

信用等级公告

联合[2010] 101 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市 2010 年度第一期中小企业集合票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

深圳市 2010 年度第一期中小企业集合票据
信用等级为
A-1

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一零年九月一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与集合票据发行人（包括深圳市联嘉祥科技股份有限公司、深圳市飞马国际供应链股份有限公司）构成委托关系外，联合资信、评级人员与集合票据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，未因集合票据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集合票据发行人提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、深圳市 2010 年度第一期中小企业集合票据信用等级自本期集合票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一零年九月一日



深圳市2010年度第一期中小企业集合票据 信用评级报告

评级结果：

本期集合票据信用等级：A-1

本期集合票据发行额度：1.25 亿元

本期集合票据期限：1 年

评级时间：2010 年 9 月 1 日

发行人及担保人主体长期信用等级

债券发行人		主体长期信用
1	深圳市联嘉祥科技股份有限公司	BBB/稳定
2	深圳市飞马国际供应链股份有限公司	A/稳定
债券担保人		主体长期信用
中债信用增进投资股份有限公司		AAA

分析师

李志博 黄滨 梁秀国

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

评估观点

深圳市是中国改革开放的最前沿城市，已经发展成为中国最具经济活力的城市之一，主要经济指标位居国内大中型城市前列。深圳市委、市政府历来高度重视中小企业及民营经济发展，不断优化政策创业环境，促进了深圳市民营经济的发展，中小及民营企业整体规模和实力不断增强，并成为拉动深圳市地方经济持续增长的重要力量。

本期集合票据的 2 家发行企业的主体长期信用等级均在投资级别以上，且所涉及细分行业相关度较低。但是联合资信也注意到本期集合票据参与企业家数较少，风险的分散作用有限，且各家企业存在业务发展不均衡的情况。

本期集合票据拟由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，中债增进公司担保实力很强，有效提升了本期债券的信用水平。综合看，本期集合票据不能按期还本付息的风险极低。

优势

1. 深圳市是中国最具经济活力的城市之一，深圳市政府高度重视中小及民营企业发展，良好的经济及政策环境为中小企业成长提供了有力支持。
2. 本期集合票据 2 家发行人的主体长期信用等级均在投资级以上。近年来，在不利宏观经济环境下，各发行人经营及财务状况表现平稳，具备一定的抗风险能力。
3. 本期集合票据的 2 家发行人所涉及细分行业相关度不高，同时发生大规模违约风险较低。
4. 作为本期集合票据的担保方，中债增进担

保实力强，有效提升本期集合票据本息偿还的安全性。

关注

1. 本期集合票据参与企业家数较少，风险的分散作用有限，且各家企业存在业务发展不均衡的情况，其中某一家企业的兑付能力有可能发生变化。
2. 本期集合票据的发行人全部为中小企业，经营状况相对较易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响。

一、基本情况

深圳市 2010 年度第一期中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”）由深圳市中小企业信用担保中心（以下简称“深圳中小担保”）牵头，联合 2 名发行人按照“统一冠名、统一评级、集合发行、分别负债”的模式发行。本期集合票据期限为 1 年，计划发行总额为 1.25 亿元（各发行人及发债规模见表 1），采用固定利率支付方式付息。各联合发行人仅负责偿还各自本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金；对其他联合发行人本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金不承担连带责任。

表 1 债券发行人及发债额度

债券发行人		发债额度（万元）
1	深圳市联嘉祥科技股份有限公司	2200
2	深圳市飞马国际供应链股份有限公司	10300
合计		12500

本期集合票据拟由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）为票据本金及其相关利息提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

二、经营环境

1. 深圳市经济社会发展概况

城市概况

深圳市于 1979 年 3 月设市，是中国特大型城市之一，现辖区总面积 1952.84 平方公里，其中经济特区面积 395.81 平方公里，现辖特区内罗湖、福田、南山、盐田等四个行政区和特区外宝安、龙岗等两个行政区，2009 年末常住人口已达到 891.23 万人。深圳市紧邻中国香港，1980 年经全国人大常委会批准，深圳市在辖区内设立了中国第一个经济特区——深圳经济特区，并在中国最早尝试建立了社会主义市场经济体制的框架，形成了自己独特的政策优势和

体制优势，深圳市现为国家副省级计划单列城市。

深圳市自然条件优越，基础设施良好，是中国拥有口岸数量最多、出入境人员最多、车流量最大的口岸城市，也是中国唯一的海陆空口岸俱全的城市；已建成通往境外各类口岸 17 个，其中经国务院批准的一类口岸 12 个，包括中国最大的陆路客运口岸——罗湖口岸，中国最大的陆路货运口岸——皇岗口岸，中国第二大集装箱海港——盐田港，中国第四大空港——宝安国际机场空运口岸，另有文锦渡、沙头角等 4 个陆路口岸，蛇口、妈湾、赤湾、东角头、梅沙、大亚湾核电站专用码头等 7 个海港口岸。2009 年，深圳港货物吞吐量完成 1.94 亿吨，同比下降 8.3%，集装箱吞吐量 1825.01 万标准箱，同比下降 14.78%，居全球集装箱枢纽港第四位；深圳机场已开通国内航线 118 条，国际航线 33 条，全年旅客吞吐量完成 2448 万人次，同比增长 14.4%，位居国内第四。

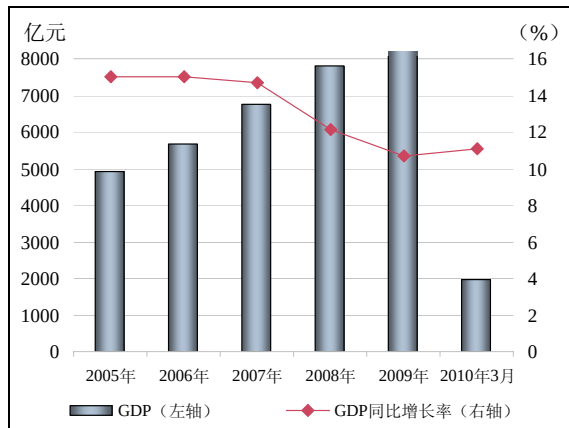
经济发展

深圳市以出口为导向的经济增长模式突出，其中高新技术产业、现代物流业、金融服务业以及文化产业是深圳努力发展的四大支柱产业。近几年，深圳市经济整体保持了较快增长，但 2008 年末至 2009 年初，受国际金融危机冲击，深圳市出口贸易形势十分严峻，贸易额大幅下滑，GDP 增幅也持续下探，并在 2009 年前 2 月首次出现负增长。从 3 月开始，随着中央保增长方针的落实以及国际经济形势的回弹，深圳市经济开始企稳回升。

根据深圳市统计局公布数据，2009 年深圳市实现生产总值 8201.23 亿元，同比增长 10.7%，分别比全国、广东省增速高出 2.0 个和 1.2 个百分点；从运行轨迹看，GDP 呈现率先触底、企稳回升、积极向好的特征，第一至第四季度本市生产总值累计增速分别为 6.5%、8.5%、9.6%和 10.7%；从产业发展看，第三次产业成为推动经济增长的最重要力量，实现增加值 4363.12 亿元，比上年增长 12.5%；高端服

务业加快发展，金融业增加值 1148.14 亿元，比上年增长 20.5%，占 GDP 比重提高至 14%；第一次产业增加值 6.47 亿元；第二次产业增加值 3831.64 亿元。从产业结构看，第二、第三次产业协调互动发展，三次产业结构发展为 0.1: 46.7: 53.2，其中第三次产业所占比重比上年提高 2.9 个百分点。

图1 深圳市地区生产总值及增长率



资料来源：深圳市统计局

工业生产方面，作为国家创新型城市，深圳市工业增速稳步回升，自主创新企业快速发展。2009 年，深圳市相继出台了《深圳国家创新型城市总体规划实施方案》和《深圳综合性国家高技术产业基地发展规划》，电子信息产品协同互联等 3 个国家工程实验室和国家超级计算深圳中心启动建设，制定并出台了生物医药、新能源、互联网等战略性新兴产业振兴规划以及相关实施政策，在调结构中突出创新驱动。2009 年，深圳规模以上工业增加值 3429.90 亿元，比上年增长 8.7%。从企业主体看，具有自主知识产权的高新技术企业快速发展。从主导产业看，占深圳高新技术产业产值 90.5% 的电子信息产业逆势增长，显示了较强的抵御风险能力，其中通信设备、计算机及其他电子设备制造业实现增加值 1721.23 亿元，比上年增长 12.6%。深圳市主要工业产品产量见表 2。

表 2 深圳市主要工业产品产量

产品	单位	数量	同比 (%)
微型电子计算机	万台	912.10	-3.2
彩色电视机	万台	1910.03	0.4
彩色显像管	万只	617.64	-35.6
激光视盘机	万台	2227.56	17.1
电话单机	万部	5312.90	26.7
移动电话机	万部	6178.44	6.3
电子计算器	万台	1158.70	-28.5
半导体器件	亿只	38.30	6.7
集成电路	万块	737265.29	-10.2
平板玻璃	万重量箱	758.76	-21.3

资料来源：深圳市统计局

对外贸易方面，根据深圳海关数据，2009 年深圳市进出口总额 2701.55 亿美元，比上年下降 10.4%，降幅比 1-2 月份收窄 12.9 个百分点。其中：外贸出口总额 1619.79 亿美元，比上年下降 10.6%，降幅比 1~2 月份收窄 7.8 个百分点；进口总额 1081.76 亿美元，比上年下降 10.1%，降幅比 1~2 月份收窄 20.3 个百分点。出口结构不断优化，加工贸易出口比重持续下降，已由 65% 左右下降至 57.6%，一般贸易出口增速比加工贸易出口高出 13.8 个百分点；民营企业出口显示出更强生命力，在金融危机中继续保持增长 8%；新兴市场出口快速增长，对东盟、澳大利亚、印度出口分别增长 2.4%、11.1% 和 34.8%。

财政收支方面，2009 年，深圳地方财政一般预算收入 880.82 亿元，比上年增长 10.1%，规模稳居国内大中城市第三位；税收继续保持在财政收入中的绝对主力地位，全市税收收入 823.17 亿元，比上年增长 7.9%，占地方财政一般预算收入的比重维持在 93.5% 的高水平。

从表 3 可以看到，2009 年，深圳市的本地生产总值、出口总额、社会消费品零售总额以及地方财政一般预算收入等主要经济指标在全国大中城市均排名前列，其中出口额更是连续 17 年名列第一位。

表 3 2009 年全国大中城市主要经济指标排名

排名	GDP	工业增加值	出口总额	一般公共预算收入
1	上海市	上海市	深圳市	上海市
2	北京市	苏州市	上海市	北京市
3	广州市	天津市	苏州市	深圳市
4	深圳市	深圳市	北京市	天津市
5	天津市	广州市	宁波市	苏州市

资料来源：国家和地方统计局，商务部

2009 年 1~6 月，深圳市经济平稳回暖，一季度全市生产总值 4215.57 亿元，按可比价格计算，同比增长 11.6%，其中第一次产业增加值 2.95 亿元，下降 15.9%；第二次产业增加值 1953.43 亿元，增长 13.0%；第三次产业增加值 2259.19 亿元，增长 10.4%。三次产业结构由上年底的 0.1: 46.7: 53.2 发展为 0.1: 46.3: 53.6，第三次产业所占比重进一步提高 0.4 个百分点。

工业生产方面，2010 年 2 季度，深圳市工业生产明显回升，全市规模以上（下同）工业增加值 1769.67 亿元，比上年同期（下同）增长 12.8%，比 1-4 月份加快 1.0 个百分点，比上年同期提高 8.2 个百分点；从企业经济类型看，受外部需求回暖，出口回升带动，占全市工业增加值比重为 53.6% 的外商及港澳台投资企业增加值 948.19 亿元，增长 10.4%，比上年同期提高 9.2 个百分点。国有企业增加值 83.27 亿元，增长 16.4%，比上年同期提高 10.4 个百分点；股份制企业增加值 714.15 亿元，增长 15.3%，比上年同期提高 4.1 个百分点；从行业看，第一大行业通信设备、计算机及其他电子设备制造业增加值 898.00 亿元，增长 16.1%，比 1-5 月份提高 2.0 个百分点，比上年同期提高 10.0 个百分点，占工业增加值比重进一步上升为 50.7%。

对外贸易方面，根据深圳海关统计快报，据海关统计，2010 年 1~3 月，深圳市进出口总额 1452.24 亿美元，增长 27.5%。其中出口总额 838.43 亿美元，增长 21.8%；进口总额 613.81 亿美元，增长 36.2%。从环比看，全市出口有所回落，6 月份出口总额比 5 月份下降 0.7%。

总体看，深圳市拥有优越的自然条件和特殊的区域优势和体制优势，经济发展较为迅速，在全国大中城市中处于领先地位。尽管近两年以来，深圳市经济遭受国际金融危机的冲击，出口有所下滑，但仍表现出较强的发展活力。

2. 深圳市中小及民营企业经济发展概况 政策环境

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》（以下简称《促进法》）正式颁布实施，广大中小及民营企业进入了一个里程碑式的发展阶段。2008 年以来，受世界经济金融形势振荡多变、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，中国中小企业外部发展环境有所恶化。为避免国际金融危机对国内经济造成过大冲击，中国政府于 2008 年第四季度开始实施总规模达四万亿元的经济刺激计划，并及时地进行了财政及货币政策的调整。大规模的政府投资和适度宽松的货币政策能够在一定程度上缓解中小企业的生产和资金压力，存贷款利率的下调也有助于降低中小企业的融资成本。

除此之外，中央政府近两年还密集出台了一系列针对中小企业的发展举措和政策。其中为中小企业融资困难，国务院办公厅发布的《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）中明确提出：要落实对中小企业融资担保、贴息等扶持政策，增加对信用担保公司的扶持；设立多层次中小企业贷款担保基金和担保机构，提高金融机构中小企业贷款比重等；2009 年 9 月，国务院进一步下发了《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），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，对帮助中小企业克服困难，转变发展方式，实现又好又快发展具有积极意义。

地方中小企业扶持政策方面，广东省政府和深圳市政府也一直高度关注区域内中小企业和民营企业的发展，近年来相继出台了《中共广东省委、广东省人民政府关于加快民营经济发展的决定》、《关于促进中小企业平稳健康发展的意见》、《关于进一步加快深圳市民营经济发展的若干措施》、《深圳市重点民营企业贷款风险补偿暂行办法》、《深圳市重点民营企业互保金管理办法》和《深圳市民营及中小企业发展专项资金管理暂行办法》等扶持措施，从资金支持、创业扶持、创新与发展推动、融资与担保、创业教育和培训、服务和引导以及权益保护等方面，完善中小企业创业发展环境。

总体看，中央及地方政府高度重视中小企业及民营经济发展，近年来一系列支持中小企业发展政策的颁布和实施，对帮助中小企业度过经济危机，实现平稳发展具有积极意义。

发展现状

在宽松良好的政策环境下，深圳市中小及民营企业数量以及经济规模日益壮大，民营企业登记户数已从 1991 年的 1000 余户发展到现在的超过 35 万户，占深圳市企业总数量的比重达到 80%。根据深圳市统计局公布数据，2009 年 1~9 月，深圳市实现民营经济增加值 1602.36 亿元，同比增长 15.0%，较上半年加快 3.4 个百分点，也高于同期全市 GDP 增速 5.4 个百分点；增加值占全市 GDP 的比重为 27.31%，较上半年提高 0.81 个百分点，表明民营经济对整体经济的拉动力增强，前三季度深圳市民营经济对 GDP 增长的贡献率在 30% 以上。

对外贸易出口方面，根据深圳海关统计，2009 年 1~9 月，在深圳市出口贸易整体下滑的背景下，深圳市民营企业出口总额依然达到 301.5 亿美元，同比增长 8.2%，占同期深圳市出口总额的 27%，比去年同期提升 5.9 个百分点。其中，9 月份出口额再创年内新高，同比

和环比双双增长，出口额达到 40.8 亿美元，继 8 月份之后再创年内单月出口新高，同比稳步增长 9.5%，环比增长 9.3%。在出口产品当中，机电产品是最大出口商品，传统劳动密集型商品出口表现平稳。前三季度，深圳市民营企业共出口机电产品 158.1 亿美元，增长 9.8%，占 52.4%。其中，手机出口 10.3 亿美元，增速高达 73.3%。同时，服装、鞋类、家具、箱包、纺织物及塑料制品等传统劳动密集型商品出口形势，保持稳定。

总体看，近二十几年来，深圳市民营经济得到了快速发展，并已具备了一定实力，特别是在本轮金融危机中，整体表现出了相对较好的抗风险和恢复能力，并对地方经济增长形成了有力拉动。

整体规划

根据《深圳市中小企业及民营经济发展“十一五”规划》，深圳市中小企业及民营经济发展的总体目标为：

(1) 努力构建适宜中小及民营企业生存和发展的“高地、湿地、洼地”，推动中小及民营企业“雁形”发展。

(2) 实施自主创新战略，鼓励和支持中小及民营企业原始创新。

(3) 在资源约束发展条件下，鼓励中小及民营企业集聚发展，并与大型企业紧密配套，形成较为完善的产业链。

(4) 重点在四大支柱产业和七大优势传统产业，培育和支持民营领军骨干企业、成长型中小企业及创新型中小企业发展。

(5) 实施“走出去”战略，大力发展外向型经济，鼓励有条件的中小及民营企业“走出去”。

“十一五”期间，深圳市中小企业及民营经济发展的预期指标为：

- (1) 总户数年均增长 12%；
- (2) 增加值年均增长 15%；
- (3) 上交税金年均增长 15%；
- (4) 出口总额年均增长 25%；

(5) 民营经济增加值占全市 GDP 的比重每年递增 1%，到 2010 年占全市 GDP 的比重达 32%；

(6) 自主知识产权拥有数量（专利申请及授权数量、商标注册申请数量、著作权登记数量）每年增长 15%。

《规划》进一步提出，要优化政策、营商和创业环境，进一步促进中小及民营企业发展；加快建立社会化服务体系，继续完善“六大”服务平台（融资服务平台、自主创新服务平台、信息咨询服务、市场开拓服务平台、培训交流服务平台和创业辅导服务平台）；扶优扶强推进企业自主创新，培育“三支”队伍（民营领军骨干企业和民营企业 50 强队伍、成长型中小企业队伍和中小企业服务机构骨干队伍）。

总的来看，中央及地方政府高度重视中小企业及民营经济发展，不断优化政策、营商和创业环境，深圳市中小及民营企业经营环境良好。目前，深圳市中小企业数量较多，民营经济较为发达，发展前景较好。

三、发行人基本情况及债券募集资金用途

本期集合票据参与发行主体共计 2 家，各企业主要财务数据见附件 1。

1. 深圳市联嘉祥科技股份有限公司

主体概况

深圳市联嘉祥科技股份有限公司（以下简称“联嘉祥”）前身为深圳市联嘉祥电子有限公司，成立于 1998 年 2 月，初始注册资本 100 万元，2008 年 7 月整体变更为股份公司。经历次增资，截至 2010 年 6 月底，联嘉祥注册资本为 3700 万元，其中薛贞祥直接间接持股 58%，黄冬莲直接间接持股 39%，其他方持股 3%。

联嘉祥主要产品有单芯线、多芯线、屏蔽线、75 欧姆同轴电缆、50 欧姆同轴电缆、音响及卡拉 OK 用线、通信电缆、电话线、计算机周边用线等。产品主要适用范围包括：高层楼

宇对讲系统、监控、防盗、消防及自动读表工程、闭路监控及有线电视工程、计算机网络及周边连接用线、广播、音响工程、机械设备用线等。

联嘉祥下设采购部、胶料部、制铜部、线缆制造部、物流部、技术中心、品保部、销售部、财务管理部、行政部共 20 个职能部门；联嘉祥在职员工 220 名。

截至 2009 年底，联嘉祥资产总额 12935.40 万元，所有者权益合计 5829.19 万元；2009 年，联嘉祥实现营业收入 9232.48 万元，利润总额 1686.82 万元。

截至 2010 年 6 月底，联嘉祥资产总额 16961.63 万元，所有者权益合计 6546.13 万元；2010 年 1~6 月，联嘉祥实现营业收入 5768.20 万元，利润总额 794.23 万元。

联嘉祥注册地址：深圳市福田区沙咀金地工业区 113 栋 2、3 楼；法定代表人：黄冬莲。

募集资金用途

联嘉祥本期计划申请发行额度 2200 万元，募集资金将全部用于偿还银行贷款，逐步摆脱短期融资单纯依赖银行贷款的局面，提高直接融资比例，降低财务成本，改善融资结构。

2. 深圳市飞马国际供应链股份有限公司

主体概况

深圳市飞马国际供应链股份有限公司（以下简称“飞马国际”）前身是成立于 1998 年 7 月的深圳市飞马运输有限公司，2003 年 1 月更名为深圳市飞马国际物流有限公司，2006 年 12 月整体改制为股份有限公司，注册资本人民币 9600 万元；2007 年 4 月公司增加股本 500 万股，以每股 1.25 元的价格定向增发，注册资本变更为 10100 万元；2008 年 1 月，飞马国际以每股 7.79 元的价格向社会公众公开发行人民币普通股（A 股）3500 万股，股本变更为 13600 万元，股票简称“飞马国际”，股票代码 002210。飞马国际实际共募集资金人民币 27265.00 万元，扣除与发行有关的费用，实际募集资金净额为

人民币 25387.15 万元。2009 年 6 月 8 日和 2010 年 5 月 21 日，飞马国际两次实施资本公积金转增股本方案，分别以公司股本总数 13600 万股和 20400 万股为基数，每 10 股转增 5 股。截至 2009 年底，飞马国际注册资本为 20400 万元；截至 2010 年 6 月底，飞马国际注册资本为 30600 万元。飞马国际实际控制人为黄壮勉先生。截至 2010 年 6 月底，黄壮勉持有广州市飞马运输有限公司 84% 的股份，广州市飞马运输有限公司持有公司 63.53% 的股份。

飞马国际主营业务为供应链管理服务，主要服务包括国际采购执行、国际订单执行、精益物流（VMI·DC）、贸易执行（采购执行·销售执行）、塑化交易与综合供应链服务、标案执行、进出口通关服务、保税物流、大型及特种设备国际供应链管理服务等。飞马国际内设总裁办、财务中心、证券部、人力资源中心、金融中心、信息中心、风控中心、运营中心共 8 个职能部门，以及东莞、华南（不含东莞）、华东、华北四大平台。截至 2010 年 6 月底，飞马国际控股、全资子公司共计 11 家。

截至 2009 年底，飞马国际合并资产总额 290573.65 万元，所有者权益 43879.17 万元（其中少数股东权益 579.66 万元）；2009 年实现营业收入 134567.75 万元，利润总额 2290.40 万元。

截至 2010 年 6 月底，飞马国际合并资产总额 336428.15 万元，所有者权益 46058.18 万元（其中少数股东权益 596.95 万元）；2010 年 1~6 月实现营业收入 115513.49 万元，利润总额 4261.57 万元。

飞马国际注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 26 楼 2601 室；法定代表人：黄固喜。

募集资金用途

飞马国际本期计划申请发行额度 10300 万元，资金将用于改善飞马国际的融资结构，偿还飞马国际银行借款，进一步降低飞马国际的财务费用，节约融资成本。

四、本期集合票据发行主体信用状况分析

经联合资信评估有限公司评定，2 家发行企业主体长期信用等级见表 4，具体分析内容参见附件中各集合票据发行人的《主体长期信用评级报告》。

从表 4 可以看出，本期集合票据发行企业的主体长期信用等级全部在投资级别以上，其中 A-级别企业 1 家，BBB-级别企业 1 家，发行额度占比分别为 72.40% 和 17.60%，债务资金在 A-级别的占比相对较高。从行业集中度看，2 家发行主体所涉及细分行业较为分散（参见表 5），企业所涉及细分行业相关度较低。但是，联合资信也关注到，本期集合票据参与企业家数较少，风险的分散作用有限，且资金向深圳市飞马国际供应链股份有限公司集中，如果未来其经营不善，对本期集合票据担保前整体偿债能力的影响较大。

表 4 发债企业信用状况及额度分布

债券发行人	主体长期信用	发债额度
深圳市联嘉祥科技股份有限公司	BBB-/稳定	2200
深圳市飞马国际供应链股份有限公司	A-/稳定	10300
合计	--	12500

表 5 发债企业所涉及细分行业分布

债券发行人	涉及细分行业
深圳市联嘉祥科技股份有限公司	弱电电缆
深圳市飞马国际供应链股份有限公司	现代物流

五、担保能力分析

中债增进公司就本期票据存续期限内发行人应偿付的壹亿贰仟伍佰万元本金和其相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证。

在本期票据存续期内，如果发行人未按照本期票据募集说明书的要求将本期当期应付本息支付投资人，则中债增进公司在本期票据兑付日代发行人偿付本期票据当期应付利息。

保证期为自本期票据存续期本期票据兑付日起两年。票据持有人在本保证期间内未要求中债增进公司承担本函规定的责任，则中债增

进公司将免除相关责任。

本期票据的集合票据持有人依法将所持有的本期票据转让和出资给第三人的，中债增进公司将继续承担本函规定的责任。

经联合资信评估有限公司评定，中债增进公司主体长期信用等级为 AAA，该评级结论反映了中债增进公司的综合代偿能力极强。中债增进公司主体长期信用评级报告见附件。

六、综合评价

深圳市委、市政府历来高度重视中小企业及民营经济的发展，不断优化政策、营商和创业环境，促进本地区民营经济的发展。深圳市中小企业，整体规模和实力不断增强，并已经成为拉动深圳市地方经济持续增长的重要力量。

本期集合票据的 2 家发行企业的主体长期信用等级均在投资级别以上，且所涉及细分行业相关度较低。但是联合资信也注意到本期集合票据参与企业家数较少，风险的分散作用有限，且资金向深圳市飞马国际供应链股份有限公司集中，如果其未来经营不善，则对担保前本期集合票据整体偿债能力影响较大。

本期集合票据拟由中债增进公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，中债增进公司担保实力很强，有效提升了本期集合票据的信用水平。综合看，本期集合票据不能按期还本付息的风险极低。

附件 1 2 家集合票据发行人的主要财务数据

序号	企业名称	项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
1	深圳市联嘉祥科技股份有限公司	资产总额(万元)	7698.62	8346.28	12935.40	16961.63
		所有者权益(万元)	3362.66	4261.29	5829.19	6546.13
		长期债务(万元)	2500.00	2500.00	4000.00	4000.00
		全部债务(万元)	3295.00	3400.00	4950.00	9400.00
		营业收入(万元)	4751.12	5834.96	9232.48	5768.20
		利润总额 (万元)	408.25	711.06	1686.82	794.23
		EBITDA(万元)	576.41	929.13	2262.01	--
		经营性净现金流(万元)	-1407.38	735.89	2036.43	-3218.29
		营业利润率(%)	20.83	26.94	33.46	32.06
		净资产收益率(%)	12.07	15.83	26.90	--
		资产负债率(%)	56.32	48.94	54.94	61.40
		全部债务资本化比率(%)	49.49	44.38	45.92	58.95
		流动比率(%)	275.64	221.91	158.03	37.93
		全部债务/EBITDA(倍)	5.72	3.66	2.19	--
		EBITDA 利息倍数(倍)	12.18	14.41	8.17	--
2	深圳市飞马国际供应链股份有限公司	资产总额(万元)	52736.04	114654.09	290573.65	336428.15
		所有者权益(万元)	15781.34	43320.98	43879.17	46058.18
		长期债务(万元)	3440.00	11213.39	9147.84	7127.98
		全部债务(万元)	29392.10	50744.23	215559.49	274572.28
		营业收入 (万元)	59046.32	234893.04	134567.75	115513.49
		利润总额 (万元)	5108.57	4356.09	2290.40	4261.57
		EBITDA(万元)	8187.15	9346.18	7468.11	--
		经营性净现金流(万元)	-9344.45	-3157.66	5589.53	14623.85
		营业利润率(%)	13.53	4.89	7.89	7.64
		净资产收益率(%)	27.34	8.09	3.98	--
		资产负债率(%)	70.07	62.22	84.90	86.31
		全部债务资本化比率(%)	65.07	53.95	83.09	85.64
		流动比率(%)	138.78	158.61	114.42	112.90
		全部债务/EBITDA(倍)	3.59	5.43	28.86	--
		EBITDA 利息倍数(倍)	6.92	3.56	2.15	--

附件 2 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

附件 3 短期债券信用等级的定义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

联合资信评估有限公司关于 深圳市 2010 年度第一期中小企业集合票据的 跟踪评级安排

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

集合票据发行人（包括深圳市联嘉祥科技股份有限公司、深圳市飞马国际供应链股份有限公司）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。集合票据发行人或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，集合票据发行人应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注集合票据发行人和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现集合票据发行人或担保方出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期集合票据的信用等级。

如集合票据发行人不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至集合票据发行人提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期集合票据信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送集合票据发行人、主管部门、交易机构等。



中债信用增进投资股份有限公司

2010 年信用评级分析报告

评级结果

主体信用等级：AAA

评级时间

2010 年 07 月 15 日

主要数据

项 目	2010 年 3 月	2009 年
资产总额（万元）	625446.58	607727.79
负债总额（万元）	16445.84	5293.82
所有者权益（万元）	609000.74	602433.97
营业收入（万元）	1499.17	85.00
利润总额（万元）	3682.39	3085.05
净利润（万元）	2761.79	2309.25

分析师

蒋建国

Tel: 010-85679696-8812

E-mail: jiangjg@lhratings.com

韩 爽

Tel: 010-85679696-8896

E-mail: hanyi@lhratings.com

田 兵

Tel: 010-85679696-8821

E-mail: tianbing@lhratings.com

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）

Fax: 010-85679228

Http: //www.lhratings.com

评级观点

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“公司”）由中国银行间市场交易商协会联合 6 家实力雄厚的国有企业股东共同发起设立，是国内首家专业债券信用增进机构，其市场定位是成为专业的债券市场信用增进及风险管理服务提供商；债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者；债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者。基于公司强大的股东背景和资本实力、良好的业务发展前景、高管层较高的专业素质等因素，联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体信用等级为 AAA，该评级结论反映了公司的代偿能力极强。

优势

- 公司拥有强大的股东背景，这有助于公司在业务运营过程中得到股东的支持；公司的资本实力较强，并且股东有能力和意愿在需要时增加公司资本；
- 公司作为国内首家专业债券信用增进机构，得到政府政策支持的可能性较大；
- 公司高管层的专业素质高，这有助于公司在运营初期即具备较高的专业化运作水平；
- 公司信用增进业务发展较快。

关注

- 公司成立不久，人员未全部到位，盈利模式、定价方法和制度体系正在制定和完善过程中，业务运营、投资状况和风险管理水平有待观察；
- 目前，我国尚未出台有关信用增进机构设立和监管的法律法规，信用增进业务中潜在风险的控制有待完善。

一、公司概况

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2009 年 9 月，是国内首家专业债券信用增进机构，接受中国人民银行监管，由中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立，注册资本 60 亿元，公司股东及持股情况见表 1。

表 1 公司股东及持股情况表

股 东	出资金额 (亿元)	持股比例 (%)
中国石油天然气集团公司	9.9	16.5
国网资产管理有限公司	9.9	16.5
中国中化股份有限公司	9.9	16.5
北京国有资本经营管理中心	9.9	16.5
首钢总公司	9.9	16.5
北京万行中兴实业投资有限公司	9.9	16.5
中国银行间市场交易商协会	0.6	1.0
合 计	60	100

公司经营范围：企业信用增进服务；信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广；信用产品的创设和交易；资产投资；资产受托管理；投资策划、投资咨询；经济信息咨询；人员技术培训；会议服务。

公司内设业务营运部、投资部、风险管理部、计划财务部、审计部、法律事务部、综合部、董事会办公室八个部门。

截至 2009 年末，公司资产总额 607727.79 万元，负债总额 5293.82 万元，所有者权益 602433.97 万元。2009 年 9 月 17 日-2009 年 12 月 31 日，公司实现营业收入 85.00 万元，利润总额 3085.05 万元，净利润 2309.25 万元。

截至 2010 年 3 月末，公司资产总额 625446.58 万元，负债总额 16445.84 万元，所有者权益 609000.74 万元。2010 年 1 月-3 月，公司实现营业收入 1499.17 万元，利润总额 3682.39 万元，净利润 2761.79 万元。

二、运营环境

1. 担保行业发展概况

随着市场经济发展，中小企业在国民经济中的地位日益重要，但因其信用水平低，在发展中存在着融资难的问题，在此背景下，我国专业信用担保机构应运而生。从 1993 年至今，在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的中小企业信用担保体系迅速发展。目前，国内已有各类担保机构近 5000 家。随着市场对担保服务需求不断多元化，信用担保领域日益广泛，担保品种不断增加。目前，担保机构经营的业务品种主要包括中小企业贷款担保、住房置业担保、贸易履约保证、财产保全担保、工程建设保证等；个别担保机构的业务也涉足金融担保业务。

2007 年 10 月，中国银监会发布《关于有效防范企业债担保风险的意见》，要求各银行自该意见发布之日起一律停止对以项目债券为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保，这使得提供资本市场外部信用增进服务的主体由银行转移至其他机构或担保公司。

近年来，我国债券市场规模呈现较快增长，截至 2009 年末，我国债券市场的债券余额为 16.52 万亿元，同比增长 2.55%。其中，政府债券、央行票据、金融债、非金融企业债务融资工具分别占 33.35%、21.20%、29.59%和 15.86%，涵盖企业债、中期票据、短期融资券、公司债和可转债等品种的非金融企业债务融资市场处于快速的发展轨道，在债券总额中的占比不断上升，体现出非金融企业通过债券市场融资的需求十分强劲。非金融企业债务融资工具发行主体的信用等级呈现多元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押

等增信方式均有体现，增信成为低信用级别发行主体进行直接融资的重要途径，这为金融担保公司的发展奠定了一定基础。

目前国内专业担保机构普遍存在业务规模小、资本实力弱、信息披露不规范、信用级别不高等问题，其主要业务是为中小企业间接融资提供担保服务，能够为企业债券（证券）等金融产品提供信用增级服务的担保机构数量不多。而涉足金融担保业务的担保机构也存在业务集中度较高、专业化服务能力不足等问题，中小企业直接债务融资仍面临较大的难度。债券等资本市场金融产品具有规模大、期限长等特点，要求为这些产品提供信用增级服务的担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。

2009年9月，中债信用增进投资股份有限公司在北京成立，这标志着我国首家专业债券信用增进机构的诞生，对于发展直接融资市场，完善信用风险分担机制，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。

2. 政策与监管

我国现有担保机构主要是为中小企业提供融资担保服务。目前，国内担保机构由当地的中小企业管理部门和财政部门进行行业监管，并由中小企业管理部门进行资本经营评价与考核。为引导、扶持和规范担保机构的发展，自1999年6月国家经贸委发布《关于建立中小企业信用担保体系试点的指导意见》以来，国家相关部门已相继出台了一系列的法律规定，如《关于建立中小企业信用担保体系试点的指导意见》、《关于鼓励和促进中小企业发展的若干政策意见》、《财政部关于印发〈中小企业融资担保机构风险管理暂行办法〉的通知》、《中小企业促进法》、《关于加强地方财政部门对中小企业信用担保机构财务管理和政策支持若干问题的通知》、《担保企业会计核算办法》等。

2009年2月9日，国务院办公厅发布《进一步明确融资性担保业务监管职责的通知》（下

称《通知》），《通知》中明确要求建立融资性担保业务监管部际联席会议，加强对融资性担保业务的管理，制定相关的管理监督制度，并提出了“谁审批设立、谁监督管理”的原则，确定地方相应的监管职责。可以看出，未来一段时间，随着担保行业监管细则的陆续出台，我国担保公司行业发展将进一步规范化、监管力度进一步提高。

现阶段，我国尚未出台有关信用增进机构设立和监管的法律法规，信用增进业务中潜在风险的控制有待完善。作为首家专业债券信用增进机构，公司的经营实践活动有望为相关监管法规的出台提供依据。

三、竞争力分析

1. 股权结构及公司治理

公司注册资本60亿元，均为货币资金。股东由交易商协会及6家有实力且市场形象较好的银行间市场成员组成。强大的股东背景使公司在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到股东支持的可能性较大。

按照公司法及其他相关要求，公司初步搭建了由股东会、董事会和监事会组成的公司治理架构。股东会是公司最高权力机构，由全体股东组成，股东会由董事会依法召集。2009年，公司召开2次股东大会，审议通过股东大会、董事会及监事会议事规则，审议通过更换董事、监事的议案、股东大会授权董事会进行对外股权投资的议案。

根据公司章程，董事会由9名董事组成。其中，交易商协会提名2名董事候选人，其余6家股东各提名1名董事候选人，经由股东会选举产生该8名董事；另设1名职工董事，由职工通过民主选举产生。董事会设董事长1人，由交易商协会提名，经全体董事选举产生。董事会每年至少召开2次会议，负责公司重大事项的决策。公司尚未实行独立董事制度。公司董事会成员多具有大型企业相关管理经验，这

有助于董事会进行科学决策。2009 年，公司共召开 3 次董事会会议，审议通过公司股东大会及董事会议事规则、董事会下设立薪酬委员会、战略委员会及投资决策委员会的方案及人选建议、公司组织架构及部门设置方案、高管聘任方案等多项议案，并通过了包括总裁办公会议事规则、固定资产管理办法等在内的公司多项基本管理制度。

公司监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东监事和 1 名职工监事，股东监事由股东大会选举产生，职工监事由职工选举产生。监事会主席由全体监事选举产生。监事会行使对公司财务进行检查、对董事及高级管理人员执行公务的行为进行监督等职权。监事会每 6 个月至少召开 1 次会议。公司尚未执行独立监事制度。2009 年，公司召开 2 次监事会会议，审议通过监事会议事规则等议案。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘，行使主持公司的日常经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投融资方案等由董事会授予的各项职权，并接受董事会的指导和监事会的监督。公司高管层设有执行副总裁、风险总监、财务总监、投资总监、营运总监、总法律顾问、董事会秘书各 1 名，由总裁提名、经董事会通过后任命，分别承担相应的管理职能。公司注重组建高水平的专业团队，高管均为拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士，这有助于确保公司具备较高的专业化运营水平。

随着运营的逐步开展，公司的治理架构有望持续规范，董、监事会及管理层的实际运行情况尚待观察。

2. 组织架构及内部控制

公司聘请外部专业咨询机构对公司内部部门设置、岗位设置及人员配置情况进行了规划。根据业务及职能的不同，公司设立了业务营运部、投资部、风险管理部、计划财务部、审计

部、法律事务部、综合部、董事会办公室八个职能部门。

公司成立时，高管层人员全部到位，但多数部门员工尚未完全到岗，部分专业人员由股东单位暂时借调，人力资源缺口较大。2010 年，公司通过公开招聘的形式引入 30 余名员工，员工人数达到 59 名，员工队伍得以充实。公司计划通过社会招聘、校园招聘等多种方式为公司培养和储备人才，力争在 2010 年底前实现主要管理人员和岗位人员到岗。

目前公司的内控体系初具雏形。公司出台了风险管理指引，制定了针对业务种类细化的管理办法，如增信业务管理办法、投资管理办法等；并规定了涉及资金、经费、人力资源、薪酬、印章、预算等方面的内控制度。公司风险管理部负责统一管理公司运营过程中所面临的信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险和集中度风险。

随着业务的发展，公司内部管理架构需进一步完善，专业化的人才队伍建设亟需加强，内审及稽核体系尚待逐步完善。

3. 战略规划

公司的市场定位是立足于债券市场，成为专业的债券市场信用增进及风险管理服务提供商；债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者；债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者；创新工具的领导者及标准的制定者和实践者。根据规划，公司在业务发展初期主要为优质中小企业及部分低信用级别的大型企业债务融资工具发行提供信用增进服务；随着债券市场发展及公司内部风险控制机制的完善，公司将通过适当扩大增进服务范围、创新信用增进手段等方式扩大服务范围，逐步实现多方式全方位提供债券信用增进业务的经营目标。

总体看，公司资本实力雄厚，高管人员具备较高专业水平，且在业务开展、资本补充及风险抵御等方面获得股东支持的可能性较大。

公司短期战略规划清晰，客户定位明确。自成立以来，公司增信业务取得较好进展，积累了一定的项目和客户资源。以上因素都将有助于公司未来业务的发展。然而，目前公司在公司治理、人力资源配置等方面仍面临较大的提升空间，中长期发展规划尚需在实践过程中进一步明确，内控水平尚待接受实践检验。

四、风险管理分析

（一）业务风险管理体系

公司从国有商业银行聘请了风险管理方面的专家，借鉴国内外同业经验，初步完成了对全面风险管理体系的构建工作，制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险和集中度风险的全面风险管理政策，搭建了风险管理的组织架构。公司董事会承担风险管理的最终责任，监事会负责监督董事会和高管层在风险管理方面的履职情况，高管层负责制定和审查公司风险管理政策和程序。公司建立起抵御风险的“三道防线”，明确了相关部门的风险管理职责和业务流程；风险管理部负责对各类风险实施管理，制订相应的制度，并向风险总监报告工作。

公司确定了较为稳健的风险偏好，并分别设定了增信业务和投资业务的风险偏好指标，总的原则是积极规避增信业务的高违约风险，实施稳健的资金投资策略，通过专业风险管理系统和专家决策，形成符合公司风险收益控制政策的产品组合，实现风险分散化管理，保证公司稳定运营并保持良好的盈利能力。

对于增信业务，公司规定增信杠杆率不高于 10 倍。公司的目标客户信用评级标准为 BBB 以上。公司将优先考虑高新技术企业、节能环保企业以及属于国家鼓励支持行业的中小企业，并限制单一行业的风险集中度。

公司制订了增信业务管理办法，规定了业务受理、调查、审批、合同签订、增信后管理和档案管理等流程的操作方法。客户经理受理

业务申请后，就客户准入条件、申请材料 and 风险缓释措施进行初步审查。符合初审条件的项目，由项目经理和风险经理共同进行现场调查，分别出具意见。公司实行有权审批人会议审批制度，每次审批会议至少由随机产生的 5 名审批人参加，其中审批牵头人一名，项目通过需经牵头审批人同意并有超过 2/3 全部参会的审批人同意，公司牵头审批人有权否决审批同意的项目增信业务。项目经理至少按月度实地或非实地对客户进行跟踪检查，至少每季度实地检查一次，并依照信贷业务五级分类原则实施业务风险初分类，风险管理部对分类结果进行认定。公司将从客户、行业和资产组合三个层次实施项目监控，分散业务风险。此外，公司正着手建立客户内部信用风险评价体系，评价范围将涵盖客户评级和债项评级，这将有助于公司有效防范和控制风险。

公司可用资金的约 50%将配置于银行存款和低风险理财产品，另外 50%进行投资。公司围绕风险防控制订了投资业务管理办法，对投资交易业务的范畴、决策、授权、限额、监测、报告等环节作了明确规定，以降低投资和交易的各种风险。公司就投资组合设定了一系列指标，如投资组合风险价值占比、潜在损失率等指标，以控制投资风险。发展初期，公司的投资重点将以金融市场上的固定收益类工具和信用融资服务中衍生的股权投资业务为主，并着手为开展信用衍生产品做市交易业务、创设结构性融资工具业务做准备。随着创新业务的持续开展，公司需要持续完善投资业务管理体系，进一步打造专业化的投资团队，为全面开展投资业务奠定基础。

（二）业务发展状况及风险管理水平

自成立以来，公司通过多种渠道积极营销，取得了良好的效果。2009 年 11 月，公司完成首单信用增进项目。截至 2010 年 3 月末，公司累计为 5 个项目提供了增信服务。项目标的债券为 1 支集合票据和 4 支中期票据，金额合计 75 亿元，是注册资本的 1.25 倍。其中，发行人主

体评级在 AA 及以上的债券余额占 93.33%。目前没有增信对象发生违约。此外，公司目前有多个增信项目处于积极推进中，项目标的涉及短期融资券、中期票据、企业债等。预计未来一段时间，公司信用增进业务将处于快速上升阶段，同时也是风险积累阶段，这将使公司风险管理水平面临考验。

总体看，公司初步搭建了全面风险管理框架，相关制度及流程设计逐步完善，风险管理工作有序进行。随着业务规模的扩大和创新业务的开展，公司专业化的风险管理队伍待充实，整体风险管理水平需进一步提高。

五、财务分析

公司提供了 2009 年度及 2010 年 1 季度财务报表。公司 2009 年度财务报表的会计期间为 2009 年 9 月 17 日（公司注册登记日）-2009 年 12 月 31 日，该报表经信永中和会计师事务所审计并出具标准无保留意见的审计报告。公司 2010 年 1 季度财务报表未经审计。

1. 财务概况

截至 2009 年末，公司资产总额 607727.79 万元，负债总额 5293.82 万元，所有者权益 602433.97 万元。2009 年 9 月 17 日-2009 年 12 月 31 日，公司实现营业收入 85.00 万元，利润总额 3085.05 万元，净利润 2309.25 万元。

截至 2010 年 3 月末，公司资产总额 625446.58 万元，负债总额 16445.84 万元，所有者权益 609000.74 万元。2010 年 1 季度，公司实现营业收入 1499.17 万元，利润总额 3682.39 万元，净利润 2761.79 万元。

2. 资产及负债分析

截至 2009 年末，公司资产总额 607727.79 万元。其中，货币资金 224204.16 万元，主要为银行存款；可供出售金融资产余额 89666.29 万元，主要是持有的银行短期理财产品及中期

票据等资产；持有至到期投资余额 290000.00 万元，为持有的农行、工行及光大三家银行的理财产品。截至 2009 年末，公司负债总额 5293.82 万元，占资产总额的 0.87%。其中，预收账款 1415.00 万元，其他应付款即增进业务暂收款 2425.05 万元，未到期责任准备 25.50 万元。

2010 年，公司通过卖出回购的方式融入部分资金，在保持适量流动资金的同时，以部分自有资金和卖出回购融入资金进行债券投资，公司资产和负债规模均较年初有所增长。截至 2010 年 3 月末，公司资产总额 625446.58 万元，其中，货币资金 99900.74 万元，交易性金融资产 37522.34 万元，可供出售金融资产 437231.38 万元。截至 2010 年 3 月末，公司通过债券买卖共持有债券 60 只，合计 46.9 亿元；平均利率为 4.23%，账面盈利为 0.64 亿元，没有单只债券出现浮亏。公司持有的债券品种包括短期融资券、中期票据、企业债和国债等，其中，债券发行人评级在 AA 级及以上的债券面额比重超过 99%；固定利率债券占比为 90.41%。截至 2010 年 3 月末，公司负债总额 16445.84 万元，以卖出回购金融资产款为主。

总体看，公司整体资产质量较好，负债占资产总额比重较小。

3. 经营效率及盈利能力分析

2009 年 9 月 17 日-2009 年 12 月 31 日，公司实现增信业务收入 85 万元，利息收入 2103.90 万元，投资收益 1836.96 万元；实现利润总额 3085.05 万元，净利润 2309.25 万元；年化净资产收益率及年化资产收益率均约为 1%。

2010 年，公司增信业务收入增长较快，盈利能力逐步显现。2010 年 1 季度，公司实现信用增进业务收入 1499.17 万元，利息收入 1351.94 万元，投资收益 1924.69 万元。公司实现利润总额 3682.39 万元，净利润 2761.79 万元；年化净资产收益率及年化资产收益率分别为 1.82% 和 1.79%，均较上年有所提高。

4. 流动性及资本充足性

截至 2009 年末，公司所有者权益合计 602433.97 万元，其中，注册资本金 600000 万元；资本公积 124.72 万元，盈余公积 230.93 万元，未分配利润 2078.33 万元。截至 2010 年 3 月末，公司所有者权益合计 609000.74 万元，其中资本公积与未分配利润较年初有所增加；资本占资产总额的 99.14%。

2009 年 9 月 17 日-2009 年 12 月 31 日，公司筹资及投资活动产生的现金流量较大，期末现金及现金等价物净增加额为 224204.16 万元；2010 年 1-3 月，公司现金及现金等价物净流出 396973.14 万元，期末现金及现金等价物余额为 99900.74 万元，现金流充裕。

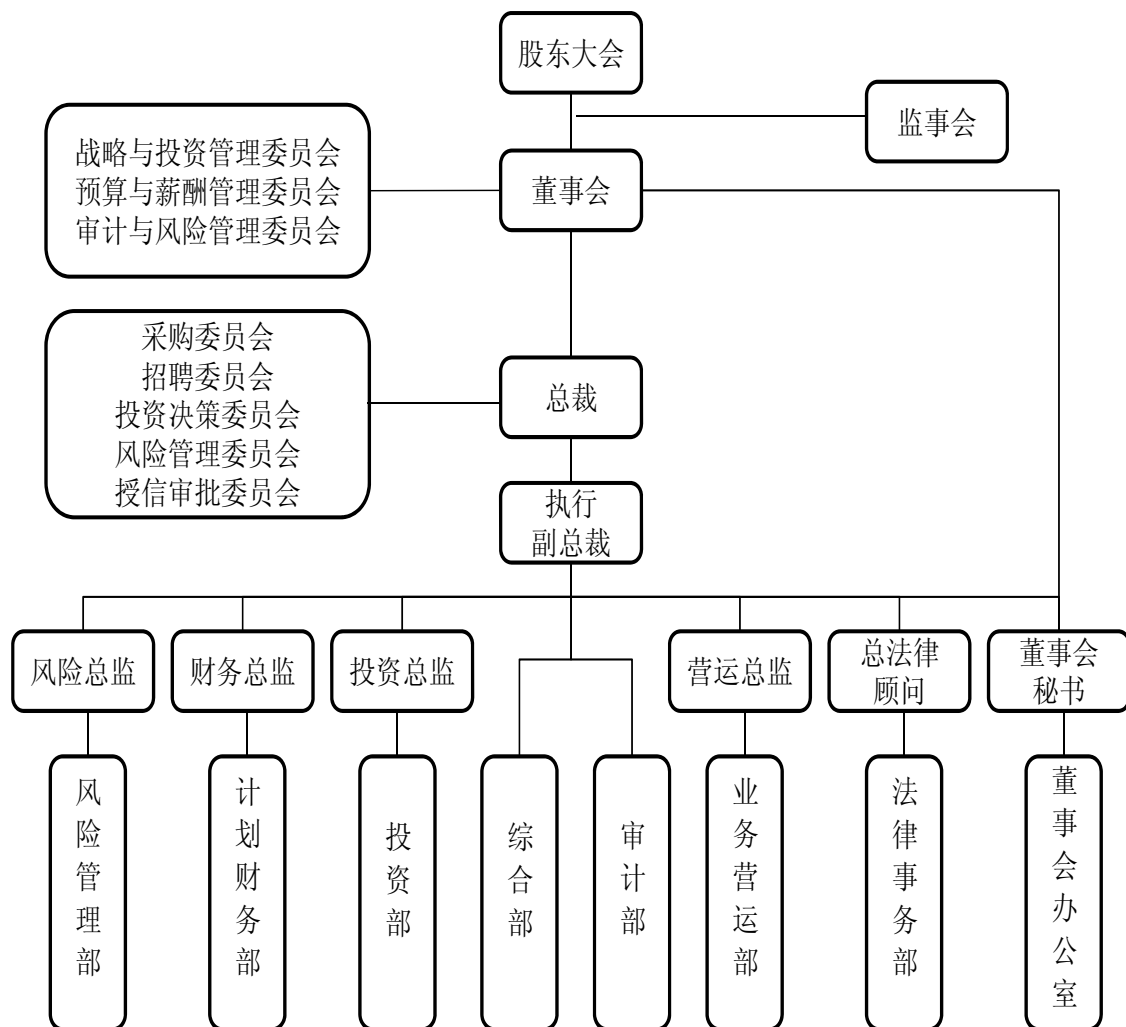
表 2 公司现金流量情况表

项 目	2010.01.01- 2010.03.31	2009.09.17- 2009.12.31
经营活动产生的现金流量净额（万元）	1440.37	3852.80
投资活动产生的现金流量净额（万元）	-398413.51	-379648.63
筹资活动产生的现金流量净额（万元）	-	600000.00
现金及现金等价物净增加额（万元）	-396973.14	224204.16
期末现金及现金等价物余额（万元）	99900.74	224204.16

总体看来，公司拥有强大的股东背景和资本实力，市场定位与经营策略明确，内控与风险管理体系初步建立并逐步完善，业务发展较快，盈利能力逐步显现；但公司法人治理结构尚未健全，相关专业人员队伍尚待进一步补充，未来业务运营、投资状况以及风险管理能力有待观察。

综合上述因素，联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体信用等级为 AAA，该评级结论反映了公司的代偿能力极强。

附录 1 公司组织架构图



附录 2 资产负债表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

资产	2010 年 3 月末	2009 年末	负债和所有者权益	2010 年 3 月末	2009 年末
流动资产：			流动负债：		
货币资金	99900.74	224204.16	短期借款		
交易性金融资产	37522.34		交易性金融负债		
应收票据			应付票据		
应收账款			应付账款		
买入返售金融资产	45234.93		卖出回购金融资产款	10176.00	
预付账款			预收账款	1290.00	1415.00
应收股利			应付职工薪酬	772.70	157.50
应收利息	4321.30	2792.86	应交税费	914.30	530.98
其他应收款	404.77	317.29	应付利息		
存货			应付股利		
一年内到期的非流动资产			其他应付款	2425.05	2425.05
其他流动资产			未到期责任准备		25.50
流动资产合计	187384.07	227314.31	其他流动负债		
非流动资产：			流动负债合计	15578.05	4554.03
可供出售金融资产	437231.38	89666.29	非流动负债：		
持有至到期投资		290000.00	长期借款		
长期应收款			应付债券		
长期股权投资			长期应付款		
投资性房地产			专项应付款	169.57	
固定资产	440.93	335.03	预计负债		
在建工程			递延所得税负债	698.21	739.79
工程物资			其他非流动负债		
固定资产清理			非流动负债合计	867.78	739.79
生产性生物资产			负债合计	16445.84	5293.82
油气资产			所有者权益：		
无形资产			股本	600000.00	600000.00
开发支出			资本公积	3934.95	124.72
商誉			减：库存股		
长期待摊费用			盈余公积	230.40	230.93
递延所得税资产	390.20	412.16	一般风险准备		
其他非流动资产			未分配利润	4835.39	2078.33
非流动资产合计	438062.51	380413.48	所有者权益合计	609000.74	602433.97
资产总计	625446.58	607727.79	负债和所有者合计	625446.58	607727.79

附录 3 利润表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

项 目	2010 年 1-3 月	2009 年度
一、营业收入	1499.17	85.00
减：营业成本	0.00	
营业税金及附加	82.45	4.68
销售费用	1531.70	935.97
管理费用	0.00	
财务费用	-1351.94	-2103.74
资产减值损失	0.00	
其 他	0.00	
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	520.75	
投资收益（损失以“－”号填列）	1924.69	1836.96
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	3682.39	3085.05
加：营业外收入	0.00	
减：营业外支出	0.00	
其中：非流动资产处置损失	0.00	
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	3682.39	3085.05
减：所得税费用	920.60	775.80
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	2761.79	2309.25

附录 4 现金流量表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

项 目	2010 年 1—3 月	2009 年
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	1374.17	1500.00
收到的税费返还	4.40	
收到其他与经营活动有关的现金	1514.08	3388.77
经营活动现金流入小计	2892.65	4888.77
购买商品、接受劳务支付的现金	402.52	798.29
支付给职工以及为职工支付的现金	156.05	201.00
支付的各项税费	892.65	1.00
支付其他与经营活动有关的现金	1.07	35.68
经营活动现金流出小计	1452.28	1035.97
经营活动产生的现金流量净额	1440.37	3852.80
二、投资活动产生的现金流量：		
收回投资收到的现金	72000.00	100000.00
取得投资收益收到的现金	3021.90	189.29
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		
收到其他与投资活动有关的现金		
投资活动现金流入小计	75021.90	100189.29
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	126.66	337.92
投资支付的现金	469000.00	479500.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		
支付其他与投资活动有关的现金	4308.74	
投资活动现金流出小计	473435.40	479837.92
投资活动产生的现金流量净额	-398413.51	-379648.63
三、筹资活动产生的现金流量：		
吸收投资收到的现金		600000.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金		
取得借款收到的现金		
收到其他与筹资活动有关的现金		
筹资活动现金流入小计	-	600000.00
偿还债务支付的现金		
分配股利、利润或偿付利息支付的现金		
其中：子公司支付少数股东的股利、利润		
支付其他与筹资活动有关的现金		
筹资活动现金流出小计	-	-
筹资活动产生的现金流量净额	-	600000.00
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	-396973.14	224204.16
加：期初现金及现金等价物余额	496873.88	
六、期末现金及现金等价物余额	99900.74	224204.16

附录 5 金融担保机构信用等级的设置及含义

金融担保机构的信用评级是指专业信用评级机构对专业从事金融担保业务的担保机构所承担各种债务如约还本付息能力和意愿的评估，是对其总体代偿风险的综合评价。

金融担保机构信用等级的设置采用三等九级制。一等（投资级）包括四个信用级别，即 AAA 级、AA 级、A 级和 BBB 级，二等（投机级）包括四个信用级别，即 BB 级、B 级、CCC 级和 CC 级，三等（破产级）包括一个信用级别，即 C 级。

AAA 级：代偿能力最强，投资与担保业务风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：代偿能力很强，投资与担保业务风险管理能力很强，风险很小。

A 级：代偿能力较强，投资与担保业务风险管理能力较强，尽管有时会受经营环境和其他内外部条件变化的影响，但是风险小。

BBB 级：有一定的代偿能力，投资与担保业务风险管理能力一般，易受经营环境和其他内外部条件变化的影响，风险较小。

BB 级：代偿能力较弱，投资与担保业务风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，投资与担保业务风险管理能力弱，有较大风险。

CCC 级：代偿能力很差，在经营、管理、抵御风险等方面存在问题，有很大风险。

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。

AA—CCC 级可用“+”、“-”进行微调。

信用等级公告

联合[2010] 099 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市飞马国际供应链股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

深圳市飞马国际供应链股份有限公司
主体长期信用等级为

A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年九月一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与深圳市飞马国际供应链股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与深圳市飞马国际供应链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，未因深圳市飞马国际供应链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深圳市飞马国际供应链股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、深圳市飞马国际供应链股份有限公司主体长期信用等级自2010年9月1日至2011年8月31日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。



深圳市飞马国际供应链股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：A⁻
评级展望：稳定
评级时间：2010年9月1日

财务数据

项 目	2007年	2008年	2009年	10年6月
资产总额(万元)	52736.04	114654.09	290573.65	336428.15
所有者权益(万元)	15781.34	43320.98	43879.17	46058.18
长期债务(万元)	3440.00	11213.39	9147.84	7127.98
全部债务(万元)	29392.10	50744.23	215559.49	274572.28
营业收入(万元)	59046.32	234893.04	134567.75	115513.49
利润总额(万元)	5108.57	4356.09	2290.40	4261.57
EBITDA(万元)	8187.15	9346.18	7468.11	--
经营性净现金流(万元)	-9344.45	-3157.66	5589.53	14623.85
营业利润率(%)	13.53	4.89	7.89	7.64
净资产收益率(%)	27.34	8.09	3.98	--
资产负债率(%)	70.07	62.22	84.90	86.31
全部债务资本化比率(%)	65.07	53.95	83.09	85.64
流动比率(%)	138.78	158.61	114.42	112.90
全部债务/EBITDA(倍)	3.59	5.43	28.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.92	3.56	2.15	--

注：公司2010年6月数据未经审计。

分析师

黄滨 李志博

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

Http: //www.lhratings.com

评估观点

联合资信评估有限公司（“联合资信”）对深圳市飞马国际供应链股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为现代供应链管理服务的龙头企业之一，已逐步构筑了面向全国的物流业务网络架构，并与中石油、飞利浦等多家知名公司建立和保持了良好的合作关系，在国内外物流服务环节整合和本土化方面有较强的竞争优势。联合资信也关注到因贸易执行和出口供应链服务以货值计入收入，其变化对公司营业收入、综合毛利率影响大；公司负债水平高，债务负担重；对中石油单一客户依赖程度相对较高；贸易执行业务和出口供应链服务业务占用资金较高，对公司的风险控制能力提出了挑战。

随着原材料及人工成本上涨的多重压力增大，将促使企业更多的选择物流及供应链外包业务；受益于《物流业调整和振兴规划》等政策的扶持，公司发展前景良好，未来收入及利润水平将有所提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司拥有的黄江塑胶物流园规模优势和区位优势均较为突出，为公司带来了稳定的现金流和客户群，同时也具有较强的扩张能力，在此基础上促进了综合物流和贸易执行业务的发展。
2. 公司已与中石油、飞利浦等多家国内、国际知名公司建立了良好的合作关系，为公司开拓行业内的潜在客户奠定了良好基础，扩大和强化了公司的品牌优势。
3. 2008年以来公司贸易执行相关业务发展迅速，未来在IT、3C和能源等领域发展潜力大。

关注

1. 受金融危机影响，公司 2008 年综合物流业务和物流园经营业务有所下滑；2009 年出口供应链业务有所下滑。
2. 公司综合物流总包服务的主要客户是中石油，客户集中度相对较高。
3. 贸易执行业务和出口供应链服务业务占用资金较高，毛利率较低。
4. 公司债务负担持续加重，相关偿债指标趋于弱化。
5. 公司筹资性现金流规模大增，对外筹资压力较大。

一、主体概况

深圳市飞马国际供应链股份有限公司（以下简称“公司”）前身是成立于1998年7月的深圳市飞马运输有限公司，2003年1月更名为深圳市飞马国际物流有限公司，2006年12月整体改制为股份有限公司，注册资本人民币9600万元；2007年4月公司增加股本500万股，以每股1.25元的价格定向增发，注册资本变更为10100万元；2008年1月，公司以每股7.79元的价格向社会公众公开发行人民币普通股（A股）3500万股，股本变更为13600万元，公司简称“飞马国际”，股票代码002210。公司实际共募集资金人民币27265.00万元，扣除与发行有关费用，实际募集资金净额为人民币25387.15万元。2009年6月8日和2010年5月21日，公司两次实施资本公积金转增股本方案，分别以公司股本总数13600万股和20400万股为基数，每10股转增5股。截至2009年底，公司注册资本为20400万元；截至2010年6月底，公司注册资本为30600万元。公司实际控制人为黄壮勉先生。截至2010年6月底，黄壮勉持有广州市飞马运输有限公司84%的股份，广州市飞马运输有限公司持有公司63.53%的股份。

公司主营业务为供应链管理服务，主要服务包括国际采购执行、国际订单执行、精益物流（VMI·DC）、贸易执行（采购执行·销售执行）、塑化交易与综合供应链服务、标案执行、进出口通关服务、保税物流、大型及特种设备国际供应链管理服务等。公司内设总裁办、财务中心、证券部、人力资源中心、金融中心、信息中心、风控中心、运营中心共8个职能部门，以及东莞、华南（不含东莞）、华东、华北四大平台（详见附件1-1）。截至2010年6月底，公司控股、全资公司共计11家（详见附件1-2）。

截至2009年底，公司合并资产总额290573.65万元，所有者权益43879.17万元（其中少数股东权益579.66万元）；2009年实现营

业收入134567.75万元，利润总额2290.40万元。

截至2010年6月底，公司合并资产总额336428.15万元，所有者权益46058.18万元（其中少数股东权益596.95万元）；2010年1~6月实现营业收入115513.49万元，利润总额4261.57万元。

公司注册地址：深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦26楼2601室；公司法定代表人：黄固喜。

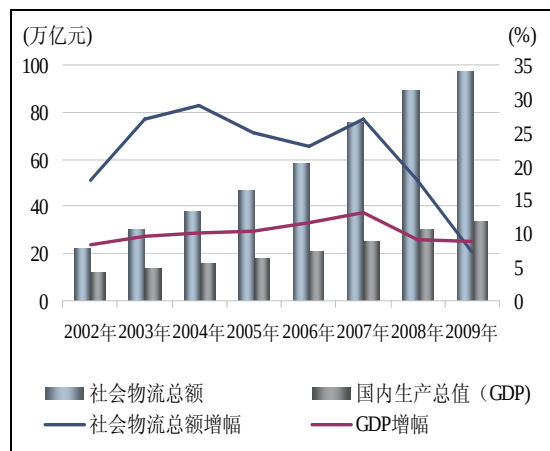
二、行业分析

1. 行业现状

社会物流总额持续增长，增幅有所放慢

2002年以来，随着中国对现代物流业发展的重视程度逐渐增强，中国物流业进入快速发展阶段。2008年9月份以后，受全球性金融危机影响，物流行业受到的冲击相对较大，增幅出现明显下滑。2008年，中国实现社会物流总额89.90万亿元，增幅为19.5%（采用现价计算），增幅自2003年以来首次降到20%以下；2008年全国物流业增加值为19965亿元，同比增长15.4%。2009年，在《物流业调整和振兴规划》等政策的支持和推动下，中国社会物流总额实现96.65万亿元，同比增长7.4%，反映出物流需求在经济增长的带动下，呈现出止跌企稳、加快回升的良好发展态势。

图1 2002~2009年中国社会物流总额与GDP情况



资料来源：国家统计局及中国物流与采购联合会；

注：国内生产总值增幅及社会物流总额增幅均按照现价而非可比价格计算。

从社会物流总额的构成看，工业品物流总额 87.41 万亿元，同比增长 9.4%，占社会物流总额的比重为 90.4%，同比提高 1.7 个百分点，是带动社会物流总额增长的主要因素；进口物流总额 6.86 万亿元，同比下降 12.8%，占社会物流总额的比重为 7.1%，同比下降 1.6 个百分点；农产品物流总额、再生资源物流总额和单位与居民物品物流总额同比分别增长 4.3%、12.3%和 16.4%。

从行业物流需求来看，中国物流需求旺盛的行业集中于家电、日用化工、烟草、医药、汽车、连锁零售等行业。有调查表明，中国社会物流总额约 90%为工业品物流，农产品物流比重小且十分滞后，使得农产品资源优势难以转化为经济优势。农副土特产品运销不畅，是造成农民增收缓慢、城乡差距和区域差距进一步拉大的原因之一。钢材、煤炭、矿石等大宗物资物流发展相对滞后，且效率不高。

根据中国物流与采购联合会、中国物流信息中心公布的最新统计数据，2010 年上半年，国民经济总体态势良好，在此宏观经济环境下，中国物流运行继续保持平稳较快增长。2010 年上半年，全国社会物流总额为 58 万亿元，按可比价格计算，同比增长 18.4%，比上年同期加快 12.4 个百分点。反映出物流需求在经济增长的带动下，呈现明显回升态势。从构成情况看，工业品物流总额实现 52.40 万亿元，同比增长 17.6%，占整个社会物流总额的比重为 90.4%，是带动上半年物流总额增长的重要因素；进口货物物流总额则由降转升，达到 4.43 万亿元；农产品物流总额、再生资源物流总额和单位与居民物品物流总额也同比分别增长了 2.6%、44.1%和 18.0%。

物流成本较高，但存在较大下降空间

2002~2009 年，中国全国社会物流总费用逐年上升。2009 年全国社会物流总费用 6.08 万亿元，同比增长 7.2%，与 GDP 的比率为 18.1%，同比持平。其中，运输费用 3.36 万亿元，同比增长 7%，占社会物流总费用的比重为 55.3%，

同比下降 0.1 个百分点；保管费用 2 万亿元，同比增长 7.5%，占社会物流总费用的比重为 32.8%，同比提高 0.1 个百分点；管理费用 0.72 万亿元，同比增长 7.4%，占社会物流总费用的比重为 11.9%，同比持平。而发达国家社会物流总费用与 GDP 的比率一般为 8%~10%，整体看，中国物流成本较高，仍存在着较大的下降空间。2010 年上半年，社会物流总费用为 30901 亿元，同比增长 17.8%，比上年同期加快 13 个百分点。社会物流总费用与 GDP 的比率为 17.9%，比上年同期下降 0.1 个百分点，一定程度上反映出社会物流运行效率有所提高。

物流相关行业固定资产投资规模逐年扩大，物流基础设施逐步完善

2009 年，中国物流相关行业固定资产投资 2.57 万亿元，同比增长 47.6%。其中，交通运输业固定资产投资 1.95 万亿元，同比增长 48.4%，占物流相关行业固定资产投资的 75.80%。2010 年上半年，物流相关行业固定资产投资完成额 11601 亿元，同比增长 25.5%，增幅与同期城镇固定资产投资增幅持平，比上年同期回落 36.3 个百分点。其中交通运输业投资同比增长 26.2%，比上年同期回落 39.1 个百分点；仓储、邮政业投资同比分别增长 35.3%和 19.3%。

物流相关行业固定资产投资规模的逐年扩大带动了物流基础设施的逐年完善。截至 2009 年底，全国铁路营业里程 8.6 万公里，跃居世界第二位；高速公路通车里程 6.5 万公里，继续居世界第二位。

2. 行业关注

中国物流模式相对落后，供应链物流服务水平有待提升

在一些比较发达的西方国家，传统的物流行业与制造业已经紧密地联系在一起——制造企业只专注于制造优良的产品而把所有的与供应链有关的后勤事物外包给专业物流公司来做。从原材料的采购计划、仓储计划到运输、

清关，原材料配送以至于把制造业的最终产品送到分销商/最终用户手中，最终帮助制造业完成整个供应链（SCM）过程。中国现有很多物流企业为过去仓储、运输的简单转行，物流技术相对单一。由于物流专业化程度低，多数物流企业很难为中外合资或外商独资企业的产品在中国提供综合性物流服务。虽然中国大部分物流企业已经意识到了供应链物流的优势及重要程度，并有些大型物流企业已经在供应链物流服务方面走在了前列。但从总体上来看，中国物流企业目前运营模式仍相对落后，服务产品相对单一，综合供应链物流服务水平有待提升。

行业集中度相对较低，普遍竞争力较弱

2005 年国家标准委颁布了《物流企业分类与评估指标》，对物流企业进行了全新定义、分类，并根据不同类别列出了 16 到 18 项不同指标。新标准规定，中国物流企业分为 3 类 5 级，即运输型、仓储型和综合服务型，每种类型中又分为 5 个不同的等级（从 5A 到 1A 依次降低），最高的 5A 级的物流企业标准最为严格，如业务辐射面必须达到全球范围、管理人员 80% 以上必须有物流师资格认证等，又如仓储物流企业 5A 标准的面积要求必须达到 20 万平方米以上。

根据物流企业分类国家标准，截至 2009 年 7 月底，全国拥有 A 级物流企业 519 家，其中，5A 级企业 44 家；4A 级企业 182 家；3A 级企业 204 家；2A 级企业 89 家，物流企业规模普遍较小。根据国家发改委、国家统计局 2009 年 12 月发布的 2009 年重点物流企业统计调查汇总数据显示，2008 年前 50 名物流企业主营业务收入共达 4756 亿元，比上年增长 14.7%。在 50 强企业中，中国远洋运输(集团)总公司主营业务收入超过千亿元，中国海运集团总公司等 6 家企业主营业务收入超过百亿元，前 43 家企业主营业务收入超过十亿元，物流企业实力进一步壮大，但也仅占全国物流相关行业总收入的 15% 左右。中国物流行业集中度相对较低，

物流企业普遍欠缺与国际大型物流企业竞争的能力。

外资过剩问题严重，内资空间有限

早在 20 世纪 80 年代，跨国物流企业就开始进入中国。如美国联邦快递于 1984 年、德国敦豪公司于 1986 年、荷兰天地物流于 1988 年、美国联合包裹于 1988 年、丹麦马士基于 1999 年相继在中国建立合资企业。2001 年，中国加入 WTO 后，物流业进一步扩大了对外开放，加速了与国际市场接轨。从 2006 年起，外资企业可以在中国自行设立分销网络，独立经营物流业务。中国巨大的物流市场和开放的格局，促使跨国物流公司加快了在中国的布局。

迄今，国外著名物流企业大都进入了国内物流市场，四大国际物流巨头 DHL、UPS、Fedex 和 TNT 更是纷纷在各地新建及扩张转运中心和服务中心。国外大型物流企业的进入，造成了中国物流业中高端市场被占领，本土企业都在产业链的下游，物流需求不发达且利润低的地方动作。中国本土物流企业面临越来越激烈的竞争。

3. 行业政策

总体发展规划

2006 年初，在全国十届人大四次会议通过的《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》（以下简称“十一五”规划）中，第四篇“加快发展服务业”里单列一节“大力发展现代物流业”。这标志着在国家层面上，现代物流作为产业的地位得到确认，并逐步受到高度重视。

“十一五”规划指明了中国物流业最近几年发展的方向，即，要“推广现代物流管理技术，促进企业内部物流社会化，实现企业物资采购、生产组织、产品销售和再生资源回收的系列化运作。培育专业化物流企业，积极发展第三方物流。建立物流标准化体系，加强物流新技术开发利用，推进物流信息化。加强物流基础设施整合，建设大型物流枢纽，发展区域性物流中心。”

物流业调整和振兴规划出台

2009年3月，国务院正式出台《物流业调整和振兴规划》（以下简称“物流振兴规划”），这是十大调整和振兴规划中唯一的服务业规划，也是中国物流业发展的首部“规划”。物流振兴规划第一次完整地、科学地明确了物流业在国民经济中的地位与作用，提出物流业的调整和振兴不仅是物流业自身的需要，也是整个国民经济发展的客观要求。

物流振兴规划提出了近期和3年两个阶段的目标，即到2011年，培育一批具有国际竞争力的大型综合物流企业集团，初步建立起布局合理、技术先进、节能环保、便捷高效、安全有序并具有一定国际竞争力的现代物流服务体系，物流服务能力进一步增强；物流的社会化、专业化水平明显提高，第三方物流的比重有所增加，物流业规模进一步扩大，物流业增加值年均递增10%以上；物流整体运行效率显著提高，全社会物流总费用与GDP的比率比目前的水平有所下降。

物流振兴规划提出了2009~2011年规划期内中国物流业发展的十大主要任务，包括积极扩大物流市场需求、大力推进物流服务的社会化和专业化、加快物流企业兼并重组、推动重点领域物流发展、加快国际物流和保税物流发展、优化物流业发展的区域布局、加强物流基础设施建设的衔接与协调、提高物流信息化水平、完善物流标准化体系、加强物流新技术的开发和应用等。

物流振兴规划同时确定了中国物流发展的九大重点工程：多式联运及转运设施工程、物流园区工程、城市配送工程、大宗商品和农村物流工程、制造业与物流业联动发展工程、物流标准和技术推广工程、物流公共信息平台工程、物流科技攻关工程以及应急物流工程。

物流振兴规划的出台体现了国家对物流产业在国民经济中服务配套地位的重视。规划有助于缓解经济周期对物流行业的冲击，提升物流企业的服务水平和信息化水平、增强核心竞

争力，有利于产业集中度的提高，促进中国物流行业的产业升级和长期发展，降低社会整体物流成本，提升物流行业整体信用水平。规划的实施将推动行业内企业并购重组，培养出服务水平高、国家竞争力强的大型现代物流企业，一些具有现代化综合服务管理水平、完事产业链和规模优势的大型物流企业将在行业整合中处于有利地位。

4. 未来发展

中国物流业商机巨大。中国国民经济的持续健康发展和国际地位的不断提高，为物流业发展提供了广阔的前景。一方面我国的石油、矿产等很多资源要依赖国际市场；另一方面，我国正在成为全球的制造业中心，国际市场对我国的依赖程度也在不断加大。

区域物流企业不断加强合作，物流集聚区将得到较快发展

表1 2009年中国物流园区指标排名

排名指标	排名前三园区
投资环境竞争力十强园区	上海外高桥保税物流园、北京空港物流园、深圳盐田物流园
对外开放十强物流园区	深圳盐田物流园、北京空港物流园、上海外高桥保税物流园
发展转型十强物流园区	西部物流园、大连陆港物流基地、中南物流园
配套支撑十强物流园区	上海外高桥保税物流园、深圳盐田物流园、北京空港物流园
运营效率十强物流园区	上海外高桥保税物流园、连云港金港湾国际物流园、大连陆港物流基地
产业生态十强物流园区	北京空港物流园、深圳盐田物流园、大连陆港物流基地
信息服务十强物流园区	上海外高桥保税物流园、张家港保税物流园、西部物流园

资料来源：中国物流与采购联合会

根据中国物流与采购联合会在2008年年中发布的《第二次全国物流园区（基地）调查报告》，中国物流园区（基地）约为475个，其中已经运营的122个，占25.7%；在建的219个，占46.1%；规划中的134个，占28.2%。东部、南部以及北部三大沿海经济区的物流园区占全国总量的54.7%，围绕海港、空港、陆港、制造业园区和城市物流需求发展起来的物流功

能集聚区正在形成。2009 年，根据通过建立对外开放指数、发展转型指数、配套支撑指数、运营效率指数、产业生态指数和网上服务指数等 6 个一级指标，18 个二级指标和 40 余个衡量指标，中国物流与采购联合会对中国百余家物流园区进行了分析（见表 2）。总体看，物流园区将是今后物流业整合发展的主要形式之一。

物流企业将加快兼并重组及产业细分

目前，中国物流市场细分加速，汽车物流、家电物流、钢铁物流、石化物流、农产品物流、快递物流等一系列专业化物流产业已初步形成。

表 2 部分经营物流业务上市公司及其主要物流领域

上市公司名称	物流领域
五矿发展	国内黑色金属流通领域最大的综合服务商、国际物流
中储股份	国内综合物流、仓储的龙头
怡亚通	供应链集成服务商，主要服务 IT 业
澳洋顺昌	IT 金属物流
飞马国际	石化物流
渤海物流	农产品物流
铁龙物流	铁路集装箱运输、铁路货运及临港物流
国能集团	钢铁物流

资料来源：WIND 资讯

按照物流振兴规划要求，“中国要加快物流企业兼并重组，培育一批服务水平高、国际竞争力强的大型现代物流企业”。同时，物流振兴规划也明确提出要“推动能源、矿产、汽车、农产品、医院等重点领域物流发展，加快发展国际物流和保税物流”。这将促进中国竞争力较强的大型物流企业以及从事相应细分行业物流公司的发展。物流企业的兼并重组及行业细分将对提升中国物流行业的整体竞争实力、提高物流专业化程度、提升整体物流运行水平及运行效率起到积极促进作用。

总的来看，物流业发展有着良好的政策环境，是国家重点支持的服务业之一，享受较多的政策支持和资金支持。随着国民经济的持续增长和经济发展对物流依赖程度的逐步提高，

以及经济全球化、一体化的发展，物流行业的市场需求将逐步增长，其发展潜力较大，但外资的进入及国内物流企业数量的增长将显著增加行业竞争。

三、企业素质

1. 公司规模与竞争力

公司是现代供应链管理服务的龙头企业之一，能够为企业提供运输、仓储、通关、装卸、分销、配送、国际货运代理、进出口贸易及相关服务的“一站式”综合物流服务。目前公司形成了以综合物流服务为基础，以塑胶物流园区服务为支撑，以贸易执行和保税物流服务为拓展方向，以互相协同的业务结构为保障的业务发展模式。

公司公开发行的 3500 万股 A 股于 2008 年 1 月 30 日在深圳证券交易所上市（公司简称“飞马国际”，股票代码 002210），标志公司的发展进入了一个新的历史阶段。截至 2010 年 6 月底，公司控股、全资公司共计 11 家。公司物流网络从以深圳为基地，辐射上海、北京、苏州等地，初步形成了华北、华东、华南和西部四大营运中心以及完善的全国网络布局，服务客户主要有中石油、飞利浦、海尔、联想和陶氏等著名企业。

公司先后被评为“深圳市重点物流企业”、“深圳市现代物流业统计样本企业”、“西气东输管道工程优胜服务商”、“2006 深圳物流业最具竞争力品牌奖”、“2006 年度深圳市诚信物流企业”、“最受深圳工商企业好评的物流与供应链公司”、“十大综合型物流企业”和 2007 和 2008 年度深圳市福田区“纳税百佳民营企业”。2009 年 7 月，公司被中国国际货运代理协会及国际商报社评定为“2008 年度中国国际货代物流百强第 21 名”和“2008 年度国际货代物流民营五十强第 5 名”。2009 年 11 月，公司被中国物流百强评选组委会评定为“2009 年度中国物流百强第 19 名”。2009 年 12 月，公司被深

圳海关授予最高信用等级“海关 AA 类管理企业”称号。

总体看，公司初步构筑了面向全国的物流业务网络架构，拥有稳定的客户资源，在国内外物流服务环节整合和本土化方面有较强的竞争优势，并积极通过物流园区建设、全国物流业务网络布局增强综合物流服务的市场竞争能力，为其未来可持续发展奠定了良好基础。

2. 人力资源

公司目前共有高层管理人员7人，其中总经理1人、副总经理5人、董事会秘书兼财务总监1人，均具有丰富的行业从业经历和较高的专业水平。公司董事长黄固喜先生，现年65岁，本科学历，曾任深圳市沙头角教育局副局长，深圳市罗湖教育局局长，深圳市罗湖科技局局长，广州市飞马运输有限公司及深圳飞马国际物流有限公司董事长，2006年12月至今任公司董事长。公司实际控制人和总经理黄壮勉先生，现年40岁，本科学历，曾任中国建设银行深圳分行业务主管，中国石油集团公司深圳分公司部门经理，深圳市飞马国际物流有限公司总经理，2008年2月至2010年1月任公司副董事长，2010年至今任公司总经理。公司副董事长印健先生，现年41岁，EMBA，曾任深圳裕田实业股份有限公司、中国深圳国际经济技术合作（集团）股份有限公司、深圳市新鸿光（集团）有限公司、深圳市怡亚通供应链股份有限公司等公司高管职务，2007年4月起至今任上海合冠供应链有限公司总经理，2008年2月至2010年1月任公司总经理，2008年3月起任公司董事，2010年1月起任公司副董事长。

截至2010年3月底，公司拥有员工375人。按年龄结构划分：30岁以下占54.67%，30~40岁占33.33%，40岁以上占12.00%；按教育程度划分：硕士及以上占2.93%，大学本科占25.60%，大专占32.00%，高中中专占32.80%，其他占6.67%；按专业结构划分，管理人员占24.80%，技术人员占6.67%，销售人员占9.60%，其他占

58.93%。

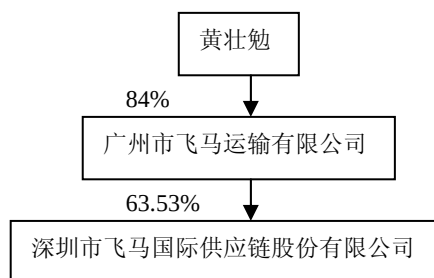
综合来看，公司高级管理人员综合素质较高，具有丰富的企业管理经验和较高的管理水平，熟悉公司整体状况及发展方向，有利于公司的长远发展。公司员工队伍年轻化，整体文化素质较高，符合公司技术服务型企业特点。

四、经营管理

1. 法人治理结构

经中国证券监督管理委员会（证监许可[2008]59 号文）核准，公司于 2008 年 1 月 18 日、21 日向社会公众公开发行人民币普通股（A 股）3500 万股，发行价格为 7.79 元/股。根据深证上[2008]12 号文，公司发行的人民币普通股股票在深圳证券交易所上市，股票简称“飞马国际”，股票代码“002210”；其中公开发行中网上定价发行的 2800 万股股票于 2008 年 1 月 30 日起上市交易；公司网下询价发行的 700 万股人民币普通股自 2008 年 4 月 30 日起在深圳证券交易所中小企业板上市交易。截至 2010 年 6 月底，公司注册资本为 30600 万元，黄壮勉先生持有广州市飞马运输有限公司 84% 的股份，广州市飞马运输有限公司持有公司 63.53% 的股份。公司实际控制人为黄壮勉先生。

图 2 公司股权结构



公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《上市公司章程指引》和其他有关法律法规的要求，并制定和完善了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事

会议事规则》、《独立董事工作细则》、《对外担保决策制度》、《募集资金管理制度》和《关联交易决策制度》等法人治理制度文件。

股东大会是公司的最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等。公司设董事会，成员9人，包括董事长1人、董事8人，其中独立董事3人；公司设监事会，成员3人，包括监事会主席1人、监事2人。董事会在企业发展战略和中长期规划、重大组织结构调整和人事问题、经济改革和政策、重大投融资活动和建设项目等方面行使决策权，董事会下还设有审计委员会、战略和投资管理委员会、薪酬与考核委员会、风险管理委员会和战略与投资管理委员会5个专业委员会，作为辅助决策支持机构；经理班子全面负责企业的生产经营管理活动；监事会履行监督职责。公司建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，法人治理结构基本完善。

2. 内部管理体制

公司实行董事会领导下的总经理负责制，内设总裁办、财务中心、证券部、人力资源中心、金融中心、信息中心、风控中心、运营中心共9个职能部门，各部门分工明确，能较好满足业务运营的实际需要。

公司目前建立了一整套包括《结算工具风险控制办法》、《应收账款管理办法》、《合同管理制度》、《运输供应商管理办法》、《国内物流业务操作规范》、《国际物流业务操作流程》、《仓库管理规定》、《计算机管理信息系统管理规定》、《内部信息沟通控制程序及管理制度》、《内部审计工作管理制度》、《财务管理控制制度》等在内的内部控制制度。

在业务控制方面，公司管理层在执行业务控制过程中，采取了包括授权与审批、业务规程与操作程序、岗位权限与职责分工等控制措施，将内部控制工作落实到决策、执行、监督、反馈等各个环节。

在信息控制方面，公司建立了有效的企业信息系统，员工能充分理解和执行公司的政策和程序，信息能够及时传达到应被传达到的人员，各下属单位信息能够及时、畅通的反馈到决策层。

在财务管理方面，公司按照《企业会计制度》的要求建立了一套独立、完整、规范的财务会计核算体系和财务管理制度，并建立了相应的内部控制制度。公司实施预算管理制度，逐步建立了与预算管理相适应的会计核算办法和预算考评奖惩制度，保证预算执行的严肃性，逐步形成较高效的管理体系。

在对外担保管理方面，公司制定了《对外担保决策制度》，有效维护公司股东和投资者的利益，规范公司的对外担保行为，控制公司资产运营风险。

在人力资源管理方面，公司加强对外部人才的引进，制定了一系列的人才引进计划，并从薪酬激励、个人发展、技能培训、参与管理等方面强化人才的引进和培养工作；同时，公司还强化内部人才培养机制，挖掘和激发员工的潜能，为优秀员工提供良好的发展空间。

总体看，公司内部管理机制较为规范，整体管理水平较高。

3. 经营分析

表3 公司业务分类、内容和平台概括

分类	业务模式	运营平台
综合物流服务 其中:国际物流	中石油设备国际采购	北京分公司
国内物流	黄江塑胶物流园增值服务、国内物流	深圳飞马
贸易执行	黄江塑胶物流园增值服务、IT企业增值服务	深圳飞马、上海合冠
物流园经营	仓库、商铺出租、园区管理	东莞飞马
出口供应链服务	保税物流等业务	上海合冠

资料来源：公司招股说明书，联合资信整理

注：公司子公司和分公司情况见附件1。

公司主营业务为供应链管理服务，目前采取以综合物流服务为基础，以塑胶物流园区服

务为支撑，以贸易执行和保税物流服务为拓展方向，以互相协同的业务结构为保障的业务发展模式，主要依托华北、华东、华南和西部四大营运中心以及完善的全国网络布局为客户提供全方位、多功能、跨区域的供应链一体化运作（见图3和表3）。

图3 飞马全国营运网络



资料来源：公司网站

2007~2009年，公司营业收入波动较大，三年分别为5.90亿元、23.49亿元和13.46亿元，主要由于出口供应链服务业务均为形式买断，

公司按照一定的费率收取客户的综合服务费，但货物的价值也包含在收入和成本中，因此放大了公司营业收入的波动性。其中综合物流服务业务是公司最重要的业务板块，是公司主要利润来源，但由于新增的VMI精益物流服务以及塑化产品的仓储服务尚在起步阶段，前期成本摊销较大，该板块2009年毛利率有所下降；物流园经营业务受金融危机影响较大，但由于其成本中的部分投资性房地产的摊销已计提完，成本大幅下降，因而其毛利率在收入下降的情况下反而比2008年同期有所上升；近年贸易执行业务和出口供应链服务业务的收入占比高，但毛利率水平很低。总体看，综合物流服务和物流园经营业务是公司利润的主要来源（见表5）。

2010年1~6月，公司实现营业收入11.55亿元，占2009年全年的85.84%，其中贸易执行业务收入占比大幅提高，达到87.68%。由于贸易执行业务利润水平较低，公司整体毛利率略有下滑，为7.84%。

表4 2007年~2010年上半年公司营业收入、毛利率及占比分行业情况

分产品	2007年			2008年		
	营业收入(万元)	营业收入占比(%)	毛利率(%)	营业收入(万元)	营业收入占比(%)	毛利率(%)
综合物流服务收入	24496	41.49	24.38	19787.86	8.42	32.37
贸易执行收入	19175.36	32.48	1.77	44717.23	19.04	5.9
物流园经营收入	3710.95	6.28	54.14	3265.05	1.39	35.12
出口供应链服务收入	11664.01	19.75	1.03	167122.89	71.15	1.22
合计	59046.32	100	14.43	234893.04	100	5.21
分产品	2009年			2010年1-6月		
	营业收入(万元)	营业收入占比(%)	毛利率(%)	营业收入(万元)	营业收入占比(%)	毛利率(%)
综合物流服务收入	27189.12	20.2	25.01	6737.43	5.83	38.94
贸易执行收入	52768.56	39.21	3.79	101282.82	87.68	5.13
物流园经营收入	3238.8	2.41	59.42	1684.89	1.46	70.82
出口供应链服务收入	51371.27	38.18	1.05	5808.36	5.03	0.79
合计	134567.75	100	8.37	115513.5	100.00	7.84

资料来源：公司年报

(1)业务板块分析

综合物流服务业务

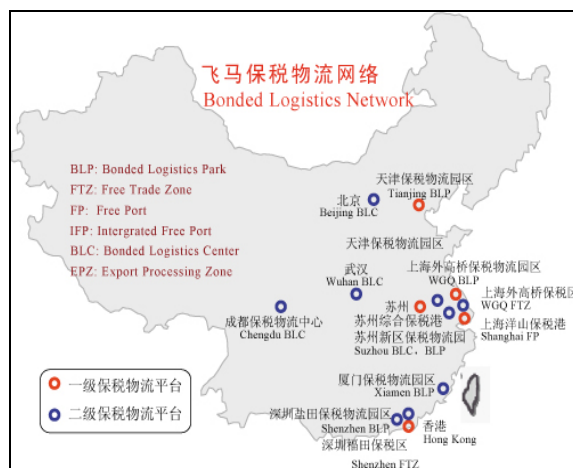
综合物流服务是公司最主要的业务板块之一，主要包括国际物流（中石油物流总包业务及其他客户的进出口业务、保税物流等）和国内物流（塑胶物流园增值服务和国内物流）两部分。

国际物流方面，公司自 2001 年与中石油开始合作，承揽了中石油国际设备以 FOB 定价采购的物流总包业务，包括设备运输方案策划、采购模式设计、保险选择与购买、装船监理、运输过程监控、专业物流商的安排与管理、货物通关及国内配送等服务，克服了以下物流服务实施的困难：中石油国外采购的设备多为超大、超重、形状不规则的非标准件，装箱装船难度大，而且设备生产厂商遍布世界各地，没有确定的航线，运输过程繁琐而复杂，加上其采购设备对于到达指定地点的时间具有严格的要求等。目前公司已与中石油形成了稳定的合作关系，业务量逐年递增。截至 2009 年底，公司已成为中石油的设备国际采购物流细分市场的龙头服务商，所占市场份额达 70%以上。由于中石油目前正在进行“西气东输”二线管道工程建设，预计在 2011 年前完工，随着工程规模的加速，公司承接的相关设备物流量也将快速上升。如果考虑到与其它公司、新客户签订的长期合作框架协议以及中石油其它一些工程，如新建油气田、大型设备维修更替等的设备运输需求，公司业务量还将有所增长，公司的目标是未来几年将份额增加到 80%。总体看，中石油是国家三大石油公司之一，其生产经营具有较高的稳定性，业务波动性相对较小，公司与中石油长期稳定的合作关系使公司的综合物流服务收入保持了良好的稳定性和持续性。但值得注意的是，2004~2006 年公司对中石油的该项业务收入超过了公司营业总收入的 50%，存在依赖主要客户的风险。随着公司从石化向 IT、煤炭等行业进军，公司与中石油的业务收入占公司总收入的比例在逐年下降，

2009 年仍占 25%左右，单一客户集中度依然较高。

另外，公司也为加工贸易型企业提供一体化的保税区物流和供应链管理服务，涉及的行业包括 IT、汽车零配件、机电机械、航材、消费品等。据海关方面的数据，从 2000 年 4 月至今，国务院先后批准设立 59 个出口加工区；2003 年 12 月以后批准设立了 8 个保税物流园区；2004 年 5 月以后海关总署批准设立了 5 个保税物流中心（A 类 1 个，B 类 4 个）；2005 年 6 月以后国务院批准设立了 4 个保税港区。2007 年，公司被国家海关总署确定为建设全国保税物流园区的重要合作伙伴，负责保税物流的操作推广。目前公司已经与具有资源优势的区域物流服务供应商展开了全面的战略合作，全国物流业务网络和平台的构建正在逐步完善（见图 4）。目前中国已成为全球制造业的主要投资生产基地，产品主要以外销为主，同时兼营中国国内市场，这些企业采用的加工形式多数为保税形式的加工。目前加工贸易企业的进出口额已经超过中国总进出口额的一半，公司加工贸易保税物流发展前景广阔。

图 4 公司保税物流网络



资料来源：公司网站

国内物流方面，公司主要依托黄江塑胶物流园为相关企业进行综合物流增值服务，主要为客户提供采购优化方案、特定的供应商库存管理、存货规划与管理控制、门到门运输以及

全程物流管理等。该业务既帮助了公司很好的积聚和稳定客户，又能进一步拓展公司的综合物流服务规模。

2010 年上半年，公司综合物流服务的毛利率比上年同期增加了 7.44%，主要是公司大力拓展桩基型的综合物流服务，毛利率相对较高的 VMI 精益物流服务、国际物流以及塑化产品的仓储服务等业务在该项业务中所占的权重不断加大，同时公司加强成本控制、减少费用支出所致。

物流园经营业务

中国的塑胶工业主要集中在珠江三角洲地区和长江三角洲地区，东莞现已成为中国最大的塑胶集散地，拥有塑胶加工企业 4000 多家，年消耗塑胶原料 400 多万吨，因此公司在东莞黄江兴建塑胶物流园，具有得天独厚的区位优势。黄江塑胶物流园占地面积 16.7 万平方米，拥有商铺 1290 间，规模优势较为突出。公司以物流园驱动商铺仓库出租+综合物流服务+贸易执行的经营模式，吸引了包括中石油、中石化、台塑、LG、三星、陶氏、奇美等品牌的 648 家商家进驻。这种经营模式为公司带来了稳定的现金流和客户群，同时也具有较强的扩张能力。

物流园经营方面，虽然公司该项收入一直较稳定，但 2008 年以来受金融风暴的影响，珠三角地区部分相关企业经营情况紧张，对黄江塑胶物流园的出租率和物流业务量也造成一定的负面影响，其 2008 年和 2009 年经营收入比 2007 年同期均有所下降，但对公司实际经营影响不大。2010 年上半年，物流园经营收入的毛利率大幅增加至 70.82%，主要是因为其成本中的部分投资性房地产的摊销已计提完，导致其成本有所下降，相应毛利率大幅上升。

公司曾于 2007 年发行债券募集资金 4000 万元计划用于飞马华南塑胶物流园技术改造项目，总投资 20976 万元，债券发行额占项目总投资额的 19.07%。另外，公司上市后，通过首次公开发行股票募集的资金也对项目有所支持。由于国际、国内市场环境的变化使项目建

设的背景、条件都有了很大的改变。基于稳健的原则，该项目现已暂缓，除前期投入用于综合物流业物开展的流动资金外，公司暂不计划继续投入资金。在市场因素明确后并根据新的市场环境进行可行性研究后，再确定新的投资计划。联合资信将对该项目后续进展保持持续关注。

贸易执行和出口供应链服务业务

近年来，公司贸易执行服务（国内物流）和出口供应链服务（国际物流）高速增长，已成为公司新的业务拓展方向。该业务首先于 2006 年在黄江塑胶物流园展开，取得的收入占到了物流园总收入的 40%；2007 年 3 月公司进入 IT 行业，在国内就电脑显示器等产品向飞利浦提供国内贸易执行服务；2009 年底，公司开始向煤炭、铁矿石等能源行业提供贸易执行服务，新领域的增量使得该业务在 2010 上半年就实现超过 10 亿元的营业收入。与传统的 IT、电子、塑化、家电等行业相比，能源行业的毛利率相对较高，而且随着能源行业供应链业务收入在公司贸易执行服务收入中所占的权重不断上升，其为公司盈利的贡献也会越来越大。

为有效控制风险，这两种业务均为形式买断，公司按照一定的费率收取客户的综合服务费，对货物的价格、质量、数量等不承担风险，因此汇率的波动对公司该项业务及经营业绩没有影响。但货物的价值也包含在收入和成本中，放大了毛利率的计算基数，导致业务的毛利率偏低，随着贸易执行和出口供应链服务在公司总营业收入中所占比重的上升，其对公司综合毛利率的影响较大。

这种服务模式为生产厂家或供应商、经销商解决了资金压力和库存压力，公司通过严格的客户选择制度、保证金制度、控货权和支付提货等制度来控制风险。供货商和经销商签订购买合同后，经销商支付给公司保证金（一般为所签购买合同金额的 20%~30%），再由公司垫付剩余款项从供货商处购买合同标的货物并进行相应的仓储物流，最后由经销商在一定时

间内（一般为 30~45 天）从公司处分次、分量“购买”标的货物。目前该项业务公司收取的综合服务费不低于 0.07 元 RMB/USD。同时，公司在结汇的汇率上，可获得银行的优惠利率，通常优惠在 80-120 个点，但支付给客户是按银行的正常利率结汇额，这也成为公司的收益来源之一。由于公司仅充当了“贸易执行者”的角色而非实际的贸易参与方，标的货物多为知名企业（飞利浦、海尔、联想、山煤国际、兖州煤业等）产品，市场需求较为坚挺，所以公司所需承担的经营风险并不大。

目前，公司正在努力压缩培育期，争取 2 年内实现为 10 家以上的世界 500 强企业服务，贸易执行和出口供应链服务业务量达到 100 亿元。随着新的跨国公司客户的加入，公司贸易执行和出口供应链服务业务的发展具备持续高速增长的前景。但由于这两项业务涉及“形式买断”供应商产品，因此对资金的要求较高。中长期来看，贸易执行和出口供应链服务业务的发展将取决于企业资金的积累以及挤压竞争对手（如已经进入相关行业的传统增值经销商、怡亚通（002183）等现代供应链管理企业）的市场份额。总体看，贸易执行及相关供应链业务发展潜力很大，预计今后几年收入比重会逐步提升。

(2)区域分布分析

2007 年以前，公司业务区域以华南区为主，并逐步向华北、东北、华东区域延伸。2008 年公司进出口服务业务依然依托国内客户开展，但把出口业务的下游和进口业务的上游拓展到了海外（如美洲和非洲）。2008 年下半年以来受金融危机蔓延影响，公司出口销售收入大幅下降，公司相应调整了业务结构。2009 年在国家物流产业政策扶持下，公司在保持华南地区和华东地区优势地位的同时又拓展了华中、西北地区的业务（见表 5）。2010 年上半年，受业务结构调整影响，公司华北和华东地区业务收入增长较快，华东、华北和东北三地是公司主要的业务区域。

表 5 2007 年~2010 年上半年公司分地区营业收入

（单位：万元）

地区	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-6 月
华南地区	31038.17	9226.93	13456.64	6078.56
华北地区	8289.10	17338.97	14028.67	30626.44
东北地区	9606.87	3129.31	1080.18	14684.01
华东地区	10112.18	37026.55	42759.83	51397.29
华中地区	--	--	1064.99	--
西南地区	--	2725.39	3326.79	2438.39
西北地区	--	--	380.56	--
亚洲(除中国以外)	--	119709.52	58470.08	10288.81
美洲	--	36557.02	--	--
非洲	--	9139.25	--	--
欧洲	--	40.10	--	--
合计	59046.32	234893.04	134567.75	115513.49

资料来源：公司年报

综合看，公司各项业务协同能力强、成长性良好，具有良好客户基础和一定的物流网络优势、区位优势，建立了一种可持续发展的竞争优势；公司综合物流服务和物流园经营收入较为稳定，且毛利率相对较高，是公司利润的主要贡献力量。但值得注意的是，公司大客户相对集中，相互合作关系和客户生产经营、财务状况的波动，将会对其稳定发展带来不利影响；贸易执行和出口供应链服务的收入占比因放大效应而较高，未来潜力较大，但毛利率较低。

4. 经营效率

从经营效率指标来看，2007~2009 年公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数和均呈先升后降的态势，三年平均值分别为 7.02 次、33.42 次和 1.47 次；2009 年底以上三项指标分别为 4.73 次、15.09 次和 0.66 次。总体看，公司整体经营效率一般。

5. 未来发展

2008 年下半年以来，金融危机给全球经济带来了巨大影响，对公司业务的影响亦不可避

免。2008年8月份，公司确立了“防守与稳健发展”的策略，相对有效地控制业务风险的扩大。

公司在经营管理方面确立了稳健发展、突破思维（如开发价值型供应链业务等）、确定发展行业（IT、塑化、通讯、奢侈品等）、以营销为主导、强化功能体系建设、重视核心团队建设、统一思想、重塑信心和谋求发展的指导方针；确立了建立桩基型供应链和精益型供应链的框架（如华东区的塑化供应链业务平台，以及华南香港的通讯VMI平台等）；确立了发展价值型供应链的方向，也就是从纯粹的被动服务模式向主动关注客户需求的商业模式延伸发展。

公司2010年经营计划包括：①拓展能源类行业的供应链业务，如煤炭、铁矿石等资源类行业；②广域与深度发展塑化供应链业务，稳定塑化交易市场综合物流服务；③基于发展价值型供应链方向，实施渠道扁平策略，整合上游资源，渗透终端服务，拓展与终端用户合作的终端供应链业务；④大力发展VMI精益物流业务；⑤稳定发展大型特种设备的综合物流服务业务及物流园业务。

综合看，随着原材料及人工成本上涨的多重压力增大，将促使企业更多的选择物流及供应链外包业务，公司作为现代供应链物流的优质企业发展前景良好。但是随着公司业务由塑化向IT、通讯、快速消费品等领域拓展，以及贸易执行和出口供应链业务比重的增大，公司作为客户——供应链企业——供应商三方一体的中转平台，宏观经济波动、信贷或融资政策变动、市场需求变化等对公司项目的选择甄别、资金管理和风险控制提出了更高的要求。

五、财务分析

公司提供了经深圳大华天诚会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2007年合并财务报表；经广东大华德律会计师事务所（原“深圳大华天诚会计师事务所”）审计并出具标准无

保留意见的2008年合并财务报表；经立信大华会计师事务所有限公司（原“广东大华德律会计师事务所”与“北京立信会计师事务所”合并成立）审计并出具标准无保留意见的2009年合并财务报表。公司从2007年1月1日起执行新会计准则，三年合并报表具有可比性。2010年6月数据未经审计。

截至2009年底，公司合并资产总额290573.65万元，所有者权益43879.17万元（其中少数股东权益579.66万元）；2009年实现营业收入134567.75万元，利润总额2290.40万元。

截至2010年6月底，公司合并资产总额336428.15万元，所有者权益46058.18万元（其中少数股东权益596.95万元）；2010年1~6月实现营业收入115513.49万元，利润总额4261.57万元。

1. 资产构成

2007~2009年，随着公司经营规模的不断扩张，公司资产总额增长很快，三年年均增长率为134.73%，主要是流动资产大幅增长所致。截至2009年底，公司资产总额290573.65万元，其中流动资产占94.19%，非流动资产占5.81%。截至2010年6月底，公司资产总额336428.15万元，其中流动资产占95.05%，非流动资产占4.95%。公司流动资产比重逐年上升，所占比重较大，符合供应链物流行业特点。

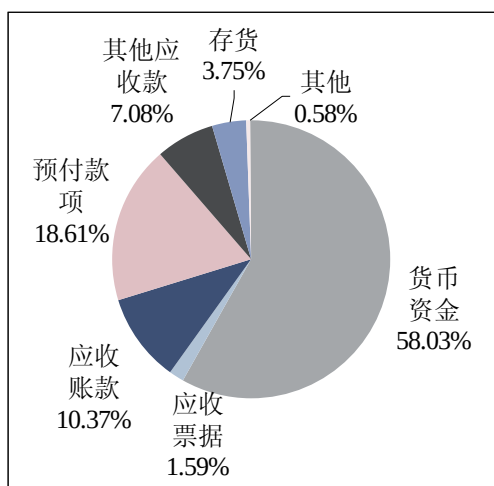
流动资产

2007~2009年，公司流动资产增长迅速，年均增长率为176.78%。截至2009年底，公司流动资产合计273680.02万元，其中占比5%以上的包括货币资金、应收账款、其他应收款和预付款项（见图5）。

2007~2009年，公司货币资金年均增长率为340.23%，2008年大增原因主要系发行新股募集资金到位所致；2009年大增原因主要系公司2009年运用远期外汇合约规避汇率变动风险取得的外币借款大幅增加所致。截至2009年底，公司货币资金158820.43万元，其中其他

货币资金（主要是向客户开具的银行承兑汇票、信用证以及用于质押借款的保证金存款）占货币资金的 75.13%，受限的质押人民币存款金额为 116005.37 万元。总体看，公司货币资金受限比例高，流动性较弱。

图 5 2009 年底流动资产结构



资料来源：公司提供

2007~2009 年，公司应收账款年均增长率为 36.09%，主要原因系贸易执行和出口供应链业务规模扩大所致的应收账款增加。截至 2009 年底，公司应收账款净额为 28375.01 万元。从账龄看，1 年以内的占 80.58%，1~2 年的占 19.42%，公司已计提相应坏账准备共计 513.30 万元。公司前五名欠款客户合计欠款占应收账款余额的 57.53%，欠款集中度高。其中公司应收中国石油物资装备（集团）总公司物流运费 4784.72 万元，占比较高。尽管公司主要客户多为行业内知名企业，资金实力较为雄厚，且过往回款记录良好，但如果这些客户的生产经营和市场销售不佳或财务状况出现恶化等重大波动，届时势必将对公司应收账款的及时回收产生影响。

2007~2009 年，公司其他应收款年均增长率为 140.98%，主要系 2008 年和 2009 年东莞飞马和华南塑胶城与塑胶商家开展合作经营业务而增加了合作经营资金，并提供经营资金、仓储管理、物流配送等方面的服务，塑胶商家按月根据资金占用情况、接受仓储管理、物流

配送服务支付管理费。截至 2009 年底，公司其他应收账款净额为 19382.14 万元。从账龄看，1 年以内的占 99.71%。公司前五名欠款客户合计欠款占应收账款余额的 66.60%，欠款集中度高。

2007~2009 年，公司预付款项年均增长率为 163.02%，主要是出口销售和贸易执行业务增长所致的预付款项相应增加。截至 2009 年底，公司预付款项为 50922.04 万元，其中 99.61%均为一年以内。公司前五名预付款客户合计金额占预付款余额的 74.43%，集中度高。

2007~2009 年，公司存货年均增长率为 160.69%。截至 2009 年底，公司存货为 10258.03 万元，其中库存商品占 99.77%，周转材料占 0.23%。由于跌价风险较小，公司未计提存货跌价准备。

截至 2010 年 6 月底，公司流动资产合计 319776.36 万元，较 2009 年底增长 16.84%，其中货币资金 207440.20 万元，较 2009 年底增加 48619.77 万元，主要原因系公司用于质押借款的保证金存款大幅增长所致，受限的质押人民币存款金额为 167875.62 万元。其他增长较快的科目还包括其他应收款，较 2009 年底增长 59.61%，主要原因系随着进口供应链业务的拓展，为客户代开信用证增加以及东莞飞马和华南塑胶城与塑胶商家开展合作经营业务的经营资金增加所致，其中 99.83%在一年以内，目前往来客户经营正常，风险较小。

非流动资产

2007~2009 年，公司非流动资产基本保持稳定。2009 年底，公司非流动资产为 16893.63 万元，主要包括投资性房地产（占比 78.72%）和固定资产（占比 13.48%）。

2007~2009 年，公司投资性房地产净额逐年减少，主要是计提折旧所致。房地产项目主要包括东莞塑胶物流园土地使用权（东府国用（2004）第特 552 号国有土地证）和分布在深圳、东莞、北京等城市的房屋与建筑物。截至 2009 年底，公司投资性房地产原价为 19743.33

万元，其中房屋与建筑物、土地使用权分别占 88.51% 和 11.49%；累计计提折旧和摊销 6445.31 万元。其中东莞塑胶物流园土地使用权已抵押，抵押物的评估价值为 10040.54 万元。截至 2009 年底，相应的借款余额为 3520 万元。

2007~2009 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长率为 15.64%，2008 年底为 1306.78 万元，其中固定资产原值为 1786.82 万元，累计折旧 480.04 万元。固定资产净额主要是运输设备（占 57.41%），其余为通用设备（占 13.68%）和电子及其他设备（占 28.91%）。公司根据固定资产可收回金额高于账面价值，未计提资产减值准备。

截至 2009 年底，公司无形资产净额 729.81 万元，主要是商标权和软件。

截至 2010 年 6 月底，公司非流动资产合计 16651.79 万元，与 2009 年底相比变化不大。其中投资性房地产 12806.33 万元，固定资产 2355.75 万元，分别占非流动资产的 76.91% 和 14.15%。

总体看，公司资产以流动资产为主，流动资产主要以货币资金和应收、预付款项为主，货币资金受限较多，应收和预付款项受上下游回款影响大，流动性一般。

2. 负债及股东权益

公司于 2006 年 12 月整体改制为股份有限公司，注册资本人民币 9600 万元；2007 年 4 月公司增加股本 500 万股，以每股 1.25 元的价格定向增发，注册资本变更为 10100 万元；2008 年 1 月，公司以每股 7.79 元的价格向社会公众公开发行人民币普通股（A 股）3500 万股，股本变更为 13600 万元。2009 年 6 月 8 日和 2010 年 5 月 21 日，公司两次实施资本公积金转增股本方案，分别以公司股本总数 13600 万股和 20400 万股为基数，每 10 股转增 5 股。截至 2009 年底，公司注册资本为 20400 万元；截至 2010 年 6 月底，公司注册资本为 30600 万元。

截至 2009 年底，公司所有者权益合计

43879.17 万元（其中少数股东权益为 579.66 万元），三年年均增长 66.75%。公司所有者权益构成主要是股本和资本公积，分别占比 46.49% 和 34.80%。2010 年 6 月底，公司所有者权益合计 46058.18 元，因资本公积转增股本，股本占比上升为 66.44%，资本公积占比下降为 11.01%，其余构成与 2009 年底基本一致。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2009 年底，公司负债总额 246694.48 万元，三年年均增长 158.37%，其增速快于资产总额增速。其中流动负债占 96.96%，非流动负债占 3.04%，负债结构能够适应供应链物流企业的发展需要。其中流动负债主要包括短期借款（占 67.26%）、应付票据（占 19.72%）、应付账款（占 7.07%）和预收款项（4.16%）；非流动负债主要包括长期借款和应付债券。

截至 2009 年底，公司短期借款为 160884.69 万元，较上年大幅增长 419.08%，主要是因公司贸易执行和出口供应链服务的经营规模扩大，公司运用远期外汇合约规避汇率变动风险，取得的外币借款大幅增加所致（剔除 115750.26 万元质押借款，短期借款较上年实际增长 45.62%）。虽然公司外币质押借款规模大，但公司不进行单纯以盈利为目的的远期外汇交易，所有远期外汇交易行为均以正常进出口贸易背景为基础，以具体经营业务为依托，开展锁定收益的外汇业务。公司的金融衍生工具业务主要是以进口供应链业务为依托的“人民币质押存款+美元贷款”或“人民币质押存款+美元贷款+境外 NDF”业务，其收益为本金×到期收益率，到期收益率取决于人民币存款利率、美元贷款利率、操作日市场汇率和 NDF 合约汇率四种因素，公司不承担市场风险，所进行的金融衍生工具交易均双边锁定，不进行无锁定的单边交易。

截至 2009 年底，公司应付票据（主要是银行承兑汇票和信用证）为 47164.48 万元，较上年大幅增长 344.86%，主要是公司为提高资金使用效率，优化结算方式，对贸易执行业务较

多地采用银行票据结算所致。

截至 2009 年底,公司应付账款为 16919.96 万元,较上年大幅增长 447.15%,主要系尚未结算的采购款项增加。

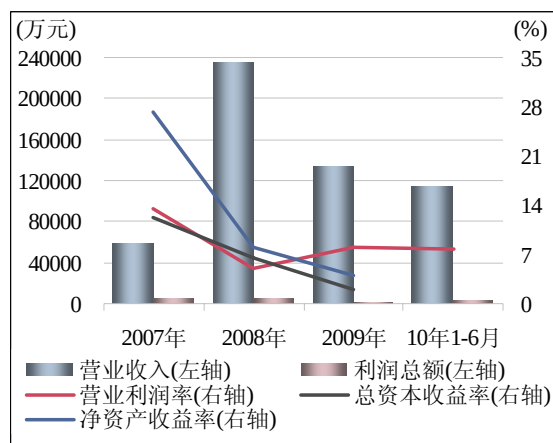
截至 2010 年 6 月底,公司负债总额大幅增长,合计 290369.97 万元,其中流动负债占比 97.55%,非流动负债占比 2.45%,公司债务结构与资产结构相匹配,能够适应供应链物流的发展需要。2010 年 6 月底,公司短期债务规模继续大幅上升,主要因为公司经营规模扩大,所需周转资金增加所致的短期借款增加,以及公司运用存入人民币保证金质押取得美元贷款增加所致。

2007~2009 年,公司负债水平有所波动,2009 年公司资产负债率为 84.90%,全部债务资本化比率为 83.09%,公司债务负担重。2010 年 6 月底,公司资产负债率上升至 86.31%,全部债务资本化比率上升至 85.64%,公司债务负担重。

3. 盈利能力

近年随着公司业务结构的调整优化、资产规模的扩大和客户需求持续增强,以及创新业务的增加与服务范围的扩大,公司各项业务快速发展。2008 年下半年以来,由于受经济环境的影响,出口供应链服务收入及物流园经营收入均有一定程度的下降,特别是出口供应链服务收入的下降,由于其在营业收入中所占比例较大,其收入的下降对公司整体营业收入的影响较大;另外由于出口服务和贸易执行收入以货值计算收入,因此放大了公司营业收入的波动性。同时,租赁费用、业务费用和人工费用随着全国布局的开展,均有一定的增长,从而导致了公司利润总额的下降。2009 年,公司实现营业收入 134567.75 万元,利润总额 2290.40 万元,分别较上年下降了 42.71%和 47.42%。

图 6 公司盈利能力情况



资料来源：联合资信整理

2010 年 1~6 月,公司实现营业收入 115513.49 万元,利润总额 4261.57 万元,分别较 2009 年同期增长 45.75%和 64.30%,主要由于 2009 年三季度以来,全国 IT、化工产品的市场销售已逐步回暖;中石油等客户的采购以及能源类供应链业务拓展也拉动了公司业绩的提升。

从盈利指标看,2007~2010 年 1-6 月,公司营业利润率分别为 13.53%、4.89%、7.89%和 7.64%,波动原因主要由于业务特性所限,营业利润率偏低的出口服务和贸易执行服务在营业收入总额中所占比重对营业利润率影响较大。

4. 现金流量

从经营活动看,由于公司出口服务和贸易执行收入以货值计算收入,公司垫付货款和吸收保证金的规模因而被放大,相应经营活动产生的现金流入量和流出量均大幅波动。随着公司不断优化结算方式(如汇付、托收、信用证、保理和银行保函等结算方式的综合运用以及对收付款周期的控制管理),公司经营活动产生的现金流情况有所改善。公司 2009 年经营活动产生的现金流量净额为 5589.53 万元,经营活动产生的现金流量净额由负转正。从收入实现质量看,2009 年公司现金收入比为 104.00%,与上年基本持平,现金回收质量一般。

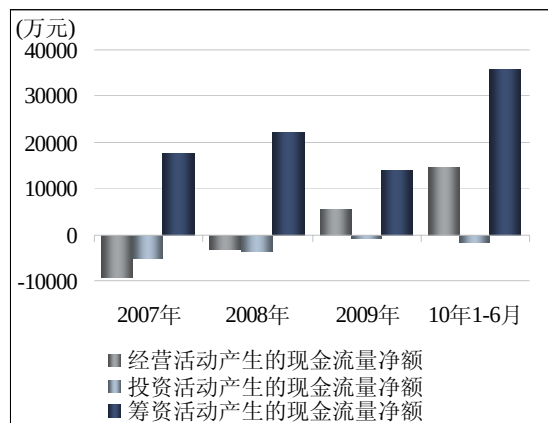
从投资活动看，由于公司全国物流平台建设仍在进行中，2006~2008 年投资活动产生的现金流出量较大，但受金融危机影响，公司塑胶物流园二期工程的暂缓，投资活动现金流出规模逐年下降。因公司项目均在建设中，基本没有投资活动现金流入，导致三年投资活动的现金流量净额分别为-5134.57 万元、-3383.54 万元和-1000.79 万元，投资活动产生的现金净流出逐年收窄。

从筹资活动看，2006 年以前公司全部依靠银行贷款筹资；2007 年公司开拓了融资渠道，发行了 4000 万元中小集合债券；2008 年 1 月公司成功上市，随着募集资金的到位，加上公司因业务需要银行借款的增加，导致吸收投资收到的现金和取得借款收到的现金大增；2009 年，公司运用远期外汇合约规避汇率变动风险，取得的外币借款大幅增加导致取得借款收到的现金大增，三年筹资活动的现金流量净额分别为 17637.90 万元、-3383.54 万元和-1000.79 万元。

2010 年 1~6 月，因经营往来款流入流出规模较大，公司收到和支付其他与经营活动有关的现金相应大幅增长。公司经营活动现金流量表现为净流入 14623.85 万元。因国际、国内市场环境不断好转，公司投资规模有所上升（主要是购置了生产设备），投资活动现金净流出为 1783.67 万元。2010 年 1~6 月，因外币借款大增，公司取得借款收到的现金规模较大，相应筹资活动现金流量净额大幅上升，为 36013.38 万元。

总体看，受与上下游资金往来款大增影响，公司经营现金流入流出规模大；黄江塑胶园工程建设暂缓后，公司投资活动现金流出规模大幅减少；受贸易执行相关业务迅速发展的影响，公司筹资活动现金流入流出规模大增，公司对外筹资压力明显增大。

图 7 公司现金流情况



资料来源：联合资信整理

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2009 年底公司流动比率和速动比率分别为 114.42%和 110.13%，与 2008 年相比均有所下降，主要因公司依托进口供应链服务所开展的衍生金融工具业务大幅增加，外币借款增加所致的流动负债增加所致；2010 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 112.90%和 108.92%，与上年底基本持平。2009 年随着公司结算方式的优化，经营活动产生的现金流量比上年同期有了较大改善，公司经营现金流量净额为 5589.53 万元，由负转正，相应公司经营现金流动负债比为 0.02%，经营现金流量净额对流动负债保护仍较弱。但考虑到 2010 年 6 月底公司现金类资产为 208185.31 万元，公司短期偿债能力仍较强。

从长期偿债能力指标看，2007~2009 年，公司 EBITDA 分别为 8187.15 万元、9346.18 万元和 7468.11 万元；因公司利息支出大幅增加，EBITDA 利息倍数逐年下降，2009 年为 2.15 倍，公司 EBITDA 对利息支出覆盖能力一般；全部债务/EBITDA 逐年上升，2009 年为 28.86 倍，公司长期偿债能力有所下降。公司债务负担重，EBITDA 对全部债务保障能力呈弱化趋势，公司新的经营模式对公司风险控制能力提出了新的要求，也对公司偿债能力提出了挑战。

6. 本期债券偿还能力

公司拟于 2010 年发行 1 年期短期融资券 10300 万元，占公司 2010 年 6 月底总债务的 3.75%，对公司现有债务的影响程度较小。

以 2010 年 6 月底财务数据为基础，不考虑其他因素进行测算，本期短期融资券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 86.72% 和 86.08%，债务负担进一步加重。

截至 2010 年 6 月底，公司现金类资产 208185.31 万元，为本期发行额度的 20.21 倍；现金类资产对本期短期融资券的保护能力强。

2009 年，公司经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为 155836.25 万元和 5589.53 万元，分别为本期短期融资券的 15.13 倍和 0.54 倍，经营活动现金流入量对本期短期融资券的覆盖程度高。2009 年，公司 EBITDA 为 7468.11 万元，为本期短期融资券的 0.73 倍，对本期短期融资券覆盖程度一般。

公司与国内银行建立了良好合作关系，截至 2010 年 6 月底，公司共获得 12.32 亿元的授信额度，目前已使用 8.38 亿元，间接融资渠道畅通。公司是深圳中小板上市公司，具备直接融资渠道。

在或有负债方面，截至 2010 年 6 月底，公司无对外担保、无诉讼事项。

综合以上分析，联合资信认为，公司对于本期短期融资券具有较强的偿还能力。

六、综合评价

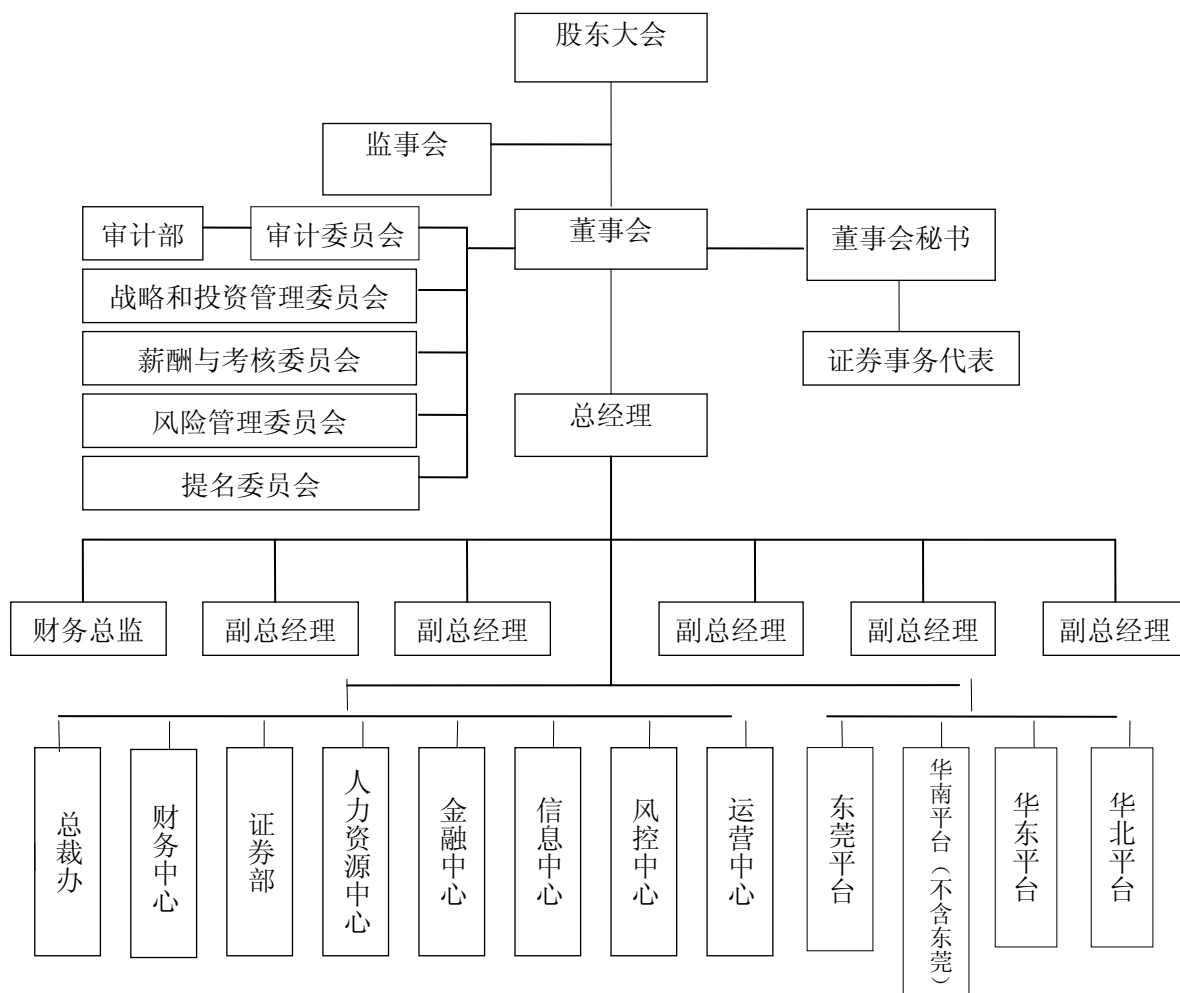
公司是现代供应链管理服务的龙头企业之一，已逐步构筑了面向全国的物流业务网络架构，与中石油、飞利浦等多家知名公司保持和建立了良好的合作关系。近年来公司各项业务快速发展，总体经营态势良好，在国内外物流服务环节整合和本土化方面有较强的竞争优势。

目前公司资产以流动资产为主，因货币资

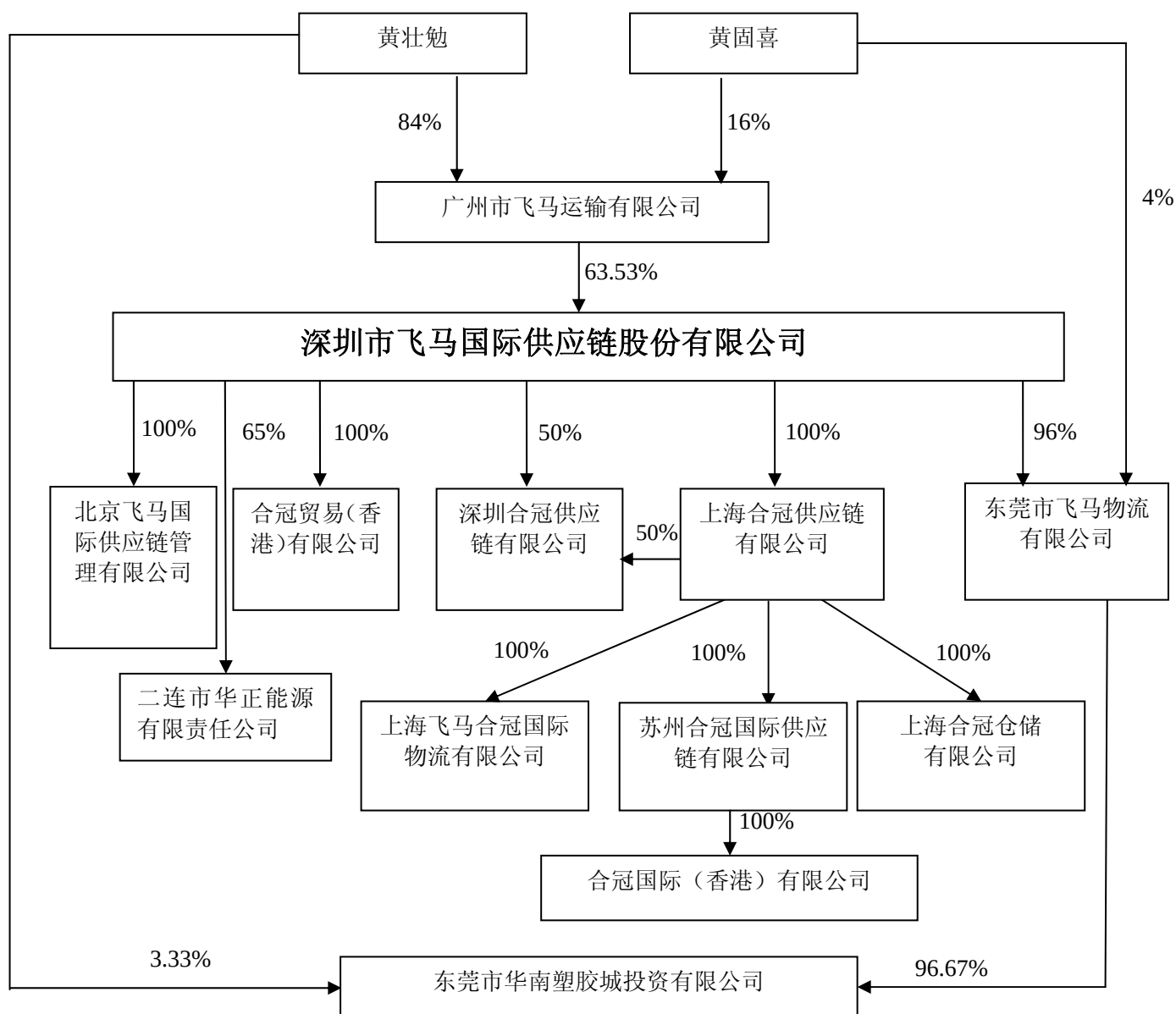
金受限较多，应收和预付款项受上下游回款影响大，流动性一般。公司债务水平偏高，债务负担重；对中石油单一客户依赖程度相对较高；贸易执行业务和出口供应链服务业务占用资金较高，对公司的风险控制能力提出了挑战。

未来随着原材料及人工成本上涨的多重压力增大，将促使企业更多的选择物流及供应链外包业务；受益于《物流业调整和振兴规划》等政策的扶持，公司发展前景良好。综合来看，公司的主体信用风险较低。

附件 1-1 公司内部组织结构图



附件 1-2 公司股权结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月底
流动资产：					
货币资金	8195.04	29964.65	158820.43	340.23	207440.20
交易性金融资产		56.58	582.15		745.11
应收票据			4340.00		
应收账款	15321.36	24179.42	28375.01	36.09	27543.88
预付款项	7361.12	24464.57	50922.04	163.02	41242.55
应收利息		112.73	1000.22		602.55
应收股利					
其他应收款	3337.69	13752.42	19382.14	140.98	30935.97
存货	1509.42	6080.90	10258.03	160.69	11266.10
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	35724.64	98611.27	273680.02	176.78	319776.36
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资					
投资性房地产	16394.96	14345.70	13298.01	-9.94	12806.33
固定资产	485.58	1306.78	2276.58	116.53	2355.75
在建工程	13.00	61.81		-100.00	
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	4.72	26.40	729.81	1144.12	851.44
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	48.40	63.03	244.71	124.85	337.20
递延所得税资产	64.74	239.09	344.51	130.68	301.08
其他非流动资产					
非流动资产合计	17011.40	16042.82	16893.63	-0.35	16651.79
资产总计	52736.04	114654.09	290573.65	134.73	336428.15

附件 2-2 合并资产负债表（负债）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月底
流动负债：					
短期借款	17006.66	30994.30	160884.69	207.57	201939.90
交易性金融负债		21.23	279.81		194.13
应付票据	1172.05	10602.09	47164.48	534.36	65504.40
应付账款	1775.64	3092.39	16919.96	208.69	6826.02
预收款项	3957.19	19127.10	9939.93	58.49	5876.70
应付职工薪酬	82.32	177.11	224.62	65.19	174.91
应交税费	-192.65	-3226.46	-112.14	-23.71	209.53
应付利息	29.77	108.99	828.35	427.52	654.96
应付股利		364.00			200.00
其他应付款	1910.33	910.38	3054.46	26.45	1661.43
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	25741.31	62171.13	239184.17	204.83	283241.99
非流动负债：					
长期借款	7420.00	5260.00	3520.00	-31.12	3085.00
应付债券	3793.39	3887.84	3990.31	2.56	4042.98
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债		14.15			
其他非流动负债					
非流动负债合计	11213.39	9161.99	7510.31	-18.16	7127.98
负债合计	36954.70	71333.11	246694.48	158.37	290369.97
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	10100.00	13600.00	20400.00	42.12	30600.00
资本公积	182.01	22069.16	15269.16	815.93	5069.16
减：库存股					
盈余公积	494.02	932.16	951.50	38.78	951.50
一般风险准备					
未分配利润	4608.17	6316.81	6674.71	20.35	8838.07
外币报表折算差额		6.84	4.14		2.50
归属于母公司所有者权益合计	15384.20	42924.96	43299.51	67.77	45461.23
少数股东权益	397.14	396.01	579.66	20.81	596.95
所有者权益（或股东权益）合计	15781.34	43320.98	43879.17	66.75	46058.18
负债和所有者权益（或股东权益）	52736.04	114654.09	290573.65	134.73	336428.15

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1-6 月
一、营业收入	59046.32	234893.04	134567.75	50.96	115513.49
减: 营业成本	50520.58	222662.76	123301.41	56.22	106455.41
营业税金及附加	539.46	743.14	644.65	9.32	234.90
销售费用	445.01	1798.74	2113.75	117.94	1453.88
管理费用	1526.08	3904.38	4661.71	74.78	2476.13
财务费用	1043.73	1967.03	2276.01	47.67	1269.85
资产减值损失	-28.25	241.15	291.44		-118.93
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)		35.36	302.84		250.62
投资收益 (损失以 “—”号填列)		-21.40	28.72		153.60
其中: 对联营企业 和合营企业的投资收益					
汇兑收益 (损益以 “—”号添列)					
二、营业利润 (亏损以“—” 号填列)	4999.70	3589.79	1610.34	-43.25	4146.48
加: 营业外收入	110.06	789.60	695.32	151.35	117.40
减: 营业外支出	1.19	23.30	15.25	257.70	2.31
其中: 非流动资产 处置损失	1.19			-100.00	
三、利润总额 (亏损总额以 “—”号填列)	5108.57	4356.09	2290.40	-33.04	4261.57
减: 所得税费用	793.90	850.43	544.52	-17.18	1060.91
四、净利润 (净亏损以“—” 号填列)	4314.67	3505.66	1745.89	-36.39	3200.65
其中: 归属于母公司所有 者的净利润	4263.12	3506.78	1737.24	-36.16	3183.35
少数股东损益	51.55	-1.12	8.64	-59.06	17.30
被合并方合并前 实现的净利润					
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益	0.43	0.27	0.09	-55.45	0.10
(二) 稀释每股收益	0.43	0.27	0.09	-55.45	0.10

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 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	54973.18	253992.46	139944.49	59.55	118955.60
收到的税费返还		21300.54	10474.33		313.32
收到其他与经营活动有关的现金	1438.13	9309.78	5417.43	94.09	87780.81
经营活动现金流入小计	56411.31	284602.78	155836.25	66.21	207049.73
购买商品、接受劳务支付的现金	58756.61	259627.28	134488.37	51.29	99405.06
支付给职工以及为职工支付的现金	907.68	1842.12	2519.26	66.60	1368.44
支付的各项税费	2439.06	1660.20	1601.56	-18.97	1500.65
支付其他与经营活动有关的现金	3652.39	24630.85	11637.52	78.50	90151.73
经营活动现金流出小计	65755.75	287760.45	150246.72	51.16	192425.88
经营活动产生的现金流量净额	-9344.45	-3157.66	5589.53		14623.85
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	10.00			-100.00	
取得投资收益收到的现金					233.47
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	728.98			-100.00	
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	738.98			-100.00	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5863.55	3362.13	1000.79	-58.69	233.47
投资支付的现金	10.00	21.40		-100.00	2017.15
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	5873.55	3383.54	1000.79	-58.72	
投资活动产生的现金流量净额	-5134.57	-3383.54	-1000.79	-55.85	2017.15
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	625.00	26184.77	175.00	-47.08	
取得借款收到的现金	26127.55	62611.26	199837.58	176.56	156715.63
发行债券收到的现金	3777.90			-100.00	
收到其他与筹资活动有关的现金		544.00	3052.22		
筹资活动现金流入小计	30530.45	89340.03	203064.79	157.90	156715.63
偿还债务支付的现金	11240.89	57211.38	71687.19	152.53	118456.83
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1169.66	3417.65	4281.36	91.32	2245.43
支付其他与筹资活动有关的现金	482.00	6499.97	113164.82	1432.26	
筹资活动现金流出小计	12892.55	67129.01	189133.37	283.01	120702.25
筹资活动产生的现金流量净额	17637.90	22211.02	13931.43	-11.13	36013.38
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-128.50	-323.30	106.73		-0.32
五、现金及现金等价物净增加额	3287.38	15993.12	18626.89	138.04	48619.77
加: 期初现金及现金等价物余额	4907.67	8195.04	24188.17	122.01	158820.43
六、期末现金及现金等价物余额	8195.04	24188.17	42815.06	128.57	207440.20

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

补充资料	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	4314.67	3505.66	1745.89	-36.39
加：资产减值准备	-28.25	241.15	291.44	
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	161.38	206.93	328.51	42.67
投资性房地产摊销	1694.99	2098.20	1314.25	-11.94
无形资产摊销	1.18	3.29	9.93	189.94
长期待摊费用摊销	38.72	56.49	58.98	23.42
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (收益以“-”号填列)	1.19			-100.00
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)				
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)		-35.36	-302.84	
财务费用(收益以“-”号填列)	1033.02	2109.32	2478.31	54.89
投资损失(收益以“-”号填列)		21.40	-28.72	
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-38.26	-174.35	-105.42	65.98
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)		14.15	-14.15	
存货的减少(增加以“-”号填列)	-576.48	-4571.48	-4177.13	169.18
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-17532.89	-29878.16	-38779.12	48.72
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	1586.27	23305.10	42769.58	419.25
其他		-60.00		
经营活动产生的现金流量净额	-9344.45	-3157.66	5589.53	
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	8195.04	24188.17	42815.06	128.57
减：现金的期初余额	4907.67	8195.04	24188.17	122.01
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	3287.38	15993.12	18626.89	138.04

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	5.45	11.89	4.73	--
存货周转次数(次)	41.37	58.67	15.09	--
总资产周转次数(次)	1.47	2.81	0.66	--
现金收入比(%)	93.10	108.13	104.00	--
盈利能力				
营业利润率(%)	13.53	4.89	7.89	7.64
总资本收益率(%)	12.17	6.52	2.01	--
净资产收益率(%)	27.34	8.09	3.98	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	41.54	17.43	14.61	13.40
全部债务资本化比率(%)	65.07	53.95	83.09	85.64
资产负债率(%)	70.07	62.22	84.90	86.31
偿债能力				
流动比率(%)	138.78	158.61	114.42	112.90
速动比率(%)	132.92	148.83	110.13	108.92
EBITDA 利息倍数(倍)	6.92	3.56	2.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.59	5.43	28.86	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.49	-0.13	0.02	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-12.25	-2.49	1.32	--
经营现金流动负债比(%)	-36.30	-5.08	0.02	--
本期债项偿债能力				
现金偿债倍数(倍)	0.80	2.91	15.90	20.21
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	5.48	27.63	15.13	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.91	-0.31	0.54	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.41	-0.64	0.45	--

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 / 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 7 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

信用等级公告

联合[2010] 100 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市联嘉祥科技股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

深圳市联嘉祥科技股份有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一零年九月一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与深圳市联嘉祥科技股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与深圳市联嘉祥科技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，未因深圳市联嘉祥科技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深圳市联嘉祥科技股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、深圳市联嘉祥科技股份有限公司主体长期信用等级自 2010 年 9 月 1 日至 2011 年 8 月 31 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年九月一日

深圳市联嘉祥科技股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: BBB⁻
评级展望: 稳定
评级时间: 2010 年 9 月 1 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 6 月
资产总额(万元)	7698.62	8346.28	12935.40	16961.63
所有者权益(万元)	3362.66	4261.29	5829.19	6546.13
长期债务(万元)	2500.00	2500.00	4000.00	4000.00
全部债务(万元)	3295.00	3400.00	4950.00	9400.00
营业收入(万元)	4751.12	5834.96	9232.48	5768.20
利润总额 (万元)	408.25	711.06	1686.82	794.23
EBITDA(万元)	576.41	929.13	2262.01	--
经营性净现金流(万元)	-1407.38	735.89	2036.43	-3218.29
营业利润率(%)	20.83	26.94	33.46	32.06
净资产收益率(%)	12.07	15.83	26.90	--
资产负债率(%)	56.32	48.94	54.94	61.40
全部债务资本化比率(%)	49.49	44.38	45.92	58.95
流动比率(%)	275.64	221.91	158.03	37.93
全部债务/EBITDA(倍)	5.72	3.66	2.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.18	14.41	8.17	--

注: 公司 2010 年 6 月财务数据未经审计。

分析师

李志博 梁秀国
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对深圳市联嘉祥科技股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其在市场地位、技术研发、产品质量、业务增长等方面的优势,同时联合资信也关注到行业集中度低、原材料大幅波动、公司经营性现金流不稳定等因素可能给公司经营及财务状况带来负面影响。

联嘉祥观澜工业园建成投产以及公司销售策略的实施将有利于公司未来两年提高产销规模、提升盈利能力,进而支撑其信用基本面,联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司是珠三角地区安防电缆生产的龙头企业,品牌知名度较高。
2. 公司为国家级高新技术企业,生产设备先进,质量管理规范。
3. 公司近年业务规模和盈利水平逐年较快增长。

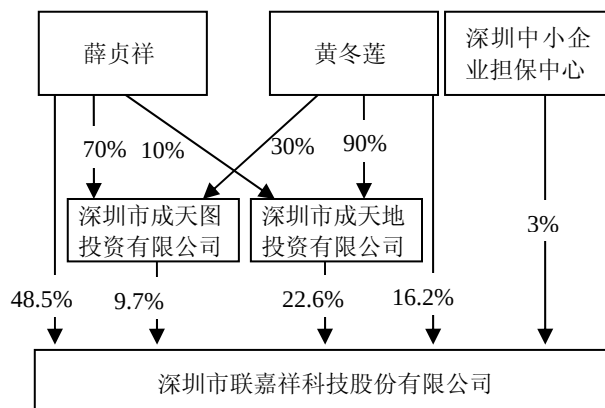
关注

1. 弱电电缆行业集中度较低,竞争较为激烈。
2. 原材料价格波动将可能影响公司盈利水平。
3. 公司经营性现金流波动较大。
4. 公司债务负担呈加重趋势。

一、主体概况

深圳市联嘉祥科技股份有限公司（以下简称“公司”）前身为深圳市联嘉祥电子有限公司，成立于 1998 年 2 月，初始注册资本 100 万元，2008 年 8 月整体变更为股份公司。经历次增资，截至 2010 年 6 月底，公司注册资本为 3700 万元，其中薛贞祥直接间接持股 58%，黄冬莲直接间接持股 39%，其他方持股 3%。

图 1 公司股权结构图



公司主要产品有单芯线、多芯线、屏蔽线、75 欧姆同轴电缆、50 欧姆同轴电缆、音响及卡拉 OK 用线、通信电缆、电话线、计算机周边用线等。产品主要适用范围包括：高层楼宇对讲系统、监控、防盗、消防及自动读表工程、闭路监控及有线电视工程、计算机网络及周边连接用线、广播、音响工程、机械设备用线等。

公司下设采购部、胶料部、制铜部、线缆制造部、物流部、技术中心、品保部、销售部、财务管理部、行政部共 20 个职能部门（见附件 1）；公司在职工 220 名。

截至 2009 年底，公司资产总额 12935.40 万元，所有者权益合计 5829.19 万元；2009 年，公司实现营业收入 9232.48 万元，利润总额 1686.82 万元。

截至 2010 年 6 月底，公司资产总额 16961.63 万元，所有者权益合计 6546.13 万元；2010 年 1~6 月，公司实现营业收入 5768.20 万

元，利润总额 794.23 万元。

公司注册地址：深圳市福田区沙咀金地工业区 113 栋 2、3 楼；法定代表人：黄冬莲。

二、行业分析

公司主营产品为弱电线电缆，目前为珠江三角洲地区安防线缆的龙头企业。

弱电线电缆是主要用于音视频信号传输、信号控制的电线电缆，如视频线、电话线、网线、音响线、喇叭线、屏蔽线等。弱电线电缆应用领域包括安防、通讯、消费类电子和机械设备等行业，这些行业所带动的产业涵盖的范围相当广大，其中安防领域主要包括智能楼宇对讲系统、智能监控、防盗、消防及自动读表工程、闭路监控等方面。安防等行业的快速成长带动了包括电线在内的配套行业的蓬勃发展。

1. 市场规模

中国安防行业已连续多年保持 20%以上的增长速度，呈现出强劲发展势头。2006~2007 年间，在奥运会安全建设、平安城市以及第二批科技强警工程的带动下，中国安防电子产业进入了快速发展期，出现了一次增长高峰。近两年，虽然全球金融危机对安防电子产品出口和国内企业项目需求方面造成了负面影响，但中国安防电子产业依然保持了较快的增长速度。2009 年产业规模达到 571.3 亿元，同比增长 11.2%，增长速度有所回落。

电线电缆产品作为重要的连接和传输介质，配套于安防行业的品种不断更新发展，用量也在持续增加。据不完全统计，目前国内安防传输类产品年增长速度保持在 20%以上，国内市场需求规模在 60 亿人民币左右。其中，电线电缆产品约占 60%、光端机约占 20%、光纤光缆约占 18%、其他产品约为 2%，安防传输类产品在各类安防系统内发挥着重要的作用。

2. 产业分布

按照地域分布,安防线缆产品的生产企业主要集中在长三角与珠三角地区。1)上海作为国内最重要的线缆产品研发基地,集中了如上海电线电缆研究所、中国电子科技集团公司第二十三研究所、上海电缆厂等国内外知名的电线电缆产品研发生产单位。线缆产品研发、制造、配套能力在国内堪称最强。这一优势同样也在安防行业的线缆产品生产企业中得到体现。国际著名的安防企业经过广泛的市场考察,已开始考虑逐步将生产制造环节转移到中国大陆,采取 OEM 的形式组织生产加工,上海地区具有一定规模的安防线缆企业已经开始与这些国际知名公司合作生产,将安防线缆产品出口国外。2)深圳作为国内安防行业的龙头和窗口,也集中了一大批行业内的生产和销售企业。深圳地区的线缆企业随着当地安防产业的发展,较早进入了国内的安防线缆市场,通过和深圳本地的安防产品生产商、代理商、工程商的合作,产品在国内认知度和市场覆盖率较高。

按照企业规模和特性,安防线缆生产企业可以分为以下几类:1)国际性企业。该类企业具备良好的品牌号召力和优良的服务保障,产品质量稳定可靠,但由于产品价格高,不易被一般用户接受,因此只在国内高端安防系统中拥有少部分的市场份额。2)全国性经营企业。该类企业具备一定的企业规模,拥有相对良好的生产和检测设备,产品质量可以保证,品牌和服务意识较强;市场渠道方面主要是通过渠道代理分销的方式进行国内市场拓展,个别企业拥有自建的销售网络。3)地区性经营企业。该类企业因为熟悉地方市场情况、人脉资源丰富,加上操作灵活,在区域内也能占有适当的市场份额,但因受企业规模与资金实力的影响,这类企业在技术研发、质量稳定性、服务保障以及生产规模等方面都有很大局限性。

3. 行业关注

企业规模较小,行业集中度低

尽管近年国内安防业取得了长足发展,但规

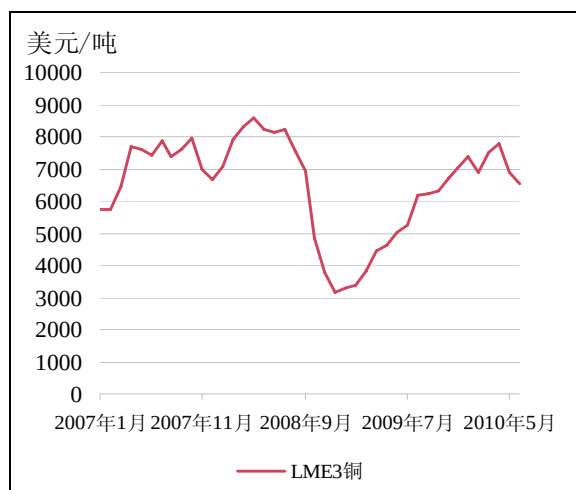
模小、抗风险能力低仍是目前大部分安防线缆生产企业的共同特点。目前国内制造厂家远未形成产业规模优势,规模以上企业有两千多家,最大的企业所占的市场份额也仅在 1%~2%,市场集中度低。企业规模偏小带来了生产能力、研发能力以及管理等方面的局限性,一定程度上影响了产品质量的可靠性。

原材料价格波动大,影响企业利润

为了提高市场占有率,获取一定的生存空间,绝大多数的安防线缆生产企业往往采取低价策略。近年来线缆生产所需要的原材料价格不断上涨,但国内线缆产品销售价格涨幅却十分有限,利润明显降低,质量日趋下降,影响企业的正常运作,同时危害到国内安防行业的健康有序发展。

安防线缆行业上游主要是铜杆加工行业,铜价将直接影响安防线缆产品成本。近年来,铜价波动较大,LME 期铜价格从 2001 年的 1335 美元/吨升至 2008 年 3 月的 8685 美元/吨。随后受全球金融危机影响,2008 年下半年铜价大幅回落,跌至 2008 年底的 2895 美元/吨,而 2009 年全球铜价几乎呈现单边上行的格局,LME 三月期铜价从年初的 3077 美元/吨上涨至年末的 7333 美元/吨的水平,累计涨幅达到 138%,远远超出市场预期。2010 年上半年,铜价有所回落,截至 2010 年 6 月,LME 三月期铜收报每吨 6530 美元。

图 2 LME 铜价格走势



资料来源: WIND 资讯

缺乏行业标准，竞争混乱

由于种种客观条件的限制，目前安防行业尚未制定线缆产品的技术标准。这样，一方面导致用户和工程商在设计和选购产品时没有标准可依；另一方面造成了一些大大小小、良莠不齐的线缆制造厂家纷纷进入安防市场的混乱局面。导致低质低价的恶性竞争，既无法保证产品质量，也制约了部分正规企业的健康发展。

4. 未来发展

未来两年，随着 2010 年上海、广州分别举办世博会、亚运会，以及 2012 年深圳大运会，将给安防行业带来巨大的商机，促使中国安防市场的需求量迅速膨胀。各地的平安城市建设，以及国家万亿基础投资建设陆续的实施，有助于推动市场需求，中国安防产业仍能保持 15% 左右的增长速度，预计 2010 年安防产业将实现 1487 亿元以上。

三、基础素质分析

1. 企业规模和竞争力

公司为弱电线缆经营企业，目前生产产品近千种，应用于安防监控录像系统、计算机网络系统、通讯系统、门禁系统、电子巡更系统、楼宇自动控制系统、远程教学系统、广播电视系统、IC 卡式自动停车场管理系统、电子与计算机机房系统等各类智能化系统。

公司在深圳宝安区观澜工业园建有研发、制造基地（以下称“联嘉祥观澜工业园”），生产区总面积 25000m²，设有铜材车间、PVC 造粒车间，制造电缆车间。截至 2010 年 6 月底，公司拥有 15 条押出生产线，年成品线产能达 30 万公里。在珠三角地区弱电安防用线领域，公司的生产规模及技术水平居于领先。

公司在广州、上海、北京、杭州、苏州、南京、东莞等国内大中城市设立了直销机构，产品应用于深圳市少年宫、市民中心、深圳万科城、深圳万科 17 英里、深圳市公安局指挥中心大楼、罗湖口岸海关、世界之窗舞台、富士康生产基地

（深圳、南京）、华为公司生产基地、观澜高尔夫球场，上海宝山国际物流园、上海火车站、上海外高桥发电厂、上海浦东国际机场、东方明珠电视塔、上海交大，浙江省广播电台、浙江横店影视城、杭州萧山国际机场，江苏省广播电台、南京电视台等多项工程；公司先后获得“广东省著名商标”、“深圳市知名品牌”、“中国安防 100 强企业”、“2009 年度深圳市自主创新百强中小企业”荣誉称号。

2. 人员素质

公司董事 5 人，监事 3 人，高层管理人员 11 人。公司董事长薛贞祥先生，39 岁，大专学历，为公司创始人。公司总经理黄冬莲女士，38 岁，硕士学历，公司创始人，2009 年获得“改革开放 30 年影响中国安防 30 人”荣誉，同时担任深圳市工业经济联合会副会长、深圳市中小企业发展促进会副会长等职务。公司高管平均年龄 43 岁，在专业领域内经验丰富。

公司员工总人数 220 人，其中：生产工人 98 人、营销人员 58 人，研发技术人员 28 人，管理及其他辅助人员 36 人。从学历结构的角度看，大专及以上学历员工占比 33%；从年龄结构角度看，30 岁以下员工占比 62%，30~50 岁员工占比 36%，55 岁以上员工占比 2%。

3. 技术水平

公司产品应用范围广、更新速度快；根据用途和使用环境不同，线缆在绝缘效果、抗干扰能力和最大传输距离等方面应满足的技术要求不同。通过多年积累，公司现有线缆产品有近千个品种，已逐步解决了强电或强磁场干扰、辐射、高温、低温、纵向或径向压力密封性（气或水）、弯曲、曲挠、抗拉、抗压、阻燃、耐火等智能化系统对专用线缆的特性要求。强有力的研发能力，确保公司在技术竞争中处于优势地位。

公司 2009 年 1 月设立品质及工程研发中心，对其研究开发工作进行统筹规划。公司研究团队现有工程技术人员 20 多人，研发投入逐年增加，平均年研发费用约占年均销售收入的 5% 以上。

公司 2009 年 6 月获得“国家级高新技术企业”称号，截至目前，公司已经获得 46 项技术专利和产品专利，其中，公司自行研制的电梯系统专用线被认定为深圳市自主创新产品。2008 年 9 月份公司开始与深圳市标准化研究院合作研究制定 450/750V 及以下环保聚氯乙烯绝缘电线电缆的国家标准；2009 年 4 月公司与上海电缆研究所合作起草 JB/T8734 国家标准，目前均已取得阶段性成果。公司研发中心已成为深圳航天研究院的合作单位和哈尔滨工业大学深圳研究院的实验基地。

4. 产品质量

电线电缆产品与人身安全直接相关，也直接影响着工程质量与使用寿命，公司高度重视产品质量，按 ISO9001 标准建立质量保证体系，并执行严格管理。

公司自行制造铜线、PVC/PE 胶粒等中间产品，全过程主动控制品质，使产品质量更加稳定，同时有利于降低成本。

在产品品质检测方面，公司拥有国家强制性产品 3C 检测标准的测试流程及全套检测仪器，还投资购入先进的 ROHS 检测设备，TDR&NA 高频检测设备，建立了先进的产品性能检测体系，具备对高频线材的高精度测试、产品性能的定量定性分析能力。

公司相继获得中国国家强制性产品认证（即 CCC 认证）、UL 产品认证、国家广播电视设备器材入网认定证书等认证，产品全部符合或高于国际标准。公司 5 个产品获得了国家标准化管理委员会核准颁发的采用国际标准产品标志证书。

5. 税收优惠

根据《深圳市人民政府关于深圳特区企业税收政策若干问题的规定》（深府[1988]232 号第八条）的规定，深圳市福田区地方税务局以深地税福函字[2008]03004 号文批准本公司自开始获利年度起，第一年和第二年免征企业所得税，第三

年至第五年减半征收企业所得税。即从 2006 年至 2007 年免征企业所得税，2008 年至 2010 年减半征收企业所得税。

四、管理分析

公司设股东大会、董事会、总经理和监事会。股东会为公司权力机构；公司设董事会，由 5 名董事组成，董事由股东会选举或更换，任期三年，任期届满连选可以连任，董事会执行股东会决议，对股东会负责；公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，每届任期三年，连聘可以连任，总经理为公司法定代表人；公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，任期三年，连选可以连任。监事会行使检查公司财务、监督董事、高级管理人员等职责。

公司实际控制人为薛贞祥、黄冬莲 2 名自然人，薛贞祥任公司董事长，黄冬莲任公司总经理，二人为直系亲属关系，公司的法人治理结构具有家族式民营企业特点，有待进一步完善。

质量管理方面，公司以标准化夯实管理基础，以计量检测为保证手段。为保证产品质量安全，公司实行严格的品质管理制度，从原材料、生产过程到成品出厂，各环节把关确保产品质量。公司还制订一套完整的检验制度，购置先进的生产设备和精密检测仪器，与深圳市质量技术监督局、质检中心紧密协作，签订常年监督检查协议，主动进行产品检验。

销售管理方面，近年公司加强了销售网络的扩充及整合。2008 年通过人员、资源的调配以及整体营销策略的调整，至当年年底，公司完成了华东地区的资源整合工作，基本形成了以上海为中心的长三角销售片区，为公司在长三角地区的发展奠定了基础。

五、经营分析

1. 经营现状

公司主要以 450/750V 以下智能线缆生产和

销售为主，主营业务十分突出。公司产品品种规格齐全，护套线、屏蔽线和视频线为核心产品，其中屏蔽线产品抗干扰等技术含量较高，拥有多项专利，竞争优势明显；视频线在安防领域应用很广，市场潜力大，公司视频线产品在珠三角地区市场占有率较高；护套线及单芯多股线生产工艺简单、生产厂家较多，竞争比较激烈。2007~2009年，公司营业收入年均增长39.40%，2009年为9232.48万元，全部来自智能线缆业务。从业务毛利率水平看，受到铜等原材料价格下降的带动，公司销售毛利率呈上升趋势，近三年分别为20.23%、26.75%、33.46%。2010年1~6月，公司实现营业收入5768.20万元，销售毛利率为32.06%。

2. 原材料采购

公司主要原材料为铜杆和PVC粉，辅助材料为石蜡、稳定剂等，生产成本构成中，铜杆和PVC分别约占60%和20%，其他原辅材料5.36%。

公司铜杆、PVC粉和辅料全部在国内采购。公司铜杆的主要供货商为深圳江铜南方总公司、佛山市南海区、顺兆裕金属贸易有限公司和佛山市耀辉贸易有限公司等；PVC粉的主要供应商为江门市新会华翔进出口有限公司和佛山市顺德区联佳进出口贸易有限公司等，公司与主要原材料供应商有较为稳固的合作关系，原材料供应较充足。

近年，公司原材料采购成本跟随铜市价格大幅波动。2007年采购均价处于高位，达6.32万元；2008年下半年起公司采购价格跟随市场铜价有所回落，全年采购均价降至5.92万元；2009年公司采购价格依然处于低位，平均为4.71万元，但已呈现快速上涨趋势。2010年1~6月，铜价继续保持上涨，采购均价涨至5.18万元，存在较大的波动，而PVC粉的价格波动相对较小。

表3 公司主要原材料采购情况

主要原材料		2007年	2008年	2009年	10年1-6月
铜	数量(吨)	513	575	1216	640
	价格(万元/吨)	6.32	5.92	4.71	5.18
PVC	数量(吨)	324	446	851	476
	价格(万元/吨)	7.8	7.8	7.0	6.7

资料来源：公司提供

公司为锁定主要生产原材料铜的成本，从2008年1月开始进入上海期货交易所开展套期保值业务。交易期限最长为锁定三个月，交易量为月用铜量。2008全年套期保值交易亏损379.07元。2009年全年交易174手，盈利30.02万。截至2010年6月底签约合同金额为597750元，浮亏126000元。。公司期货交易操作原则为：仅进行锁定价格的交易；只做多方，不做空方；交易量控制在公司月使用量。

3. 生产经营

2002年11月，公司位于福田金地工业区的龙华生产基地启用，占地3000平米，生产规模逐步扩充至6条生产线。2007年7月，联嘉祥观澜工业园开工建设，2008年8月竣工并投入使用，原龙华基地全部搬迁至此。在新基地建设过程中，公司投资1000多万元引进先进设备，同时进行技术升级，随着新厂区的顺利投产，公司产能规模扩大两倍以上，产品质量水平更加稳步提升。截至2010年6月底，公司拥有15条押出生产线，年成品线产能达30万公里。

2007~2009年，伴随产能的提高，公司智能线缆产量大幅增长，三年产量分别为3034万米、3593万米和7721万米。2010年1~6月，公司生产线缆长度为6144万米。

4. 产品销售

公司的销售区域范围主要集中在珠江三角洲，为更好地服务用户，自2001年以来，先后在广州、上海、北京、杭州、苏州、南京、东莞等国内大中城市设立直销机构。2009年，公司销售额在华北、华东、广东和其他地区的构成比例分别为6%、14%、71%和9%。

凭借生产规模及技术优势，2007年以来，

公司在华南地区弱电线电缆市场开始具备一定的定价权。

2007~2009 年，公司线缆销量快速增长，三年分别为 2991 万米、3506 万米和 7827 万米，2009 年产销率为 101.37%，整体销售情况良好。2010 年 1~6 月，公司实际销售智能线缆 5312 万米，产销率 86.45%，有所下滑。公司 2009 年对网线产品的技术工艺进行了改进，有效解决信号传输方面的技术难题，该产品未来销售前景良好。

一般情况下，公司与客户采取现货现款结算方式，对于优质客户给予其 30 天的信用期，公司重视应收账款回款管理，促进公司资金良好运行。

公司根据下游行业的特点和工程商的特殊需求，推行“仓储式销售”模式，以满足客户对线缆品种规格多、交货快的需求，公司常年备有价值 1000 万元不同规格的常规品现货，客户在公司福田总部及观澜工厂的仓库可以一站式采购到所需的各种规格的优质线缆，获得行业的认可。同时，公司在业内率先推出会员制管理，使优质客户获得更好的服务，2009 年公司新增会员 120 个，新增销售收入 550 万元，会员制管理在提高客户购买力及忠诚度方面收效明显。

5. 未来发展

根据发展规划，公司发展目标为：未来五年内成为集研发、生产为一体、国内最大、具有强大国际竞争力的智能电线电缆制造企业：

(1) 在巩固安防工程用线市场领导者优势的同时，利用技术创新的优势，大力发展高速传输数据电缆、高性能环保电缆、机械用环保高柔软性电缆、特种电缆等高端产品。

(2) 加强与国内外科研院所以及名牌大学的合作，引进技术成熟、市场前景广阔的产品及生产工艺技术，进一步加快企业技术进步和科技创新，迅速掌握数字电缆领域中的专有技术和专利产品。

(3) 重视并积极培育、建设一支高素质、

具有团队精神的营销队伍，尤其是重视发现和培养营销管理人才、国际型营销人才。

(4) 于 2010~2012 年拟在繁昌县工业园建立一个大型生产基地，主要服务于长三角地区。安徽繁昌工业园（一期）总投资预算为 12000 万元人民币，其中土地款和基建支出 6000 万元，设备投入 4000 万元，流动资金 2000 元。

(5) 推动上市融资发展，扩大融资渠道，解决公司在发展过程中的资金瓶颈，迅速做大做强。计划 2011 年内成功在深圳中小板或创业板上市。

投资计划方面，截至 2010 年 6 月底，公司已预付安徽繁昌项目部分土地定金近 200 万元。

经营方面，根据公司销售策略，公司将进一步扩充销售网络，在华东、华北地区增加直销网点，对特定品种、特定客户采取适当降价或延长结算期的方式提高产品销量和市场占有率，公司预测未来三年各类线缆产品销量将大幅提高。

联合资信认为，随着联嘉祥观澜工业园建成投产以及公司销售策略的实施，未来几年公司优势产品屏蔽线和视频线销售收入有望保持较快增长，公司网线产品技术关卡解决后，该产品有望成为公司收入新的增长点。同时，考虑到原材料价格波动幅度较大，因行业竞争激烈，产品售价保持在较低水平，公司盈利增长速度将可能低于销量增幅水平。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007 年、2008 年和 2009 年财务报表已经深圳市鹏城会计师事务所有限公司连续审计，并出具了标准无保留意见审计报告；2010 年 1~6 月财务报表未经深审计。

公司自 2009 年起执行财政部于 2006 年 12 月 15 日颁布的新会计准则，并已按照相关规定对可比年度财务报表予以追溯调整。

截至 2009 年底，公司资产总额 12935.40 万元，所有者权益合计 5829.19 万元；2009 年，

公司实现营业收入 9232.48 万元，利润总额 1686.82 万元。

截至 2010 年 6 月底，公司资产总额 16961.63 万元，所有者权益合计 6546.13 万元；2010 年 1~6 月，公司实现营业收入 5768.20 万元，利润总额 794.23 万元。

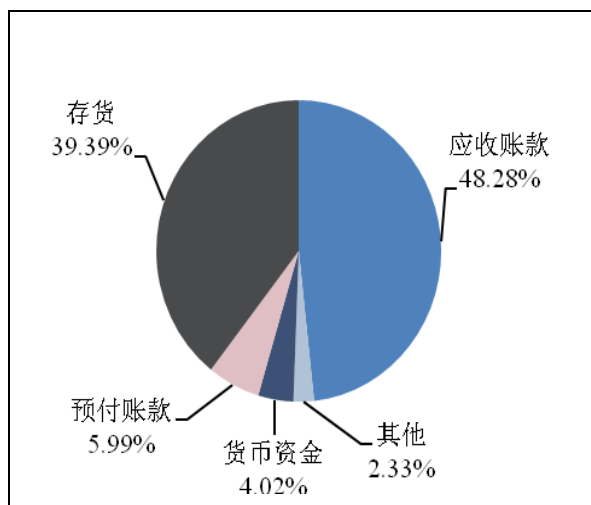
2. 资产质量

2007~2009 年，公司资产总额增长较快，年均增长 29.62%，主要是固定资产的增长所致。截至 2009 年底，公司资产总额 12935.40 万元，其中流动资产占 37.94%、非流动资产占 62.06%。

流动资产

2007~2009 年，公司流动资产整体略有下降，3 年平均降幅为 1.49%。2009 年底公司流动资产为 4908.85 万元，主要以应收账款和存货为主（见图 2）。

图 2 2009 年底公司流动资产结构



资料来源：公司财务报告

2007~2009 年，公司应收账款年均增长 169.19%，主要原因：①受金融危机影响，改变现款现货的销售模式，月结客户及欠款金额大幅度增加；②下属子公司，办事处的铺货增加，及月结客户及欠款金额也增加。从账龄分布看，全部为 2 年以内的欠款，其中 1 年以内的占 99.93%。从欠款集中度看，公司前五名欠款人应收账款余额 2085.12 万元，占应收账款总额的 84.16%，主要为公司重点客户，账款回收的保障

力度相对较强。2009 年底，公司应收账款坏账准备余额 26.47 万元，考虑到公司欠款账龄以及欠款客户资质，公司坏账计提比率基本合理。

2007~2009 年，公司存货年均增长 35.80%，主要是订单增加，原材料和库存商品增加所致。2009 年底，公司存货 1933.36 万元，其中原材料、库存商品和其他存货占比分别为 33.68%、23.00%和 23.38%，公司存货变现能力较强，但铜价波动幅度较大，面临一定跌价风险。

2007~2009 年，公司预付账款年均减少 60.14%，主要是前期在建工程完工，预付工程款减少所致。2009 年底，公司预付账款 294.04 万元，主要是预付的原材料款。

非流动资产

2007~2009 年，公司非流动资产年均增长 74.35%，主要是固定资产增长所致。2009 年底，公司非流动资产合计 8026.54 万元，以固定资产和无形资产为主，分别占 81.84%和 13.48%。

2007~2009 年，公司固定资产年均增长 281.50%，主要是联嘉祥观澜工业园建成转固以及新增设备等所致。2009 年底，公司固定资产账面价值 7136.84 万元，其中房屋建筑物和机器设备分别占比 71.58%和 24.56%。截至 2009 年底，公司累计折旧额 568.01 万元。

2007~2009 年，公司无形资产年均减少 1.12%。2009 年底，公司无形资产账面价值 1177.33 万元，其中 96.24%为土地使用权。截至 2009 年底，公司累计摊销额 95.06 万元。

截至 2010 年 6 月底，公司资产总额 16961.63 万元，较 2009 年底增长 31.13%，主要是流动资产的增长所致，其中流动资产和非流动资产分别占 50.72%和 49.28%。

总体看，近年来，公司资产稳步增长，资产构成合理，整体流动性适宜。

3. 负债及所有者权益

2007~2009 年，公司所有者权益年均增长 31.49%，主要是注册资本和未分配利润的增加。根据 2008 年 5 月 26 日股东会决议，公司注册资

本增加至 3092.78 万元，该增资业经深圳天英会计师事务所深天英验字[2007]第 064 号验资报告验证；根据 2008 年 7 月 20 日股东会决议，公司以发起设立方式整体变更为股份公司，注册资本增至 3700 万元，该增资业经深圳天英会计师事务所深天英验字[2008]第 055 号验资报告验证。截至 2009 年底，公司所有者权益 5829.19 万元，其中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润占比分别为 63.47%、2.47%、3.32%和 30.74%，公司股东权益结构相对稳定。截至 2010 年 6 月底，公司所有者权益 6546.13 万元，较 2009 年底增长 12.30%，主要来自当期利润的增长。

2007~2009 年，公司负债总额年均增长 28.02%。2009 年底，公司负债总额为 7106.21 万元，其中流动负债占 43.71%，非流动负债占 56.29%，公司负债结构与资产结构基本匹配。

2007~2009 年，公司流动负债年均增长 30.10%，主要是应付账款增加所致。2009 年底，公司流动负债合计为 3106.21 万元，其中短期借款和应付账款占比较高，分别为 30.58%和 55.51%。2009 年底，公司短期借款 950 万元，全部为抵押和担保借款；应付账款 1724.22 万元，较 2008 年底大幅增长，主要是原材料采购量应付款增加所致。

2007~2009 年，公司非流动负债年均增长 26.47%，2009 年底，公司非流动负债 4000 万元，全部为长期借款，且为抵押和担保借款。

2007~2009 年，公司债务负担基本保持稳定，公司资产负债率、长期债务资本化比率以及全部债务资本化比率分别为 55.06%、40.76%和 45.99%。

截至 2010 年 6 月底，公司负债合计 10415.50 万元，较 2009 年底增长 46.57%，主要为短期借款增加所致。2010 年 6 月底，公司流动负债占在负债总额中占 37.82%，非流动负债占 62.18%。2010 年 6 月底，公司债务负担继续加重，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 61.40%和 58.95%。

整体看，公司债务结构合理，但债务负担偏

重。

4. 盈利能力

2007~2009 年，伴随生产规模和销量增长，公司营业收入年均增长 39.40%，2009 年为 9232.48 万元。近年来，受铜等主要原材料价格下降的带动，公司营业利润率整体保持提高趋势，2009 年为 33.46%，较 2008 年提高 6.52 个百分点。

2009 年，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）合计 1661.98 万元，占公司营业收入的 18.01%，费用支付符合公司行业特征。

2009 年，公司实现营业利润和利润总额分别为 1389.10 万元和 1686.82 万元，分别年均增长 90.41%和 103.27%。

从主要盈利指标看，得益于生产规模的扩大和盈利能力的提高，2009 年公司净资产收益率和总资产收益率大幅增长，分别为 26.90%和 17.17%，整体盈利水平较好。

2010 年 1~6 月，公司实现营业收入 5768.20 万元，达到 2009 年全年的 62.48%，利润总额和净利润 794.23 万元和 716.95 万元，分别 2009 年全年的 47.08%和 45.73%，经营平稳。

总体看，公司收入规模和盈利水平保持较快增长。

5. 现金流

从经营活动来看，伴随公司业务量的增长，其销售商品、提供劳务收到的现金实现较快增长。2007 年由于存货增加以及往来款（向个人借款），购买商品提供劳务支付的现金较上年大幅提高，当年经营活动现金流为负；2008 年和 2009 年公司购买商品提供劳务支付的现金持续增长，经营活动现金流转正。

从投资活动来看，2007~2009 年，公司资本性支出规模保持较高水平，购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金分别为 1933.27 万元、2349.47 万元和 3480.63 万元，投资活动现金净流出规模较大，对外部融资有一定

需求。

从筹资活动来看,公司主要通过银行借款方式筹资,2007~2009年,公司筹资活动现金净流入分别为5800.00万元和1207.50万元和6250.00万元,其中借款筹资占比分别为58.62%、86.96%和100%;2007年股东增资规模较大,为公司投资提供了资金来源。

2010年1~6月,受存货增加影响,公司经营现金净流入-3218.29万元,投资活动现金净流出-550.87万元;为了补充营运资金需求,公司加大了外部筹资力度,同期筹资活动现金流量净额4126.20万元,现金及现金等价物净增加额554.56万元。

总体看,公司经营性现金流产生较大波动;公司投资活动对外部融资依赖性较强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,公司流动比率和速动比率较高,2009年为158.03%和95.79%,2010年6月底为131.10%和90.31%;2009年,公司经营现金流动负债比为65.56%,经营活动净现金流对流动负债的覆盖程度较高。总体看,公司短期偿债指标较好,实际短期偿债能力适宜。

从长期偿债能力指标看,利润总额的增长使得公司EBITDA快速增长,但由于公司有息债务规模增加较多,公司利息支出增加较快。公司近三年EBITDA利息倍数分别为12.18倍、14.41倍和8.17倍,处于合理范围;全部债务/EBITDA值分别为5.72倍、3.66倍和2.19倍,公司对全部债务偿还能力有所改善。

截至2010年6月底,公司未对合并范围以外公司提供担保。

截至2010年6月底,公司获得国内多家银行授信,贷款授信额度总额为9850万元,已全部使用。

七、本期短期融资券偿债能力

1. 本期短期融资券概况

公司本期短期融资券拟发行2200万元,所

筹资金将全部用来偿还银行贷款,提高直接融资比例,降低财务成本,改善融资结构。

截至2010年6月底,公司债务总额9400.00万元,其中短期债务5400.00万元,本期短期融资券发行额为短期债务总额的40.74%,发行后对公司的债务结构具有很大影响。

以公司2010年6月底财务数据为基础,不考虑其他因素,预计本期短期融资券发行后,公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别由2010年6月底的61.40%和58.95%上升至63.93%和65.84%,考虑到新增债务将替换原有债务,实际债务负担可能低于预测水平。

2. 偿还能力分析

截至2010年6月底,公司现金类资产合计584.56万元,对本期短期融资券的保额保障倍数为0.27倍,保障能力弱。2007~2009年,公司经营现金流入量分别为5582.37万元、7332.86万元和10199.08万元,分别为本期短期融资券额度的2.54倍、3.19倍和4.64倍,公司经营现金流入量对本期债券的覆盖程度尚可;2007~2009年,公司经营现金净流量净额逐年提高,分别为-1407.38万元、735.89万元和2036.43万元,分别为本期短期融资券额度的-0.64倍、0.32倍和0.89倍,经营活动净流量对本期短期融资券的保障程度一般。

2007~2009年,公司EBITDA逐年增长,2008年及2009年EBITDA为929.13万元和2262.01万元,分别为本期短期融资券的0.42倍和1.03倍,对本期短期融资券的保障程度一般。

综合来看,公司对本期短期融资券的保障能力较弱。

八、综合评价

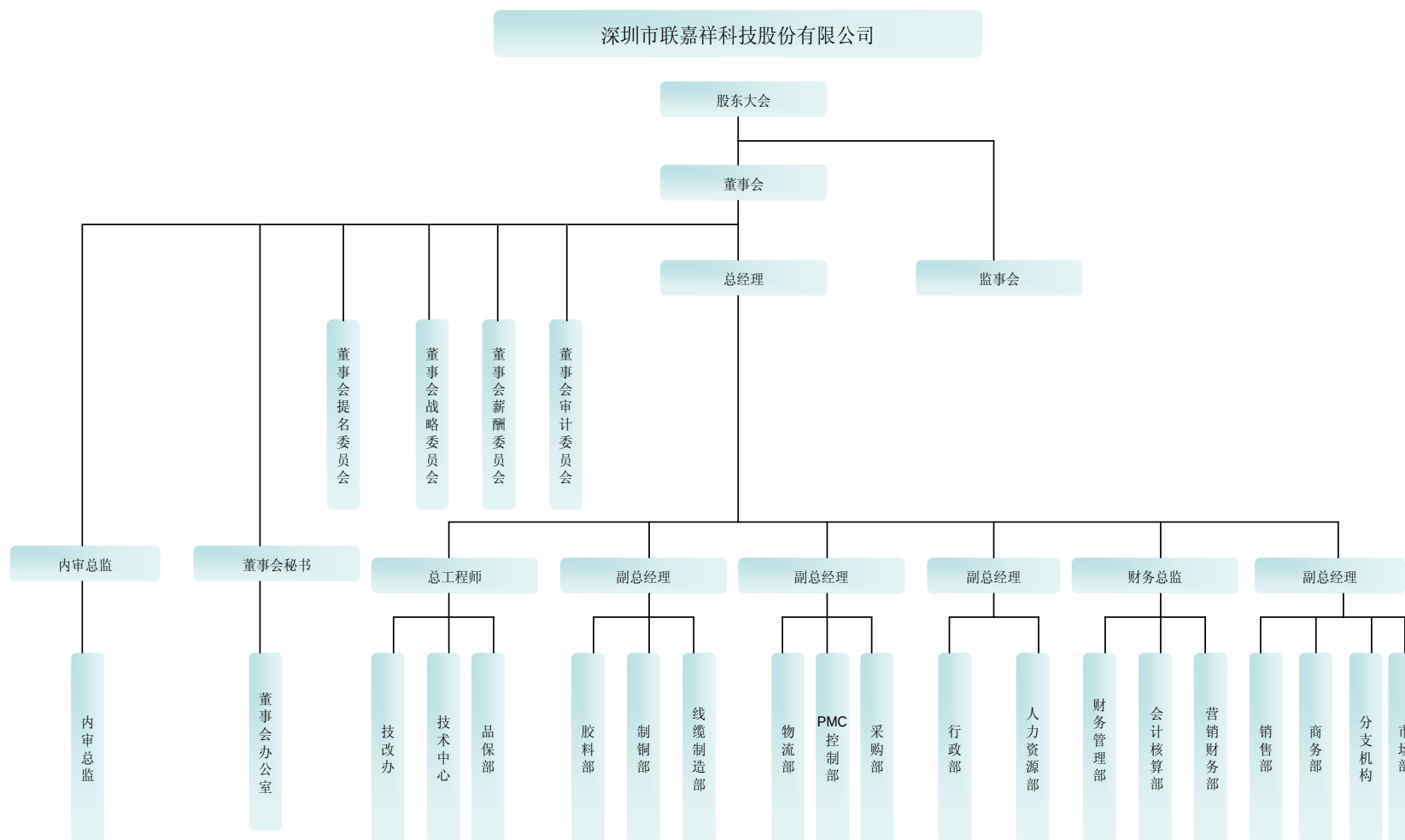
公司以弱电缆生产为主营业务,在珠三角安防线缆领域规模领先,近年公司业务增长迅速,产品质量稳定,品牌知名度较高,在行业中具有一定竞争力。

公司资产质量和债务结构较好，但整体债务负担偏重。近年来，公司盈利水平稳步提高，经营性现金流波动较大。但公司所处行业集中度较低，竞争较为激烈；原材料价格波动将可能影响公司盈利水平。

综合来看，公司主体信用风险一般。

附件 1 组织结构图

附件 1 组织结构图



附件 2 2007 年~2010 年 6 月资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动资产：					
货币资金	1779.44	379.05	197.52	-66.68	554.56
交易性金融资产	14.84	5.48	19.10	13.48	11.13
应收票据	0.00	32.93	0.00		18.87
应收账款	327.02	619.06	2369.77	169.19	3842.24
预付款项	1850.64	1519.25	294.04	-60.14	1281.43
应收利息					
应收股利					
其他应收款	37.92	38.56	95.05	58.32	56.44
存货	1048.37	922.98	1933.36	35.80	2809.86
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					28.93
流动资产合计	5058.23	3517.30	4908.85	-1.49	8603.46
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	0.00	0.00	100.77		500.77
投资性房地产	144.16	134.79	125.42	-6.73	
固定资产	451.33	3573.49	6568.83	281.50	6667.78
在建工程	927.90	0.00	0.00	-100.00	0.00
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	1106.91	1092.90	1082.27	-1.12	1072.95
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	7.06	22.34	132.40	333.12	95.88
递延所得税资产	3.04	5.45	16.85	135.58	20.77
其他非流动资产					
非流动资产合计	2640.38	4828.98	8026.54	74.35	8358.16
资产总计	7698.62	8346.28	12935.40	29.62	16961.63

附件 3 2007 年~2010 年 6 月资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动负债：					
短期借款	795.00	900.00	950.00	9.31	5400.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	456.34	369.96	1724.22	94.38	691.22
预收款项	121.08	7.40	4.87	-79.95	141.01
应付职工薪酬	45.19	46.79	130.00	69.61	53.00
应交税费	-11.21	64.88	112.35		93.37
应付利息					
应付股利					
其他应付款	428.68	195.96	184.77	-34.35	36.90
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	1835.08	1584.99	3106.21	30.10	6415.50
非流动负债：					
长期借款	2500.00	2500.00	4000.00	26.49	4000.00
应付债券					
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	0.88	0.00	0.00	-100.00	0.00
其他非流动负债					
非流动负债合计	2500.88	2500.00	4000.00	26.47	4000.00
负债合计	4335.96	4084.99	7106.21	28.02	10415.50
所有者权益：					
实收资本(或股本)	3000.00	3700.00	3700.00	11.06	3700.00
资本公积	73.50	143.55	143.55	39.75	143.55
减：库存股					
盈余公积	32.35	36.93	193.72	144.71	193.72
未分配利润	256.81	380.81	1791.92	164.15	2508.86
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	3362.66	4261.29	5829.19	31.66	6546.13
少数股东权益					
所有者权益合计	3362.66	4261.29	5829.19	31.66	6546.13
负债和所有者权益总计	7698.62	8346.28	12935.40	29.62	16961.63

附件 4 2007 年~2010 年 6 月利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~6 月
一、营业收入	4751.12	5834.96	9232.48	39.40	5768.20
减: 营业成本	3755.13	4252.24	6127.20	27.74	3912.11
营业税金及附加	6.46	10.57	16.00	57.30	6.76
销售费用	303.08	246.78	429.14	18.99	136.21
管理费用	259.34	672.97	912.65	87.59	512.56
财务费用	62.30	79.11	320.19	126.70	323.89
资产减值损失	-10.07	7.52	82.15		60.51
加: 公允价值变动收益	5.84	-14.40	13.62	52.80	-23.44
投资收益	2.40	7.53	30.33	255.17	1.50
其中: 对合营企业投资收益					0.00
汇兑收益					
二、营业利润	383.13	558.90	1389.10	90.41	794.23
加: 营业外收入	26.29	157.32	307.80	245.76	10.00
减: 营业外支出	1.16	5.17	10.08	194.79	10.00
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	408.25	711.06	1686.82	103.27	794.23
减: 所得税费用	2.39	36.69	118.92	606.01	77.28
四、净利润	405.87	674.37	1567.90	96.55	716.95

附件 5 2007 年~2010 年 6 月现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 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	5282.37	6487.40	9297.38	32.67	5306.41
收到的税费返还					0.00
收到其他与经营活动有关的现金	299.99	845.46	901.70	73.37	10.90
经营活动现金流入小计	5582.37	7332.86	10199.08	35.17	5317.30
购买商品、接受劳务支付的现金	5033.74	5110.01	6080.20	9.90	6559.33
支付给职工以及为职工支付的现金	334.20	471.59	585.17	32.32	427.53
支付的各项税费	232.29	265.15	506.95	47.73	309.15
支付其他与经营活动有关的现金	1389.52	750.22	990.33	-15.58	1239.58
经营活动现金流出小计	6989.75	6596.97	8162.64	8.06	8535.59
经营活动产生的现金流量净额	-1407.38	735.89	2036.43		-3218.29
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	3.97	11.87	2.69	-17.69	
取得投资收益收到的现金	2.40	6.73	0.18	-72.84	1.50
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	14.30	0.00		
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	0.00	0.79	30.02		
投资活动现金流入小计	6.38	33.70	32.89	127.10	1.50
购建固定资产、无形资产等支付的现金	1920.30	2332.55	3377.30	32.62	136.90
投资支付的现金	12.97	16.92	2.55	-55.62	415.47
取得子公司等支付的现金净额			100.77		
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	1933.27	2349.47	3480.63	34.18	552.37
投资活动产生的现金流量净额	-1926.90	-2315.77	-3447.74	33.76	-550.87
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	2400.00	157.50	0.00	-100.00	
取得借款收到的现金	3400.00	1050.00	6250.00	35.58	5800.00
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	5800.00	1207.50	6250.00	3.81	5800.00
偿还债务支付的现金	725.00	945.00	4700.00	154.61	1350.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	47.31	64.49	276.81	141.89	245.21
支付其他与筹资活动有关的现金	15.54	18.53	43.40	67.14	78.59
筹资活动现金流出小计	787.85	1028.02	5020.22	152.43	1673.80
筹资活动产生的现金流量净额	5012.15	179.48	1229.78	-49.45	4126.20
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	1677.87	-1400.40	-181.53		357.04
加: 期初现金及现金等价物余额	101.57	1779.44	379.05	93.18	197.52
六、期末现金及现金等价物余额	1779.44	379.05	197.52	-66.68	554.56

附件 6 2007 年~2009 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	405.87	674.37	1567.90	96.55
加: 资产减值准备	-10.07	7.52	82.15	
固定资产折旧及其他	72.88	73.78	245.14	83.41
无形资产摊销	41.79	66.88	28.17	-17.90
长期待摊费用摊销	6.17	12.92	18.60	73.58
处置固定资产、无形资产等损失		-7.21		
固定资产报废损失		-3.72		
公允价值变动损失	-5.84	14.40	-13.62	52.80
财务费用	60.85	83.02	320.22	129.40
投资损失	-2.40	-7.53	-30.33	255.17
递延所得税资产减少	1.51	-2.41	-11.40	
递延所得税负债增加	0.88	-0.88		
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-366.97	125.38	-1010.38	65.93
经营性应收项目的减少	-1763.60	-1.72	-635.09	-39.99
经营性应付项目的增加	151.55	-298.92	1475.08	211.98
其他				
经营活动产生的现金流量净额	-1407.38	735.89	2036.43	
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	1779.44	379.05	197.52	-66.68
减: 现金的期初余额	101.57	1779.44	379.05	93.18
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额	-1677.87	1400.40	181.53	
现金及现金等价物净增加额	1677.87	-1400.40	-181.53	

附件 7 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	14.53	11.92	6.11	--
存货周转次数(次)	4.34	4.31	4.29	--
总资产周转次数(次)	0.89	0.73	0.87	--
现金收入比(%)	111.73	111.18	100.77	91.99
盈利能力				
营业利润率(%)	20.83	26.94	33.46	32.06
总资本收益率(%)	6.81	9.64	17.17	--
净资产收益率(%)	12.07	15.83	26.90	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	42.64	36.98	40.70	37.93
全部债务资本化比率(%)	49.49	44.38	45.92	58.95
资产负债率(%)	56.32	48.94	54.94	61.40
偿债能力				
流动比率(%)	275.64	221.91	158.03	131.10
速动比率(%)	218.51	163.68	95.79	90.31
EBITDA 利息倍数(倍)	12.18	14.41	8.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.72	3.66	2.19	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.95	-0.46	-0.29	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-66.25	-24.50	-5.10	--
经营现金流动负债比(%)	-65.79	46.43	65.56	--
本期债项偿债能力				
现金偿债倍数(倍)	0.82	0.19	0.10	0.27
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.54	3.33	4.64	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.64	0.33	0.93	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.52	-0.72	-0.64	--

附件 8 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/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
本期短期融资券偿债能力	
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/本期短期融资券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
现金偿债倍数	现金类资产/本期短期融资券到期偿还额

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

附件 9 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