

截至 2012 年 9 月底，武汉国资公司（合并）资产总额为 281.61 亿元，所有者权益（含少数股东权益）99.37 亿元；2012 年 1~9 月实现营业收入 256.43 亿元，利润总额 9.52 亿元。

跟踪期内，武汉国资公司商业零售规模持续扩大，整体盈利能力较好，保持了在湖北省商业零售领域的龙头地位。联合资信将武汉国资公司主体信用等级由 AA 调整为 AA。

本期集合债券发行额度占武汉国资公司 2012 年 9 月底资产总额的 0.71%、所有者权益的 2.01%，所占比例低；占其 2011 年营业收入的 0.65%，利润总额的 14.50%，立即偿还此笔债务对武汉国资公司影响较小。

七、结论

综合考虑，联合资信将“10 武中小债”信用等级由 A⁺调整为 AA⁻。

附件 1 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“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，中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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2013] 021 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持武汉当代科技产业集团股份有限公司主体长期信用等级为BBB⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年二月二十二日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

武汉当代科技产业集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: BBB⁻ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2013 年 2 月 22 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 3 月
现金类资产(亿元)	6.70	5.94	9.96	7.39
资产总额(亿元)	38.63	63.79	93.61	94.35
所有者权益(亿元)	21.41	28.75	37.16	38.32
短期债务(亿元)	8.06	12.05	17.77	18.22
全部债务(亿元)	8.20	15.29	26.09	26.21
营业收入(亿元)	14.93	23.96	37.77	11.42
利润总额(亿元)	2.89	4.94	9.45	1.33
EBITDA(亿元)	3.87	6.10	11.79	--
经营性净现金流(亿元)	1.14	1.17	6.23	--
营业利润率(%)	50.18	43.28	39.83	37.90
净资产收益率(%)	11.48	14.61	21.54	--
资产负债率(%)	44.59	54.92	60.30	59.38
全部债务资本化比率(%)	27.70	34.72	41.24	40.61
流动比率(%)	162.52	96.78	126.02	124.91
全部债务/EBITDA(倍)	2.12	2.51	2.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.91	8.88	8.69	--
经营现金流流动负债比(%)	6.81	3.72	13.64	--

注: 公司 2012 年一季度财务数据未经审计, 公司未提供 2012 年一季度现金流量表。

分析师

郭 畅

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 武汉当代科技产业集团股份有限公司(以下简称“公司”) 在并表上市子公司武汉人福医药集团股份有限公司(以下简称“人福医药”) 良好经营业绩的带动下, 盈利规模快速增长, 由于公司本部为主要偿债主体, 报告主要分析跟踪期内公司本部的经营及财务状况。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”) 关注到作为本期债券的偿债主体, 公司本部盈利来源单一、投资规模大、债务负担重、所有者权益稳定性差等因素对公司信用水平带来的不利影响。

综合考虑, 联合资信维持公司 BBB⁻ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司本部投资收益稳步增长。
2. 公司本部经营活动现金流量对存续债券保障能力强。

关注

1. 公司本部盈利主要来自投资收益, 盈利结构单一。
2. 公司本部对外投资规模大, 债务规模快速扩张, 债务负担重。
3. 公司所有者权益中, 少数股东权益及未分配利润占比大, 所有者权益稳定性弱。
4. 公司本部往来款金额较大, 且对资产和负债结构及现金流状况具有较大影响。

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、评级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。

二、联合资信与评级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。

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。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于武汉当代科技产业集团股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

武汉当代科技产业集团股份有限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2011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。

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。

截至2011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“人福医药”)16.79%的股份,为该公司的实际控制人。

截至2011年底,公司本部资产总额为281810.51万元,所有者权益合计55510.54万元;2011年,公司本部实现营业收入15558.24万元,利润总额6819.14万元。

截至2012年3月底,公司本部资产总额为287447.17万元,所有者权益合计56008.15万元;2012年1~3月,公司本部实现营业收入1715.98万元,利润总额357.87万元。

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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来,受欧债危机扩散影响,外需总体出现走弱态势,同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求,在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响,制造业投资在2011年一直保持高速增长,在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下,导致工业产成品库存在趋势上持续上升,2011年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言,2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》,2011年国内生产总值471564亿元,比上年增长9.2%。其中,第一产业增加值47712亿元,增长4.5%;第二产业增加值220592亿元,增长10.6%;第三产业增加值203260亿元,增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%,第二产业增加值比重为46.8%,第三产业增加值比重为43.1%。

2011年,中国全社会固定资产投资311022亿元,比上年增长23.6%,扣除价格因素,实际增长15.9%。其中,固定资产投资(不含农户)301933亿元,增长23.8%;农户投资9089亿元,增长15.3%。东部地区投资130319亿元,比上年增长20.1%;中部地区投资70783亿元,增长27.5%;西部地区投资71849亿元,增长28.7%;东北地区投资32687亿元,增长30.4%。2011年,中国全年货物运输总量369亿吨,比上年增长13.7%。货物运输周转量159014亿吨公里,增长12.1%。

2012年上半年实现国内生产总值22.7万亿元,同比增长7.8%,增幅比上年同期回落1.8个百分点。其中二季度同比增长7.6%,增速比上季度回落0.5个百分点,环比增长1.8%。根据国家统计局发布的最新统计数据,2012年1-8月,固定资产投资(不含农户)217958.07亿元,同比增长20.2%。其中,东部地区投资

103988.31 亿元，同比增长 20.2%；中部地区投资 60090.23 亿元，同比增长 25.3%；西部地区投资 52375.59 亿元，同比增长 23.8%。2012 年 1-8 月，全社会货物运输量 261.06 亿吨，同比增长 11.5%；货物运输周转量 110199.09 亿吨公里，同比增长 9.7%。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年上半年，全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同期增长 44.1%和 36.4%。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011 年年末，中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%，增速比上年

低 4.1 个百分点，比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月，央行 3 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据 2012 年第二季度《中国货币政策执行报告》，截至 2012 年 6 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 92.5 万亿元，同比增长 13.6%。人民币贷款余额同比增长 16.0%，比年初增加 4.86 万亿元，同比多增 6833 亿元。上半年社会融资规模为 7.78 万亿元。金融机构贷款利率继续下行，6 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 7.06%，比 3 月份和年初分别下降 0.56 个和 0.95 个百分点。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

房地产板块

从房地产行业运行情况来看，2011 年全国

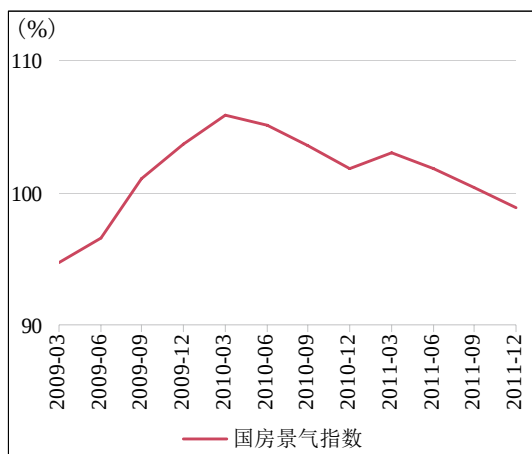
房地产开发投资6.17万亿元,同比增长27.74%;全国房屋施工面积为50.80亿平方米,同比增长25.28%;房屋竣工面积为8.92亿平方米,较2010年增长17.37%;房屋新开工面积为19.01亿平方米,较去年增长15.99%;全国商品房销售面积为10.99亿平方米,同比增长5.37%;商品房销售额5.91万亿元,同比增长12.57%。

表 1 全国房地产行业主要开发指标

指标	2010 年	2011 年	增长率 (%)
本年完成投资额 (万亿元)	4.83	6.17	27.74
房屋施工面积 (亿平方米)	40.55	50.80	25.28
房屋竣工面积 (亿平方米)	7.60	8.92	17.37
房屋新开工面积 (亿平方米)	16.39	19.01	15.99
商品房销售面积 (亿平方米)	10.43	10.99	5.37
商品房销售额 (万亿元)	5.25	5.91	12.57

资料来源: wind 资讯

图 1 国房景气指数



资料来源: wind 资讯

2009年底,国房景气指数103.66,进入2010年持续走高至105.89;2010年4月份以后,景气指数开始持续走低,至2010年底指数回落至101.79;自2011年4月指数小幅攀升至103.19后,整体指数持续下降至2011年底的98.89,景气度显著下滑。房屋销售价格同比继续上涨,但涨幅回落。国家统计局数据显示,2011年全国商品房平均销售价格为5377元/平方米,同比上涨6.9%,而12月单月销售均价为4949元/米,环比下降5.8个百分点,房价下行趋势延续。

近两年,随着房价的快速上涨,中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2010年是中国房地产宏观调控频次最为密集的一年,国家对房地产采取了最为严厉的调控措施,限购令、保障性住房制度、二手房营业税优惠终止、国四条、国五条、国八条、新国十条以及央行上调存款准备金率和连续加息等措施一定程度上抑制了商品房需求。

2010年4月14日,国务院常务会议提出,要求对贷款购买第二套住房的家庭,贷款首付款不得低于50%,贷款利率不得低于基准利率的1.1倍。对购买首套住房且套型建筑面积在90平方米以上的家庭,贷款首付款比例不得低于30%。

2010年4月17日,国务院发出《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》,提出十条举措,称为房地产“新国十条”。主要内容包括:一、停发第三套房贷:对商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区,商业银行可根据风险状况暂停发放购买第三套及以上住房贷款;二、遏制外地炒房者:对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款;三、政府问责机制强化执行力:对稳定房价、推进保障性住房建设工作不力,影响社会发展和稳定的,要追究责任。

2010年9月,财政部、国家税务总局、国土资源部、住房和城乡建设部、监察部、中国人民银行和中国银监会分别或联合发布了一系列房产调控新政策:包括限购令、差别化住房信贷政策、调整住房交易环节的契税和个人所得税优惠政策、切实增加住房有效供给等五条措施,简称“国五条”。

2011年1月26日,国务院公布八条最新楼市调控政策,简称“新国八条”,第三轮房地产调控启动。其中房贷方面,二套房贷首付比例提至六成,限购令也推向了全国执行,扩大营业税征收范围,在房地产购买限制和交易税费方面都进行了大范围调整。2011年1月27日,

中国上海和重庆宣布从1月28日起开征房产税，税率为0.5%~1.2%。2011年1月27日，财政部和国家税务总局联合发布通知，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

国家加大房地产宏观调控力度，目的在于遏制房价快速上涨势头，促使房价理性调整。相关政策推出后，房屋销售价格过快上涨态势一定程度上得到了控制，从国家统计局公布的数据看，房价虽仍延续上涨趋势，但涨幅趋于回落。2011年12月，北京、上海、深圳、杭州和广州5个一线城市房价平均同比涨幅为3.0%，平均环比跌幅为0.4%。全国70个大中城市新建商品住宅价格环比下降的城市为52个，环比增加3个。

目前房地产销售价格，特别是北京、上海等一线城市商品房成交量有较大程度萎缩而成交价格高位震荡，随着调控政策累积效应逐渐显现，房价可能会经受严峻考验。

目前全国房地产市场呈现“量跌价滞”局面，短期内市场需求难以启动，同时国家加大经适房、公租房和廉租房建设力度也将对商品房市场带来较大负面影响。

保障房方面，根据国家“十二五”规划纲要，通过增加保障性住房的建设和供应增加房地产市场的有效供给，缓解房地产市场供需矛盾。“十二五”期间全国将新建各类保障性住房和棚户区改造3600万套，具体为2011年建设1000万套，2012年1000万套，2013~2015年建设1600万套，使保障性住房的覆盖率达到20%。同时明确提出对于城镇低收入住房困难家庭要提供廉租房，实行廉租房制度。

总体看，由于近两年部分地区房地产价格呈现快速上涨趋势，中国政府连续出台了通过土地、税收和购房信贷等一系列措施调控市场的政策。在信贷逐步收紧和政府加大调控执行力的背景下，开发商的资金链将受到影响，有助于促使其提高土地使用效率、加快项目周转，从而抑制房价非理性上涨，中长期有利于

规范市场健康发展，但短期内市场也面临因需求观望而导致成交量萎缩的风险，区域市场走势将产生分化。

教育投资板块

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。自2008年报考人数超过1000万人之后，2009~2011年高考报名人数逐年减少，主要系适龄人口减少及部分学生由于各种原因放弃高考所致；而录取总人数和录取率均逐年增长，总体看，高校入学竞争过度激烈的状况有所缓解，而学校生源依然充足。

表2 近年高考考生报考及录取状况

年份	报考人数 (万人)	录取人数 (万人)	录取率 (%)
2009年	1020	629	61.67
2010年	946	657	69.45
2011年	933	675	72.35

资料来源：国家教育部网站

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和制度建设，为高等教育的持续发展奠定了坚实的基础。

独立学院已具备一定的市场规模和价值

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，现已成为中国民办高等教育事业的重要组成部分。国家教育部数据表明，截至2010年底，全国各类民办学校和民办教育机构已超过12万所，民办学校各类学历在校学生接近4000万人，全国有独立学院323所，在校学生近476.68万人，其中本科生280.99万人、专科生195.69万人，教职员工近35万人。

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。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。

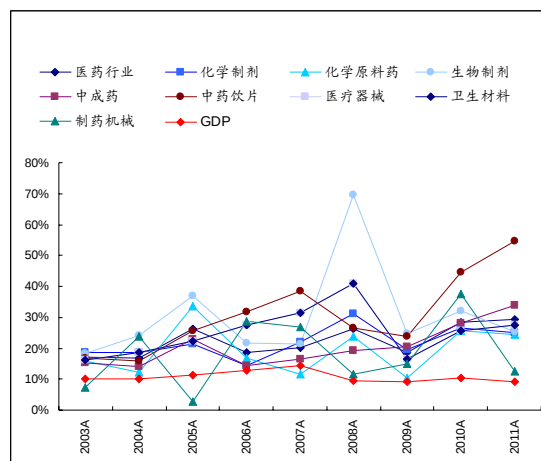
医药板块

2011 年，在医改政策的深入推进下，中国医药工业继续保持快速增长态势。2011 年，中国医药工业实现工业总产值 15733 亿元，同比增长 29.19%。分行业看，化学药品制剂行业实现工业总产值 4235 亿元，同比增长 25.09%；化学原料药行业实现工业总产值 3061 亿元，同比增长 24.40%；中成药行业实现工业总产值 3461 亿元，同比增长 33.99%；中药饮片行业实现工业总产值 915 亿元，同比增长 54.62%；生物制剂行业实现工业总产值 1602 亿元，同比增长 25.40%；医疗器械行业实现工业总产值 1418 亿元，同比增长 27.38%；卫生材料行业实现工业总产值 961 亿元，同比增长 27.38%；制药机械行业实现工业总产值 80 亿元，同比增长 12.45%。

从盈利情况来看，2011 年，中国医药工业实现销售收入 15255 亿元，同比增长 29.37%，实现利润 1577 亿元，同比增长 23%。各子行业销售收入、利润总额也保持持续增长态势，其中化学药品制剂、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大。

跟踪期内，新医改政策逐步向纵深推进，基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策以及医药工业“十二五”规划的发布使医药企业在研发、生产、销售各环节上的运作方式面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中，行业准入门槛提高、产业结构调整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响。

图2 医药工业及子行业总产值增速



资料来源: wind 资讯

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中，行业进入门槛将提高，产业结构的调整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响。

2. 区域经济环境

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。世界第三大河流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。目前武汉全市辖 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 910 万人。

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。家乐福、麦德龙、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。武汉金融业同样活跃，多数国内金融机构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，2011 年武汉市地区生产总值 6756.20 亿元，比上年增长 12.5%。其中，第一产业增加值 198.70 亿元，增长 4.0%；第二产业增加值 3254.02 亿元，增长 16.4%；第三产业增加值 3303.48 亿元，增长 9.6%。一、二、三产业比重 2.9: 48.2: 48.9，与上年相比，第一产业下降 0.2 个百分点，第二产业上升 2.7 个百分点，第三产业下降 2.5 个百分点。

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，公司外部发展环境良好。

五、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医药创立于 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，人福医药主要从事医药产业产品的生产、研发和销售。截至 2011 年底，人福医药下属直接或间接控股子公司达 50 家，注册资本 49344.35 万元。人福医药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；人福医药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 2012 年 3 月底，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 2012 年 3 月底，公司本部高级管理人员 15 人，员工总人数 59 人。从学历结构看，大专及以上 100%；从年龄结构看，30 岁以下 41%，30~50 岁 46%，50 岁以上 13%；从职称结构来看，初级职称 29%，中级职称 49%，高级职称 22%。

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

六、经营管理分析

公司是一家以股权投资为主的企业，目前持有 A 股上市公司武汉人福医药集团股份有限公司 16.79% 的股权，是其实际控制人，公司将其纳入合并报表范围。除进行股权投资以外，公司本部主要从事房地产开发业务（当代国际花园项目）。

人福医药是一家长期专注于麻醉药、计生药、维吾尔药等特色医药的研发、生产和销售企业，旗下宜昌人福药业有限责任公司（以下简称“宜昌人福”）、湖北葛店人福药业有限责任公司（以下简称“葛店人福”）、新疆维吾尔药业有限责任公司（以下简称“新疆维吾尔药”）等企业在各自领域均处于领导或领先地位，此外，人福医药还涉足房地产开发领域。

跟踪期内，在医药板块收入规模大幅提高的带动下，公司主营业务收入快速增长。2011

年，公司实现主营业务收入 377008.60 万元，同比增长 58.58%。

分板块看，2011 年公司医药板块实现收入 305318.83 万元，同比增长 68.88%，其收入占比由 2010 年的 76.05% 上升至 2011 年的 80.98%，但毛利率有所下降，主要由于公司加快医药产业外延式发展，医药商业收入占比日益提高，在增厚医药板块收入水平的同时，也拉低了其毛利率；房地产方面，2011 年公司房地产板块实现收入 58685.44 万元，同比增长 25.93%，其占公司收入的比重下降至 15.57%。

2012 年 1~3 月，公司医药板块实现收入 101672.33 万元，为上年全年水平的 33.30%，收入占比进一步提高至 89.01%，公司医药板块继续保持快速增长态势；房地产板块实现收入 10653.04 万元，为上年全年水平的 18.15%，收入占比快速下降至 9.33%。整体看，医药板块是公司的核心主业，贡献了公司大部分的收入和利润；随着公司存量地块的逐步开发销售，公司房地产板块的收入占比逐渐下降。

公司主营业务当中，其他项目主要包括广州贝龙环保热力设备股份有限公司生产的热力环保设备和武汉天润健康产品有限公司代理食品销售。

广州贝龙环保热力设备股份有限公司是人福医药的子公司，人福医药持有其 66.44% 的股权。

武汉天润健康产品有限公司是人福医药的子公司，人福医药持有其 80% 的股权。

表 3 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项 目	2010 年			2011 年			2012 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药	18.08	76.05	48.58	30.53	80.98	41.26	10.16	89.01	39.13
房地产	4.66	19.60	36.84	5.87	15.57	47.86	1.07	9.33	43.00
其他	1.03	4.35	22.69	1.30	3.45	26.02	0.19	1.67	28.00
合计	23.77	100.00	45.15	37.70	100.00	41.76	11.42	100.00	39.23

资料来源：公司提供

房地产业务

公司房地产开发业务的经营主体为公司本部和子公司人福医药，为避免与人福医药的同业竞争，2003年4月7日，公司与人福医药签署了《委托经营协议书》，委托人福医药下属的武汉当代物业发展有限公司（以下简称“当代物业”）负责开发其拥有的332084平方米（约500亩）当代国际花园项目，根据协议，项目收益由人福医药享有，人福医药向公司支付收益补偿金19720万元¹。另外，人福医药自有土地开发面积约300亩，截止到目前为止，已经基本开发完毕，未开发项目约为32亩。

当代国际花园项目共分为三期，一期和二期项目已全部售完。三期项目目前尚有少量尾盘在销售。截至2012年3月底，公司委托人福医药经营、开发的房地产项目已建成面积350163.43平方米，已销售建筑面积300629.69平方米，尚余12亩土地已完成规划，预计开发建筑面积约40000.00平方米。

表4 当代国际花园三期销售状况

年度	销售面积（平方米）	销售收入（亿元）
2010年	21142	1.90
2011年	18100	1.53
2012年1~3月	2000	0.17

资料来源：公司提供

人福医药开发的房地产项目包括当代科技大厦、当代学生公寓、当代花园五期一光谷智慧城等。截至2012年3月底，人福医药房地产开发已建成面积为182267.00平方米，正在开发的建筑面积为101973.39平方米，已销售建筑面积为133091.42平方米，尚余30亩土地已完成规划，预计开发建筑面积约73000.00平方米。自2007年开始，人福医药没有参与新地块的竞拍，未来随着存量地块逐步开发销售完毕，人福医药将逐步退出房地产开发领

域，目前公司的退出方案已在2012年12月17日的股东大会获得通过。

医药业务

公司医药业务的经营主体是下属子公司人福医药。

3. 经营情况

人福医药主要涉及麻醉镇痛药、计生药物及用品以及新疆维吾尔民族药（特色植物药为主）的研发、制造和销售以及医药商业板块业务，并致力于向血液制品、基因工程药品、制剂出口等多元化方向发展。其中对人福医药业绩贡献最大的是麻醉药业务，其他非医药主业还包括房地产，目前正在逐步收缩和退出。

在医药行业高景气度运行的背景下，人福医药收入规模快速增长。2011年，人福医药实现营业收入36.21亿元，同比增长64.22%；其中，医药板块实现收入30.53亿元，同比增长68.86%，医药板块收入占比由2010年的82.00%上升至84.31%，医药主业的核心地位进一步突出。

¹收益补偿金按每年销售面积占委托开发总面积的比例进行分摊；国际花园项目设立单独的项目部，独立核算。在编制财务报表时，公司本部将国际花园项目纳入合并范围，故公司本部报表中所有者权益中含有少数股权权益。

表 5 2010~2012 年 3 月人福医药营业收入构成

项 目	2010 年		2011 年		2012 年 1-3 月	
	金额（亿元）	占比	金额（亿元）	占比	金额（亿元）	占比
一、医药	18.08	82.00%	30.53	84.31%	10.16	90.38%
其中：1、特色药	8.15	36.96%	12.08	33.36%	4.15	36.88%
2、普药	8.28	37.53%	16.84	46.50%	5.62	49.98%
3、安全套	1.66	7.51%	1.61	4.44%	0.40	3.53%
二、房地产	2.79	12.65%	4.34	11.98%	0.84	7.43%
三、其他	1.18	5.36%	1.34	3.71%	0.25	2.19%
合计	22.05	100.00%	36.21	100.00%	11.24	100.00%

资料来源：公司提供

注：特色药板块包括麻醉药、计生药、新疆维药、生物技术药等特色医药的生产和销售

从医药板块业务构成来看，医药板块收入包括医药工业及医药商业。2010 年以来，人福医药加快医药产业外延式发展，医药商业板块收入占比呈快速上升趋势，带动人福医药收入规模快速扩张，但由于医药商业板块毛利率低于医药工业，其在增厚整体收入水平的同时，也拉低了人福医药的毛利率。

2011 年，人福医药公司医药商业和医药工业分别实现收入 12.63 亿元、17.90 亿元，同比增长 94.91%、54.31%。

2012 年 1~3 月，人福医药公司医药板块实现营业收入 10.17 亿元，占上年全年水平的 33.30%，医药业务继续保持快速发展态势。

表 6 2010~2012 年 3 月人福医药公司医药板块收入构成

项 目	2010 年		2011 年		2012 年 1-3 月	
	金额（亿元）	占比	金额（亿元）	占比	金额（亿元）	占比
医药商业	6.48	35.84%	12.63	41.38%	4.01	39.39%
医药工业	11.60	64.16%	17.90	58.62%	6.16	60.61%
合计	18.08	100%	30.53	100.00%	10.17	100.00%

资料来源：公司提供

医药工业

人福医药公司医药工业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。

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。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%。截至 2012 年 3 月底，宜昌人福的资产总额为 103271.72 万元，净资产 73099.83 万元；同期实现主营业务收入 31861.14 万元，净利润 9333.84 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。根据 SFDA 南方医药经济研究所最新统计数据，计划生育药细分市场测算市场规模约有 10 亿元，竞争状况类似于寡头垄断型。葛店人福销售规模处于行业前列。目前，葛店人福的主要产品米非司酮是应用最广的终止妊娠药和紧急避孕药，2011 年葛店人福米非司酮产品的市场占有率为 22.29%，排名第二。截至 2012 年 3 月底，葛店人福资产总额 28076.59 万元，净资产 17704.52 万元；同期实现主营业务收入 5346.72 万元，净利润 655.95 万元。

医药商业

医药商业方面，2010 年以来，人福医药加

快医药商业平台建设，在原有武汉人福康诚医药有限公司、武汉人福益民医药有限公司基础上，先后并购了湖北人福民生药品有限公司（以下简称“人福民生”）（具有省级基药配送资格，全省终端网络健全）、武汉人福昕和生物医药有限公司（拥有全省疾控网络）、湖北人福诺生药业有限责任公司（拥有武汉医院高端品种销售网络）等极具实力和特色的商业公司，现已拥有了武汉二级以上医院全部户头以及各地市的大部分终端网络。人福医药商业板块的重点是整合湖北各地市医药商业资源，建设覆盖全省的终端销售网络，继而在此基础上整合资源，

集中采购，专业发展，争取实现销售规模过 50 亿元，进入湖北省医药商业企业销售规模前三名，完成湖南、河南、江西三省布局，形成专业医药商业经营团队和具有创新意义的医药商业盈利模式，成为中部四省（湖北、湖南、河南、江西）区域医药商业龙头企业。

人福医药公司医药商业板块的销售终端主要是依靠医院纯销，其次是商业调拨及药店零售方面。2011 年全年人福医药公司医药商业板块共计实现营业收入 126334.58 万元，较 2010 年大幅增长 94.91%。其中主要为医院纯销及商业调拨，占比分别为 64.34%和 35.19%。

表 7 2010~2012 年 3 月人福医药公司医药商业板块收入构成

项 目	2010 年		2011 年		2012 年 1-3 月	
	金额（亿元）	占比	金额（亿元）	占比	金额（亿元）	占比
医院纯销	4.14	63.77%	8.13	64.34%	2.72	67.77%
商业调拨	2.30	35.57%	4.45	35.19%	1.27	31.80%
药店零售	0.04	0.66%	0.06	0.47%	0.02	0.43%
合计	6.48	100.00%	12.64	100.00%	4.01	100.00%

资料来源：公司提供

整体而言，得益于医药行业良好的发展环境，人福医药公司在医药工业和医药商业的共同带动下，经营规模快速扩张。医药工业方面，人福医药在麻醉药品、计生产品领域市场占有率高、规模优势明显，具备较强的竞争力，医药工业收入较快增长；医药商业方面，在人福医药大力建设医药商业流通平台的带动下，医药商业收入占比快速上升，成为医药业务又一大收入和利润来源。未来人福医药将维持医药工业和医药商业共同发展的格局。

七、重大事项

跟踪期内，公司经营管理无直接联系的其它重大事项，包括资本运作、经济纠纷、关联主体法律事件等其他重大事件。

八、募集资金使用情况

本次募集资金用于珞珈学院新校区的建设。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”）与公司本部联合创办的独立学院。

目前，教育产业可以获得稳定的投资回报，公司将教育投资作为公司重点支持产业进行发展。

本项目投资额总计 2.47 亿元，由公司本部和巨天汇投资分别以 68.75%和 31.25%的出资比例筹集。其中，公司本部投资 16981 万元（自筹资金 9981 万元；本次债券发行募集资金 7000 万元）。截至 2012 年 3 月底，公司本部已完成投资 8500 万元（含募集资金 5500 万元）。珞珈学院建设工程已于 2011 年 10 月开工，预计第一期工程将于 2012 年年底竣工。

珞珈学院以普通全日制本科教育为主，是被纳入国家普通高等学校招生计划的独立学院之一，面向全国招生。截至 2012 年 3 月底，学院共有学生 8500 人（本科生 6146 人，专科生 2354 人），自有职工 350 人（其中专任教师 250 人，外聘兼职教师 100 人）。学院现设 7 个系，20 个本、专科专业（方向）。未来学院拟新设经济、管理、法学、文学、工学和理学 6 个系，30 个本科专业。截至 2012 年 3 月底，珞珈学院无自有房产和土地，目前租用武汉工业职业技术学院的房产开展教学，在校学生约 8000 人；珞珈学院尚未获批新的办学许可证和土地使用权证。

截至 2012 年 3 月底，学院学费标准为：本科生 10000 元/年，专科生 7500 元/年。2010 年和 2011 年，珞珈学院向武汉大学上缴的管理费分别为 1200 万元和 1000 万元。

表 8 珞珈学院主要经济指标（单位：亿元、%）

经济指标	2010 年	2011 年	2012 年 1-3 月
营业收入	0.89	0.71	0.21
毛利率	61.69	57.89	70.11
期间费用	0.19	0.14	0.04
净利润	0.37	0.27	0.10
资产总额	1.20	2.12	2.24
所有者权益	1.17	1.45	1.55

资料来源：公司提供

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，公司计划将珞珈学院逐步独立于武汉大学。脱钩后珞珈学院将不再继续使用武汉大学的品牌，并不再缴纳管理费。截至 2012 年 3 月底，学院仍与武汉大学合作招生。

九、财务分析

公司提供的 2011 年财务报表已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，公司 2012 年一季度的财务数据未经审计。本报告财务分析以 2011 年审计报

告数据为基础。

1. 盈利能力

受人福医药业务规模快速扩张影响，2011 年公司实现合并营业收入 377701.84 万元，较上年增长 57.64%；实现营业利润 50886.73 万元，同比增长 33.72%。2012 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 114229.86 万元，营业利润 11820.37 万元，分别为上年全年水平的 30.24%、23.23%。

由于公司本部主要从事股权投资，房地产开发业务委托人福医药下属的当代物业负责开发，人福医药向公司支付收益补偿金 19720 万元，因此公司本部的收益主要来源于投资收益和根据当年房地产销售面积占委托开发总面积的比例确认应享有的收益补偿金两部分。2011 年，公司本部实现投资收益 6803.96 万元，同比增长 33.71%；房地产开发收益补偿金同比保持平稳；同期，由于公司本部长长期借款大幅增加导致财务费用和管理费用（公司将财务顾问等相关费用计入管理费用）快速增长，加之 2010 年公司本部由于并购安徽华茂集团产生营业外收入 9919.53 万元，由此导致 2011 年公司本部实现净利润 231.15 万元，同比大幅下降 98.07%。

2012 年 1~3 月，公司本部实现投资收益 1435.81 万元，为上年全年水平的 21.10%；由于公司本部委托开发的房地产项目基本接近尾声，2012 年 1 季度实现房地产开发销售收入 1715.98 万元，仅为上年全年水平的 11.03%；在本部管理费用大幅下降的带动下，公司本部实现净利润 119.42 万元，为上年全年水平的 51.66%。

总体看，公司本部利润主要来源于投资收益。跟踪期内，公司本部投资收益稳步增长，但财务费用和管理费用也随着对外融资的增加而大幅提高；随着房地产开发业务的逐步完成，公司房地产开发收益补偿金将大幅减少。公司本部整体盈利水平一般。

2. 现金流及保障

2011 年，受医药板块收入大幅增长影响，公司销售商品、接受劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入量分别为 380642.69 万元、442417.43 万元，同比增长 62.68%、43.93%；2011 年公司购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出量分别为 244764.47 万元、380150.51 万元，同比增长 83.24%、28.59%。2011 年，公司支付其他经营活动有关的现金（主要为关联公司往来款）73393.19 万元，同比下降 39.16%，受此影响，2011 年公司经营活动产生的现金流量净额为 62266.92 万元，同比增长 430.18%。

从收入实现质量指标看，2011 年公司现金收入比为 100.78%，同比提高 3.13 个百分点，主要系 2011 年公司经营性应收项目增幅同比下降所致，公司收入实现质量正常。

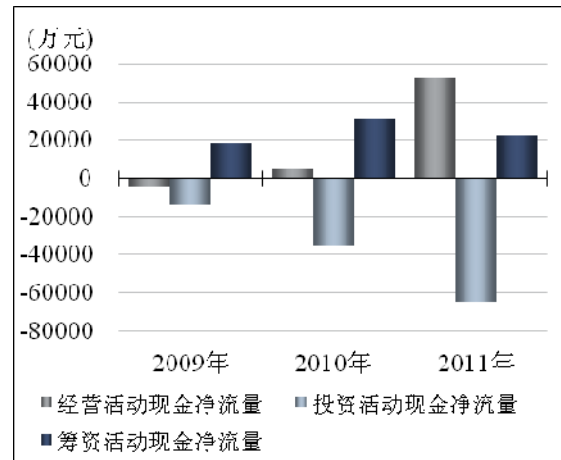
从投资活动来看，2011 年公司收回投资收到的现金 693.75 万元，同比下降 96.20%，由此导致投资活动现金流入量仅为 1625.88 万元，同比下降 92.09%；公司投资活动现金流出主要为构建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金，其中投资支付的现金 88388.75 万元，主要为延期支付 2010 年公司投资安徽华茂集团有限公司的款项。2011 年公司投资活动产生的现金流量净额为-147522.50 万元。

由于公司经营活动产生的现金流量无法满足公司投资活动资金需求，公司加大了对外筹资力度。

筹资活动方面，2011年公司筹资活动现金流入规模同比增长50.27%，筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金。2011年，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务、分配利润或偿还利息支付的现金，筹资活动现金流量净额分别为118068.37万元，同比增长110.19%。

总体看，跟踪期内，受往来资金变动影响，公司经营活动现金流量净额大幅增长，收入实现质量有所提高，公司对外投资规模较大，存在较高的融资需求。

图3 截至2011年底公司本部现金流状况



资料来源：根据公司资料整理

公司本部方面，销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金主要为房地产开发及销售业务，由于公司本部将房地产业务委托当代物业进行开发，公司仅享有相应的收益补偿，因此该经营活动现金流与公司本部相关性不大；2011 年，公司本部支付其他与经营活动有关的现金同比下降 76.92%，导致经营活动产生的现金流量净额大幅增长。投资活动方面，投资活动现金流入主要为取得投资收益收到的现金，为 598.72 万元；投资活动现金流出主要为投资支付的现金，为 65502.93 万元；2011 年公司本部投资活动现金流量净额为-64900.20 万元；由于公司本部主要从事股权投资业务，资金需求量大，2011 年公司通过取得借款导致筹资活动现金流入量 36500.00 万元，偿还债务、分配股利、利润或偿付利息等导致筹资活动现金流出量为 13866.71 万元，2011 年公司本部筹资活动现金流量净额为 22633.29 万元。

总体看，公司本部现金流入主要来源于取得投资收益收到的现金和关联方往来资金，投资规模较大，对外融资压力大。

3. 资本及债务结构

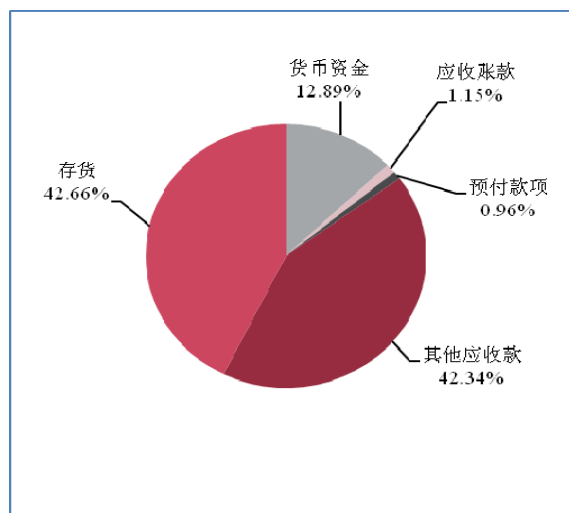
截至2011年底，公司合并资产总额为936125.18万元，同比增长46.75%，增长主要来自流动资产。资产构成中，流动资产占61.47%，

非流动资产占38.53%，流动资产占比上升13.64个百分点。公司流动资产以货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货为主。

截止2011年底，公司本部资产总额为281810.51万元，同比增长5.6%，增长主要由于流动资产的增长。资产构成中，流动资产占61.25%，非流动资产占38.75%，其中流动资产上升47.63个百分点。公司本部的流动资产主要以货币资金、其他应收款以及存货构成。非流动资产，主要由可供出售金融资产和长期股权投资构成。

流动资产

图4 截至2011年底公司本部流动资产构成



资料来源：根据公司资料整理

截至2011年底，公司本部流动资产109191.20万元，同比增长47.63%，增长主要来自货币资金、应收账款、其他应收款和存货。

截至2011年底，公司货币资金14069.85万元，同比增长304.26%，主要由于公司经营活动现金流量同比大幅增长，同时公司部分借款需要一定保证金，影响货币资金的急剧上升。

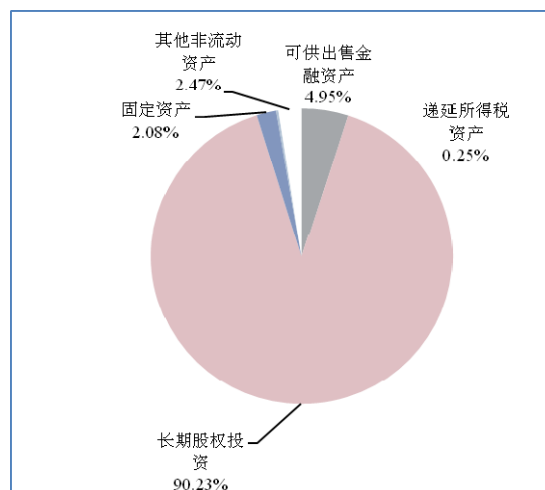
截至2011年底，公司应收账款为1259.31万元，同比增长80.07%；应收账款账龄在1年以内的占86.13%，1~2年的占3.08%，2~3年的占10.79%，公司共计提坏账准备49.97万元，计提比例为3.82%，计提较为充分。公司其他应收款

46233.10万元，同比增长34.99%，主要为往来款有所增加；其他应收款账龄在1年以内的占98.90%，1~2年的占0.50%，2~3年的占0.59%，公司共计提坏账准备745.75万元，计提比例为1.58%，由于1年内账款比例较高，计提充分。

截至2011年底，公司存货为46582.93万元，同比增长35.07%，主要是公司房地产项目的存量房。2011年存货周转次数为0.15次，周转效率低。

非流动资产

图5 截至2011年底公司本部非流动资产构成



资料来源：根据公司资料整理

截至2011年底，公司固定资产和在建工程同比分别增长56.61%和114.69%，主要是在建工程转固及麻醉药注射制剂建设项目、异地搬迁GMP改造项目、软胶囊生产基地项目等在建工程项目所致。

截至2011年底，公司本部的非流动资产为172619.31万元，较上一年下降10.52%，主要为长期股权投资和可供出售金融资产的下降所致，其中长期股权投资为155746.97万元，较上年下降10.25%；可供出售金融资产为8552.46万元，较上年下降24.50%。

截至2012年3月底，公司合并资产总额为943526.70万元，其中，流动资产占60.44%，非流动资产占39.56%，资产总额和资本结构与

2011年底变化不大。

截至2012年3月底，公司本部流动资产为113272.35万元，其中货币资金为13965.39万元，应收账款为1337.03万元，其他应收款为43928.73万元，存货为52995.19万元。公司本部的非流动资产为174174.82万元，与上年基本持平。

整体看，跟踪期内，公司资产总额稳步增长，资产以非流动资产为主，流动资产中货币资金占比大，非流动资产中，可供出售金融资产及长期股权投资占比较大，公司整体资产质量较好，公司本部资产质量一般。

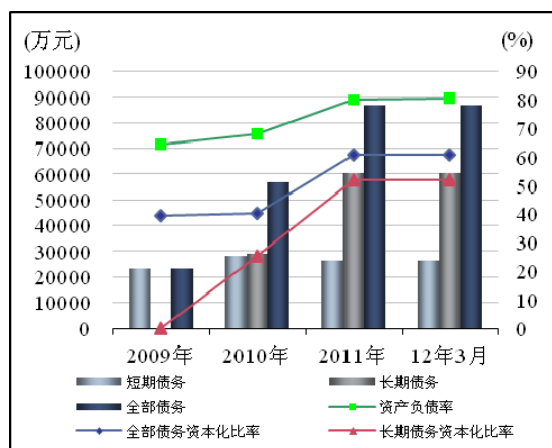
所有者权益

2011年，公司所有者权益371643.66万元，同比增长29.25%，增长来自未分配利润及少数股东权益。公司少数股东权益占所有者权益的72.76%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占9.88%、资本公积占10.39%、盈余公积占3.36%、未分配利润占76.37%，公司所有者权益稳定性弱。截至2012年3月底，公司所有者权益为383218.86万元，较2011年底略有增加。

2011年，公司本部所有者权益为55510.54万元，较2010年有较大幅度的下降，主要由于资本公积大幅下降，幅度为92.85%，资本公积下降主要由于2011年公司本部的可供出售金融资产受市场价格变动影响有所下降所致。

负债

图6 截至2011年底公司本部负债构成



资料来源：根据公司资料整理

截至2011年底，公司负债总额为564481.52万元，其中，流动负债占80.89%，非流动负债占19.11%。

截至2011年底，公司本部债务为226299.96万元，同比增长24.53%，其中流动债务占73.27%、非流动债务占26.73%。流动负债中以短期借款和其他应付款为主，其中短期借款为26200万元，较上年下降6.47%，其他应付款为129417.81万元，较上年上升11.75%。非流动负债中，主要为长期借款和应付债券，其中长期借款上升幅度较大，为53500万元，较上年上涨143.18%。

截止2011年底，公司本部资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为80.30%、52.15%和60.97%，分别较上年上升12.2、26.74和20.86个百分点，债务指标明显上升，债务负担加重。截至2012年3月底，公司本部主要债务指标变化不大。

总体看，公司本部负债以短期负债为主，关联方往来款对公司本部负债结构存在较大影响；跟踪期内，公司本部债务规模大幅扩张，全部债务以长期借款为主，债务指标显著上升，债务负担进一步加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至2011年底，公司本部流动比率、速动比率较上年均有所上升，分别为65.86%和37.76%；2012年3月底，上述指标为66.26%、35.26%。2011年，公司本部经营现金流流动负债比为31.88%，同比提高28.95个百分点；截至2012年3月底，公司本部现金类资产为短期债务的53.70%。总体看，公司本部短期偿债能力指标有所提高，但短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2011年公司本部全部债务规模同比增长52.07%，EBITDA同比下降30.29%，全部债务/EBITDA指标由2010年的3.37倍上升至2011年的7.35倍，EBITDA对债务的保障能力下降明显。2011年公司EBITDA

利息倍数为 2.50 倍，较上年下降明显。整体看，公司长期偿债指标明显下降，长期偿债能力一般。

5. 待偿债券保障能力分析

公司于2010年4月28日发行了总金额为2亿元、期限为3年的中小企业集合债券（“10武中小债”），其中公司发行7000万元（以下简称“存续债券”）。存续债券每年付息一次。

公司本部为存续债券募集资金和偿债的主体。2011年公司本部实现EBITDA11799.22万元，为存续债券的1.69倍，EBITDA对存续债券的保障能力一般；2011年公司本部经营活动现金流入量为86221.10万元，为存续债券的12.32倍；经营活动现金流量净额为52856.35万元，为存续债券的7.55倍；2011年公司本部实现投资收益6803.96万元，为存续债券的0.97倍。公司经营活动现金流量对存续债券的保障能力强。

截至 2012 年 3 月底，公司本部未对外提供担保。

截至 2012 年 3 月底，公司本部获得银行综合授信额度为 10.50 亿元，尚未使用额度 2.50 亿元，公司本部具备间接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201203199414），截至 2012 年 3 月 23 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 企业抗风险能力

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。

公司本部整体资产质量尚可，债务负担较重；营业收入保持平稳增长，主营业务盈利能力一般；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，公司抗风险能力一般。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司 BBB 的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
流动资产：					
货币资金	62959.78	50913.14	91165.07	20.33	63806.15
交易性金融资产					
应收票据	4015.14	8516.21	8433.53	44.93	10133.65
应收账款	28864.24	43456.22	79330.25	65.78	94974.95
预付款项	35777.47	45171.52	65361.15	35.16	60958.09
应收利息			195.41		
应收股利					
其他应收款	53872.50	59382.54	73623.13	16.90	77971.99
存货	87653.18	97686.63	257311.99	71.34	262451.99
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	273142.30	305126.27	575420.54	45.14	570296.83
非流动资产：					
可供出售金融资产		11327.65	8552.46		8744.45
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	37269.80	198623.38	189110.48	125.26	189538.40
投资性房地产	15402.33	14878.29		-100.00	
固定资产	42110.57	46422.95	72701.62	31.39	85208.86
在建工程	2505.41	12774.85	27426.54	230.86	29489.54
工程物资	1094.20	8252.62	8866.79	184.67	5961.54
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	6516.44	17580.60	28467.21	109.01	28698.21
开发支出					
商誉	3482.91	18039.38	19649.87	137.52	19649.87
合并价差					
长期待摊费用	18.89	109.57	186.60	214.30	176.27
递延所得税资产	492.08	490.33	1471.12	72.90	1490.78
其他非流动资产	4271.94	4271.94	4271.94		4271.94
非流动资产合计	113164.56	332771.56	360704.64	78.53	373229.87
资产总计	386306.87	637897.83	936125.18	55.67	943526.70

附件 1-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
流动负债：					
短期借款	78770.00	119707.00	133411.55	30.14	132809.00
交易性金融负债					
应付票据	804.88	798.40	4318.84	131.64	4392.14
应付账款	12525.57	18029.38	35525.06	68.41	38848.54
预收款项	52073.74	51676.96	51834.70	-0.23	48621.12
应付职工薪酬	266.27	369.68	495.29	36.38	447.86
应交税费	6448.98	10364.47	13405.78	44.18	13933.73
应付利息			2046.93		802.02
应付股利	634.58	1091.53	3758.24	143.36	3718.24
其他应付款	15538.14	113256.07	171805.37	232.52	168011.59
预计负债					
一年内到期的非流动负债	1000.00			-100.00	5000.00
其他流动负债			40000.00		40000.00
流动负债合计	168062.16	315293.48	456601.76	64.83	456584.24
非流动负债：					
长期借款	1425.00	25400.00	76150.32	631.02	72890.00
应付债券		7000.00	7000.00		7000.00
长期应付款	1227.27	1227.27	1227.27		1227.27
专项应付款	1538.83	65.00	100.26	-74.48	162.73
预计负债					
递延收益		1129.73	2762.36		1804.05
递延所得税负债		240.87	20639.55		20639.55
其他非流动负债					
非流动负债合计	4191.11	35062.87	107879.76	407.35	103723.60
负债合计	172253.27	350356.35	564481.52	81.03	560307.84
所有者权益：					
实收资本(或股本)	10000.00	10000.00	10000.00		10000.00
资本公积	3777.98	39821.73	10517.70	66.85	10803.64
减：库存股					
盈余公积	2178.02	3374.11	3397.22	24.89	3397.22
未分配利润	20865.53	35081.57	77335.12	92.52	78660.62
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	36821.53	88277.41	101250.04	65.82	102861.47
少数股东权益	177232.07	199264.07	270393.62	23.52	280357.38
所有者权益合计	214053.60	287541.48	371643.66	31.77	383218.86
负债和所有者权益总计	386306.87	637897.83	936125.18	55.67	943526.70

附件 1-3 母公司资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
流动资产：					
货币资金	3586.52	3480.42	14069.85	98.07	13965.39
交易性金融资产					
应收票据					
应收账款	2651.56	699.36	1259.31	-31.08	1337.03
预付款项		1046.00	1046.00		1046.00
应收利息					
应收股利	268.13			-100.00	
其他应收款	28592.89	34248.06	46233.10	27.16	43928.73
存货	33977.20	34487.84	46582.93	17.09	52995.19
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	69076.31	73961.68	109191.20	25.73	113272.35
非流动资产：					
可供出售金融资产		11327.65	8552.46		8744.45
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	23361.17	173531.55	155746.97	158.20	161454.73
投资性房地产					
固定资产	3832.89	3700.16	3595.73	-3.14	3492.88
在建工程					
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产					
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用		77.49	28.55		28.55
递延所得税资产			423.66		454.21
其他非流动资产	4271.94	4271.94	4271.94		
非流动资产合计	31466.01	192908.79	172619.31	134.22	174174.82
资产总计	100542.32	266870.47	281810.51	67.42	287447.17

附件 1-4 母公司资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
流动负债：					
短期借款	23400.00	28012.00	26200.00	5.81	26200.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款					
预收款项	18899.09	4847.52	5301.41	-47.04	5237.89
应付职工薪酬	36.12	13.36	9.78	-47.95	9.78
应交税费	3919.42	3806.71	4870.96	11.48	4988.64
应付利息					
应付股利					
其他应付款	18347.71	115809.26	129417.81	165.59	134502.71
预计负债					
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	64602.34	152488.85	165799.96	60.20	170939.02
非流动负债：					
长期借款		22000.00	53500.00		53500.00
应付债券		7000.00	7000.00		7000.00
长期应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债		240.87			
其他非流动负债					
非流动负债合计	0.00	29240.87	60500.00		60500.00
负债合计	64602.34	181729.72	226299.96	87.16	231439.02
所有者权益：					
实收资本(或股本)	10000.00	10000.00	10000.00		10000.00
资本公积	1288.37	37355.10	2669.43	43.94	2891.97
减：库存股					
专项储备	0.00	0.00	0.00		3397.22
盈余公积	2178.02	3374.11	3397.22	24.89	20628.29
未分配利润	9536.04	20300.85	20508.88	46.65	0.00
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	23002.42	71030.05	36575.53	26.10	36917.49
少数股东权益	12937.55	14110.70	18935.01	20.98	19090.66
所有者权益合计	35939.97	85140.75	55510.54	24.28	56008.15
负债和所有者权益总计	100542.32	266870.47	281810.51	67.42	287447.17

附件 2-1 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~3 月
一、营业收入	149260.59	239605.08	377701.84	59.08	114229.86
减: 营业成本	71824.62	131344.90	219577.74	74.85	69401.24
营业税金及附加	2536.72	4547.30	7678.87	73.99	1537.80
销售费用	34868.44	41978.22	58023.62	29.00	18130.83
管理费用	16631.67	21144.80	32331.24	39.43	9342.10
财务费用	5325.82	7134.25	12819.88	55.15	3905.24
资产减值损失	1142.04	1307.49	816.47	-15.45	697.89
加: 公允价值变动收益					
投资收益	11261.07	5906.27	4432.72	-37.26	605.61
其中: 对合营企业投资收益	985.89	4857.37	4328.78	109.54	593.94
汇兑收益					
二、营业利润	28192.35	38054.39	50886.73	34.35	11820.37
加: 营业外收入	1890.01	12123.77	46431.34	395.65	1658.42
减: 营业外支出	1194.66	815.43	2796.97	53.01	208.53
其中: 非流动资产处置损失	272.45	180.13	958.10	87.53	57.13
三、利润总额	28887.70	49362.74	94521.10	80.89	13270.26
减: 所得税费用	4304.20	7350.11	14475.60	83.39	2161.51
四、净利润	24583.50	42012.63	80045.50	80.45	11108.75
其中: 归属于母公司的净利润	3051.03	15412.13	42276.66	272.24	1325.50
少数股东损益	21532.48	26600.50	37768.84	32.44	9783.25

附件 2-2 母公司利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~3 月
一、营业收入	16239.67	18985.18	15558.24	-2.12	1715.98
减: 营业成本	9421.82	13253.75	6119.58	-19.41	1111.28
营业税金及附加	1006.12	1198.22	1123.70	5.68	133.93
销售费用	409.28	303.75	331.29	-10.03	92.14
管理费用	1094.72	1344.79	3217.50	71.44	248.29
财务费用	1415.76	2993.57	5041.56	88.71	1208.29
资产减值损失	35.70	724.16	-287.99		
加: 公允价值变动收益					
投资收益	424.01	5088.64	6803.96	300.58	1435.81
其中: 对合营企业投资收益	500.20	5076.64	6205.24	252.21	
汇兑收益					
二、营业利润	3280.29	4255.57	6816.56	44.15	357.87
加: 营业外收入	5.00	9919.53	2.58	-28.16	
减: 营业外支出	628.60	80.05		-100.00	
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	2656.69	14095.04	6819.14	60.21	357.87
减: 所得税费用	1336.54	960.99	1763.68	14.87	82.80
四、净利润	1320.15	13134.05	5055.46	95.69	275.07
其中: 归属于母公司的净利润	-78.45	11960.90	231.15		119.42
少数股东损益	1398.60	1173.15	4824.31	85.73	155.65

附件 3-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 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	182043.71	233975.42	380642.69	44.60
收到的税费返还	28.50	71.88	217.13	176.00
收到其他与经营活动有关的现金	72823.02	73332.74	61557.60	-8.06
经营活动现金流入小计	254895.24	307380.04	442417.43	31.75
购买商品、接受劳务支付的现金	89454.51	133502.01	244764.47	65.41
支付给职工以及为职工支付的现金	15391.23	19756.82	29007.88	37.28
支付的各项税费	19592.53	21747.61	32984.96	29.75
支付其他与经营活动有关的现金	119014.71	120629.02	73393.19	-21.47
经营活动现金流出小计	243452.98	295635.45	380150.51	24.96
经营活动产生的现金流量净额	11442.26	11744.59	62266.92	133.28
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	4065.55	18276.15	693.75	-58.69
取得投资收益收到的现金	2266.30	1248.90	328.86	-61.91
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现	36.96	146.58	53.02	19.77
处置子公司及其他单位收到的现金净额	12075.26	500.00		-100.00
收到其他与投资活动有关的现金	389.39	394.11	550.25	18.87
投资活动现金流入小计	18833.46	20565.74	1625.88	-70.62
购建固定资产、无形资产等支付的现金	11771.31	29848.90	56194.63	118.49
投资支付的现金	13701.37	58084.29	88388.75	153.99
取得子公司等支付的现金净额		13981.99	1581.62	
支付其他与投资活动有关的现金			2983.38	
投资活动现金流出小计	25472.68	101915.18	149148.38	141.98
投资活动产生的现金流量净额	-6639.22	-81349.44	-147522.50	371.38
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	51281.86	154.00	51868.47	0.57
取得借款收到的现金	105330.00	171227.00	216183.04	43.26
发行债券收到的现金		7000.00		
收到其他与筹资活动有关的现金	9500.00			-100.00
筹资活动现金流入小计	166111.86	178381.00	268051.51	27.03
偿还债务支付的现金	111890.00	107315.00	121287.05	4.11
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11054.42	14894.26	18908.25	30.78
支付其他与筹资活动有关的现金	525.16		9787.84	331.71
筹资活动现金流出小计	123469.58	122209.26	149983.14	10.22
筹资活动产生的现金流量净额	42642.28	56171.74	118068.37	66.40
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响		1386.47	-60.86	
五、现金及现金等价物净增加额	47445.32	-12046.64	32751.93	-16.92
加: 期初现金及现金等价物余额	15514.46	62959.78	50913.14	81.15
六、期末现金及现金等价物余额	62959.78	50913.14	83665.07	15.28

附件 3-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	24583.50	42012.63	80045.50	80.45
加：资产减值准备	1142.04	1307.49	816.47	-15.45
固定资产折旧及其他	3816.65	4291.49	7384.02	39.09
无形资产摊销	334.12	444.54	2901.31	194.68
长期待摊费用摊销	21.94	63.20	115.66	129.60
处置固定资产、无形资产等损失	227.10	153.77	-19419.09	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	5269.56	6854.63	12984.73	56.97
投资损失	-11261.07	-5906.27	-4432.72	-37.26
递延所得税资产减少	-4.26	1.75	-666.62	1151.63
递延所得税负债增加			5090.11	
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-1822.02	-10033.46	-159625.36	836.00
经营性应收项目的减少	-31326.40	-128919.88	-70221.57	49.72
经营性应付项目的增加	20461.09	111390.61	229146.38	234.65
其他		-9919.53	-21851.89	
经营活动产生的现金流量净额	11442.26	11740.99	62266.92	133.28

附件 3-3 母公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 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	22869.42	6593.25	15496.05	-17.68
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	60580.20	61553.60	70725.05	8.05
经营活动现金流入小计	83449.63	68146.84	86221.10	1.65
购买商品、接受劳务支付的现金	11054.27	4884.49	18103.10	27.97
支付给职工以及为职工支付的现金	334.83	330.45	387.86	7.63
支付的各项税费	3547.56	2679.34	1999.55	-24.92
支付其他与经营活动有关的现金	72521.75	55780.38	12874.25	-57.87
经营活动现金流出小计	87458.41	63674.66	33364.75	-38.23
经营活动产生的现金流量净额	-4008.78	4472.18	52856.35	
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金	4.00	611.49	598.72	1123.44
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金		0.07	4.00	
处置子公司及其他单位收到的现金净额		500.00		
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	4.00	1111.56	602.72	1127.52
购建固定资产、无形资产等支付的现金	2.02	109.88	180.13	844.82
投资支付的现金	13585.00	33458.36	65322.80	119.28
取得子公司等支付的现金净额	0.00	3200.00	0.00	
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	13587.02	36768.23	65502.93	119.57
投资活动产生的现金流量净额	-13583.02	-35656.67	-64900.20	118.59
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金				
取得借款收到的现金	25650.00	58912.00	36500.00	19.29
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	9500.00			-100.00
筹资活动现金流入小计	35150.00	58912.00	36500.00	1.90
偿还债务支付的现金	15400.00	25300.00	6812.00	-33.49
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1359.49	2533.61	4766.87	87.25
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	2287.84	
筹资活动现金流出小计	16759.49	27833.61	13866.71	-9.04
筹资活动产生的现金流量净额	18390.51	31078.39	22633.29	10.94
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	798.71	-106.11	10589.43	264.12
加: 期初现金及现金等价物余额	2787.82	3586.52	3480.42	11.73
六、期末现金及现金等价物余额	3586.52	3480.42	14069.85	98.07

附件 3-4 母公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	1320.15	13134.05	5055.46	95.69
加: 资产减值准备	35.70	724.16	-287.99	
固定资产折旧及其他	213.31	242.54	265.64	11.59
无形资产摊销				
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产等损失	0.13			-100.00
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	1359.49	2533.61	4714.44	86.22
投资损失	-424.01	-5088.64	-6803.96	300.58
递延所得税资产减少	0.00		-109.49	
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-175.39	-510.64	-12095.09	730.44
经营性应收项目的减少	-17373.73	-168595.04	-12544.99	-15.03
经营性应付项目的增加	11035.69	171951.66	74662.33	160.11
其他		-9919.53		
经营活动产生的现金流量净额	-4008.65	4472.18	52856.35	
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	3586.52	3480.42	14069.85	98.07
减: 现金的期初余额	2787.82	3586.52	3480.42	11.73
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	798.71	-106.11	10589.43	264.12

附件 4-1 公司合并口径主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 3 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	9.08	5.65	5.41	6.21	--
存货周转次数(次)	1.64	1.42	1.24	1.37	--
总资产周转次数(次)	0.77	0.47	0.48	0.53	--
现金收入比(%)	121.96	97.65	100.78	104.08	
盈利能力					
营业利润率(%)	50.18	43.28	39.83	42.94	--
总资本收益率(%)	10.19	11.10	14.80	12.77	--
净资产收益率(%)	11.48	14.61	21.54	17.45	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	0.66	10.13	18.28	12.31	17.25
全部债务资本化比率(%)	27.70	34.72	41.24	36.58	40.61
资产负债率(%)	44.59	54.92	60.30	55.54	59.38
偿债能力					
流动比率(%)	162.52	96.78	126.02	124.55	124.91
速动比率(%)	110.37	65.79	69.67	76.65	67.42
经营现金流动负债比(%)	6.81	3.72	13.64	9.30	
EBITDA 利息倍数(倍)	6.91	8.88	8.69	8.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.12	2.51	2.21	2.28	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.06	-0.46	-0.33	-0.29	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.86	-10.15	-6.57	-6.16	--

注：公司 2012 年一季度财务数据未经审计。

附件 4-2 母公司口径主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 3 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	12.25	11.33	15.89	13.79	--
存货周转次数(次)	0.55	0.39	0.15	0.30	--
总资产周转次数(次)	0.32	0.10	0.06	0.12	--
现金收入比(%)	140.82	34.73	99.60	88.38	--
盈利能力					
营业利润率(%)	35.79	23.88	53.44	41.04	--
总资本收益率(%)	4.52	11.06	6.87	7.66	--
净资产收益率(%)	3.67	15.43	9.11	9.92	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)		25.41	52.15	33.70	51.93
全部债务资本化比率(%)	39.43	40.11	60.97	50.40	60.75
资产负债率(%)	64.25	68.10	80.30	73.43	80.52
偿债能力					
流动比率(%)	106.93	48.50	65.86	68.86	66.26
速动比率(%)	54.33	25.89	37.76	37.51	35.26
经营现金流动负债比(%)	-6.21	2.93	31.88	15.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.11	6.54	2.50	3.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.53	3.37	7.35	5.79	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.75	-0.55	-0.14	-0.38	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-12.94	-12.05	-2.55	-7.48	--

注：公司 2012 年一季度财务数据未经审计。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级

跟踪评级公告

联合[2013] 022 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持武汉启瑞药业有限公司主体长期信用等级为BBB⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年二月二十二日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

武汉启瑞药业有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: BBB⁻ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2013 年 2 月 22 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 6 月
现金类资产(万元)	2512.13	6777.65	11498.54	8717.21
资产总额(万元)	16986.78	22810.57	29991.60	33494.75
所有者权益(万元)	12621.16	16263.93	21193.23	23715.40
短期债务(万元)	1000.00	0.00	2000.00	0.00
全部债务(万元)	2180.00	3608.73	5608.73	3500.00
主营业务收入(万元)	12614.33	12592.82	17718.68	10538.40
利润总额(万元)	3656.08	4029.17	5485.97	3180.40
EBITDA(万元)	4413.75	5031.67	6362.24	--
经营性净现金流(万元)	3591.55	4552.87	4166.24	--
主营业务利润率(%)	62.51	68.48	73.19	76.77
净资产收益率(%)	26.52	22.40	23.26	--
资产负债率(%)	25.70	28.70	29.34	29.20
全部债务资本化比率(%)	14.73	18.16	20.93	12.86
流动比率(%)	253.97	454.97	418.53	420.86
全部债务/EBITDA (倍)	0.49	0.72	0.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	27.68	25.64	19.21	--
经营现金流流动负债比(%)	112.74	154.97	84.01	--

注: 2012 年上半年报表数据未经审计。

分析师

孙 媛
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 武汉启瑞药业有限公司(以下简称“公司”)整体生产状况平稳, 核心产品“瑞甘”仍保持一定的市场竞争力, 并且公司建设自有采购和销售渠道, 盈利能力进一步提升, 产销量平稳增长。公司整体资产质量较好, 债务水平适中, 经营性现金流状况良好。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 随着公司核心产品“瑞甘”6 年新药保护期的结束, 公司将面临更加激烈的市场竞争环境, 以及公司收入构成主要依赖单一产品, 且期间费用控制能力较弱等因素给公司信用水平带来一定不利影响。

未来随着公司门冬氨酸鸟氨酸原料精制和针剂扩大再生产二期项目建成投产, 公司的主营业务收入规模和盈利水平有望进一步提升。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 BBB⁻, 评级展望为稳定。

优势

1. 在新医改政策推动下, 巨大的市场需求成为医药行业近年保持较高的增长的有力支撑, 医药行业景气度延续。
2. 公司主导产品是中国首家获批准上市的国产门冬氨酸-鸟氨酸制剂, 拥有一定的市场竞争优势。
3. 跟踪期内, 公司建设自有采购和销售渠道, 大幅降低关联交易占比, 盈利能力进一步提升。
4. 公司债务负担较轻, 财务弹性较好。

关注

1. 原料药行业市场化程度较高, 公司主导产品已结束 6 年的新药保护期, 将面临国内其他厂商的激烈竞争。
2. 公司期间费用控制能力有待改善。
3. 公司收入构成主要依赖单一产品, 未形成

其他具有一定规模的二线产品，存在一定的经营风险。

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）与武汉启瑞药业有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与武汉启瑞药业有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级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，未因武汉启瑞药业有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由武汉启瑞药业有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于武汉启瑞药业有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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2011年底，公司注册资本5000.00万元，其中启瑞科技持股70.00%，大正医药持股30.00%。公司实际控制人为王朝东先生。

公司经营范围包括片剂、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2012年6月底，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。公司无下属子公司。

截至2011年底，公司资产总额29991.60万元，所有者权益21193.23万元；2011年，公司实现主营业务收入17718.68万元，利润总额5485.97万元。

截至2012年6月底，公司资产总额33494.75万元，所有者权益23715.40万元；2012年1~6月，公司实现营业收入10538.40万元，利润总额3180.40万元。

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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在2011年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存趋势上持续上升，2011年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。

2012年上半年实现国内生产总值22.7万亿元，同比增长7.8%，增幅比上年同期回落1.8个百分点。其中二季度同比增长7.6%，增速比上季度回落0.5个百分点，环比增长1.8%。根据国家统计局发布的最新统计数据，2012年1-8月，固定资产投资（不含农户）217958.07亿元，同比增长20.2%。其中，东部地区投资103988.31亿元，同比增长20.2%；中部地区投资60090.23亿元，同比增长25.3%；西部地区投资52375.59亿元，同比增长23.8%。2012年1-8月，全社

会货物运输量 261.06 亿吨，同比增长 11.5%；货物运输周转量 110199.09 亿吨公里，同比增长 9.7%。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年上半年，全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同期增长 44.1%和 36.4%。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011 年年末，中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%，增速比上年低 4.1 个百分点，比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，

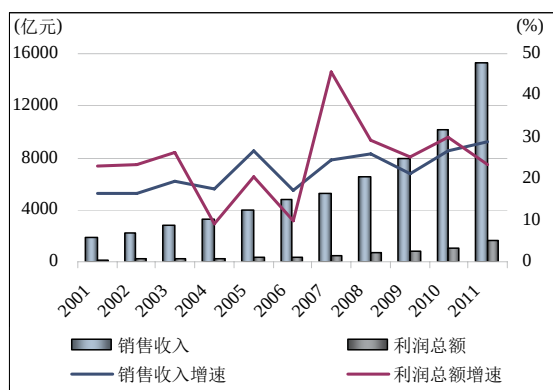
12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月，央行 3 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据 2012 年第二季度《中国货币政策执行报告》，截至 2012 年 6 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 92.5 万亿元，同比增长 13.6%。人民币贷款余额同比增长 16.0%，比年初增加 4.86 万亿元，同比多增 6833 亿元。上半年社会融资规模为 7.78 万亿元。金融机构贷款利率继续下行，6 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 7.06%，比 3 月份和年初分别下降 0.56 个和 0.95 个百分点。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业分析

2011 年以来，随着基层医疗机构的进一步发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入落实，中国医保体系逐步健全，药品市场需求快速增长。2011 年中国城乡居民基本医疗保险参保人数超过 13 亿人，覆盖率达到 95%。2011 年中国医药产业呈现平稳快速增长的态势，实现产值 15707 亿元，同比增长 28.5%。

图 1 2001~2011 年中国医药行业效益情况



资料来源：WIND 资讯

从盈利情况来看，随着生产规模不断扩大，医药制造各子行业产品销售收入、利润总额均保持持续增长，其中化学制剂药、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大。从盈利指标看，化学药制剂、中成药制剂和生物生化制药的表现最好。2011 年医药产业实现主营业务收入 15255 亿元，同比增长 28.8%；利润总额 1577 亿元，同比增长 23.2%；销售收入利润率 10.3%，同比降低 0.5 个百分点。其中受中药材价格大幅下跌影响，中药饮片和中成药销售收入利润率同比均提高 0.4 个百分点，利润分别同比增长 65.3%和 40.4%；受国家下调部分药品价格、原材料价格上涨等因素影响，化学药品制剂销售收入利润率同比降低 1.2 个百分点，利润同比增长 12.8%；生物生化药品制造业销售收入利润率同比降低 3.6 个百分点，利润同比仅增长 6.5%，远低于主营业务收入增幅。2012 年 1-10 月，中国医药产业累计实现利润总额 1322.00 亿元，同比增长 16.80%，比上年增速回落 3.83 个百分点。

总体看，中国医药行业规模增长迅速，在医疗改革的体系的逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

五、基础素质分析

公司是以药物生产为主业的高新技术企业，2006 年 8 月获得门冬氨酸鸟氨酸原料药和

冻干粉针剂 GMP 认证证书，公司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，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《国家社会保障用药目录》。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高层管理人员变动等方面无重大变化。

七、公司经营

1. 经营分析

跟踪期内，公司主导产品仍为门冬氨酸鸟氨酸原料药和冻干粉制剂。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，同时也是退黄降酶的有效药品。门冬氨酸鸟氨酸原料药主要用于生产冻干粉制剂，不对外出售。

从收入规模看，2011 年公司实现主营业务收入 17718.68 万元，较上年增长 40.70%，主要系受益于跟踪期内，公司产品销量及价格均有所上涨。2012 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 10538.40 万元，较上年同期增长 45.71%。总体看，2011 年以来，公司主营业务收入保持平稳增长态势。

表 1 2009~2012 年上半年公司收入及毛利率情况

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-6 月
销售收入（万元）	12614	12593	17719	10538
主营业务成本（万元）	4536	3745	4406	2259
毛利率（%）	64.04	70.26	75.13	78.57
产品价格（元/支）	8.38	8.78	11.28	12.47

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，受益于公司主要原材料降价及产品价格小幅上升影响，2011年公司毛利率升至75.13%，比2010年上升4.87个百分点。整体看，公司主营业务盈利能力很好。

产品生产

从产能情况看，公司目前拥有四台冻干机，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。近几年，公司产能基本保持稳定。

从生产情况看，近两年在市场需求不断扩大的影响下，“瑞甘”产品产量稳定增长，2011年实现产量1795.40万瓶，较2010年提高19.09%，整体看，跟踪期内公司生产状况保持平稳增长。

原料采购

公司生产原材料主要为门冬氨酸、鸟氨酸盐酸盐。原材料采购主要通过和供应商签订长期协议的形式进行，拥有一定议价能力。2011年以来，公司积极建设自有采购渠道，不再依赖股东单位大正医药实行采购，从而有效控制了原料采购成本，原料采购价格较往年有所下降。

表2 公司主要原料采购情况

年份	门冬氨酸		鸟氨酸盐酸盐	
	采购量 (公斤)	价格 (元/公斤)	采购量 (公斤)	价格 (元/公斤)
2009 年	23800	43	30900	598.29
2010 年	38839	32	45413	340
2011 年	36675	29	46000	270
2012 年 1-6 月	25000	29	30000	250

资料来源：公司提供

产品销售

跟踪期内，公司积极调整销售策略，销售渠道进一步完善并采取激励销售政策，导致产品销量大幅提升，同时，由于公司跟踪期内尽量减少通过大正医药实施产品销售，而采取直接对外销售方式，以往关联交易占比过高的问题有所改善，产品售价大幅提高；但跟踪期内

的市场推广及销售渠道建设等所需费用大幅攀升，导致其期间费用占比增长较快。2011年，公司产品销量为1837.09万瓶，较2010年提高33.39%。

表3 2009~2012年上半年公司产品销售情况

产品	瑞甘（冻干）		
	产量（瓶）	销量（瓶）	价格（元）
2009 年	14131020	14012150	8.38
2010 年	15075820	13772410	8.78
2011 年	17953975	18370888	11.28
2012 年 1-6 月	10718285	9889114	12.47

资料来源：公司提供

2. 项目情况

2010年，公司参与发行“10武中小债”募集资金3500.00万元，主要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（二期项目），该项目总投资约8317.00万元。募集资金发行额占项目总投资额的42.08%。

截至2012年6月底，公司已完成投资额5973万元，占总投资额比例的72%；累计使用募集资金3500万元，占募集资金总额的100%。

预计该项目完工投产后，公司门冬氨酸鸟氨酸原料和针剂产能分别扩大至4000万袋和2600万瓶；同时，公司还将致力于将二期生产基地建设成为符合国际CGMP标准并通过美国FDA认证的现代化医药生产基地，为全面参与国际竞争奠定基础。

八、财务分析

大信会计师事务所有限公司（以下简称“大信公司”）对公司2010年~2011年财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2012年1~6月报表未经审计。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司产品销售规模稳定增长，2011年，公司实现主营业务收入17718.68万元，较2010年增长40.70%；同期公司实现利润总

额 5485.97 万元，较 2010 年提高 36.16%。

公司期间费用占比较高，2011 年在销售费用、财务费用大幅提升带动下，公司期间费用升至 7783.37 万元，较 2010 年提高 47.79%，期间费用占营业收入比重达 43.93%；公司营业外收入主要来自政府补助收入，2011 年公司获得科研经费类政府补助 301.33 万元，较 2010 年下降 54.86%。

从盈利指标来看，随着公司产品价格小幅提升及原材料成本回落，公司 2011 年主营业务利润率为 73.19%，较上年提高 4.71 个百分点，维持较高水平；同期，公司净资产收益率和总资产收益率分别为 23.26%和 19.63%，较上年分别提高 0.86 个百分点和 1.16 个百分点，公司整体盈利能力小幅提升。

2012 年上半年，公司实现主营业务收入 10538.40 万元，同比增长 45.71%；主营业务利润率 76.77%；实现利润总额 3180.40 万元。

总体看，受益于公司主导产品“瑞甘”（门冬氨酸-鸟氨酸）制剂在国内市场具有的一定竞争力，以及跟踪期内公司调整销售策略，公司收入规模有所提升；同时，公司通过建设自有采购和销售渠道，有效降低了采购成本并提高产品售价，盈利能力进一步提升。

2. 现金流及保障

从经营活动方面看，2011 年公司实现销售商品、提供劳务收到的现金 17915.50 万元，较上年增长 38.40%；公司收到的其他与经营活动有关的现金主要为政府补助，支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款；公司现金收入比为 101.11%，较 2010 年下降 1.68 个百分点，收入质量一般；经营活动产生的现金流量净额为 4166.24 万元，较 2010 年下降 8.49%。

从投资活动方面看，2011 年公司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，投资活动现金流入主要是取得投资收益收到的现金，相应投资活动现金流量净额为-1156.64 万元，较上年净流出

规模小幅增长 9.29%；筹资活动前现金流量净额为 3009.59 万元，经营活动产生的现金流量净额能够较好的覆盖投资活动产生的现金净流出。

从筹资活动方面看，公司 2011 年筹资活动现金流入 4000.00 万元，全部为取得借款收到的现金；公司筹资活动现金流出为 2331.19 万元，相应筹资活动产生的现金流量净额为 1668.81 万元，较上年增长 117.64%。

公司未提供 2012 年上半年现金流量表。

综合看，公司收入实现质量一般，经营活动获现能力有所减弱，投资规模不大，对外筹资压力一般。

3. 资本及债务结构

（1）资产

近三年，公司资产规模持续增长，截至 2011 年底，公司资产总额 29991.60 万元，较上年增长 25.96%，其中流动资产占 69.20%，固定资产占 22.75%，无形资产占 8.05%。

截至 2011 年底，公司流动资产以货币资金（占 55.18%），应收账款（占 7.89%），其他应收款（占 29.17%）和存货（占 5.12%）为主。2011 年底，在公司货币资金大幅增加的推动下，公司流动资产升至 20755.39 万元，较 2010 年增长 55.28%；公司货币资金大幅增加至 11451.81 万元，较上年增长 69.07%，主要系公司年底收回销售回款增加以及取得借款所致，其中无抵押、冻结等对变现有限制资金。公司应收账款主要为账期一年以内的关联公司（持本公司 30%股份的股东单位大正医药）欠款，占比达 100.00%，截至 2011 年末应收账款净额总计 1636.74 万元。公司其他应收款占比较高，截至 2011 年底为 6053.66 万元，主要为关联公司（持本公司 70%股份的股东单位启瑞科技）欠款和其他单位往来款及保证金，其中关联公司欠款占比较高为 96.58%，计提坏账准备 30.42 万元，计提比率为 0.50%。

截至 2011 年底，公司固定资产总额 6823.99

万元，其中固定资产原值 7285.89 万元，其中机器设备和房屋建筑物分别占 41.22% 和 47.75%，累计折旧 2087.62 万元，固定资产成新率 71.35%；在建工程 1625.72 万元，较上年增长 28.88%，主要是公司二期工程所新建厂房等（当年完工转固 57.94 万元）。

公司无形资产主要为土地使用权，截至 2011 年底，公司无形资产总计 2412.22 万元。

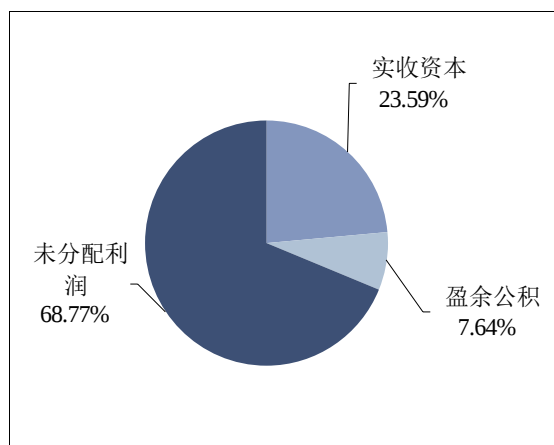
截至 2012 年 6 月底，公司资产总额 33494.75 万元，较 2011 年底增长 11.68%，其中流动资产占 66.24%、固定资产占 26.49%、无形资产占 7.27%。公司资产构成以流动资产为主，与 2011 年底相比，流动资产结构基本稳定，其中存货及其他应收款增长较快，分别较 2011 年底增长 36.85% 和 39.49%。固定资产总计 8874.16 万元，较 2011 年底增长 30.04%。

总体看，公司资产规模平稳增长，流动资产逐年增加，货币资金充裕，但关联公司应收账款及其他应收款占比较高，影响公司运营资金调配及流动性；固定资产规模受在建项目逐渐推进影响有所增长。公司资产结构较为合理，资产质量良好。

（2）所有者权益

截至 2011 年底，公司所有者权益 21193.23 万元，较 2010 年增长 30.31%，主要系当期利润累积形成的盈余公积及未分配利润增长所致。公司权益构成见下图，其中未分配利润占 68.77%，权益稳定性较弱。

图 2 2011 年底所有者权益构成



资料来源：公司财务报表

截至 2012 年 6 月底，公司所有者权益 23715.40 万元，其构成变化与 2011 年底基本一致。整体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，稳定性较弱。

（3）负债

截至 2011 年底，公司负债总额 8798.38 万元，较上年底增长 34.40%，主要系公司 2011 年增加短期借款和专项应付款（公司专项应付款主要为“十二五”科研专项资金）所致。截至 2011 年底，主要以流动负债为主（占 56.36%）。公司全部债务增至 5608.73 万元，包括 2010 年发行集合债券的本息总额及新增短期借款，较 2010 年底全部债务总额增长 55.42%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别相应升至 29.34% 和 20.93%。截至 2012 年 6 月底，受短期借款到期影响，公司全部债务降至 3500.00 万元，公司全部债务资本化比率降为 12.86%。

整体看，跟踪期内公司债务规模有所波动，但整体债务水平适中，债务结构基本合理。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，受新增短期借款影响，2011 年底公司流动负债大幅增长，流动比率和速动比率均较上年有所小幅下降，分别为 418.53% 和 397.09%；2011 年公司经营现金净流量有所萎缩，同期流动负债大幅增长，导致公司经营现金流动负债比下降为 84.01%，短期偿付压力有所增加。截至 2012 年 6 月底，公司短期借款到期偿付，流动比率和速动比率分别为 420.86% 和 393.25%，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看，2011 年公司 EBITDA 为 6362.24 万元，较上年增长 26.44%，但由于公司债务规模及利息支出增长较快，EBITDA 利息保障倍数降至 19.21 倍；全部债务/EBITDA 升为 0.88 倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

2010 年，公司参与发行了“10 武中小债”，发行额度为 3500.00 万元，期限为 3 年。截至

2012 年 6 月底，公司现金类资产 8717.21 万元，是存续期内债券额度的 2.49 倍，公司现金类资产对存续期内债券的保障能力较强。

2011 年，公司经营活动产生的现金流入量和净现金流量分别为 18474.67 万元和 4166.24 万元，为存续期内债券额度的 5.28 倍和 1.19 倍；2011 年公司实现 EBITDA 为 6362.24 万元，为存续期内债券额度的 1.82 倍，总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对存续期内债券额度的覆盖程度较高。

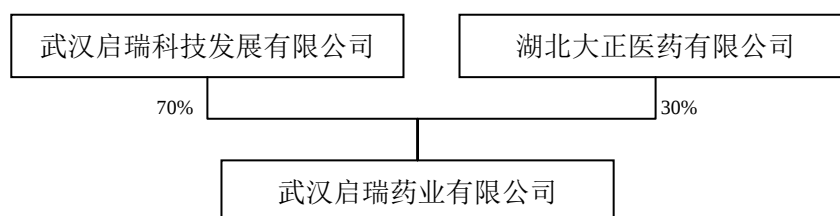
截至 2012 年 6 月底，公司在各商业银行无授信额度，公司间接融资渠道有待拓宽。

在或有负债方面，截至 2012 年 6 月底，公司无对外担保、无诉讼事项。

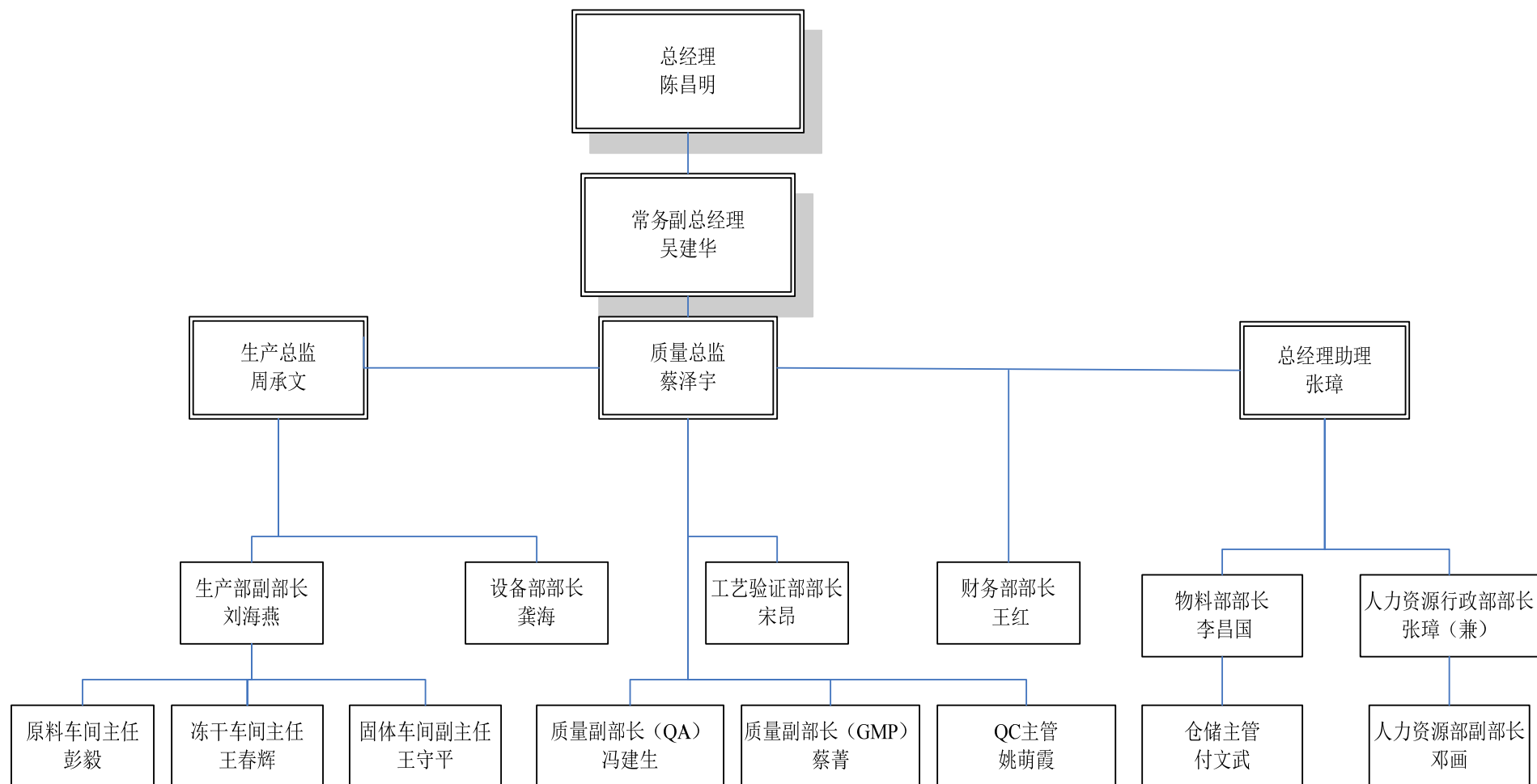
九、结论

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级 BBB⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 公司资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动资产：					
货币资金	2512.13	6773.41	11451.81	113.51	8670.48
短期投资	0.00	42450.00	467324.82		467324.82
应收票据					
应收股利					
应收利息					
应收账款	1733.03	2050.26	1636.74	-2.82	1593.68
其他应收款	2551.54	2809.80	6053.66	54.03	8444.01
预付账款	167.83	417.17	503.04	73.13	2000.07
存货	1126.02	1311.60	1063.41	-2.82	1455.23
其他流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
流动资产合计	8090.55	13366.48	20755.39	60.17	22185.78
长期投资					
长期股权投资					
长期债权投资					
长期投资合计					
减：长期投资减值准备					
加：合并价差					
长期投资净额	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产					
固定资产原值	5197.39	5224.20	7285.89	18.40	8689.06
减：累计折旧	0.00	0.00	2087.62		2385.08
固定资产净值	5197.39	5224.20	5198.28	0.01	6303.98
固定资产净值减值准备	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产净额	5197.39	5224.20	5198.28	0.01	6303.98
工程物资	0.00	0.00	0.00		0.00
在建工程	418.54	1261.41	1625.72	97.09	2570.19
固定资产清理					
待处理固定资产净损失					
固定资产合计	5615.92	6485.61	6823.99	10.23	8874.16
无形资产及其他资产					
无形资产	3115.48	2958.48	2412.22	-12.01	2434.81
长期待摊费用	164.82	0.00	0.00	-100.00	0.00
其他长期资产					
无形资产及其他资产合计	3280.31	2958.48	2412.22	-14.25	2434.81
递延税项					
递延税项借项					
资产总计	16986.78	22810.57	29991.60	32.88	33494.75

附件 2-2 公司资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动负债					
短期借款	1000.00	0.00	2000.00	41.42	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00		0.00
应付账款	464.45	365.66	330.28	-15.67	326.36
预收账款	18.77	302.58	83.81	111.28	253.81
应付工资	540.30	606.11	0.00		0.00
应付福利费	0.00	0.00	0.00		0.00
应付利润（股利）	0.00	0.00	0.00		0.00
应交税金	0.00	0.00	803.56		460.68
其他未交款	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应付款	1162.10	1663.54	1741.41	22.41	4230.69
预提费用	0.00	0.00	0.00		0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的长期负债	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
流动负债合计	3185.62	2937.90	4959.07	24.77	5271.55
长期负债					
长期借款	1180.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
应付债券	0.00	3608.73	3608.73		3500.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
专项应付款	0.00	0.00	230.57		0.00
其他长期负债	0.00	0.00	0.00		1007.80
长期负债合计	1180.00	3608.73	3839.31	80.38	4507.80
递延税项					
递延税项贷款					
负债合计	4365.62	6546.63	8798.38	41.96	9779.35
少数股东权益	0.00	0.00	0.00		0.00
所有者权益					
实收资本	5000.00	5000.00	5000.00	0.00	5000.00
资本公积	0.28	0.28	0.28	0.00	0.28
盈余公积	762.09	1126.37	1619.29	45.77	1619.29
其中：法定公益金	0.00	0.00	0.00		0.00
未分配利润	6858.79	10137.29	14573.65	45.77	17095.82
外币报表折算差额					
所有者权益合计	12621.16	16263.93	21193.23	29.58	23715.40
负债及所有者权益合计	16986.78	22810.57	29991.60	32.88	33494.75

附件 3 利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~6 月
一、主营业务收入	12614.33	12592.82	17718.68	18.52	10538.40
减: 主营业务成本	4535.69	3745.21	4406.14	377.46	2258.83
主营业务税金及附加	193.28	223.56	344.48	33.50	188.91
加: 代购代销收入	0.00	0.00	0.00		0.00
二、主营业务利润	7885.36	8624.05	12968.06	28.24	8090.67
加: 其他业务利润	0.00	0.00	0.00		0.00
减: 营业费用	0.00	181.63	1827.53		1490.68
管理费用	4549.33	4889.20	5665.25	11.59	3422.65
财务费用	160.40	195.62	290.59	34.60	83.94
其他	0.00	0.00	0.00		0.00
三、营业利润	3175.63	3357.60	5184.68	27.78	3093.40
加: 投资收益	0.00	4.76	-0.03		0.00
补贴收入	0.00	667.58	301.33		87.00
营业外收入	487.16	0.00	0.00	-100.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	-	0.00
减: 营业外支出	6.71	0.77	0.01	-96.14	0.00
其他支出	0.00	0.00	0.00	-	0.00
加: 以前年度调整	0.00	0.00	0.00	-	0.00
四、利润总额	3656.08	4029.17	5485.97	22.50	3180.40
减: 所得税	309.47	386.39	556.68	34.12	477.06
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00		0.00
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	-	0.00
五、净利润	3346.61	3642.78	4929.29	21.36	2703.34

附件 4-1 现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 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	12276.83	12944.30	17915.50	20.80
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00	
收到的其他与经营活动有关的现金	487.16	667.58	559.17	7.14
经营活动产生的现金流入小计	12763.99	13611.88	18474.67	20.31
购买商品、接受劳务支付的现金	1732.16	2131.89	4182.07	55.38
支付给职工以及为职工支付的现金	518.21	837.07	940.22	34.70
支付的各项税费	1967.39	2161.35	3133.65	26.21
支付的其他与经营活动有关的现金	4954.67	3928.69	6052.49	10.52
经营活动产生的现金流出小计	9172.44	9059.01	14308.43	24.90
经营活动产生的现金流量净额	3591.55	4552.87	4166.24	7.70
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	0.00	0.00	-0.03	
取得投资收益所收到的现金	0.00	4.76	0.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	0.00	0.00	0.00	
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
投资活动产生的现金流入小计	0.00	4.76	-0.03	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	2268.66	1058.89	1109.89	-30.06
投资所支付的现金	0.00	4.25	46.73	
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
投资活动产生的现金流出小计	2268.66	1063.13	1156.62	-28.60
投资活动产生的现金流量净额	-2268.66	-1058.37	-1156.64	-28.60
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金	0.00	3500.00	0.00	
借款所收到的现金	1000.00	2000.00	4000.00	100.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
筹资活动产生的现金流入小计	1000.00	5500.00	4000.00	100.00
偿还债务所支付的现金	320.00	4180.00	2000.00	253.55
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	134.44	102.77	331.18	56.96
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.00	450.45	0.01	
筹资活动产生的现金流出小计	454.44	4733.22	2331.19	126.49
筹资活动产生的现金流量净额	545.56	766.78	1668.81	74.90
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	
五、现金及现金等价物净增加额	1868.46	4261.28	4678.40	58.24

附件 4-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	3346.61	3642.78	4929.29	21.36
加: 未确认的投资损失 (以“+”号填列)				
加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	
计提的资产减值准备	4.48	2.89	14.22	78.27
固定资产折旧	331.71	469.17	529.01	26.28
无形资产摊销	128.92	157.01	16.07	-64.69
长期待摊费用摊销	162.60	164.82	0.00	-100.00
待摊费用减少(减:增加)	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加(减:减少)	-12.00	0.00	0.00	-100.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (减:收益)	0.00	0.00	0.00	
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	134.44	211.51	331.18	56.96
投资损失(减:收益)	0.00	-4.76	0.03	
递延税款贷项(减:借项)	0.00	0.00	0.00	
存货的减少(减:增加)	889.33	-185.59	-248.19	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-880.22	-286.67	-1426.54	27.31
经营性应付项目的增加(减:减少)	-514.32	381.72	21.17	
其他	0.00	0.00	0.00	
经营性活动产生的现金流量净额	3591.55	4552.87	4166.24	7.70

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
经营效率				
销售债权周转次数(次)	7.28	6.66	9.61	--
存货周转次数(次)	4.03	3.07	3.71	--
总资产周转次数(次)	0.74	0.63	0.67	--
现金收入比(%)	97.32	102.79	101.11	--
盈利能力				
营业利润率(%)	62.51	68.48	73.19	76.77
总资本收益率(%)	23.69	19.31	19.63	--
净资产收益率(%)	26.52	22.40	23.26	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	8.55	18.16	14.55	12.86
全部债务资本化比率(%)	14.73	18.16	20.93	12.86
资产负债率(%)	25.70	28.70	29.34	29.20
偿债能力				
流动比率(%)	253.97	454.97	418.53	420.86
速动比率(%)	218.62	410.32	397.09	393.25
经营现金流动负债比(%)	112.74	154.97	84.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	27.68	25.64	19.21	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.49	0.72	0.88	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.61	0.97	0.54	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	8.25	17.86	9.09	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

跟踪评级公告

联合[2013] 023 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持武汉青江化工股份有限公司主体长期信用等级为BBB⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年二月二十二日
评级业务专用章

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

武汉青江化工股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: BBB⁻ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2013 年 2 月 22 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 6 月
现金类资产(万元)	8481.35	17130.57	15070.02	15236.58
资产总额(万元)	43380.97	64047.29	62371.51	65897.64
所有者权益(万元)	14296.78	21400.09	23857.31	23882.48
短期债务(万元)	10826.00	16840.00	10032.00	14940.95
全部债务(万元)	22126.00	32640.00	28102.00	32580.95
营业收入(万元)	19648.28	36292.54	73548.26	34206.90
利润总额(万元)	928.77	1362.60	2492.78	56.94
EBITDA(万元)	2497.70	3333.47	7366.46	--
经营性净现金流(万元)	-4218.93	7495.82	4291.28	2784.42
营业利润率(%)	17.76	20.33	17.76	14.10
净资产收益率(%)	5.25	6.08	9.62	--
资产负债率(%)	67.04	66.59	61.75	63.76
全部债务资本化比率(%)	60.75	60.40	54.08	57.70
流动比率(%)	159.69	149.34	140.74	137.93
全部债务/EBITDA(倍)	8.86	9.79	3.81	--
经营现金流流动负债比(%)	-25.05	28.78	21.32	--

注: 2012 年上半年财务报表数据未经审计。

分析师

孙媛

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层(100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 武汉青江化工股份有限公司(以下简称“公司”)整体生产状况基本平稳, 受益于新建钛白粉工厂完工达产, 公司收入规模增长较快。同时, 联合资信也关注到公司所处化工行业原材料及产品价格波动较大, 企业上游成本传导机制不通畅, 盈利能力下降明显, 且公司经营性现金流波动较大等不利因素对公司的信用水平可能造成的负面影响。

考虑到公司较为完整的产品链及丰富的产品种类, 抵御单一产品波动风险能力较强, 公司未来发展前景向好。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 BBB⁻, 评级展望为稳定。

优势

1. 随着中国社会经济发展和人民生活水平的不断提高, 钛白粉行业下游涂料、塑料、造纸等工业部门需求持续扩容, 拥有良好的发展前景。
2. 受益于公司新投产运行的年产 2 万吨金红石型钛白粉项目达产, 公司主营业务收入大幅提升。
3. 公司拥有较为完整的产品链及丰富的产品种类, 抵御单一产品波动风险能力较强。

关注

1. 中国钛白粉产业集中度较低, 产能急剧扩张, 导致市场竞争加剧。
2. 公司所处化工行业原材料及产品价格波动较大, 企业上游成本传导机制不通畅, 盈利能力下降明显。
3. 公司经营活动现金流净额波动较大。

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）与武汉青江化工股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与武汉青江化工股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级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，未因武汉青江化工股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由武汉青江化工股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于武汉青江化工股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

武汉青江化工股份有限公司（以下称“公司”或“青江化工”）前身为始建于1970年的武汉硫酸厂，1997年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2011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25.41%，张恒明先生持股63.20%，毛明先生持股4.75%，李惠民先生持股3.90%，蔡建平先生持股2.74%，公司实际控制人为张恒明先生。

公司经营范围包括硫酸及副产品、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2012年6月底，公司拥有4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。

截至2011年底，公司（合并）资产总额62371.51万元，所有者权益23857.31万元（其中少数股东权益294.00万元）；2011年，公司实现营业收入73548.26万元，利润总额2492.78万元。

截至2012年6月底，公司（合并）资产总额65897.64万元，所有者权益23882.48万元（其中少数股东权益294.00万元）；2012年1~6月，公司实现营业收入34206.90万元，利润总额56.94万元。

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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。

根据国家统计局公布的数据，2012年1-9月GDP实现353480亿元，同比增长7.7%。2012年1-9月份，固定资产投资（不含农户）256933亿元，同比增长20.5%，比1-8月份提高0.3个百分点，而其中中央项目投资同比增长2.3%；地方项目投资同比增长21.8%。1-9月，全国房地产开发投资51046亿元，同比增长15.4%，较1-8月回落0.2个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011年全年公共财政收入103740亿元，比上年增加20639亿元，增长24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要

措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月，央行3次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末，广义货币供应量（M2）94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量（M1）28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上

月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

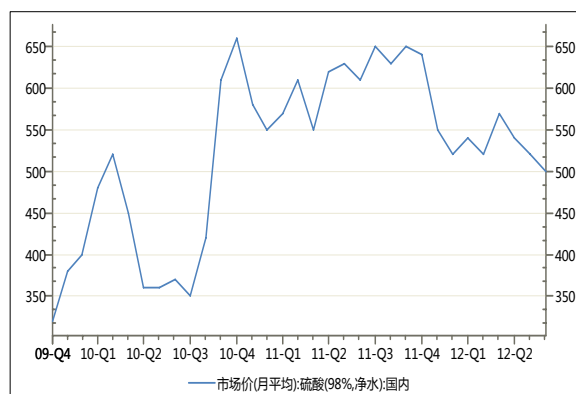
四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

公司目前的主导产品为钛白粉和硫酸及其副产品等化工产品。

图1 2009年末~2012上半年98%硫酸价格走势

单位：元/吨

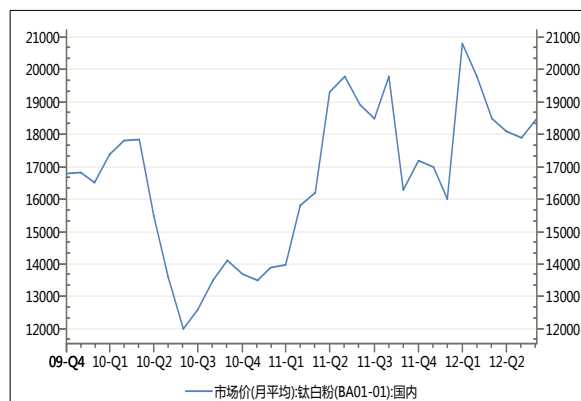


资料来源：Wind资讯

钛白粉行业方面，自上世纪初诞生以来因其独特的性能优势迅速取代铅白、立德粉等传统白色颜料而广泛应用于涂料、塑料、造纸、橡胶、化纤等工业部门，因此，钛白粉的需求

增长同宏观经济密切相关。2010年下半年，受发达国家经济缓慢复苏导致需求恢复到正常水平及包括中国在内的新兴经济发展地区对于钛白粉的需求持续旺盛等下游因素及钛矿供给存在一定的缺口，同时越南、印度等国家限制钛矿出口等上游因素综合影响，钛白粉价格及产量均进入上升通道。同时，钛白粉上游主要原材料钛精矿价格开始强劲回升，截至2012年6月底，钛精矿市场价格已达到3000元以上每吨，较上年初的1000元翻了三番。下游需求方面，钛白粉下游需求主要集中在涂料、油墨、造纸和塑料等产业，据美国SRI咨询公司研究显示，未来全球钛白粉需求年均增速将达到4.1%，2013年全球需求将达到630万吨。中国钛白粉市场将以年均8.5%的速度快速增长，亚太地区在2010~2015年间将成为钛白粉的最大市场。但进入2011年三季度，受欧债危机及中国房地产调控等下游市场需求疲软影响，钛白粉行业景气度有所下降，产品售价一度回落至2011年初水平，但2012年以来，受上游原料钛精矿价格上涨及下游房地产、汽车、造纸等行业增长放缓的影响，钛白粉价格持续大幅波动，行业景气处于下行通道。产量方面，据初步数据统计显示，2011年全国钛白粉行业的产量达到180万吨左右，其中金红石型产品达100万吨以上。产能方面，受到2010-2011年钛白粉行业高度景气的刺激，国内钛白粉目前处于产能扩增热潮阶段。2011年中国钛白粉产能已超过250万吨，成为全球钛白粉产能最大的国家，到2015年中国钛白粉总产能将增至410万吨，按照硫酸法60%~70%开工率，氯化法75%~80%开工率计算，届时，中国钛白粉年产量将达到250万~300万吨，产能的急剧增长将使行业运行风险大增。

图2 国内钛白粉价格走势 单位：元/吨



资料来源：Wind资讯

五、基础素质分析

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。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，目前已形成总计28万吨/年的生产能力。钛白粉方面，公司生产的钛白粉属于锐钛型钛白粉和金红石型钛白粉，目前已形成总计3万吨/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单一产品的市场风险，实现了资源的综合利用，综合竞争力较强。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

七、公司经营

1. 经营概况

公司主要产品为硫酸及其副产品、钛白粉和磷肥。

2011年，受益于公司主要产品钛白粉销售

价格、销量较大幅度增长，公司实现营业收入73548.26万元，较上年大幅增长102.65%。2012年1~6月，公司实现营业收入34206.90万元，占2011年全年收入的46.51%。总体看，2011年以来，公司主营业务出现较大幅度增长。

表1 2010~2012年上半年公司主营业务构成情况（单位：万元，%）

主营业务	2010年			2011年			2012年1~6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1、酸类	3966	10.9	-20.7	6716	9.1	-58.6	3399	9.9	-73.4
2、亚硫酸氢钠	1531	4.2	20.9	2070	2.8	1.7	752	2.2	-8.6
3、硫酸二甲酯	1133	3.1	19.2	1245	1.7	7.9	693	2.0	14.9
4、液体二氧化硫	581	1.6	7.1	714	1.0	-6.7	362	1.1	0.3
5、化肥	2137	5.9	-3.3	2391	3.3	-3.4	1090	3.2	-11.4
6、铁精矿	3623	10.0	90.1	8466	11.5	92.1	3944	11.5	91.3
7、钛白粉	21093	58.1	16.6	46839	63.7	16.3	22008	64.3	15.0
8、其他	2229	6.1	49.7	6107	8.3	46.2	1959	5.7	34.0
合 计	36293	100.0	20.8	73548	100.0	18.1	34207	100.0	14.6

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，跟踪期内受公司上游主要原材料价格上涨影响，公司主要产品毛利率水平均有所下滑，整体毛利率水平回落至2009年水平，2011年公司毛利率降至18.1%，比2010年的20.8%下降2.7个百分点。2012年1~6月，公司毛利率持续下滑至14.6%。

产品生产

从产能情况看，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28万吨的生产能力；钛白粉生产主要由武汉方圆钛白粉有限公司（以下简称“武汉方圆”）及潜江方圆钛白有限公司（以下简称“潜江方圆”）进行，其中武汉方圆具备年产1万吨锐钛型钛白粉的生产能力，潜江方圆具备年产2万吨金红石型钛白粉及4万吨硫酸亚铁的生产能力；磷肥生产主要由潜江远达和青化股份化肥厂进行，具备产能10吨/年（参见表2）。

从生产情况看，2011年公司主要产品产销量均较2010年大幅增长，特别是钛白粉及硫酸板块，产量提高较快。其中，钛白粉板块产能

利用率超出100%，达103.33%，带动公司整体收入规模翻倍增长。

表2 公司主要产品产销量及价格情况

产品	年份	产能 (吨/年)	产量 (吨)	销量 (吨)	价格 (元/吨)
硫酸	2010年	160000	135610	125413	480
	2011年	280000	194899	187177	550
	2012.1-6	280000	105337	99183	480
硫酸二甲酯	2010年	6000	4656	4638	2814
	2011年	6000	4727	4732	2944
	2012.1-6	6000	2578	2580	3056
钛白粉	2010年	30000	22720	21300	11800
	2011年	30000	31000	31650	17500
	2012.1-6	30000	15000	14600	18000
磷肥（含有机磷肥）	2010年		25000	24011	404
	2011年		24000	23608	495
	2012.1-6		12000	10160	523

原料采购

公司生产所需原材料主要集中于硫精矿、甲醇、钛矿及磷矿等产品。2011年，随着全球通胀高企及发达国家经济复苏，原材料价格有

所上涨，特别是成本占比较高的硫精矿及钛矿价格波动幅度较大，2011年采购价格分别较2010年上涨39.25%和108.00%。

表3 公司主要原料采购情况 单位：吨、元/吨

原料	采购状况	2010 年	2011 年	2012 年 1~6 月
硫精矿	采购量	165240	224812	98573
	均价	507	706	680
甲醇	采购量	2429	2447	1460
	均价	2669	2975	2847
钛矿	采购量	53340	68096	32644
	均价	1225	2548	3056
磷矿	采购量	7273	10146	11620
	均价	287	358	434

资料来源：公司提供

公司钛白粉板块及磷肥板块所需的硫酸由公司自身提供，这是公司延长产业链，控制原材料成本的重要举措，但公司盈利能力仍易受上游其他原材料价格波动影响，成本控制压力较大。

产品销售

跟踪期内，公司销售状况良好，销售区域主要集中在武汉及其周边省内地区。公司保持主导产品的市场占有率，积极开发优质客户，加大直销力度；客户回款方面，严控客户信用规模，强化应收货款回笼，效果良好。

总体看，公司整体生产状况受市场波动影响较大，2011年以来，随着整体市场需求回暖及公司前期投资项目陆续达产，公司主导产品生产出现较快增长，收入及利润规模均较2010年大幅增长；但公司主营业务盈利能力受市场上游价格影响较大，尽管跟踪期内公司适度调整产品售价以减少上游价格变动对公司盈利能力的影响，但由于目前我国的化工产业存在产业集中度低，产能总体过剩，市场竞争激烈，企业议价能力弱等问题，故上游成本传导机制不通畅，特别是2012年以来，公司主业盈利能力下滑明显。

2. 项目情况

2011年，公司参与发行“10武中小债”募集资金5000.00万元，主要用于公司“年产2万吨金红石型钛白粉”项目，该项目计划总投资15000.00万元，募集资金发行额占项目总投资额的33.33%。

截至2012年6月底，公司已完成投资额21100万元；募集资金5000.00万元已全部使用。

八、财务分析

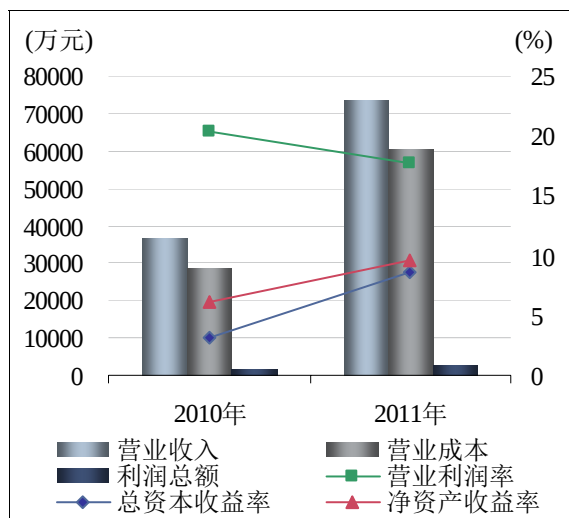
利安达会计师事务所有限责任公司（以下简称“利安达公司”）对公司2010及2011年财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2012年1~6月报表未经审计。

1. 盈利能力

2010年以来，随着市场形势好转及公司新投产的金红石钛白粉项目开工投产，公司营业收入大幅提升，跟踪期内的2011年和2012年上半年，公司分别实现营业收入73548.26万元和34206.90万元，分别较上年同期提高102.65%和5.47%；但受上游采购价格提高影响，公司营业利润率有所下降，2011年为17.76%，较2010年下降2.57个百分点，回落至2009年水平。

公司期间费用占比较高，2011年在财务费用及销售费用的带动下，公司期间费用大幅提升至10844.97万元，较2010年提高66.68%；其中财务费用较上年同期大幅增长5.02倍（财务费用增幅远高于有息债务增幅的原因是公司2010年度已转入在建工程的资本化利息在2011年在建工程转固时调整到长期待摊费用所致）。公司期间费用占营业收入比重为14.75%，较2010年下降3.18个百分点。公司营业外收入主要来自政府补助和固定资产处置收入，2011年公司获得政府补助379.70万元，固定资产处置利得为14.39万元，总计415.50万元，较2010年减少33.22%。

图3 公司盈利指标情况



资料来源：公司提供

2011年公司实现利润总额2492.78万元，较2010年增长82.94%。公司净资产收益率和总资本收益率分别为9.62%和8.68%，分别较2010年提升3.54个百分点和5.59个百分点。

2012年1~6月，公司营业利润率进一步下滑至14.10%；同时，受财务费用及管理费用占比较高影响，仅实现利润总额56.94万元，较上年同期大幅下降97.19%。

总体看，2011年受益于市场需求回暖及公司前期竣工的钛白粉项目达产，公司业务收入出现较大增长，整体盈利能力有所提升，但受毛利率水平下滑及期间费用占比较高影响，2012年上半年，公司营业利润首次出现负值，公司成本及费用控制压力增大。

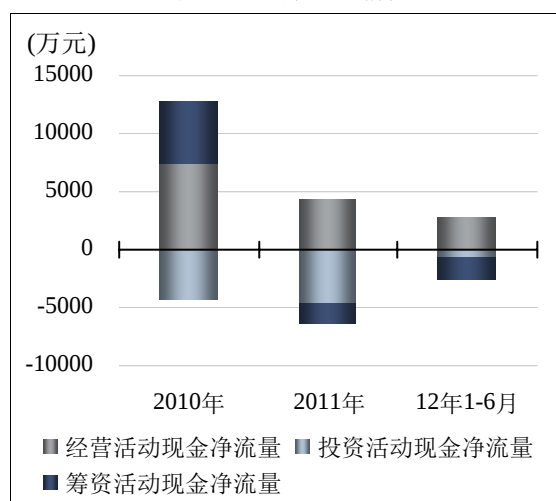
2. 现金流及保障

经营活动方面，2011年公司实现销售商品、提供劳务收到的现金97797.51万元，较上年大幅提高187.22%，同时公司收到其他与经营活动有关的现金10410.40万元，为公司与其下属子公司的拆借款或经营性资金，公司现金收入比为132.97%，较2010年提高39.65个百分点，主要是由于公司自2011年起将应收商业票据计入销售商品、提供劳务收到的现金导致现金收入比增幅较大；但受支付其他与经营活动有

关的现金大幅增长（2011年为20783.86万元，主要是由于公司与合并范围内的子公司往来款较多，且相互抵消不充分所致）影响，公司经营活动产生的现金流量净额为4291.28万元，较2010年下降42.75%，降幅较大。

投资活动方面，公司投资活动现金流入规模较小，2011年为59.23万元；投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金，2011年为4712.02万元，投资活动产生的现金净流出额与上年相当，为4652.79万元。

图4 公司现金流情况



资料来源：公司提供

筹资活动方面，公司筹资活动产生的现金流入主要来自银行借款，2011年合计18574.12万元，较2010年提高9.67%，筹资活动产生的现金流出主要为偿付债务所支付的现金，受跟踪期内，公司减少借款规模影响，公司筹资活动产生现金净流出额为1699.04万元。

2012年1~6月，公司经营性活动净现金流量为2784.42万元；同期投资活动现金流量净额为-704.98万元；筹资活动产生的现金流量净额为-1912.88万元。

综合看，公司经营活动获现能力的稳定性较弱，伴随项目投资建设完工投产，公司对外筹资压力有所减轻。

3. 资本及债务结构

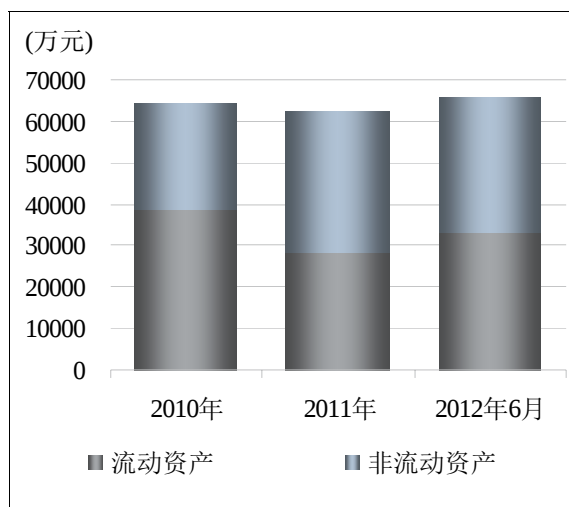
(1) 资产

跟踪期内，受公司货币资金及其他应收款大幅减少导致的流动资产规模下降影响，2011年底公司资产总额较2010年底下降2.62%，为62371.51万元。其中，流动资产占比大幅下降，为45.42%，非流动资产占54.58%，公司资产以非流动资产为主。

截至2011年底，公司流动资产28327.14万元，较上年底减少27.17%，主要由货币资金（占30.24%）、应收票据（占22.96%）、预付款项（占12.42%）和存货（占18.55%）等构成。

受票据结算增加影响，公司货币资金项目在跟踪期内有所下降，截至2011年底，公司货币资金8564.79万元（其中受限资金占27%左右），较上年减少44.77%，但应收票据较上年增长300.45%，为6505.22万元，全部为银行承兑汇票。2011年底，公司应收账款共计2628.88万元，较上年末增幅8.39%，远远低于收入增幅，公司收入质量有所提高，截至2011年底，公司共计提坏账准备184.48万元，计提比例为7.02%。2011年底，公司预付款项共计3517.33万元，主要是预付的采购货款。公司存货5255.20万元，较上年小幅下降1.85%，其中原材料、产成品和在产品占比分别为51.79%、35.05%和11.53%。

图5 公司资产构成情况



资料来源：公司提供

截至2011年底，公司非流动资产34044.37万元，主要由固定资产（占72.49%）和无形资产（占13.26%）构成。2009年到2010年，公司筹建钛白粉项目，由此导致在建工程增长较快，2011年底，上述项目完工转固，导致公司固定资产大幅增长，为24680.14万元。其中，（按原值计）机器设备和房屋建筑物分别占64.39%和30.83%，累计计提折旧10601.52万元，固定资产成新率69.95%，随新建项目竣工，公司固定资产成新率较上年大幅提升。公司无形资产全部为土地使用权，2011年底为4513.67万元，系公司的工业用地，其中一块位于武汉市临江大道862号，土地面积为32717.69平方米；另一块系公司下属子公司武汉方圆钛白粉有限责任公司位于武汉市硚口区工农路8号，土地面积为8136.19平方米；本年度潜江方圆钛白有限公司增加2629.65万元的土地使用权，导致公司2011年底无形资产较上年底增长129.64%。

截至2012年6月底，公司资产总额65897.64万元，较2011年底增长5.65%，主要系受公司应收账款及预付款项增长导致流动资产增长影响。资产构成较2011年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模波动增长，其中，流动资产占比波动下降，但现金类资产（货币资金+应收票据）较为充裕；非流动资产规模及构成基本稳定。公司资产结构合理，资产质量良好。

(2) 所有者权益

截至2011年底，公司所有者权益23857.31万元，较2010年增长11.48%，主要系未分配利润累积所致。其中，归属于母公司的所有者权益23563.31万元，其构成主要由股本（占17.02%）、资本公积（占40.50%）、盈余公积（占11.10%）和未分配利润（占31.38%）。截至2012年6月底，公司所有者权益23882.48万元，增长主要系未分配利润增长所致，其构成变化不大。整体看，公司所有者权益稳定性一般。

(3) 负债

截至2011年底，公司负债总额38514.21

万元，较上年底下降 9.69%，其构成以流动负债为主（占比 52.26%）。2011 年底，公司全部债务降至 28102.00 万元；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别降至 61.75%和 54.09%。由于短期借款和应付票据的增长，2012 年 6 月底公司全部债务升至 32580.95 万元，资产负债率和全部债务资本化比率回升至 63.76%和 57.70%。

整体看，跟踪期内，公司债务规模有所波动，长期债务占比上升，公司债务结构基本合理，债务负担符合行业特点。

4. 偿债能力

短期偿债能力方面，公司近年来流动比率和速动比率有所波动，2011 年底公司流动比率和速动比率分别为 140.74%和 114.63%；2011 年公司经营现金流流动负债比为 21.32%，周转能力一般。截至 2012 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 137.93%和 110.13%，同时考虑到公司现金类资产较为充裕，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2011 年公司 EBITDA 为 7366.46 万元，较上年增长 121.98%，但同期利息支出攀升至 3515.68 万元，较上年大幅增长 5.10 倍，EBITDA 利息保障倍数降至 1.40 倍；全部债务/EBITDA 降至 3.81 倍。总体看，跟踪期内公司长期偿债能力有所提升。

2010 年，公司参与发行了“武汉市中小企业集合债券”，发行额度为 5000.00 万元，期限为 3 年。2009~2011 年底，公司现金类资产分别为 8481.35 万元、17130.57 万元和 15070.02 万元，分别为存续期内债券额度的 1.70 倍、3.43 倍和 3.01 倍。截至 2012 年 6 月底，公司现金类资产 15236.58 万元，是存续期内债券额度的 3.05 倍，公司现金类资产对存续期内债券的保障能力较强。

2011 年，公司经营活动产生的现金流入量和净现金流量分别为 108567.21 万元和 4291.28 万元，为存续期内债券额度的 21.71 倍和 0.86

倍；2011 年公司实现 EBITDA 为 7366.46 万元，为存续期内债券额度的 1.47 倍，总体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续期内债券额度的覆盖程度较好。

在或有负债方面，截至 2012 年 6 月底，公司无对外担保、诉讼事项。

截至 2012 年 6 月底，公司在各商业银行获得的授信总额为 27312 万元，已全部使用，公司间接融资渠道有待拓展。

整体看，2011 年以来，伴随公司新建钛白粉工厂达产，收入水平大幅提升，但受公司上游主要原材料价格上涨及下游需求疲软等因素影响，主营业务盈利能力有所下降；经营活动净现金流规模持续波动，但基本能够覆盖公司投资需求；公司现金类资产较为充足，短期偿债能力较强；长期偿债能力一般。

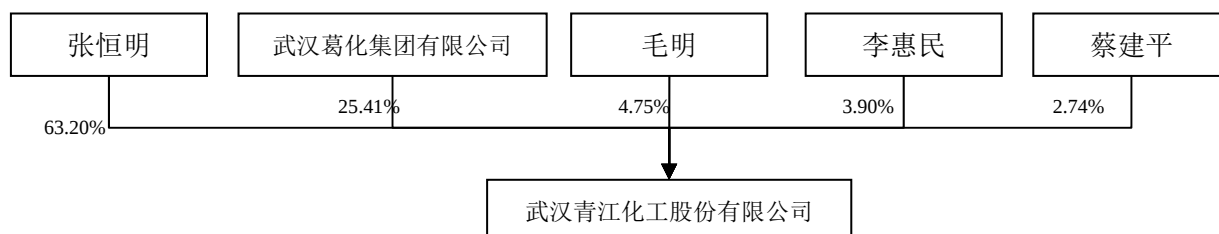
5. 抗风险能力

跟踪期内，受国内经济增长趋势放缓及原材料价格波动等外部因素影响，公司盈利能力波动下降，但受益于新建钛白粉工厂完工达产，其收入规模增长较快。跟踪期内，公司规模波动增长，其中，流动资产占比波动下降，但现金类资产（货币资金+应收票据）较为充裕，公司资产质量良好，债务规模有所波动，短期偿债能力较强，长期偿债能力一般，其整体抗风险能力一般。

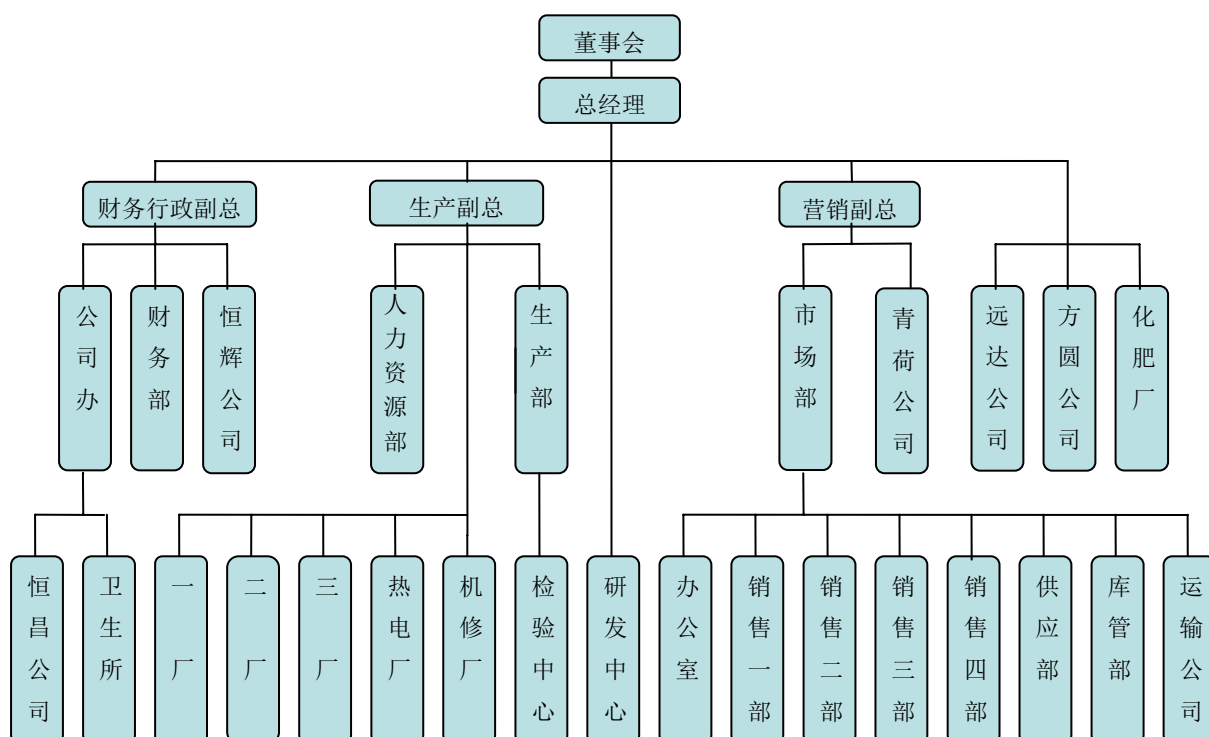
九、结论

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级 BBB⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动资产：					
货币资金	7118.67	15506.10	8564.79	9.69	9829.94
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
应收票据	1362.68	1624.47	6505.22	118.49	5406.64
应收账款	1005.21	2425.44	2628.88	61.72	3000.32
预付款项	945.81	3300.45	3517.33	92.84	4860.87
应收利息	0.00	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应收款	11692.25	10683.56	1855.21	-60.17	3396.15
存货	4772.46	5354.28	5255.20	4.94	6687.79
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.51		0.53
流动资产合计	26897.08	38894.30	28327.14	2.62	33182.23
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	200.00	200.00	320.00	26.49	410.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产	4811.29	4401.36	24680.14	126.49	23945.43
在建工程	7893.46	15885.23	1524.04	-56.06	1700.43
工程物资	0.00	205.11	214.37		214.37
固定资产清理	0.00	0.00	0.00		0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产	1988.71	1965.58	4513.67	50.65	4513.67
开发支出	0.00	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	0.00	0.00		0.00
合并价差	0.00	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	1590.43	2495.71	2792.14	32.50	1931.50
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00		0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	16483.89	25153.00	34044.37	43.71	32715.41
资产总计	43380.97	64047.29	62371.51	19.91	65897.64

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动负债：					
短期借款	8563.00	9239.00	7227.00	-8.13	8627.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00		0.00
应付票据	2263.00	7601.00	2805.00	11.33	6313.95
应付账款	1226.73	3008.89	3453.13	67.78	3193.53
预收款项	1536.75	1387.47	2764.69	34.13	3338.14
应付职工薪酬	23.96	21.55	27.86	7.83	40.90
应交税费	-435.94	-591.16	552.11		570.18
应付利息	2.20	2.20	0.00	-100.00	0.00
应付股利	0.00	0.00	83.62		-159.79
其他应付款	3663.14	5375.90	3213.61	-6.34	2134.07
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
流动负债合计	16842.83	26044.84	20127.02	9.32	24057.98
非流动负债：					
长期借款	11300.00	10800.00	13070.00	7.55	12640.00
应付债券	0.00	5000.00	5000.00		5000.00
长期应付款	941.36	731.36	0.00	-100.00	317.19
专项应付款	0.00	71.00	317.19		0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
递延收益	0.00	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00		0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动负债合计	12241.36	16602.36	18387.19	22.56	17957.19
负债合计	29084.19	42647.20	38514.21	15.08	42015.17
所有者权益：					
实收资本(或股本)	4010.73	4010.73	4010.73	0.00	4010.73
资本公积	3088.65	9090.76	9543.39	75.78	9543.39
减：库存股	0.00	0.00	0.00		0.00
盈余公积	1896.23	2153.63	2614.50	17.42	2614.50
未分配利润	5201.17	6044.98	7394.68	19.24	7419.85
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00		0.00
归属于母公司权益合计	14196.78	21300.09	23563.31	28.83	23588.48
少数股东权益	100.00	100.00	294.00	71.46	294.00
所有者权益合计	14296.78	21400.09	23857.31	29.18	23882.48
负债和所有者权益总计	43380.97	64047.29	62371.51	19.91	65897.64

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~6 月
一、营业收入	19648.28	36292.54	73548.26	93.47	34206.90
减: 营业成本	16069.16	28732.05	60218.99	93.58	29227.95
营业税金及附加	89.42	183.10	267.93	73.10	154.46
销售费用	600.18	922.94	1942.47	79.90	811.92
管理费用	2409.90	5215.43	6685.68	66.56	2622.64
财务费用	177.53	368.21	2216.83	253.37	1486.61
资产减值损失	0.00	0.00	0.00		0.00
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00		0.00
投资收益	42.51	14.76	24.60	-23.93	0.00
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00		0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	344.60	885.58	2240.97	155.01	-96.69
加: 营业外收入	687.78	622.15	415.50	-22.27	237.22
减: 营业外支出	103.61	145.14	163.69	25.69	83.59
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00		0.00
三、利润总额	928.77	1362.60	2492.78	63.83	56.94
减: 所得税费用	178.86	60.86	197.67	5.13	31.78
四、净利润	749.91	1301.74	2295.12	74.94	25.17
其中: 归属于母公司的净利润	0.00	1301.63	2311.70		0.00
少数股东损益	0.00	0.10	-16.59		0.00

附件 4 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~6 月
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	21353.26	34050.18	97797.51	114.01	42247.94
收到的税费返还	408.81	335.42	359.30	-6.25	147.29
收到其他与经营活动有关的现金	5801.26	18290.64	10410.40	33.96	12400.02
经营活动现金流入小计	27563.34	52676.24	108567.21	98.46	54795.25
购买商品、接受劳务支付的现金	16374.55	20235.61	73198.77	111.43	32878.92
支付给职工以及为职工支付的现金	3831.12	5678.55	7130.79	36.43	3670.76
支付的各项税费	1132.04	1985.31	3162.51	67.14	1879.52
支付其他与经营活动有关的现金	10444.56	17280.94	20783.86	41.06	13581.64
经营活动现金流出小计	31782.27	45180.42	104275.94	81.13	52010.84
经营活动产生的现金流量净额	-4218.93	7495.82	4291.28		2784.42
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
取得投资收益收到的现金	42.51	14.76	24.60	-23.93	0.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现金	281.74	1.81	29.05	-67.89	0.00
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	5.58		0.00
投资活动现金流入小计	324.25	16.57	59.23	-57.26	0.00
购建固定资产、无形资产等支付的现金	10782.42	4297.74	4592.02	-34.74	614.98
投资支付的现金	25.00	33.78	120.00	119.09	0.00
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	0.00		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	26.80	23.04	0.00	-100.00	90.00
投资活动现金流出小计	10834.22	4354.56	4712.02	-34.05	704.98
投资活动产生的现金流量净额	-10509.98	-4337.99	-4652.79		-704.98
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	130.00	140.78	0.00	-100.00	0.00
取得借款收到的现金	15863.00	16539.00	18227.00	7.19	3900.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	4.56	257.13	347.12	772.22	60.00
筹资活动现金流入小计	15997.56	16936.92	18574.12	7.75	3960.00
偿还债务支付的现金	3397.00	11063.00	18469.00	133.17	4430.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	433.61	513.49	1593.03	91.67	1396.67
支付其他与筹资活动有关的现金	2.81	130.82	211.13	766.48	46.22
筹资活动现金流出小计	3833.42	11707.31	20273.16	129.97	5872.88
筹资活动产生的现金流量净额	12164.14	5229.61	-1699.04		-1912.88
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00		0.00
五、现金及现金等价物净增加额	-2564.77	8387.43	-2060.55		166.56
加: 期初现金及现金等价物余额	9683.44	7118.67	15506.10	26.54	0.00
六、期末现金及现金等价物余额	7118.67	15506.10	13445.55	37.43	166.56

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 6 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	8.30	8.96	11.16	9.93	--
存货周转次数(次)	3.37	5.37	11.35	7.96	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.57	1.16	0.84	--
现金收入比(%)	108.68	93.82	132.97	116.37	123.51
盈利能力					
营业利润率(%)	17.76	20.33	17.76	18.53	14.10
总资本收益率(%)	4.43	3.47	11.18	7.52	--
净资产收益率(%)	5.25	6.08	9.62	7.69	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	44.15	42.47	43.10	43.15	42.48
全部债务资本化比率(%)	60.75	60.40	54.08	57.35	57.70
资产负债率(%)	67.04	66.59	61.75	64.26	63.76
偿债能力					
流动比率(%)	159.69	149.34	140.74	147.11	137.93
速动比率(%)	131.36	128.78	114.63	122.22	110.13
经营现金流动负债比(%)	-25.05	28.78	21.32	14.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.90	3.37	1.40	2.29	--
全部债务/EBITDA (倍)	8.86	9.79	3.81	6.62	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.67	0.10	-0.01	-0.11	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-17.07	5.48	-0.10	-1.82	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

跟 踪 评 级 公 告

联合[2013] 024 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持湖北三环发展股份有限公司主体长期信用等级为BB⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年二月二十二日

评级业务专用章

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

湖北三环发展股份有限公司

跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: **BB⁺** 评级展望: 稳定
上次评级结果: **BB⁺** 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2013年2月22日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12年9 月
现金类资产(亿元)	0.19	0.29	0.25	0.32
资产总额(亿元)	1.88	2.64	3.02	2.91
所有者权益(亿元)	0.62	0.82	1.60	1.75
短期债务(亿元)	0.37	0.74	0.39	0.51
全部债务(亿元)	0.37	0.93	0.58	0.70
营业收入(亿元)	1.17	1.47	1.21	1.19
利润总额(亿元)	0.12	0.22	0.12	0.16
EBITDA(亿元)	0.15	0.27	0.19	--
经营性净现金流(亿元)	0.11	-0.19	-0.36	--
营业利润率(%)	40.35	42.61	39.51	38.01
净资产收益率(%)	17.89	24.67	7.44	--
资产负债率(%)	67.23	69.00	47.22	39.83
全部债务资本化比率(%)	37.26	53.31	26.63	28.69
流动比率(%)	132.76	138.05	207.56	238.10
全部债务/EBITDA(倍)	2.37	3.45	3.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.50	8.00	5.48	--
经营现金流负债比(%)	8.66	-11.48	-28.97	--

注: 公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

郭 畅

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 湖北三环发展股份有限公司(以下称“公司”) 高压变频器产量有所增长, 订单保有量稳定, **SVC** 产品达产并扩产, 产品毛利率总体保持较高的水平; 同期公司还获取了四项发明专利和一项实用专利, 实现了增资扩股, 资本结构相应得以改善。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”) 也关注到高压变频器收入延迟确认造成公司收入和利润水平波动较大, 以及应收账款回款压力较大、经营性净现金流弱化等因素对公司经营及偿债能力造成的负面影响。

未来, 随着供电行业市场需求的持续增长以及公司 **SVC** 产品产量的逐步提升, 公司盈利能力有望保持稳定。

综合考虑, 联合资信维持湖北三环发展股份有限公司 **BB⁺** 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内, 公司高压变频器及 **SVC** 产品的产量均有所增长, 产品毛利率总体保持较高的水平。
2. 跟踪期内, 公司实现了增资扩股, 资本结构有所改善。
3. 跟踪期内, 公司通过自主研发获取四项发明专利, 具备一定的研究和创新能力。

关注

1. 受高压变频器收入延迟确认的影响, 公司收入及利润水平波动较大。
2. 在产品生产、安装调试期间, 公司需要垫付大量的原材料采购款, 且下游企业存在一定压款状况, 公司应收账款规模大, 存在一定的资金压力。

3. 公司收入实现质量下降，经营活动获现能力减弱，经营活动净现金流持续为负。

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）与湖北三环发展股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级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。

二、联合资信与评级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。

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。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于湖北三环发展股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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等单位发起成立的股份制企业，初始注册资金1200万元。后经数次股权转让和股本扩充，截至2012年9月底，公司注册资本为6255.25万元，其中，王宏英、北京瑞丰投资管理有限公司和中南成长（天津市）股权投资基金合伙企业为公司前三大股东，持股比例分别为23.24%、11.86%和10.00%，王宏英为公司的实际控制人。

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。

公司系单体企业，无下属子公司。

截至2011年底，公司资产总额30249.31万元，所有者权益15965.74万元；2011年实现营业收入12122.44万元，利润总额1194.08万元。

截至2012年9月底，公司资产总额29086.94万元，所有者权益17501.69万元；2012年1~9月实现营业收入11947.99万元，利润总额1589.67万元。

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：王宏英。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境

下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在2011年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。2011年，中国全年货物运输总量369亿吨，比上年增长13.7%。货物运输周转量159014亿吨公里，增长12.1%。

2012年上半年实现国内生产总值22.7万亿元，同比增长7.8%，增幅比上年同期回落1.8个百分点。其中二季度同比增长7.6%，增速比上季度回落0.5个百分点，环比增长1.8%。根据国家统计局发布的最新统计数据，2012年1-8月，固定资产投资（不含农户）217958.07亿元，同比增长20.2%。其中，东部地区投资103988.31亿元，同比增长20.2%；中部地区投资60090.23亿元，同比增长25.3%；西部地区投资52375.59亿元，同比增长23.8%。2012年1-8月，全社会货物运输量261.06亿吨，同比增长11.5%；货物运输周转量110199.09亿吨公里，同比增长9.7%。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年上半年，全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同期增长 44.1%和 36.4%。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011 年年末，中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%，增速比上年低 4.1 个百分点，比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月，央行 3 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准

利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据 2012 年第二季度《中国货币政策执行报告》，截至 2012 年 6 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 92.5 万亿元，同比增长 13.6%。人民币贷款余额同比增长 16.0%，比年初增加 4.86 万亿元，同比多增 6833 亿元。上半年社会融资规模为 7.78 万亿元。金融机构贷款利率继续下行，6 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 7.06%，比 3 月份和年初分别下降 0.56 个和 0.95 个百分点。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

高压变频器是指超过 3kV 高压电机配备的变频器。高压变频器能够通过调整电动机的转速调节其能量输出，由于电动机能量的消耗与速度的 3 次方成正比，因此高压变频器具有较好的节能效果。高压变频器目前较为广泛的应用于电力、冶金、石化等行业，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

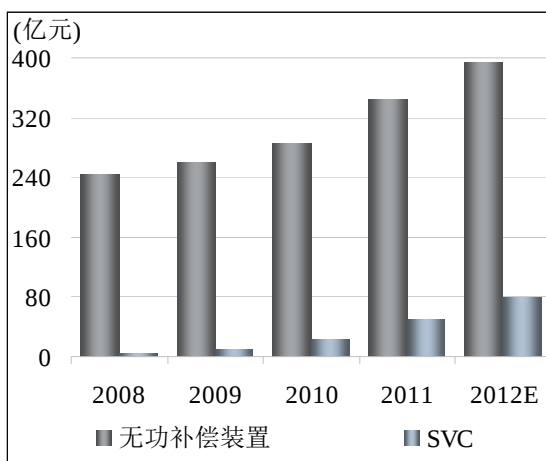
行业	主要应用设备
电力	送风机、引风机、一次风机、凝结泵、循环泵
冶金	除尘风机、煤气鼓风机、冲渣泵、循环泵
石化	注水泵、空压机、输油泵
水泥	回转窑通风机、生料研磨机、压力送风机
矿产	矿井通风机、渣浆泵
给排水	送水泵、提水泵
造纸	制浆机
环保	污水泵、环保泵、清水泵

资料来源：公开资料整理

行业发展较快，市场需求增幅明显

根据中国电力电气网的数据，无功补偿装置和SVC的2011年市场需求金额分别为345.2亿元及48.34亿元，分别较2008年复合增长9.06%和77.41%。预计2012年市场需求将保持持续增长的态势。

图1 无功补偿装置和SVC主要市场需求状况



资料来源：中国电力电气网，联合资信整理

行业较集中，但竞争加剧，毛利水平降低

高压变频设备从上世纪九十年代开始由国外厂商引入中国市场，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，2010 年国内厂商的市场占有率已接近

85%，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。

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。目前，国内主要厂商正致力于建立价格联盟稳定市价，预期未来降幅将有所减缓。

行业长期竞争强调综合实力

高压变频器目前的应用主要是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 50 万元左右，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。

2. 区域经济环境

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。目前武汉全市辖 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 910 万人。

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。家乐福、麦德龙、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。武汉金融业同样活跃，多数国内金融机构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，2011 年武汉市地区生产总值 6756.20 亿元，比上年增长 12.5%。其中，第一产业增加值 198.70 亿元，增长 4.0%；第二产业增加值 3254.02 亿元，增长 16.4%；第三产业增加值 3303.48 亿元，增长 9.6%。一、二、三产业比重 2.9：48.2：48.9，与上年相比，第一产业下降 0.2 个百分点，第二产业上升 2.7 个百分点，第三产业下降 2.5 个百分点。

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，公司外部发展环境良好。

五、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，近年来在国内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。

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2012年9月底，公司共有在职员工287人，按照学历划分，硕士及以上占20%，本科及大专占78.6%，专科以下占1.4%；按岗位划分，技术人员占56%，业务人员占30%，管理人员占15%；按照年龄划分，30岁以下占44%，30~50岁占53%，50岁以上占3%。

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161人，其中研发中心74人，技术支持部门87人，包括5名博士（博士后）和38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2012年9月底，公司共获得省级科技成果1项，拥有专利16项，其中受让专有技术0项，实用新型类专利4项，软件著作权12项，处于公示期的专利9项和已经申报中的专利2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）。公司葛洲坝宜城水泥项目获得2012年合同能源管理财政奖励。

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，截止2012年9月底公司仍享受此项优惠政策）。

六、管理分析

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。

3. 管理层变动

跟踪期内，王宏英先生接替刘健女士担任公司董事长一职。王宏英先生生于 1963 年，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。

跟踪期内，逢世学先生自 2011 年 8 月 31 日起担任公司总经理一职，逢世学先生生于 1964 年，大学本科学历，高级工程师，专业技术大校军衔。历任驻武汉海军军事代表局计划助理、驻江西地区军代室总代表、公司人事行政部经理、公司人事行政副总经理、公司生产副总经理等职。

七、经营分析

1. 经营现状

截至 2012 年 9 月底，公司产品构成以高压变频器和 SVC 为主，产能分别达到 360 台/年和 70 台/年。受高压变频器销量同比下降，以及平均售价下降的影响，2011 年公司营业收入同比下降 17.32%，为 12122.44 万元。2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 11947.99 万元，同比增长 28.12%。

2011 年公司的高压变频器毛利有所下降，主要是价格下降导致营业收入有所下降，利润空间压缩导致；2012 年 1~9 月公司毛利与 2011 年相比略有下降，为 38.08%，主要受厂房搬迁影响，生产线开工率不足导致。2011 年 SVC 毛利率上升明显，为 41.27%。2011 年公司产能

扩大销量上升，但 SVC 市场稳定性较差，价格波动较大，公司收入受此影响下降明显，但产能扩大，成本摊薄，毛利率增长明显；2012 年 1~9 月公司毛利受市场价格波动影响显著，公司 SVC 产能翻倍，但收入下降明显，毛利率有

所下降。2010~2012 年 9 月，随着行业竞争加剧，公司主导产品的平均售价有所下滑；目前国内主要厂商正寻求建立价格联盟稳定市价，预期未来价格下降的趋势将有望得到减缓。

表 2 公司收入及毛利率状况

产品分类	2010 年			2011 年			2012 年 1-9 月		
	收入 (万元)	毛利润 (万元)	毛利率 (%)	收入 (万元)	毛利润 (万元)	毛利率 (%)	收入 (万元)	毛利润 (万元)	毛利率 (%)
高压变频器	12506.33	5590.23	44.70	10410.09	4094.73	39.33	10951.50	4170.01	38.08
SVC	1038.80	201.77	19.42	814.66	336.20	41.27	442.91	171.49	38.72
备品备件	1117.59	610.14	54.59	897.69	460.26	51.27	553.58	352.98	63.76
合计	14662.72	6402.14	43.66	12122.44	4891.19	40.35	11947.99	4694.48	39.39

数据来源：公司提供

表 3 公司高压变频器主要经营指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年 1-9 月
产能(台)	360	360	360
产量(台)	310	327	289
销量(台)	266	260	251
产销率(%)	85.81	79.51	86.85
平均售价(万元)	47	41	44
主营业务收入(万元)	12506.33	10410.09	10951.50
持有定单金额(万元)	14570	18500	10900

数据来源：公司提供

表 4 公司 SVC 主要经营指标

	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
产能(台)	20	50	70
产量(台)	12	19	36
销量(台)	12	19	36
产销率(%)	100	100	100
主营业务收入(万元)	1038.80	814.66	442.91
主营业务利润率(%)	19.42	41.27	38.72

数据来源：公司提供

2. 产品销售

目前公司主要采取“以销定产”方式进行生产。自 2010 年以来，高压变频器的产量稳步增长。2011 年公司生产各型号高压变频器共计

327 台，较上年同期新增 17 台。2012 年 1~9 月，高压变频器的产量为 289 台，较同期产量下降幅度较大。主要是产品回收加工以及在新厂房搬迁过程中，生产线无法开工，导致产量受到一定影响。从产销率看，2011 年高压变频器的产销率为 79.51%。2012 年 1~9 月，产销率有所提高，达到 86.85%，主要系公司消化存货，减少资金占用，并从加强应收账款管理的角度适当控制项目启动时间。从高压变频器订单状况看，受相关配套电机设备、场地限制、工况要求的差异影响，客户对高压变频器的需求呈现明显的个性化特征，产品需要进行适当的二次开发；因而，高压变频器通常采用订单式生产的方式。

2011 年 SVC 的产量为 19 台；2012 年 1~9 月，SVC 的产能扩充至 70 台/年，产量为 36 台，产量较 2011 年翻了一番，产品均于当期全部售出，产销率高，但是营业收入较 2011 年有较大幅度下降，主要原因是公司实行较为严格的收入确认标准，产品收入需要有严格的验收报告，因此在收入确认有延迟情况。另外 SVC 为非标准化产品，不同容量及规格的售价差异较大，其销量增幅与收入增幅不一定同向变动。由于公司新建的生产线在多数生产工序下兼容公司

的新产品 SVC 无功补偿产品,有利于增强公司成本控制力度以及在产品生产品种选择的灵活性。

从销售网络分布看,公司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,拥有较稳定的用户群。

从销售客户结构看,电力、冶金和水泥企业为公司最主要的三大客户群体,其中,对电力企业客户的销售额约占总销售额的 40%。冶金行业 and 水泥行业的客户群分别约占销售总业绩的 20%和 15%。目前公司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、邯钢矿业集团、河南神火铝业股份有限公司等。由于在生产、安装调试期间,公司需要垫付大量的原材料采购款,且强势的下游企业存在一定押款状况,公司应收账款规模大,增长快,流动资金回款压力较大。

从销售回款模式看,高压变频器销售由 1:8:1 的方式转变为 3:6:1 的分期回款方式:即公司先预收取 30%的货款;经用户半年的试用期确认产品运行正常后,再收取 60%的货款;其余 10%的尾款待用户确认产品正常使用 1 年后收回。SVC 产品的回款模式与高压变频器类似。

销售回款方式的变更主要是公司加强了应收账款的管理工作。针对下游用户占款较大,公司从多方面实施了应对措施,一方面成立专项小组负责跟催历史欠款;一方面在合同签订阶段即明确具体的回款要求,减小货款超期回笼风险;同时对于设备关键器件的采购验收期,和客户的设备验收期尽量保持一致。通过一系

列措施的实施,目前应收账款的逾期收回现象已逐步得到了控制。

表 5 公司高压变频器原料成本构成

原材料	占采购成本比例 (%)	主要供应商
变压器	40	河南中天、江苏中电、佛山伊戈尔
IGBT	10	北京晶川、深圳宏志、武汉科琪
柜体	10	武汉宝普、武汉通源、武汉奥雅达
电线	5	上海南洋、浙江万马

数据来源:公司提供

表 6 公司 SVC 原料成本构成

原材料	占采购成本比例 (%)	主要供应商
电抗器	40	大连二互、杭州精诚
晶闸管	14	株洲南车

数据来源:公司提供

3. 原材料采购及研发能力

在公司高压变频器的制造成本中,原材料采购占采购成本的 65%。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为主要原材料。SVC 的原材料主要为电抗器和晶闸管,分别占采购成本的 40%和 14%。目前,原材料供应以买方市场为主,供应量充足。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,目前,公司采购信用期一般为 60~90 天。

2011~2012 年 9 月,公司通过自主研发获取了 4 项发明专利以及 1 项实用新型专利,具备一定的研究和创新能力。

表 7 公司发明专利获取情况

序号	授权项目名称	类别	授权日期	授权号
1	一种整流与逆变电源上的电解电容组群	发明专利	2011 年 5 月 12 日	ZL 2011 2 0150348.0

2	一种 SVC 的 3 次谐波电流的控制方法	发明专利	2012 年 5 月 9 日	ZL 2012 1 0140237.0
3	一种基于盘型电抗器的 STATCOM 及控制方法	发明专利	2012 年 7 月 15 日	ZL 2012 1 0244065.1
4	一种高压 TCR 晶闸管阀组的状态监控及过压保护系统	发明专利	2012 年 6 月 8 日	ZL 2012 1 0190097.8
5	一种高压大容量异步电机参数的在线测量方法	发明专利	2012 年 7 月 3 日	ZL 2012 1 0225584.3

数据来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于 2010 年 4 月 28 日发行债券共募集资金 2000 万元，全部用于高效节能装置系列新型 SVC 无功补偿产品产业化项目。项目总投资额 8125 万元，现已完工。截至 2012 年 9 月底，公司 SVC 产品的产能扩充至 70 台/年，2012 年 1~9 月的产量为 36 台，实现收入 442.91 万元。

九、财务分析

公司提供的 2011 年财务报表已经武汉公证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。2012 年季报财务数据未经审计。

1. 盈利能力

公司 2011 年实现营业收入 12122.44 万元，较上年下降了 17.32%，主要系高压变频器销量及价格同比下降所致。2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 11947.99 万元，较上年同期上升 28.12%。

2011 年，公司期间费用为 4026.54 万元，同比下降 7.53%，主要系销售及财务费用下降所致。2011 年期间费用率为 33.22%，较上年同期上升 3.52 个百分点。

2011 年，公司利润总额较上年下降 46.33%，为 1194.08 万元，利润总额大幅度下降主要系产品收入延迟确认所致。2012 年 1~9 月，利润总额为 1589.67 万元。

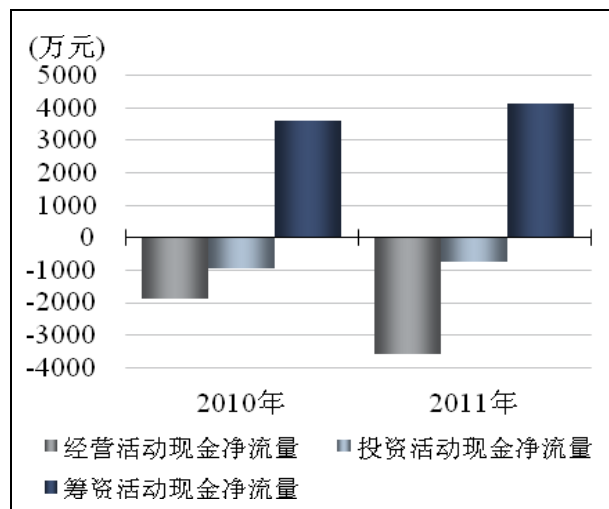
从盈利指标来看，2011 年公司营业利润率为 39.51%，较上年下降 3.1 个百分点；总资本收

益率和净资产收益率分别为 11.54% 和 7.44%，较上年同期下降 5.48 和 16.95 个百分点。2012 年 1~9 月，公司营业利润率为 38.01%，仍保持较高水平。

整体看，跟踪期内，主导产品高压变频器收入延迟确认导致公司营业收入和利润总额规模有所波动；但公司盈利指标仍保持较高水平。

2. 现金流及保障

图2 2011年底公司现金流量图



资料来源：根据公司提供资料整理

注：公司未提供2012年现金流量表

2011 年公司经营活动产生的现金流入量为 18897.19 万元，同比上升 33.87%，主要系 2011 年公司采取较为严格的回款制度，加强了前期应收账款的回笼力度，前期的应收账款在本期大量收回。受 2011 年存货金额同比增加以及产能扩大的影响，2011 年公司购买商品、接受劳务支付的现金较上年增长 67.06%，导致经营活

动现金流出量同比增长 40.58%。2011 年公司经营活动现金净流出量为-3577.85 万元，较 2010 年下降明显。2011 年现金收入比为 107.97%，较上年同期大幅上升 28.83 个百分点，主要系 2011 年公司加强了应收账款的管理工作，增加了销售商品、提供劳务收到的现金，同时由于公司采取严格的收入确认标准，产品收入需要有严格的验收报告，因此在收入确认有延迟情况下，营业收入较上年同期下降明显，现金收入比有所提高。

从投资活动来看，2011 年公司现金流出量为 740.17 万元，主要为购建固定资产和无形资产支付的现金。近两年公司投资活动产生的现金流量均表现为净流出，且净流出规模较大，分别为-732.17 万元，较上一年同期下降了 22.17%。

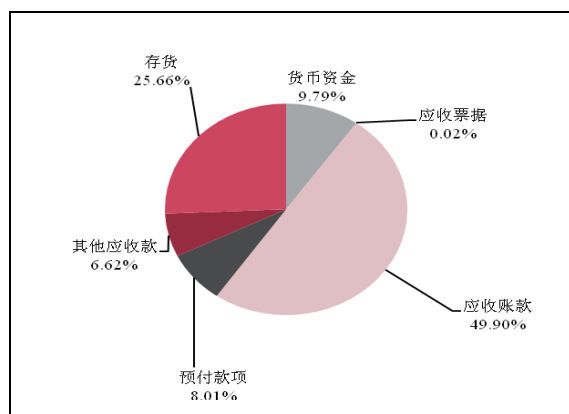
筹资活动方面，2011 年公司筹资活动现金流入规模同比大幅增长 76.96%，主要为取得借款和投资资金注入。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，筹资活动现金流出量为 7571.47 万元。

3. 资本及债务结构

截至2011年底，公司资产总额为30249.31万元，其中，流动资产占84.74%，非流动资产占15.26%。公司流动资产以货币资金、应收账款和存货为主。

流动资产

图3 截至2011年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司提供资料整理

由于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；同时，下游客户较为强势，具有较强的占款能力，应收账款规模较大。截至2011年底，公司应收账款为12791.39万元，同比增长10.96%。其中，账龄在1年以内的占52.14%，1~2年的占32.01%，3年以上的占15.85%，公司计提坏账准备1151.48万元。两年以内的应收账款的主要欠款单位均为大型电力、该部分形成坏账的风险相对较小。两年以上的应收款中的部分欠款在公司早期经营计算机业务时产生，资金回收存在一定不确定性，但其欠款数额较小，对公司应收账款质量影响不大。2011年公司应收账款周转率为1，周转效率较2010年下降明显。

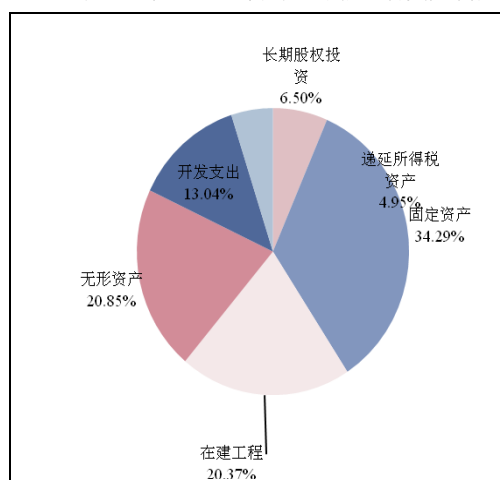
2011年公司其他应收款为1696.51万元，主要为建设新厂房支付的工程款（工程目前处于竣工结算期，由于收款方未开据发票，暂时列示于其他应收科目）、股东间的往来款以及投标保证金等。其他应收款账龄在1年以内的占56.20%，1~2年的占27.48%，2~3年的占11.46%，3年以上的占4.86%，公司计提坏账准备118.52万元。

2011年公司存货为6577.74万元，主要由原材料（占21.75%）、发出商品¹（占57.53%）和在产品（占15.36%）构成。存货较上年增长14.78%，主要是原材料采购量加大，以及收入未确认的产品增加所致。2011年公司存货周转天数为311天，周转效率低，但考虑到存货中发出商品占比高，且产品试用期后将确认销量及收入，实际存货质量尚可。

¹ 由于公司产品安装周期较长，在未安装完毕前仍按公司存货处理。

非流动资产

图4 截至2011年底公司非流动资产构成



资料来源：根据公司提供资料整理

2011年公司固定资产规模为1583.31万元，同比下降11.30%，主要是工业园基地项目转入及原厂设备处理所致。2011年公司无形资产同比下降4.36%，主要系土地使用权出让所致。

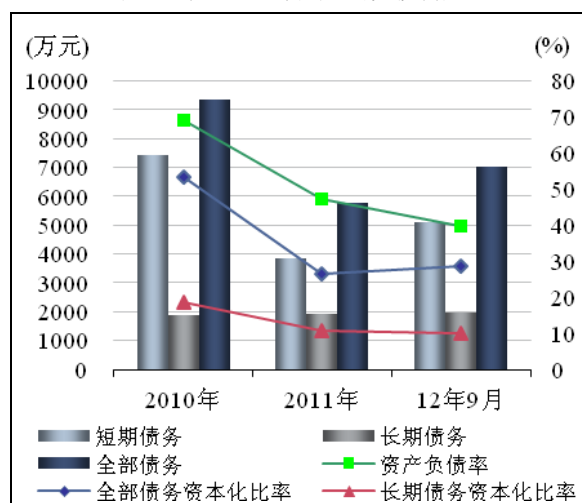
截至2012年9月底，公司资产总额为29086.94万元，其中，流动资产占78.80%，非流动资产占21.20%。流动资产中，公司存货为7215.23万元，较2011年底增长9.69%，主要系公司发出商品的规模持续增加所致，应收账款为9345.71万元，下降26.94个百分点，主要是公司加强了应收账款的管理工作。总体看，公司资产质量尚可。

4. 所有者权益

截至2011年底，公司所有者权益同比增长95.30%，主要系股东华麟津杉和武汉辅仁的资本注入，根据协议华麟津杉和武汉辅仁以每股4.5元购买公司股份，公司股本为每股1元，新增投入的资本溢价作资本公积处理。截至2012年9月底，公司所有者权益有所增长，主要是未分配利润增大所致。截至2012年9月底，股本及资本公积共占所有者权益的67.75%，所有者权益稳定性较上年同期下降明显。

负债

图5 截至2011年底公司负债构成



资料来源：根据公司提供资料整理

截至2011年底，公司负债总额为14284.57万元，其中，流动负债占86.45%，非流动负债占13.55%。负债总额同比下降21.48%，主要系短期借款、应付票据、下降所致。其中，短期借款同比下降45.26%。应付债券为已发行集合债券的待偿还金额。受此因素影响，资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为47.22%、10.81%和26.63%，分别同比下降21.78、7.97和26.68个百分点，债务指标明显下降。

截至2012年9月底，公司负债总额为11585.24万元，其中，流动负债占83.09%，非流动负债占16.91%。受益于所有者权益的增加，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为39.83%、10.07%和28.69%，较2011年公司短期债务增长明显，整体债务负担没有增加。

整体看，公司应收款项占比较高，账期较长，坏账风险较大；存货占比较高，存货质量尚可；公司资产整体质量尚可。公司债务规模稳定，债务负担稳定；短期债务占比高，存在一定资金周转压力。公司所有者权益规模因增资扩股以及未分配利润增加得以扩充，由于资本公积及实收资本在所有者权益中比例下降幅

度明显，其结构稳定性有所下降。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2011 年底，公司流动比率、速动比率均较上年有所提升，分别为 207.56%和 154.30%。截至 2012 年 9 月底，上述指标分别为 238.10%和 163.15%。2011 年，公司经营现金流动负债比为-28.97%，较上年同期降幅明显。考虑到公司流动资产中应收款项占比高，周转效率低，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2011 年公司 EBITDA 为 1866.86 万元，较 2010 年下降明显，但受同期全部债务规模下降影响，公司 2011 年全部债务/EBITDA 指标下降至 3.10 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力与 2010 年同期比较基本持平。公司 2011 年的 EBITDA 利息倍数为 5.48 倍，较上一年下降明显。整体看，公司长期偿债指标有所下滑，但仍处于适宜水平。

6. 债券保障能力分析

公司于2010年4月28日参与发行了总金额为2亿元，期限为3年的中小企业集合债券（“10武中小债”），其中公司发行2000万元（以下简称“存续债券”）。存续债券每年付息一次，公司已于2012年4月28日完成当年利息的兑付。

截至2011年底，公司现金类资产为2514.61万元，为存续债券的1.26倍；截至2012年9月底，公司现金类资产为3152.35万元，为存续债券的1.58倍；现金类资产对存续债券的保障能力较好。2011年公司实现EBITDA 1866.86万元，为存续债券的0.93倍，EBITDA对存续债券的保障能力一般；2011年公司经营活动现金流入量为18897.19万元，为存续债券的9.45倍，经营活动

现金流入量对存续债券的保障能力较好。2011年公司经营活动现金流量净额为负值，对存续债券的保障能力较弱。

截至 2012 年 9 月底，公司未对外提供担保。同期，公司共获得银行授信额度 10000 万元，已使用金额为 5000 万元，未使用额度为 5000 万元，公司具备间接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201212423250），截至 2012 年 12 月 17 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

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。

十、结论

综合考虑，联合资信维持湖北三环发展股份有限公司BB⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

附件 1-1 资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	1906.34	2690.72	2510.61	14.76	3062.35
交易性金融资产					
应收票据	0.00	179.26	4.00		90.00
应收账款	7795.68	11528.04	12791.39	28.09	9345.71
预付款项	692.52	807.44	2052.28	72.15	1582.20
应收利息					
应收股利					
其他应收款	1667.46	1569.58	1696.51	0.87	1625.33
存货	4709.42	5730.96	6577.74	18.18	7215.23
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	16771.42	22506.00	25632.52	23.63	22920.83
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	302.17	300.00	300.00	-0.36	300.00
投资性房地产					
固定资产	499.25	1785.01	1583.31	78.08	1578.50
在建工程	776.69	11.37	940.58	10.05	2745.11
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	358.61	1006.36	962.45	63.82	963.91
开发支出	0.00	601.93	601.93		394.96
商誉					
合并价差					
长期待摊费用					
递延所得税资产	83.51	156.85	228.52	65.42	183.62
其他非流动资产					
非流动资产合计	2020.23	3861.51	4616.78	51.17	6166.11
资产总计	18791.65	26367.51	30249.31	26.87	29086.94

附件 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	2600.00	4750.00	2600.00	0.00	4210.00
交易性金融负债					
应付票据	1056.87	2694.09	1258.46	9.12	871.77
应付账款	4870.62	5972.83	5974.48	10.75	3590.77
预收款项	2721.59	1531.45	1566.88	-24.12	781.25
应付职工薪酬	0.00	6.83	4.08		10.33
应交税费	939.80	880.74	507.27	-26.53	58.34
应付利息	0.00	62.13	62.13		28.50
应付股利					
其他应付款	444.33	404.34	376.19	-7.99	75.60
预计负债					
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	12633.21	16302.41	12349.49	-1.13	9626.56
非流动负债：					
长期借款					
应付债券	0.00	1890.31	1935.07		1958.69
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	0.00	1890.31	1935.07		1958.69
负债合计	12633.21	18192.72	14284.57	6.34	11585.24
所有者权益：					
实收资本(或股本)	5255.25	5255.25	7000.00	15.41	7000.00
资本公积	0.00	0.00	4856.63		4856.63
减：库存股					
盈余公积	149.55	452.01	630.29	105.29	758.31
未分配利润	753.64	2467.54	3477.82	114.85	4886.76
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	6158.44	8174.79	15965.74	61.01	17501.69
少数股东权益					
所有者权益合计	6158.44	8174.79	15965.74	61.01	17501.69
负债和所有者权益总计	18791.65	26367.51	30249.31	26.87	29086.94

附件 2 利润表

(单位: 万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	11672.69	14662.72	12122.44	1.91	11947.99
减：营业成本	6842.50	8260.58	7231.25	2.80	7253.51
营业税金及附加	120.43	153.63	101.21	-8.33	153.60
销售费用	2078.73	2651.07	1996.33	-2.00	1349.11
管理费用	1163.65	1193.04	1717.59	21.49	1528.95
财务费用	205.55	510.27	312.62	23.33	325.71
资产减值损失	191.07	407.77	443.53	52.36	0.00
加：公允价值变动收益					
投资收益	-5.53	61.83	0.00	-100.00	0.00
其中：对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	1065.22	1548.18	319.91	-45.20	1337.11
加：营业外收入	171.34	678.27	881.28	126.79	258.42
减：营业外支出	10.25	1.45	7.11	-16.71	5.86
其中：非流动资产处置损失					
三、利润总额	1226.32	2225.00	1194.08	-1.32	1589.67
减：所得税费用	124.82	208.64	5.51	-79.00	180.73
四、净利润	1101.50	2016.35	1188.57	3.88	1408.94
其中：归属于母公司的净利润					
少数股东损益					
被合并方合并前的净利润					

附件 3-1 现金流量表

(单位: 万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 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	12318.65	11603.98	13088.03	3.08
收到的税费返还	0.00	0.40	211.71	
收到其他与经营活动有关的现金	264.42	2511.76	5597.46	360.09
经营活动现金流入小计	12583.07	14116.14	18897.19	22.55
购买商品、接受劳务支付的现金	6815.82	8258.56	13796.40	42.27
支付给职工以及为职工支付的现金	1206.50	1617.59	1772.81	21.22
支付的各项税费	607.28	1361.36	1118.79	35.73
支付其他与经营活动有关的现金	2859.71	4749.68	5787.04	42.25
经营活动现金流出小计	11489.31	15987.19	22475.04	39.86
经营活动产生的现金流量净额	1093.76	-1871.05	-3577.85	
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	0.00	364.00	0.00	
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.50	8.00	
处置子公司及其他单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	0.00	364.50	8.00	
购建固定资产、无形资产等支付的现金	544.38	1005.20	740.17	16.60
投资支付的现金	0.00	300.00	0.00	
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	544.38	1305.20	740.17	16.60
投资活动产生的现金流量净额	-544.38	-940.70	-732.17	
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	6601.38	
取得借款收到的现金	2600.00	4750.00	5100.00	40.05
发行债券收到的现金	0.00	1862.60	0.00	
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	2600.00	6612.60	11701.38	112.14
偿还债务支付的现金	1600.00	2601.06	7279.68	113.30
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	130.43	402.84	291.79	49.57
支付其他与筹资活动有关的现金	83.13	12.56	0.00	-100.00
筹资活动现金流出小计	1813.56	3016.46	7571.47	104.33
筹资活动产生的现金流量净额	786.44	3596.14	4129.90	129.16
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	1335.81	784.39	-180.12	
加: 期初现金及现金等价物余额	570.52	1906.34	4929.48	193.94
六、期末现金及现金等价物余额	1906.34	2690.73	4749.36	57.84

附件 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	1101.50	2016.35	1188.57	3.88
加: 资产减值准备	191.07	407.77	443.53	52.36
固定资产折旧及其他	42.02	73.30	259.65	148.57
无形资产摊销	66.92	68.26	72.55	4.12
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产等损失	-1.24	-14.15	-1.00	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	205.55	510.27	312.62	23.33
投资损失	5.53	-61.83	0.00	-100.00
递延所得税资产减少	-27.42	-73.33	-71.67	
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-1124.18	-1623.46	-846.79	
经营性应收项目的减少	-2095.18	-4893.18	-3132.40	22.27
经营性应付项目的增加	2729.19	1718.95	-1802.92	--
其他				
经营活动产生的现金流量净额	1093.76	-1871.04	-3577.85	--

附件 4 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	2.99	1.50	0.99	1.54	--
存货周转次数(次)	2.91	1.58	1.17	1.64	--
总资产周转次数(次)	1.24	0.65	0.43	0.66	--
现金收入比(%)	105.53	79.14	107.97	98.83	--
盈利能力					
营业利润率(%)	40.35	42.61	39.51	40.61	38.01
总资本收益率(%)	13.32	13.45	7.03	10.21	--
净资产收益率(%)	17.89	24.67	7.44	14.70	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	0.00	18.78	10.81	11.04	10.07
全部债务资本化比率(%)	37.26	53.31	26.63	36.76	28.69
资产负债率(%)	67.23	69.00	47.22	57.76	39.83
偿债能力					
流动比率(%)	132.76	138.05	207.56	171.75	238.10
速动比率(%)	95.48	102.90	154.30	127.11	163.15
经营现金流动负债比(%)	8.66	-11.48	-28.97	-16.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.50	8.00	5.48	6.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.37	3.45	3.10	3.06	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.15	-0.30	-0.74	-0.43	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.67	-8.31	-12.65	-8.29	--

注：2012 年三季度财务数据未经审计。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	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%
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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 6 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

跟踪评级公告

联合[2013] 025 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持武汉思远投资有限公司主体长期信用等级为B⁻，评级展望为负面。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年二月二十二日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

武汉思远投资有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: B⁻ 评级展望: 负面
上次评级结果: B⁻ 评级展望: 负面

跟踪评级时间: 2013 年 2 月 22 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(万元)	7783.65	366.52	1091.97	665.21
资产总额(万元)	42025.59	24646.99	16007.89	4481.90
所有者权益合计(万元)	7205.62	3946.30	3480.72	98.80
短期债务(万元)	10000.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	14474.00	2577.67	2519.42	2548.54
营业收入(万元)	20651.90	7593.76	0.00	0.00
利润总额(万元)	1137.18	-1449.26	-453.54	-222.62
EBITDA(万元)	3211.54	-98.81	-395.29	--
经营性净现金流(万元)	1379.86	-2319.83	841.95	0.00
营业利润率(%)	56.90	50.13	--	--
净资产收益率(%)	8.80	-47.45	-13.38	--
资产负债率(%)	82.85	83.99	78.26	97.80
全部债务资本化比率(%)	66.76	39.51	41.99	96.27
流动比率(%)	43.43	135.79	159.71	231.27
经营现金流负债比(%)	4.66	-12.80	8.41	--

注: 公司 2012 年三季度财务数据未经审计, 且公司未提供现金流量表。

分析师

李小建

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 武汉思远投资有限公司(以下简称“公司”), 受资产划拨、股东退股等影响, 公司资产、所有者权益规模大幅下降; 公司无实际经营收入, 亏损较为严重; 债务负担进一步加重。

鉴于公司业务萎缩, 难以形成收入, 公司财务状况及偿债能力持续恶化, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)维持公司主体长期信用等级为 B⁻, 评级展望为负面。

关注

1. 由于公司将主要经营主体(武汉思远顾问有限公司)股权转让给关联企业, 公司已无实质经营收入。
2. 受资产划拨、股东退资、经营亏损等影响, 公司资产、所有者权益下降幅度大。
3. 公司资产以应收款项为主, 资产质量差。
4. 公司债务负担重。

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）与武汉思远投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级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。

二、联合资信与评级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。

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。

六、本跟踪评级结果自发布之日起12个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、企业基本情况

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2009年底，公司注册资本为2500万元，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。2010年，公司曾赞、周鹏、文珠穆等股东退资或将股权转让，同时公司引入新股东彭爱华、王洪、刘魁渝，公司股东由47人变更为4人，同时注册资本由2500.00万元减至1531.90万元。截至2012年9月底，因股东减资或退资，公司注册资本进一步下降至1071.18万元。

表1 公司股东出资额变更情况（单位：万元）

股东名称	2011年12月31日	2012年9月30日
王桂湘	1478.62	1019.05
彭爱华	39.98	39.98
王洪	12.15	12.15
刘魁渝	1.15	
合 计	1531.9000	1071.18

资料来源：公司审计报告

截至2011年底，公司资产总额16007.89万元，所有者权益3480.72万元；2011年公司无业务收入，净利润-465.59万元。

截至2012年9月底，公司资产总额4481.90万元，所有者权益98.80万元；2012年1~9月，公司无业务收入，净利润-222.62万元。

二、重大事项

1. 业务情况

2010年下半年，由于中国应届高中毕业生人数急速下降、招收大学生人数不断增加、全球金融危机对民办教育机构的影响等因素，公司作出战略转型和调整。2010年下半年开始，公司停止了以招收高中毕业生为主的思远双N项目。2010年10月，公司将主要经营主体思远顾问股权转让给关联企业思华教育。

因停止招生及股权转让、业务转移，2011年和2012年1~9月，公司无业务收入，并出现严重亏损。

2. 资产划拨

2010年10月，公司向思华教育出售公司所持有的思远顾问全部股权；2010年10月，根据武汉市政府《市人民政府办公厅关于变更市仪表电子学校隶属关系的批复》（武政办[2010]143号），公司将武汉思远IT职业学院（智谷校区）土地377亩及房产转让给武汉市仪表电子学校¹；2011年6月，公司将下属思远信息技术培训学院（以下简称“培训学院”）教学配套设施设备转让给仪表电子学校。

受以上资产划拨影响，公司资产规模大幅下降。

三、经营、财务分析

1. 经营状况

因2010年下半年开始，公司停止招生及股权转让、业务转移，2011年和2012年1~9月，公司无业务收入，而2010年度实现的7593.76万元收入均为2010年上半年实现。

从盈利情况看，2011年和2012年1~9月，公司出现较大亏损，分别净亏损465.59万元和222.62万元。

总体看，受股权转让和业务转移影响，公司经营业务停止，相应出现亏损。

表2 公司业务情况

年度	类型	销售回款（万元）
2010年	思远双N	7593.76
2011年	--	0.00
2012年1~9月	--	0.00

资料来源：公司提供

2. 财务状况

公司提供的2011年财务报表经武汉众环

¹ 武汉市仪表电子学校为武汉市教育局下属中职中专类学校，其债务清偿主要来源为财政拨款。

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；2012 年前三季度财务报表未经审计。

受资产划拨及业务转移影响，截至 2011 年底，公司资产总额 16007.89 万元，较 2010 年底大幅下降 35.05%，资产中应收账款和其他应收款占比大，分别为 24.90%和 66.64%。公司应收账款为应收仪表电子学校 4000 万元（坏账准备 20.00 万元，其中 2000 万元未与预收款项抵消）。根据 2011 年 12 月 28 日公司与仪表电子学校签署的《债权债务清理协议书》（以下简称“协议”），经协商，仪表电子学校应向公司支付校园回收补偿余款、培训学校动产回收款、资金占用费等合计 2765.30 万元。上述协议所约定内容未在 2011 年报表中反映。截至 2012 年 9 月底，公司应收仪表电子学校 2500 万元智谷校区及相关动产转让款余额（该笔应收账款将用于保障公司 10 年发行 2500 万元中小集合债券的本金偿还）。

因股东退、减资及业务停止使得 2011 年和 2012 年前三季度出现较大亏损影响，截至 2011 年底，公司所有者权益合计 3480.72 万元，较 2010 年底大幅下降 35.05%；截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益进一步下降至 98.80 万元，较 2011 年底下降 97.16%。

因业务规模缩减，公司减少银行借款和预收学生学费，截至 2011 年底，公司负债合计 12527.18 万元，较 2010 年底下降 39.48%；截至 2012 年 9 月底，公司负债合计 4383.09 万元，较 2011 年底下降 65.01%，主要是其他应付款大幅减少所致。

从债务结构看，公司无银行借款，公司有息债务为应付 2010 年发行中小集合债券本息。截至 2011 年底，公司全部债务合计 2519.42 万元，截至 2012 年 9 月底公司全部债务合计 2548.54 万元。

从债务指标看，2011 年，公司资产负债率为 78.26%；2012 年 9 月底，因亏损和股东退、减资，公司资产负债率上升至 97.80%。

从经营性现金流看，2011 年，因业务停止，公司无实际业务经营性现金流，经营活动产生的现金流入主要为出让校园以及往来款收到的现金，经营活动现金流出主要为偿还往来借款所支付的现金，2011 年公司经营活动现金流量净额为 841.95 万元。公司无投资活动现金流，筹资活动现金流出主要为偿还 2010 年中小集合债券利息所支付的现金。

总体看，跟踪期内，受资产划拨以及业务停止影响，公司财务状况进一步恶化。

3. 发债资金使用情况及债务偿还保证

公司2010年发行集合债券募集资金2500万元（以下简称“本期集合债券”），用于国家软件人才国际（武汉）培训基地项目（主要为武汉智谷校区）建设。公司已于2010年将武汉智谷校区资产转让。

根据公司于2011年12月与仪表电子学校签署的《债权债务清理协议书》，仪表电子学校暂缓偿还公司智谷校区及相关动产转让款2500万元，待本期集合债券到期时，用以保证公司对本期集合债券本金的偿还。2012年3月5日，根据《市教育局关于承诺支付市仪表电子学校转接思远投资有限公司债券还款事宜的函》（武教函[2012]15号），武汉市教育局同意所属仪表电子学校转接公司债券方案，并承诺在本期集合债券到期之年即2013年，在市级职业教育专项经费中安排2500万元给仪表电子学校，确保仪表电子学校一次性支付2500万元给公司的偿债专用账户。

利息偿还方面，公司在交通银行武汉鲁巷支行设立偿债专项账户（该账户内资金的动用需经公司和武汉信用风险管理有限公司双方批准），公司第2个计息年度利息116.5万元已于2012年4月28日支付。截至目前，偿债专项账户余额215.14万元，该账户资金将用于本期集合债券未来利息的偿还。

联合资信注意到，对本期债券的偿还，公司制订了一系列的保障措施，对其偿还构成一

定程度的保护。但跟踪期内，受主要经营主体股权转让，公司已无业务收入，并出现亏损；公司资产、所有者权益规模大幅下降；债务负担重；财务状况进一步恶化。总体看，公司对债务偿还保障能力趋弱。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为B⁻，评级展望为负面。

附件 1-1 公司资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	7752.91	366.52	1091.97	-62.47	665.21
交易性金融资产	30.74				
应收票据					
应收账款	4.63	14925.00	3980.00	2832.94	2500.00
预付款项	1890.40		239.49	-64.41	115.22
应收利息					
应收股利					
其他应收款	3140.41	9298.01	10652.14	84.17	942.33
存货	42.32	20.00	20.00	-31.26	20.00
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	12861.41	24609.53	15983.60	11.48	4242.76
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					238.00
投资性房地产	5229.28				
固定资产	17863.72	7.03	5.91	-98.18	1.14
在建工程	3148.42				
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	2498.26				
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用					
递延所得税资产	424.50	30.43	18.38	-79.19	
其他非流动资产					
非流动资产合计	29164.18	37.46	24.29	-97.11	239.14
资产总计	42025.59	24646.99	16007.89	-38.28	4481.90

附件 1-2 公司资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	10000.00				
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	2152.62	1846.17	519.99	-50.85	310.66
预收账款	4637.59		2000.00	-34.33	
应付职工薪酬	433.14	104.49	104.36	-50.91	16.35
应交税费	779.56	1058.53			-1.42
应付利息			1057.80		
应付股利					
其他应付款	11611.72	15113.84	6325.60	-26.19	1508.96
预计负债					
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	29614.63	18123.02	10007.76	-41.87	1834.55
非流动负债：					
长期借款	4474.00				
应付债券		2577.67	2519.42		2548.54
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债	731.34				
其他非流动负债					
非流动负债合计	5205.34	2577.67	2519.42	-30.43	2548.54
负债合计	34819.97	20700.69	12527.18	-40.02	4383.09
所有者权益：					
实收资本（或股本）	2500.00	1531.90	1531.90	-21.72	1071.18
资本公积	508.40	89.73	89.73	-57.99	
减：库存股					
盈余公积	11.97	366.37	366.37	453.21	
未分配利润	4185.25	1958.30	1492.71	-40.28	-972.38
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合	7205.62	3946.30	3480.72	-30.50	98.80
少数股东权益					
所有者权益合计	7205.62	3946.30	3480.72	-30.50	98.80
负债和所有者权益总计	42025.59	24646.99	16007.89	-38.28	4481.90

附件 2 公司损益表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	20651.90	7593.76	0.00	-100.00	0.00
减: 营业成本	8178.33	3519.46	286.19	-81.29	0.44
营业税金及附加	723.03	267.38	0.00	-100.00	0.00
营业费用	10131.84	2861.53	0.13	-99.65	0.00
管理费用	2721.72	2878.00	160.87	-75.69	48.50
财务费用	745.24	-17.29	53.55	-73.20	143.98
资产减值损失	6.85	121.08	-48.20		
加: 公允价值变动收益	2925.36	-13.94			
投资收益		295.51			
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	1070.25	-1754.83	-452.54		-192.92
加: 营业外收入	77.70	750.29	0.00		0.30
减: 营业外支出	10.78	444.71	1.00	-69.54	30.00
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	1137.18	-1449.26	-453.54		-222.62
减: 所得税费用	502.73	423.30	12.05	-84.52	
四、净利润	634.45	-1872.55	-465.59		-222.62

附件 3 公司现金流量表
 （单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 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	14211.58	4913.48	13000.00	-4.36
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	12226.60		3840.11	-43.96
经营活动现金流入小计	26438.18	4913.48	16840.11	-20.19
购买商品、接受劳务支付的现金	9263.95	502.28	1851.86	-55.29
支付给职工以及为职工支付的现金	6231.98	3319.09	6.62	-96.74
支付的各项税费	600.98	450.08	0.73	-96.52
支付其他与经营活动有关的现金	8961.41	2961.85	14138.95	25.61
经营活动现金流出小计	25058.32	7233.31	15998.16	-20.10
经营活动产生的现金流量净额	1379.86	-2319.83	841.95	-21.89
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	9.93	15000.00		
处置子公司及其他单位收到的现金净额		-1514.61		
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	9.93	13485.39	0.00	
购建固定资产、无形资产等支付的现金	2865.27	4175.52		
投资支付的现金				
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	2865.27	4175.52	0.00	
投资活动产生的现金流量净额	-2855.34	9309.86	0.00	
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	-968.10		
取得借款收到的现金	24474.00			
发行债券收到的现金		2500.00		
收到其他与筹资活动有关的现金	22.87			
筹资活动现金流入小计	24496.87	1531.90	0.00	
偿还债务支付的现金	17000.00	14474.00		
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1146.11	1262.57	116.50	-68.12
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计	18146.11	15736.57	116.50	-91.99
筹资活动产生的现金流量净额	6350.76	-14204.67	-116.50	
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	
五、现金及现金等价物净增加额	4875.29	-7214.64	725.45	-61.43

附件 4 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4463.59	1.02	0.00	--
存货周转次数(次)	193.24	112.94	14.31	--
总资产周转次数(次)	0.49	0.23	0.00	--
现金收入比(%)	68.81	64.70	--	--
盈利能力				
营业利润率(%)	56.90	50.13	--	--
总资本收益率(%)	6.41	-28.70	-6.79	--
净资产收益率(%)	8.80	-47.45	-13.38	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	38.31	39.51	41.99	96.27
全部债务资本化比率(%)	66.76	39.51	41.99	96.27
资产负债率(%)	82.85	83.99	78.26	97.80
偿债能力				
流动比率(%)	43.43	135.79	159.71	231.27
速动比率(%)	43.29	135.68	159.51	230.18
经营现金流流动负债比(%)	4.66	-12.80	8.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.51	-26.09	-6.37	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.10	2.71	0.33	--
现金偿债倍数(倍)	3.11	0.15	0.44	0.27
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	10.58	1.97	6.74	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.55	-0.93	0.34	--

注：公司 2012 年前三季度财务数据未经审计，且无现金流量表。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	现金类资产/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

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

附件 6 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

跟踪评级公告

联合[2013] 026 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将武汉国有资产经营公司主体长期信用等级由AA⁻调整为AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年二月二十二日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

武汉国有资产经营公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2013 年 2 月 22 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	35.49	48.27	51.98	55.09
资产总额(亿元)	193.56	219.71	270.54	281.61
所有者权益合计(亿元)	79.32	90.97	93.58	99.37
短期债务(亿元)	27.86	23.58	25.63	27.97
全部债务(亿元)	43.62	37.10	42.60	47.31
营业收入(亿元)	217.81	265.36	308.59	256.04
利润总额(亿元)	10.03	11.69	13.79	9.52
EBITDA(亿元)	17.34	20.02	23.05	--
经营性净现金流(亿元)	14.36	27.85	26.43	21.48
营业利润率(%)	18.49	18.95	19.23	19.35
净资产收益率(%)	9.56	9.59	11.25	--
资产负债率(%)	59.02	58.59	65.41	64.72
全部债务资本化比率(%)	35.48	28.97	31.29	32.26
流动比率(%)	75.31	79.84	72.93	72.04
全部债务/EBITDA(倍)	2.52	1.85	1.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.52	10.26	7.85	--
经营现金流/流动负债(%)	15.22	25.05	16.76	--

注: 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

李小建

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 受益于武汉市经济的较快发展, 人均收入的稳步增长以及消费水平的提高, 武汉零售行业保持了良好的发展势头, 武汉国有资产经营公司(以下简称“公司”)商业零售规模持续扩大, 整体盈利能力较好, 保持了在湖北省商业零售领域的龙头地位。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到, 公司对下属重要子公司武汉商联集团股份有限公司(以下简称“武商联”)控制力有待加强, 旗下零售上市公司资产重组等因素可能给公司经营带来的影响。

未来, 随着实体经济的发展、人均收入的稳步增长以及消费水平的继续提高, 公司零售业务规模将保持平稳快速增长。公司经营及财务状况有望得到进一步改善, 并有效支持公司的信用基本面。

综合考虑, 联合资信将公司主体长期信用等级由 AA⁻ 调整为 AA, 评级展望为稳定。

优势

1. 受益于武汉市经济的较快发展, 人均收入的稳步增长以及消费水平的提高, 武汉市零售行业保持了良好的发展势头。
2. 公司零售板块销售规模持续扩大, 整体盈利能力较好, 在湖北省保持龙头地位。
3. 公司债务结构较为合理, 债务负担适宜。
4. 公司收入实现质量较好, 现金流状况良好。

关注

1. 目前中百集团与武汉中商的资产重组尚未完成。
2. 公司对下属重要子公司武商联的控制力度有待加强。
3. 公司可供出售金融资产随股市波动, 对权益影响较大。
4. 公司保持较大的对外投资规模。

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）与武汉国有资产经营公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与武汉国有资产经营公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级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，未因武汉国有资产经营公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由武汉国有资产经营公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于武汉国有资产经营公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

武汉国有资产经营公司（以下简称“武汉国资”或“公司”）是经武汉市国有资产监督管理委员会（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。公司于 1994 年 8 月 12 日注册成立，截至 2011 年底，公司注册资本金 123834.00 万元。武汉市国资委是公司的唯一出资人。

公司的经营范围：授权范围内的国有资产经营管理；国有资产产权交易；信息咨询、代理及中介服务。

截至 2011 年底，公司全资、控股二级子公司 10 家，公司下设投资部、安全生产部、资产财务部、人力资源部、党群工作部、监察审计部、营运部和办公室等。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额为 270.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 93.58 亿元；2011 年公司实现营业收入 308.59 亿元，利润总额 13.79 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 281.61 亿元，所有者权益（含少数股东权益）99.37 亿元；2012 年 1~9 月公司实现营业收入 256.04 亿元，利润总额 9.52 亿元。

公司注册地址：武汉市江汉区发展大道 168 号；法人代表：杨国霞。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境

下也出现明显放缓。整体而言，2011 年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国 2011 年国民经济和社会发展统计公报》，2011 年国内生产总值 471564 亿元，比上年增长 9.2%。其中，第一产业增加值 47712 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 220592 亿元，增长 10.6%；第三产业增加值 203260 亿元，增长 8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 10.1%，第二产业增加值比重为 46.8%，第三产业增加值比重为 43.1%。

2011 年，中国全社会固定资产投资 311022 亿元，比上年增长 23.6%，扣除价格因素，实际增长 15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933 亿元，增长 23.8%；农户投资 9089 亿元，增长 15.3%。东部地区投资 130319 亿元，比上年增长 20.1%；中部地区投资 70783 亿元，增长 27.5%；西部地区投资 71849 亿元，增长 28.7%；东北地区投资 32687 亿元，增长 30.4%。

根据国家统计局公布的数据，2012 年 1-9 月 GDP 实现 353480 亿元，同比增长 7.7%。2012 年 1-9 月份，固定资产投资（不含农户）256933 亿元，同比增长 20.5%，比 1-8 月份提高 0.3 个百分点，而其中中央项目投资同比增长 2.3%；地方项目投资同比增长 21.8%。1-9 月，全国房地产开发投资 51046 亿元，同比增长 15.4%，较 1-8 月回落 0.2 个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企

业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上,明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,根据形势变化适时适度预调微调,以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元,同比增长19.8%;用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。

货币政策方面,2011年,央行货币政策较为频繁,年度内6次上调存款准备金率,3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》,2011年年末,中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元,同比增长13.6%,增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%,增速比上年低4.1个百分点,比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元,其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行,12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%,比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月,央行2次下调存款准备金率,并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率,通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末,广义货币供应量(M2)94.37万亿元,同比增14.8%,增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点;狭义货币供应量(M1)28.68万亿元,同比增长7.30%,增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看,9月份人民币贷款余额6232亿元,同比多增364亿元,其中新增中长期贷款2868亿元,较上月继续小幅反弹,占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%,信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面,调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日,国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十

二个五年规划纲要》;2011年9月7日,国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》;2011年中央政府继续加强房地产调控,“国八条”、房产税试点改革先后落地,“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级,房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》,提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台,对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

2011年武汉市经济发展较快,2011年武汉市地区生产总值6756.20亿元,同比增长12.5%;2011年全市社会固定资产投资4255.16亿元,同比增长22.1%,其中第三产业增加值3303.48亿元,同比增长9.6%。2011年,武汉市完成全口径财政收入1795.99亿元,同比增长26.8%,其中,地方财政收入1194.30亿元,增长32.0%,地方一般预算收入673.26亿元,增长40.0%。2011年,武汉市城市居民人均可支配收入和农民纯收入分别为23720元和9550元,分别同比增长14.1%和18.3%,城乡居民收入增幅均高于同期GDP增幅;2011年,武汉市城市居民人均消费性支出17140.96元,同比增长18.3%,消费的增长促进了武汉市商业零售业的发展。

2012年1~8月,武汉市规模以上工业总产值5715.66亿元,同比增长13.1%;全口径财政收入1360.49亿元,同比增长11.0%,其中地方财政收入875.63亿元,同比增长10.3%;社会消费品零售总额2177.79亿元,同比增长15.5%。

2011年,武汉市实现社会消费品零售总额2959亿元,同比增长18.0%;全市实现批发和零售业务实现商品销售总额为10443.87亿元,同比增长25.1%,其中,批发业实现商品销售总额为7442.40亿元,增长26%,零售业3001.47亿元,

增长22.8%；百货商场、专卖店零售额增长15.8%和23.6%，两者占零售额比重分别为8.5%和10.1%；超级市场、专业店零售额分别增长27.3%和 37.7%，两者占零售额比重分别为12.4%和22.6%，市民购物日益趋于专业性更强的商场和日用商品较为集中的综合性卖场。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2012 年 9 月底，公司注册资本 123834 万元，为武汉市国资委全额出资。武汉市国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模

截至2011年底，公司下属全资、控股二级子公司10家，其中控股子公司武汉商联（集团）股份有限公司（截至2011年底，公司持股65.91%，以下简称“武商联”）下属三家上市公司（中百控股集团股份有限公司，简称“中百集团”，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；武汉武商集团股份有限公司，简称“鄂武商”，股票代码：000501）。公司业务涵盖商业零售、医药保健、金融板块、地产及园区开发等。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员未发生变化。

内部管理方面，公司通过《武汉国有资产经营公司投资管理暂行办法》进行风险控制，通过《武汉国有资产经营公司财务管理暂行办法》进行财务管理；但由于企业的国企性质所制约，在具体执行过程中力度不够，决策时间偏长，未来公司计划筹划建设资金结算中心，完善企业财务管理。

公司目前较好的商业零售资产均是通过控股武商联来实现，由于武商联与公司属于平级单位，武商联的董事会成员和管理都由武汉市委组织部直接任命，控制力度有待加强。

七、经营分析

目前，公司经营的国有资本涵盖了商业零售、金融服务、产业园区开发等多个行业，公司收入以商业零售为主。2011 年公司营业收入和利润总额分别为 308.59 亿元和 13.79 亿元，较 2010 年增长 16.29%和 17.97%；2012 年 1~9 月份公司实现营业收入 256.04 亿元，为 2011 年全年的 82.97%，公司发展态势良好。

表 1 2010 和 2011 年公司营业收入情况

项目（万元）	2010 年		2011 年	
	收入（万元）	占比	收入（万元）	占比
主营业务	2507388.89	94.49%	2978350.22	96.52%
其他业务	146251.59	5.51%	107518.03	3.48%
合计	2653640.47	100%	3085868.25	100%

资料来源：公司提供

商业零售板块

公司收入主要是来自子公司武商联的商业零售收入。截至 2011 年末，武商联总资产 214.12 亿元，总负债 144.86 亿元，所有者权益 69.27

亿元，2011 年实现营业总收入 307.14 亿元，净利润 8.13 亿元。截至 2012 年 9 月底，武商联直接持有中百集团 10.16%的股份，直接持有武汉中商 41.99%的股份，直接持有鄂武商 22.02%的股份，同时公司直接持有鄂武商 4.53%的股

份。

公司商业零售业务涉及高档百货、日用百货、连锁超市、便民超市、物流配送等，业务涵盖范围广，竞争力强。2011 年，公司下属三家上市零售公司收入保持稳定增长，中百集团、武汉中商和鄂武商分别实现营业收入 138.64 亿元、41.04 亿元和 127.34 亿元，同比分别增长 16.78%、10.80%和 20.85%，2011 年摩尔扩建项目的完成并投入运营使得鄂武商当期收入及利润规模同比增幅较大。

截至 2011 年底，中百集团连锁网点总数 838 家，其中仓储超市网点 203 家（武汉市内 71 家，湖北省内 76 家，重庆市 56 家），便民超市网点 584 家（含加盟店 49 家）。鄂武商门店数量达到 100 家，经营面积 145 万平方米。

由于上述三家控股公司均为武汉市国资委下属企业，为了避免同业竞争，武汉市国资委有意将三家上市公司进行重组。根据 2012 年 12 月 6 日，中百集团公告的《中百控股集团股份有限公司换股吸收合并武汉中商集团股份有限公司并募集配套资金暨关联交易报告书》（草案），中百集团拟以新增股份换股吸收合并武汉中商。中百集团将作为存续方，武汉中商将注销法人资格，将全部资产、负债、权益、业务和人员并入中百集团。若本次交易完成，武商联及其关联方、一致行动人将持有存续中百集团约 18.65%的股份（考虑配套募集资金，未考虑异议股东行使现金选择权或收购请求权可能带来的影响），仍为中百集团的第一大股东。本次交易完成后，有利于提升存续公司的资本规模和销售规模，逐步提高盈利能力，降低经营风险，进而提升存续公司的竞争力。截至评级时点，该项资产重组尚未完成，联合资信将密切关注此次交易的后续进展情况。

根据中国证监会（证监许可[2012]801 号）《关于核准武汉商联（集团）股份有限公司及其一致行动人公告武汉武商集团股份有限公司要约收购报告书的批复》和武商联《武汉武商集团股份有限公司要约收购报告书》，截至 2012

年 7 月本次要约收购期满，武汉市国资委旗下的武商联及其一致行动人武汉经济发展投资（集团）有限公司和武汉国资向除收购人以外的全体流通股股东收购 2536.24 万股鄂武商 A 股票，合计占鄂武商 A 总股本的 5.00%。截至 2012 年 9 月底，武商联及其一致行动人武汉经济发展投资（集团）有限公司和武汉国资合计持股鄂武商 A 股权上升至 31.30%，对鄂武商的控制能力进一步提升。

通过重组，公司将整合下属子公司资产，避免同业竞争，提升经营效率；通过增加对子公司的持股，提升对鄂武商的控制力。

医药板块

公司在医药保健类业务方面主要以参股联营方式经营。截至 2012 年 9 月底，公司参股马应龙药业集团股份有限公司（简称“马应龙”，股票代码：600993）和武汉远大制药集团有限公司（简称“武汉远大”）等企业。

2011 年，公司将持有的武汉中联药业集团股份有限公司（简称“武汉中联”）90.05%股权全部转让给中国医药工业研究总院（受让武汉中联 80%股权）和湖北省科技投资集团有限公司（受让武汉中联 10.05%股权），主要是由于 2009 年以来外部原材料价格上涨以及内部管理机制落后的影响，武汉中联一直处于亏损状态。

金融板块

在金融方面，公司参股的银行主要有天风证券、武汉农商行、汉口银行等。此外，公司下属控股担保公司为武汉东创投资担保有限公司（简称“东创担保”）。

东创担保 2011 年全年担保及贷款 536 笔，担保及贷款总额为 26.27 亿元，实现利润总额 2148.61 万元，净利润 1698.72 万元（计提风险准备金后）。

在基金运营方面，公司对新创基金增资 1350 万元、重组控盘生物基金、与北京远望中景投资有限公司等投资机构共同设立东创基金；其中生物基金投资了禾元生物、摩尔生物、

人福生物、博润生物、新生源药业等项目；东创基金完成了襄阳宇清传动、武汉科威晶、鄂信钻石、北京嘉洁能等项目投资。

此外，公司还完成了对武汉金融资产交易所 3000 万元的投资。

总体看，跟踪期内，得益于武汉市经济发展以及居民消费水平的提高，公司商业零售业务实现较快增长，其他业务板块经营状况良好。

八、财务分析

公司提供的 2011 年财务报表已经大信会计师事务所有限公司湖北分所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2012 年前三季度财务数据未经审计。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额为 270.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 93.58 亿元；2011 年公司实现营业收入 308.59 亿元，利润总额 13.79 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 281.61 亿元，所有者权益（含少数股东权益）99.37 亿元；2012 年 1~9 月公司实现营业收入 256.04 亿元，利润总额 9.52 亿元。

1. 盈利能力

2011 年，公司零售业务增长较快，公司营业收入为 308.59 亿元，较 2010 年增长 16.29%；同时，2011 年较 2010 年营业成本增长为 15.93%，增长速度与营业收入的增长速度相当。

2011 年因公司业务拓展需要，销售费用增长较快，较 2010 年增长 22.98%，管理费用同比增长 12.64%；2011 年公司财务费用同比增长 13.63%；公司投资收益主要为以权益法核算确认的长期股权投资收益，2011 年公司取得投资收益 3.62 亿元，较 2010 年增长 72.94%。相应公司营业利润、利润总额和净利润同比增长分别为 20.50%、17.97%和 20.69%，2011 年分别为 13.29 亿元、13.79 亿元和 10.53 亿元。

从盈利指标看，2011 年，公司营业利润率为 19.23%，较 2010 年小幅上升 0.28 个百分点；

公司总资本收益率保持稳步增长，2011 年为 9.89%，较 2010 年上升 1.55 个百分点，公司净资产收益率为 11.25%，较 2010 年上升 1.66 个百分点。公司盈利能力有所提升。

2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 256.04 亿元、利润总额 9.52 亿元，分别为 2011 年全年的 82.97%和 69.03%；公司营业利润率为 19.35%，较 2011 年略有上升。

总体看，公司收入增长较快，整体盈利能力有所提升。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2011 年，随着公司业务收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入增长较快，同比增长率分别为 15.40%和 14.33%，2011 年分别为 373.86 亿元和 378.59 亿元。2011 年，购买商品、接受劳务支付的现金同比增幅为 15.42%，2011 年为 292.28 亿元；经营活动现金流出额为 352.15 亿元。2011 年，经营活动现金流量净额为 26.43 亿元，保持良好的获现能力。从收入实现质量看，2010 年和 2011 年，公司现金收入比指标较为稳定，分别为 122.08%和 121.15%，现金回流质量较好。

从投资活动来看，2011 年公司投资活动现金流入为 3.45 亿元；投资活动现金流出方面，2010 年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为 23.96 亿元，同比增长 57.04%。2011 年公司投资活动产生的现金流量净额持续为负，为-25.35 亿元。由于 2011 年公司经营产生的现金流净额较大，较好地覆盖了投资支出需求，公司对外部融资需求压力不大。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入主要为借款、发行债券所收到的现金，现金流出主要为偿还债务和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金。2011 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 2.73 亿元。

2012 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流净额为 21.48 亿元；同期，公司投资活动

现金流量净额为-27.35 亿元，主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金增加所致；2012 年 1~9 月，公司筹资活动前现金流量净额为-5.87 亿元。2012 年 1~9 月，公司取得借款收到的现金为 21.85 亿元，发行中期票据收到现金 13.90 亿元。相应公司筹资活动现金流量净额为 8.93 亿元。

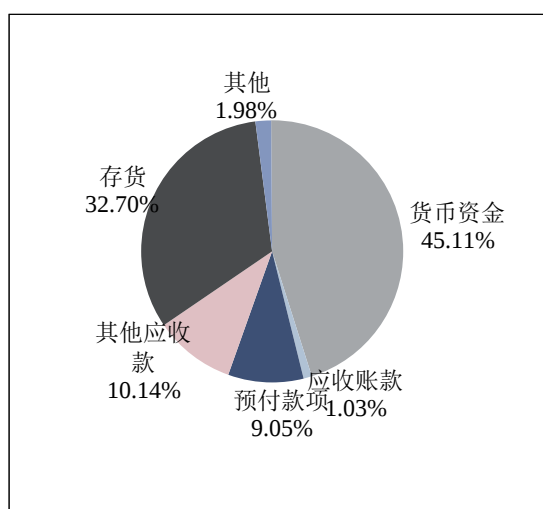
总体看，公司经营性现金流流入增长较快，现金流状况良好。虽然公司投资性现金流出规模较大，但得到经营活动产生的现金流净额的较好覆盖，对外部筹资活动的依赖程度不大。

3. 资本及债务结构

2011 年公司经营规模的不断扩张，公司合并资产总额同比增长 23.13%。截至 2011 年底，公司资产总额 270.54 亿元，其中流动资产占 42.50%，非流动资产占 57.50%。公司资产以非流动资产为主。

截至 2011 年底，公司流动资产为 114.99 亿元，同比增长 29.53%，主要是货币资金、预付款项、其他应收款和存货的快速增长所致。截至 2011 年底，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、预付账款、其他流动资产和存货构成。

图 1 2011 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报表

2011 年底，公司货币资金为 51.87 亿元，

占流动资金总额的 45.11%，其中，现金、银行存款和其他货币资金分别占货币资金的 5.53%、90.24%和 4.23%，其他货币资金主要系应付票据保证金。

2011 年底，公司预付款项 10.40 亿元，较 2010 年底增长 51.82%，主要是子公司鄂武商预付黄石项目土地款以及子公司十堰人商预付十堰人商大楼整体改建工程二期土地款所致。

2011 年底，公司其他应收款 11.66 亿元，较 2010 年底增长 152.64%，主要是中百集团收购山绿农产品集团股份有限公司 51%股权，将其纳入本期合并范围，山绿农产品集团股份有限公司其他应收款余额列入期末余额所致；同时中百集团股份有限公司的下属子公司中百电器有限公司实行家电“以旧换新”政策，应收政府“以旧换新”补贴款余额本期大幅增加所致。

2011 年底，公司存货 37.60 亿元，较 2010 年底增长 47.31%，主要为随着业务规模扩大，公司库存商品大幅增加所致。公司存货计提跌价准备 54.49 万元，计提比例为 0.01%，公司存货中无抵押、担保等使用受限情况。

2011 年底，公司可供出售金融资产 9.91 亿元，主要持有的马应龙、荣丰控股、三特索道的股票投资，较 2010 年底下降 40.66%，主要是根据 2011 年底收盘价进行重新计算，调整账面价值。

2011 年底，公司投资性房地产 10.99 亿元，较 2010 年底下降 4.32%，主要为房屋建筑物和土地使用权。

2011 年底，公司长期股权投资 27.50 亿元，较 2010 年底增长 72.65%，主要原因为对汉口银行股份有限公司增加投资 7.08 亿元及其损益调整收益所致等。

2011 年底，公司固定资产 64.94 亿元，较 2010 年底增长 49.61%，主要为增加超市、商场等房屋及建筑物价值。

2011 年底，公司在建工程为 5.67 亿元，较 2010 年底下降 33.50%，主要是摩尔项目工程

(6.77 亿元)完工结转所致。公司在建工程主要有百货门店建设及装修改造工程、江夏生鲜物流配送基地(一期)等。

2011 年底,公司无形资产为 17.72 亿元,同比增长 2.08%。

截至 2012 年 9 月底,公司(合并)资产总额 281.61 亿元,较 2011 年底增长 4.09%,其中流动资产占 41.07%,非流动资产占 58.93%。流动资产中,货币资金增长 5.88%,预付款项增长 61.42%,其他应收款下降 44.13%,存货下降 14.02%。公司资产仍以非流动资产为主。

总体看,公司资产以非流动资产为主,流动资产中货币资金、存货、预付款项比重较大,资产流动性较好,公司整体资产质量较好。

2011 年,公司负债总额同比增长 37.46%。截至 2011 年底,公司负债总额为 176.96 亿元,其中流动负债占 89.10%,长期负债占 10.90%。

2011 年公司流动负债同比增长 41.79%,主要由于应付账款、预收款项和其他应付款大幅增长所致。

2011 年底,公司应付账款 41.48 亿元,同比增长 27.39%,主要是业务规模扩大所增加的应付零售商品采购款。

2011 年底,公司预收款项 44.11 亿元,同比增长 46.90%,主要是鄂武商购物卡销售及中百集团销售增长所致。

2011 年底,公司其他应付款 34.63 亿元,同比增长 84.01%,主要是往来款增长所致。

2011 年底,公司非流动负债增长 9.98%,主要是公司 2011 年发行 3 亿元公司债券所致。

截至 2012 年 9 月底,公司负债合计 182.24 亿元,较 2011 年底增长 2.99%,其中流动负债占 88.09%,非流动负债占 11.91%。

2011 年,公司全部债务合计 42.60 亿元,较 2010 年底增长 14.84%;截至 2012 年 9 月底,公司全部债务合计 47.31 亿元,较 2011 年底增长 11.05%,主要是当期公司发行 6 亿元中期票据所致,其中短期债务占比 59.12%,长期债务占比 40.88%。

截至 2011 年底,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 65.41%和 31.29%,分别较 2010 年底上升 3.50 个百分点和 2.32 个百分点;截至 2012 年底,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 64.72%和 32.26%,分别下降 0.09 个百分点和上升 0.97 个百分点。

总体看,公司债务负担小幅上升,但仍处于适宜水平,债务结构有所改善。

2011 年公司所有者权益同比增幅为 2.86%,主要是未分配利润和少数股东权益增长所致,2011 年底公司未分配利润为 10.11 亿元,同比增长 39.81%。2011 年底公司所有者权益合计 93.58 亿元。

截至 2012 年 9 月底,公司所有者权益合计 99.37 亿元,较 2011 年底增长 6.19%,增长主要来自少数股东权益的增长。公司所有者权益构成基本保持稳定。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看,2011 年底公司流动比率和速动比率分别为 72.93%和 49.08%;2012 年 9 月底分别为 72.04%和 51.91%。2010 年、2011 年公司经营现金流动负债比分别为 25.05%和 16.76%,因公司经营现金流量净额对流动负债具备保障能力。

从长期偿债指标来看,2011 年,公司 EBITDA 利息倍数为 7.85 倍,EBITDA 对利息保护能力较好;公司全部债务/EBITDA 1.85 倍,EBITDA 对全部债务保障程度高。公司长期偿债能力强。

截至 2012 年 9 月底,公司对外担保 2 亿元(为 2010 年武汉市中小企业集合债券反担保),占公司 2012 年 9 月底所有者权益比重为 2.01%,担保比例较低,公司或有负债风险小。

截至 2011 年底,公司获得各家银行授信总额度为 102.45 亿元,尚未使用额度为 63.46 亿元。公司间接融资渠道畅通。公司下属三家子公司中百集团、武汉中商、鄂武商为上市公司,直接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

公司于2011年发行“11武国资债”，于2012年发行“12武国资MTN1”，公司下属重要子公司中百集团、武汉中商、鄂武商为深交所上市公司，根据深交所信息披露情况以及债券市场公开信息查询，截至2012年12月25日，公司及重要子公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

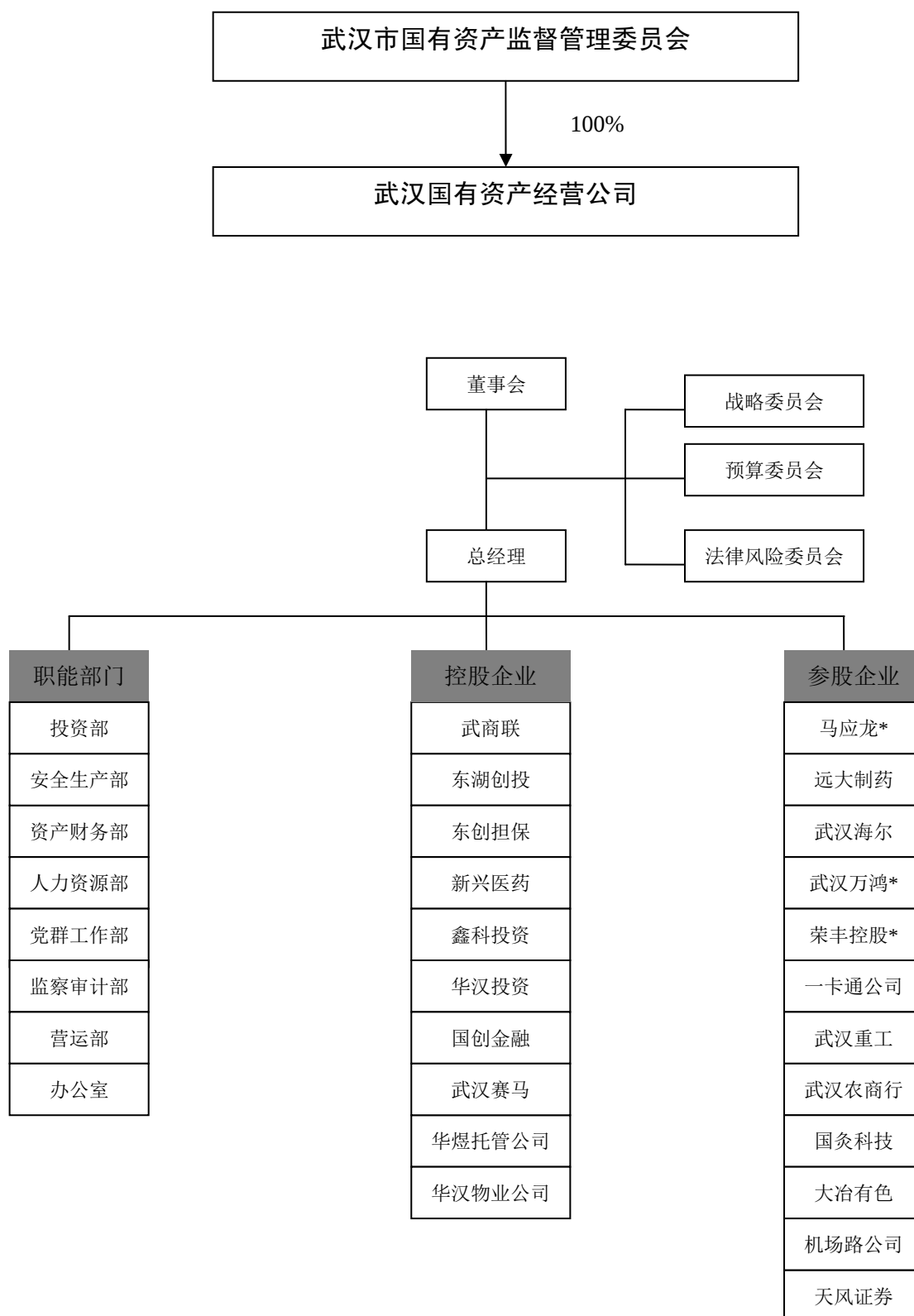
6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，武汉市经济发展、商业零售业发展的综合判断，公司整体抗风险能力强。

九、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级 AA 调整为 AA，评级展望为稳定。

附件 1 股权结构图和组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	351115.46	480633.92	518728.29	21.55	549254.43
交易性金融资产	1526.79	522.91			
应收票据	2254.88	1564.53	1069.96	-31.12	1695.45
应收账款	29009.22	19271.37	11799.51	-36.22	23194.27
预付款项	53655.54	68529.94	104044.93	39.25	167947.12
应收利息					
应收股利					
其他应收款	63452.63	46141.03	116572.19	35.54	65128.63
存货	201936.12	255228.24	375967.34	36.45	323255.42
一年内到期的非流动资产	3252.97	3244.75	2943.43	-4.88	2940.11
其他流动资产	4724.53	12598.93	18727.19	99.09	23168.19
流动资产合计	710928.13	887735.63	1149852.84	27.18	1156583.62
非流动资产：					
发放贷款及垫款	2495.79	3932.55	2555.80	1.20	3585.00
可供出售金融资产	159576.00	166958.98	99068.08	-21.21	111824.98
持有至到期投资	1080.71				
长期应收款					
长期股权投资	119036.13	159277.62	274986.85	51.99	291377.71
投资性房地产	106681.14	114807.71	109853.37	1.48	106659.96
固定资产	450369.14	434059.88	649404.40	20.08	646543.12
在建工程	14000.83	85282.68	56712.05	101.26	89699.30
工程物资	2.15	2.15	2.15	0.00	2.15
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	201754.25	173547.38	177163.00	-6.29	213331.09
开发支出					
商誉	79450.58	74048.34	74048.34	-3.46	74048.34
合并价差					
长期待摊费用	85582.74	92120.31	104752.38	10.63	115871.56
递延所得税资产	4307.03	5186.68	6823.99	25.87	6456.39
其他非流动资产	385.00	120.00	130.89	-41.69	110.00
非流动资产合计	1224721.48	1309344.28	1555501.30	12.70	1659509.59
资产总计	1935649.61	2197079.91	2705354.14	18.22	2816093.21

附件 2-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	182696.82	173666.84	187064.79	1.19	201417.79
交易性金融负债					
应付票据	58331.48	42295.33	51493.20	-6.04	40697.47
应付账款	262104.53	325621.70	414806.92	25.80	381559.90
预收账款	187442.62	300299.95	441148.18	53.41	513177.41
应付职工薪酬	15308.95	20796.15	27654.68	34.40	26569.14
应交税费	34786.78	39500.84	33899.82	-1.28	32980.65
应付利息	155.55	329.17	3341.52	363.49	1883.21
应付股利					
其他应付款	164283.97	188203.70	346312.97	45.19	284020.21
预计负债					
一年内到期的非流动负债	37550.00	19800.00	17728.64	-31.29	37618.64
其他流动负债	1289.95	1439.26	53233.08	542.40	85505.90
流动负债合计	943950.65	1111952.95	1576683.81	29.24	1605430.33
非流动负债：					
长期借款	157623.33	135228.33	139758.45	-5.84	103406.06
应付债券			30000.00		90000.00
长期应付款			200.00		
专项应付款	243.91	242.90	207.53	-7.76	204.29
预计负债	2509.77	3084.17	1839.41	-14.39	1588.03
递延收益					
递延所得税负债	37778.88	35649.64	18294.95	-30.41	18295.75
其他非流动负债	301.28	1183.46	2599.19	193.72	3515.04
非流动负债合计	198457.17	175388.50	192899.53	-1.41	217009.17
负债合计	1142407.82	1287341.45	1769583.34	24.46	1822439.50
所有者权益：					
实收资本（或股本）	123834.00	123834.00	123834.00	0.00	123834.00
资本公积	203745.12	198303.52	133940.54	-18.92	126483.42
减：库存股					
盈余公积	7323.58	8212.73	11496.13	25.29	11496.13
未分配利润	53710.72	72325.77	101118.63	37.21	113840.49
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	388613.42	402676.02	370389.29	-2.37	375654.04
少数股东权益	404628.37	507062.44	565381.52	18.21	617999.68
所有者权益合计	793241.79	909738.46	935770.80	8.61	993653.71
负债和所有者权益总计	1935649.61	2197079.91	2705354.14	18.22	2816093.21

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	2178078.00	2653640.47	3085868.25	19.03	2560434.55
减: 营业成本	1756971.66	2127769.53	2466666.84	18.49	2043843.90
营业税金及附加	18346.19	22999.56	25927.72	18.88	21104.36
销售费用	208896.07	270065.52	332124.51	26.09	285490.61
管理费用	104551.52	124247.88	139955.55	15.70	114777.85
财务费用	23402.00	18192.42	20672.02	-6.01	20697.03
资产减值损失	837.87	1006.56	3920.57	116.31	4773.06
加: 公允价值变动收益	410.28	-47.29	33.62	-71.37	0.00
投资收益	29689.95	20955.68	36240.74	10.48	17337.58
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	95172.92	110267.40	132875.38	18.16	87085.32
加: 营业外收入	6984.31	8570.24	8513.37	10.41	9481.62
减: 营业外支出	1873.25	1931.07	3468.27	36.07	1355.62
其中: 非流动资产处置损失		0.00			
三、利润总额	100283.99	116906.57	137920.48	17.27	95211.33
减: 所得税费用	24483.58	29676.54	32644.82	15.47	23813.67
四、净利润	75800.40	87230.03	105275.66	17.85	71397.66

附件 4-1 合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
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	2581720.22	3239623.06	3738565.51	20.34	3036506.27
收到的税费返还	0.09	0.32		-100.00	0.45
收到其他与经营活动有关的现金	246143.64	71691.11	47297.52	-56.16	140271.93
经营活动现金流入小计	2827863.95	3311314.49	3785863.04	15.71	3176778.65
购买商品、接受劳务支付的现金	2043000.56	2532393.72	2922769.90	19.61	2376617.30
支付给职工以及为职工支付的现金	112752.18	146566.41	195137.13	31.56	182570.91
支付的各项税费	104361.41	115246.49	141103.81	16.28	108656.86
支付其他与经营活动有关的现金	424107.25	238580.33	262533.98	-21.32	294121.31
经营活动现金流出小计	2684221.40	3032786.96	3521544.82	14.54	2961966.38
经营活动产生的现金流量净额	143642.55	278527.53	264318.22	35.65	214812.26
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	44088.17	18857.73	20172.89	-32.36	59049.85
取得投资收益收到的现金	5682.91	8444.28	5207.32	-4.28	4490.79
处置固定资产和其他长期资产收回的	8255.74	1922.69	4335.52	-27.53	4121.97
处置子公司及其他单位收到的现金净	5061.22	3945.62	2282.56	-32.84	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	7714.81	3907.61	2493.51	-43.15	10001.27
投资活动现金流入小计	70802.84	37077.93	34491.80	-30.20	77663.88
购建固定资产、无形资产等支付的现	132673.76	152581.29	239614.54	34.39	204241.10
投资支付的现金	70033.82	21439.90	40588.52	-23.87	144203.84
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	7868.51	2508.60	7820.32	-0.31	2768.24
投资活动现金流出小计	210576.09	176529.79	288023.38	16.95	351213.18
投资活动产生的现金流量净额	-139773.25	-139451.85	-253531.57	34.68	-273549.30
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	6286.52	53371.74	8760.00	18.04	26570.66
取得借款收到的现金	361781.03	250416.06	181408.70	-29.19	218450.17
发行债券收到的现金			80000.00		138980.00
收到其他与筹资活动有关的现金	39651.94	3304.09	656.79	-87.13	34928.64
筹资活动现金流入小计	407719.50	307091.89	270825.49	-18.50	418929.47
偿还债务支付的现金	288854.96	267656.03	165552.00	-24.29	257802.56
分配股利、利润或偿付利息支付的现	57116.84	42114.72	62059.03	4.24	33917.51
支付其他与筹资活动有关的现金	46561.51	2377.82	15906.03	-41.55	37946.32
筹资活动现金流出小计	392533.31	312148.57	243517.07	-21.24	329666.39
筹资活动产生的现金流量净额	15186.18	-5056.68	27308.43	34.10	89263.08
四、汇率变动对现金及现金等价物的	-0.12	-0.54	-0.69	143.16	0.09
五、现金及现金等价物净增加额	19055.37	134018.46	38094.37	41.39	30526.14

附件 4-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	75800.40	87230.03	105275.66	17.85
加：资产减值准备	837.87	1006.56	3920.57	116.31
固定资产折旧及其他	29145.32	32868.63	36985.73	12.65
无形资产摊销	3014.03	4326.11	4853.25	26.89
长期待摊费用摊销	17882.85	26592.82	21349.30	9.26
处置固定资产、无形资产等损失	4669.99	604.70	1304.95	-47.14
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	-410.28	47.29	-33.62	-71.37
财务费用	23057.03	19519.18	29348.75	12.82
投资损失	-29689.95	-20955.68	-36240.74	10.48
递延所得税资产减少	-2927.95	-879.65	-1637.31	-25.22
递延所得税负债增加		-16.97	-41.04	
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-26538.48	-53292.12	-120739.10	113.30
经营性应收项目的减少	-58720.97	-13132.00	-83282.85	19.09
经营性应付项目的增加	107522.68	194608.64	303253.95	67.94
其他				
经营活动产生的现金流量净额	143642.55	278527.53	264318.22	35.65

附件 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	69.67	101.87	183.11	--
存货周转次数(次)	8.70	9.31	7.82	--
总资产周转次数(次)	1.13	1.28	1.26	--
现金收入比(%)	118.53	122.08	121.15	118.59
盈利能力				
营业利润率 (%)	18.49	18.95	19.23	19.35
总资本收益率(%)	8.04	8.34	9.89	--
净资产收益率(%)	9.56	9.59	11.25	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	16.58	12.94	15.36	16.29
全部债务资本化比率(%)	35.48	28.97	31.29	32.26
资产负债率(%)	59.02	58.59	65.41	64.72
偿债能力				
流动比率(%)	75.31	79.84	72.93	72.04
速动比率(%)	53.92	56.88	49.08	51.91
经营现金流负债比 (%)	15.22	25.05	16.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.52	10.26	7.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.52	1.85	1.85	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.01	0.37	0.03	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.17	7.13	0.37	--

注：公司2012年前三季度财务数据未经审计。

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	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。