

信用等级公告

联合[2009] 522 号

联合资信评估有限公司通过对广州市中小企业 2010 年度第一期集合票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

广州市中小企业 2010 年度第一期集合票据
信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679728

邮编：100022

网址：www.lianherating.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）与债券发行人（包括广州博创机械有限公司、广州锻造一厂有限公司、广州天赐高新材料股份有限公司、广州市普邦园林配套工程有限公司、广州市江丰实业股份有限公司）构成委托关系外，联合资信、评级人员与债券发行人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评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，未因债券发行人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、债券发行人 2010 年度第一期集合票据信用等级自本期中期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
二零零九年十二月二十五日

评级业务专用章

广州市中小企业 2010年度第一期集合票据信用评级报告

评级结果:

本期集合票据信用等级: AAA

本期集合票据发行额度: 1.5 亿元

本期集合票据期限: 三年

评级时间: 2009 年 12 月 25 日

集合票据发行人及担保人主体长期信用

	集合票据发行人	主体长期信用
1	广州博创机械有限公司	BB ⁺
2	广州锻造一厂有限公司	BBB ⁻
3	广州天赐高新材料股份有限公司	BBB ⁺
4	广州市普邦园林配套工程有限公司	BBB ⁻
5	广州市江丰实业股份有限公司	BBB
	集合票据担保人	主体长期信用
	中债信用增进投资股份有限公司	AAA

分析师

张晓斌 谢凌艳 王立婷 王 健

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.lianheratings.com.cn

评估观点

广州是广东省省会城市, 拥有优越的自然条件和特殊的区域优势, 目前经济发展水平在全国大中城市中处于前列。广东省委、市政府高度重视中小企业及民营经济发展, 不断优化政策和创业环境。目前, 广州市中小企业数量较多, 民营经济较为发达, 发展前景较好。

本期集合票据的 5 家发行人, 具有良好的持续经营能力和发展潜力。发行人主体长期信用等级在投资级以上¹企业家数及发债额度所占比重高, 且所涉及细分行业相关度较低, 发生大规模违约风险较低。

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债增进”)作为信用增信机构, 为本期集合票据提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 中债增进担保实力强, 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。

优势

1. 本期集合票据采用“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”的方式, 并且得到了广州市政府的积极倡导和大力推动。
2. 本期集合票据的各发行人主体长期信用等级在投资级以上企业家数及发债额度所占比重高, 所涉及细分行业相关度较低, 发生大规模违约风险较低。
3. 作为本期集合票据的信用增信机构, 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。

¹投资级指发行人主体长期信用级别在 BBB 级以上

关注

1. 本期集合票据由 5 家企业集合发行，各个企业存在业务发展不均衡的情况，其中某一发行人的兑付能力发生变化将影响本期集合票据整体的兑付能力。
2. 本期集合票据的发行人全部为中小企业，经营状况较易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响，个体抗风险能力较弱。

一、基本情况

2010年广州市中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”）计划发行人民币1.5亿元（各发行人及发债规模见表1），以“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”的方式在中国银行间债券市场一次性集合发行。任一联合发行人在其发行额度内各自承担还本付息义务，其参加本次集合票据的发行并不构成对其他发行人还本付息义务的承担、承诺或担保。

本期集合票据票面利率为基准利率加上基本利差；基准利率为发行首日和其他各计息年度起息日适用的中国人民银行公布的一年期整存整取定期储蓄存款利率，基本利差将根据簿记建档结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定，协商一致后确定。

表1 集合票据发行人及发债额度

集合票据发行人	发债额度（万元）
1 广州博创机械有限公司	2500
2 广州锻造一厂有限公司	2900
3 广州天赐高新材料股份有限公司	4000
4 广州市普邦园林配套工程有限公司	2600
5 广州市江丰实业股份有限公司	3000
合计	15000

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进”）作为信用增信机构，为本期集合票据提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

二、经营环境

1. 广州市经济社会发展概况

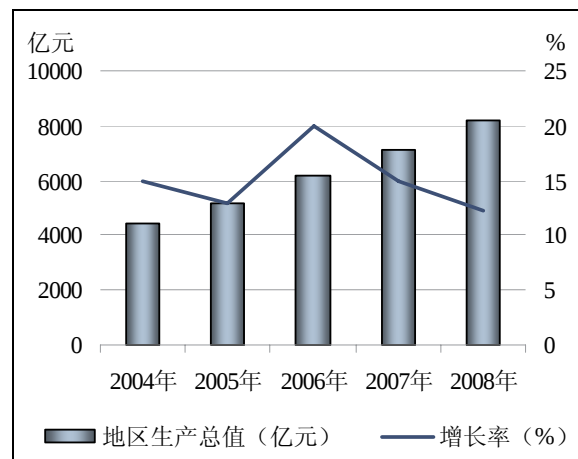
广州市是广东省省会城市，是全省政治、经济和文化中心，华南地区的交通枢纽。广州位于广东省中南部，珠江三角洲北缘。广州濒临南海，邻近香港特别行政区和澳门特别行政区，是中国通往世界的南大门。广州属丘陵地带，地势东北高，西南低，北部和东北部是山区，中部是丘陵、台地，南部是珠江三角洲冲

积平原。中国的第三大河——珠江从广州市区穿流而过。广州市总面积为7434.4平方公里，其中市区面积3843.43平方公里；2008年末常住人口1018.20万人，比上年末增长1.4%；下辖10个区、2个县级市。

广州是全国重要的工业基地、华南地区的综合性工业制造中心，已形成了门类齐全、轻工业较为发达、重工业有一定基础、综合配套能力、科研技术能力和产品开发能力较强的外向型现代工业体系。广州工业在全市国民经济中占有重要地位，工业增加值在全市国内生产总值中的比重超过1/3。汽车制造、电子通信和石油化工三大支柱产业的工业产值约占全市工业总产值的1/3。随着先进技术的引进，轻纺、食品、医药、建材等传统行业升级换代，以电子通信、家电、精细化工、石油化工等行业领头的许多新兴产业及高科技产业迅速发展。广州工业在珠江三角洲、华南地区乃至东南亚一带都具有明显的比较优势。

2008年广州市经济数据

图1 广州市地区生产总值及增长率



资料来源：广州市统计局

2008年，广州实现地区生产总值（GDP）8215.82亿元，按可比价格计算，比上年增长12.3%。其中第一产业增加值167.72亿元，增长1.8%；第二产业增加值3198.96亿元，增长10.9%；第三产业增加值4849.14亿元，增长13.6%。第一、二、三次产业增加值的比例为

2.04: 38.94: 59.02。三次产业对经济增长的贡献率分别为 0.3%、35.1%和 64.6%。

财政税收方面, 2008年广州市实现地方一般预算收入2477亿元, 同比增长17.1%, 其中市级一般预算收入621.96亿元, 同比增长18.7%。市级地方一般财政预算支出713.0亿元, 增长14.3%。

工业生产方面, 2008年, 广州市实现工业增加值2956.57亿元, 增长11.7%; 工业总产值为12639.05亿元, 同比增长13.1%; 其中规模以上企业实现总产值11627.56亿元, 增长13.2%。2008年新增工业总产值1861.63亿元(同口径比); 工业出口产品产值2359.38亿元, 增长9.5%; 全市工业产品销售率为97.98%, 下降0.5个百分点。

固定资产投资方面, 2008年, 广州市完成全社会固定资产投资2104.56亿元, 增长12.9%; 新增固定资产1168.53亿元, 增长8.0%。各产业投资数额见表2。

表2 广州市各产业投资情况(单位: 亿元)

项目	2007年	2008年	增长率(%)
第一产业	1.16	1.63	41.0
第二产业	401.64	447.43	11.4
第三产业	1461.17	1655.50	13.3
合计	1864.09	2104.56	12.9

资料来源: 广州市统计局

对外贸易方面, 2008年广州商品进出口总额819.52亿美元。其中商品出口总额429.64亿美元, 增长13.4%; 商品进口总额389.88亿元, 增长9.5%。外商及港澳台投资企业出口253.87亿美元, 增长14.6%, 占全市商品出口总值的59.1%; 国有企业出口92.17亿美元, 增长8.8%; 集体企业出口6.01亿美元, 下降11.0%; 私营企业出口76.71亿美元, 增长16.7%。

2009年1~9月广州市经济数据

据广州市统计局统计, 2009年1~9月, 广州市完成地区生产总值6386.29亿元, 同比增长10.5%, 增幅比一季度提高2.5个百分点, 比上半年提高2.0个百分点。随着总体经济的逐步向

好, 地方一般预算财政收入增速逐步加快。2009年1~9月, 全市实现一般预算财政收入513.24亿元, 同比增长13.9%, 增幅比一季度提高11.8个百分点, 比上半年提高6.9个百分点。

工业生产方面, 2009年1~9月, 全市完成规模以上工业总产值8948.18亿元, 同比增长7.8%, 增幅比一季度提高4.7个百分点, 比上半年提高3.5个百分点。

总体看, 广州市拥有优越的自然条件和特殊的区域优势和体制优势, 目前经济发达, 在全国大中城市中处于前列, 发展前景较好。

2. 广州市中小及民营企业经济发展概况

(1) 发展现状

“十五”期间, 中国扶持和促进中小企业发展的第一部专门法律——《中华人民共和国中小企业促进法》(以下简称《促进法》)正式颁布实施, 广大中小及民营企业进入了一个里程碑式的发展阶段。广东省委、省政府以及广州市委、市政府积极推动完善配套政策环境、加强服务体系建设和推动企业做大做强等工作。近年来, 广东省委、省政府以及广州市委、市政府相继出台了《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》、《中共广州市委、广州市人民政府关于加强个体、私营经济工作的若干意见》、《中共广州市委关于贯彻(中共中央关于构建社会主义和谐社会若干重大问题的决定)的实施意见》等一系列措施, 给予中小及民营企业较大的政策支持。

根据广州市统计局统计, 2008年, 广州市非公有制经济增加值4083.49亿元, 增长12.5%, 占全市地区生产总值的比重由2007年的49.42%上升到49.70%。其中民营经济增加值2828.98亿元, 增长12.5%, 占全市地区生产总值的比重达34.43%。

2009年1~9月, 广州市实现规模以上民营工业总产值1316.89亿元, 同比增长16.1%, 增幅比上半年提高2.4个百分点, 比全市规模以上工业平均增速高8.3个百分点, 拉动全市规模以

上工业增长2.2个百分点。

可以看出，非公有制经济在广州市经济总量中占据重要地位，其中民营经济已经成为广州市经济总量中的不可或缺的力量。

（2）未来发展

2007年，《广州市进一步加快民营经济发展工作方案》出台，确定“十一五”期间（2006-2010年）广州市民营经济发展的总体目标为：

主要目标

①发展规模目标：民营经济增加值年均增长15%以上，到2010年，占全市GDP比重从2006年的34.6%提高到40%以上。占全市工业总产值比重从2006年的24.4%提高到33%。

②企业发展目标：到2010年，民营企业及个体经济超50万户，其中私营企业超18万户，从业人员超250万人；年营业收入10亿元以上民营工商业企业达到50-60户，年营业收入100亿元以上民营工商业企业达到5-10户；力争有25-30户民营企业进入省百强民营企业。

③技术创新和品牌目标：到2010年，民营企业被认定为国家、省、市级的技术中心和工程技术研发中心占全市比重达到60%以上；民营高新技术企业占全市比重超过90%。民营企业拥有国家、省名牌及驰（著）名商标比例超过60%。

④公共服务平台建设目标：建设一批为中小企业服务的融资担保、技术创新、市场开拓、用地供应、厂房租赁、人才培养、法律咨询、创业辅导等公共服务平台，努力扩大平台服务的覆盖面，力争到2010年，全市的中小企业和个体工商户都能享受公共平台服务。

主要措施

针对上述主要目标，《广州市进一步加快民营经济发展工作方案》中提出以下主要措施，以保证目标的实现：拓宽资金渠道，着力缓解民营中小企业的融资难问题；优化土地资源配置，努力促进民营经济又好又快发展；加快技术进步，大力增强民营企业的核心竞争力；创新人才战略，切实解决民营企业用人难问题；

加强市场开拓力度，积极扩大民营企业的市场份额；推动企业改制，支持鼓励民营企业参与国企改革；落实公平待遇，优化完善民营经济发展的政策和法治环境；用好调控手段，对重点民营企业实行重点培育和梯度扶持；加强组织领导，提高促进和保障民营经济发展的能力。

综合看，广州市委、市政府重视中小及民营经济发展，不断优化政策和创业环境，广州市中小及民营企业经营环境良好。

三、发行人基本情况及集合票据募集资金用途

本期集合票据发行主体共5家，各企业主要财务数据见附件1。

1. 广州博创机械有限公司

主体概况

广州博创机械有限公司（以下简称“博创机械”）成立于2002年12月，由广州中车铁路机车车辆销售租赁有限公司（持股40%）和朱康建（持股25%）、褚伟雄（持股25%）、饶启琛（持股10%）3位自然人发起成立，实际控制人为杨建宇，其与朱康建为亲属关系。

2005年6月，经广州市工商行政管理局批准改制为中外合资企业，博创机械股权结构变更为，广州中车轨道交通股份有限公司（持股28.8%，以下简称“广州中车”）、香港安捷投资有限公司（持股28%）和朱康建（持股18%）、褚伟雄（持股18%）、饶启琛（持股7.2%）3位自然人。

2007年1月，博创机械股权结构变更为，香港安捷投资有限公司（持股28%）、厦门琥珀香料有限公司（持股5%）和朱康建（持股59.8%）、饶启琛（持股7.2%）2位自然人，实际控制人变更为朱康建。

2007年12月，博创机械进行增资扩股，股权结构变更为，广州博创塑料科技有限公司（持股66.66%，以下简称“博创塑料”）、厦门龙涎香料有限公司（持股4.17%）、香港安捷投

资有限公司（自然人陈钱汉全资子公司，持股12.50%）、Keywise Investment Limited I（为香港金管局注册的专业投资机构，持股16.67%）。博创塑料由12位自然人股东持股，主要为公司高层管理人员，前3名持股股东分别为朱康建（65.00%）、饶启琛（12.50%）、杨永波（持股6.25%）。博创机械现属于中外合资企业，实际控制人为朱康建。

博创机械经营范围包括生产、加工塑料工业专用设备、伺服液压技术设备及零配件，销售本企业产品及零配件，塑料机械软件开发，技术咨询服务。截至2009年9月底，博创机械拥有控股子公司2家；博创机械本部设工程部、资本运营中心、市场运营中心、人力资源中心、生产制造中心和技术创新中心等职能部门；在职员工570人。

截至2008年底，博创机械（合并）资产总额42333.57万元，所有者权益11823.18万元；2008年实现主营业务收入22444.24万元，利润总额646.04万元。

截至2009年9月底，博创机械（合并）资产总额40590.98万元，所有者权益12057.85万元；2009年1~9月实现主营业务收入15237.87万元，利润总额274.95万元。

博创机械注册及经营地址：广州市增城市汽车产业基地新祥路9号；法定代表人：朱康建。

募集资金用途

博创机械计划发行期限3年的集合票据2500万元。本期集合票据募集资金将用于补充公司营运资金和偿还部分银行贷款。

（1）补充营运资金

2006年以来，博创机械主营业务发展迅速，博创品牌的注塑机的需求不断增加。2007年，博创注塑机销量为2,300台，较2006年的1800台增加了27.78%。虽然在2008年受到经济危机的影响，增长势头有所减缓，但预计在未来三年，该产品的产能和需求都将大幅度提高。博创机械产量的迅速增加，对原材料的需求也

相应增加；2006年至2008年，用于原材料采购的资金分别为1.30亿元、1.80亿元和2.12亿元。预计2010年原材料资金需求将达到2.74亿元；而钢铁等原材料价格的回升，一定程度上增加了原材料采购成本。博创机械通过本期集合票据募集的500万元将主要用于补充母公司原材料采购资金。

（2）偿还银行贷款

博创机械发行本期集合票据募集资金在补充营运资金之余将用于偿还现有短期负债，改善长、短期债务结构，降低融资成本，提高直接融资比例。本次集合票据募集的资金计划约2000万元用于偿还母公司短期债务，改善负债结构。

2. 广州锻造一厂有限公司

主体概况

广州锻造一厂有限公司（以下简称“广州锻造一厂”）始建于1965年，于2008年11月完成改制，注册资本594.90万元，其中广州电气装备集团有限公司（以下简称“广州电气”）下属的广州越鑫机电集团有限公司出资535.40万元，占股比90%；广州机电集团（控股）有限公司出资59.50万元，占股10%。2009年9月，广州电气决定由广州越鑫机电集团有限公司对广州锻造一厂实行定向增资人民币500万元，注册资本增加到1094.90万元，占股比94.60%，广州机电集团（控股）有限公司占5.40%。广州锻造一厂实际控制人为广州电气，广州电气实际控制人为广州市国资委。

广州锻造一厂经营范围：锻件制造、加工；场地出租。

截至2009年9月底，广州锻造一厂下属控股子公司两家（广州越鑫曲轴制造有限公司，以下简称“越鑫曲轴”，广州锻造一厂持股65%；广州锻造一厂劳动服务公司，以下简称“劳务公司”²，广州锻造一厂持股94.22%），参股子

²劳务公司属于商业性质，原为解决企业职工子女的就

公司一家（广州清水银禾锻造有限公司，以下简称“银禾锻造”，广州锻造一厂持股 35%）；下设办公室、财务部、安全技术部、生产经营部和质量管理部，拥有员工 172 人。

截至 2008 年底，广州锻造一厂资产总额 10797.23 万元，所有者权益（含少数股东权益）7619.26 万元；2008 年广州锻造一厂实现营业收入 10114.42 万元，利润总额 577.45 万元；经营活动产生的现金流量净额 462.45 万元，现金及现金等价物净增加额-289.64 万元。

截至 2009 年 9 月底，广州锻造一厂资产总额 11102.64 万元，所有者权益（含少数股东权益）8222.22 万元；2009 年 1~9 月广州锻造一厂实现营业收入 6680.52 万元，利润总额 314.21 万元；经营活动产生的现金流量净额 217.45 万元，现金及现金等价物净增加额 544.78 万元。

广州锻造一厂注册地址：广州市花都区北兴镇杨三工业区；法定代表人：盛华。

募集资金用途

广州锻造一厂计划 2010 年发行集合票据 2900 万元，期限三年。

（1）补充营运资金

2008 年以来，广州锻造一厂每年用于采购钢材和煤粉的金额分别超过 6000 万元和 400 万元。本次发行集合票据所募资金将使用约 1900 万元补充广州锻造一厂本部的营运资金，其中购买钢材 1300 万元，购买煤粉 400 万元，支付天然气 200 万元。广州锻造一厂补充营运资金后，可以有效地缓解流动资金压力，为广州锻造一厂发展提供有力保障，保证经营活动平稳进行，提升市场竞争力，综合效益明显。

（2）偿还银行贷款

广州锻造一厂发行本期集合票据募集资金在补充营运资金之余将用于偿还广州锻造一厂现有短期负债，改善长、短期债务结构，降低

业问题。在 2002 年搬迁后，已经没有实际的经营场地，人员也是兼职。目前除了收取承包给职工的很少管理费外再无任何经营。

融资成本，提高直接融资比例。本次集合票据募集的资金计划约 1000 万元用于偿还短期债务，改善负债结构。

3. 广州天赐高新材料股份有限公司

主体概况

广州天赐高新材料股份有限公司（以下简称“天赐高新”）成立于 2000 年 6 月，系由广州市天赐高新材料科技有限公司（以下简称“天赐科技公司”）于 2007 年 11 月 23 日整体变更成立。天赐科技公司由徐金富（持股 85%）、徐金林（持股 5%）、林飞（持股 5%）、李兴华（持股 5%）出资成立，注册资本人民币 600 万元。2007 年 8 月 4 日天赐科技公司股东会同意原股东向新股东转让部分股权，转让完成后，天赐科技公司股东为 21 位自然人，注册资本为 8000 万元。2007 年 11 月 23 日，经广州市工商行政管理局核准，天赐科技公司依法整体变更为股份有限公司。天赐高新实际控制人为徐金福，持股 73.87%。

截至 2009 年 9 月底，天赐高新内设制造供应部采购部、日化材料事业部、电池材料事业部、研究院、采购部、财务部、人力资源部、企业管理部等 8 个职能部门，拥有全资及控股子公司 4 家（见附件 7）。

天赐高新经营范围：研究、制造、批发、零售有机硅材料、锂离子电池材料、日用精细化工产品、表面活性剂、添加剂（易制毒化学品及危险化学品除外）；经营本企业自产产品及相关技术的出口业务；经营本企业生产、科研所需的原辅料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进出口业务（国家法律法规禁止、规定前置及专营专控的商品、项目及技术除外）；国内商业及物资供销业（国家法律法规规定前置及专营专控的商品或项目除外）。

截至 2008 年底，天赐高新合并资产总额 29431.08 万元，所有者权益合计 21089.02 万元（其中少数股东权益 1181.11 万元）；2008 年实现营业收入 28494.62 万元，净利润 2770.17 万元（归

属于母公司所有者的净利润2766.03万元)。

截至2009年9月底,天赐高新合并资产总额36654.58万元,所有者权益合计22568.21万元(其中少数股东权益895.54万元);2009年1~9月,天赐高新实现营业收入23957.52万元,净利润2422.28万元(归属于母公司所有者的净利润2329.13万元)。

天赐高新注册地址:广州市黄埔区云埔工业区东诚片康达路8号;法定代表人:徐金富。

募集资金用途

天赐高新拟发行集合票据4000万元,期限3年,募集资金主要用于以下三个方面:

(1) 补充营运资金

天赐高新近年来业务发展稳定,财务稳健。本次发行集合票据所募资金约1000万元将用于补充流动资金,主要用于母公司购买原材料。2008年和2009年,天赐高新采购原材料六氟磷酸锂、丙二胺、DMC的支出分别达到7122万元和5847万元。天赐高新补充营运资金后,可以有效地缓解的流动资金压力,为天赐高新发展提供有力保障,保证经营活动平稳进行,提升市场竞争力,综合效益明显。

(2) 7000t/a 锂电池和动力电池材料项目

1000万元用于子公司九江天赐高新材料有限公司的7000t/a锂电池和动力电池材料项目。该项目总投资为17815.6万元,其中自有资金9015.6万元,经江西省湖口县发展和改革委员会备案,项目编号:3604293940071031013。目前项目已投入5500万元,正在九江开始建设,主要用于研发和生产汽车、电脑、手机用锂电池电解质和电解液,预计项目建成后将成为天赐高新收入的新增长点。

(3) 偿还银行贷款

天赐高新发行本期集合票据募集资金在补充营运资金和项目投资之余将用于偿还天赐高新现有短期负债,改善长、短期债务结构,降低融资成本,提高直接融资比例。本次集合票据募集的资金计划约2000万元用于偿还母公司短期债务,改善负债结构。

4. 广州市普邦园林配套工程有限公司

主体概况

广州市普邦园林配套工程有限公司(以下简称“普邦园林”)成立于1995年,注册资本人民币50万元;2001年9月和2008年5月,普邦园林两次增加注册资本,增资后,股东及其持股比例不变。截至2008年9月底,普邦园林股东为3个自然人,涂善忠持有普邦园林50%的股份,为普邦园林的实际控制人;黄庆和持有普邦园林35%的股份;黄建平持有普邦园林15%的股份,相关工商变更登记手续已办理完成。截至2009年9月底,普邦园林注册资本2000万元。

普邦园林主要经营范围包括销售园林环境配套产品;园林绿化工程;室内装饰;公共社区园林绿化物业管理;绿化环境技术咨询及其技术服务等。普邦园林内设人力资源部、计划室、总工室、工程部、设计部、质管部、苗木部、保养部、财务部共9个职能部门(参见附件1-1)。截至2009年9月底,普邦园林无下属子公司。

截至2008年底,普邦园林资产总额15448.35万元,所有者权益7477.79万元;2008年实现主营业务收入46242.24万元,利润总额3738.73万元。

截至2009年9月底,普邦园林资产总额24030.23万元,所有者权益8055.38万元;2009年1~9月实现主营业务收入23442.67万元,利润总额1371.06万元。

普邦园林注册地址:广州市越秀区寺右新马路南二街一巷14-20号首层;法定代表人:涂善忠。

募集资金用途

普邦园林计划申请发行集合票据2600万元,期限3年。

(1) 补充营运资金

普邦园林近年业务发展迅速,截至2008年,普邦园林主营业务收入为4.62亿元,净利

润为 2350 万元，相对于 2007 年同期分别增长 2.06 亿元和 1130 万元，增幅为 80.47% 和 92.56%。随着主营业务规模不断上升，普邦园林对资金的需求不断扩大。预计 2010 年将承接工程 2 亿元，需要营运资金 2000 万元，本期集合票据发行后，募集资金的 1000 万元将用于母公司补充营运资金，主要包括场地施工(进场)费 150 万元；临时建筑(棚屋)费 100 万元；日常支出(工地办公室租金及办公用品)费 100 万元；垫付工程材料费 300 万元；工程人工费预备金 200 万元等。

(2) 万顷生态农业科技园项目

2008 年普邦园林在南沙区农林局的引进下，向珠江管理区租用了 1513 亩农业用地(耕地租赁合同编号：1072200810001)，并计划投资 3000 万元，其中资本金 1000 万元，将其建设成融生态种植、农业物流、观光旅游为一体的生态植物园区。该项目经广州市越秀区发展计划局备案，备案号为 090104753013192，现已投入 1000 万元，计划再投入 2000 万元。募集资金的 1600 万元将投入母公司的万顷生态农业科技园项目建设。

5. 广州市江丰实业股份有限公司

主体概况

广州市江丰实业股份有限公司(以下简称“江丰实业”)前身为集体企业广州市江村家禽企业发展公司，设立于 1991 年 1 月 28 日。1999 年 11 月 22 日，经广州市白云区江高镇企业改革领导小组批复同意，转制设立广州市江丰实业有限公司，并于 1999 年 12 月 2 日在广州市工商局办理变更登记，注册资本为人民币 1000 万元，其中江丰实业工会占 50.25%，21 个自然人股东占 49.75%。2004 年，经过股权转让，江丰实业自然人股东变为 18 人，合计持股比例为 100%，工会不再持有江丰实业股权。2005 年 1 月 8 日，广州市人民政府办公厅(“穗府办【2005】2 号”文)同意江丰实业谭钜添等 18 个自然人股东作为发起股东，以发起设立的方

式，将原广州市江丰实业有限公司整体变更设立股份公司，并于 2005 年 1 月 19 日在广州市工商局注册。截至 2009 年 6 月底，江丰实业注册资本为人民币 7000 万元，其中谭钜添出资 3430 万元，拥有江丰实业 49% 的股份。

江丰实业是从事家禽繁育、孵化、饲养，饲料和饲料添加剂生产，家禽屠宰与肉鸡食品精深加工一体化的农业生产性企业。经营范围包括：家禽饲养、繁殖、销售，发外饲养。经营公司成员企业自产产品及相关技术的进出口业务，经营公司成员企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务；经营公司成员企业的进料加工和“三来一补”业务(凭有效资格证书经营)。加工、制造：饲料鸡饲料添加剂(凭有效许可证经营)。批发、零售：蛋类。(国家法律、法规禁止的不得经营；应经专项审批的，未获得审批前不得经营)。

截至 2008 年底，江丰实业设行政部、人力资源部、财务部、证券部、采购部、销售部、科研中心等职能部门，纳入江丰实业合并范围的控股子公司共 6 家。

截至 2008 年底，江丰实业(合并)资产总额为 29625.19 万元，所有者权益合计为 10639.33 万元(其中少数股东权益 207.32 万元)。2008 年，江丰实业实现营业收入 71581.43 万元，利润总额 949.50 万元。

截至 2009 年 9 月底，江丰实业合并资产总额为 26803.33 万元，所有者权益合计为 10845.22 万元。2009 年 1~9 月，江丰实业实现营业收入 45188.21 万元，利润总额 871.58 万元。

江丰实业注册地址：广州市白云区江高镇松岗街 128 号；法定代表人：谭钜添。

募集资金用途

江丰实业计划发行集合票据 3000 万元，期限三年。

(1) 补充营运资金

近年来江丰实业业务稳健发展，对资金需求不断扩大。江丰实业计划将此次发行集合票

据所募资金约900万元用于母公司补充韶关翁源县肉鸡养殖基地的日常营运资金。2008年和2009年，用于采购玉米、豆粕、鱼粉等原材料的支出分别达到1973万元和2200万元。补充营运资金后，可以有效地缓解流动资金压力，江丰实业发展提供有力保障，保证经营活动平稳进行。

(2) 从化江丰生物科技项目

江丰实业计划将此次发行集合票据所募资金约1600万元用于新成立的子公司——广州市江丰生物科技有限公司，从事从化江丰生物科技项目的投资建设，该项目投资规模约3200万元，自有资金约1500万元，已经从化市发展和改革局备案，备案号090184149410246。目前第一期项目投资500万元已经到位，工商、税务等基本证照亦已办妥，建设工程正在建设中。从化江丰生物科技项目将从事饲料添加剂的生产，对公司而言既是利用行业优势增加新的利润增长点，也是扩大产业链降低成本的举措。

(3) 偿还银行贷款

江丰实业本次发行集合票据所募资金的500万元将用于偿还母公司现有银行贷款，降低银行贷款规模，提高直接融资比例，使公司一定程度上摆脱主要依赖银行融资的局面，改善并优化本公司融资结构。

四、本期集合票据主体长期信用状况分析

经联合资信评估有限公司评定，5家集合票据发行人主体长期信用等级见表3，具体分析内容参见附件各家集合票据发行人的《主体长期信用评级报告》。

从表3可以看出，本期集合票据发行主体长期信用等级在投资级别以上企业共计4家，占发债家数的80%，其中BBB⁺级别1家，BBB级别1家，BBB⁻级别2家；信用等级在投资级以下的企业1家，主体级别为BB⁺。

表3 集合票据发行人主体长期信用等级

集合票据发行人	主体长期信用等级
---------	----------

1	广州博创机械有限公司	BB ⁺
2	广州锻造一厂有限公司	BBB ⁻
3	广州天赐高新材料股份有限公司	BBB ⁺
4	广州市普邦园林配套工程有限公司	BBB ⁻
5	广州市江丰实业股份有限公司	BBB

从本期集合票据债务资金在各个级别的分布情况看（参见表4），投资级以上企业发行集合票据额度占83.34%，BBB⁺占26.67%，BBB占20.00%，BBB⁻占36.67%；投资级以下企业发行集合票据额度占16.67%。

表4 本期集合票据发行额度级别分布

主体级别	发行家数	发行额度（万元）	所占比例（%）
BBB ⁺	1	4000	26.67
BBB	1	3000	20.00
BBB ⁻	2	5500	36.67
BB ⁺	1	2500	16.66
合计	5	15000	100.00

从表5可以看出，5家发行主体所涉及细分行业较为分散，企业所涉及细分行业相关度较低。联合资信认为，上述5家发行主体同时发生大规模违约风险较低。

表5 本期集合票据发行主体所涉及细分行业分布

	集合票据发行人	涉及细分行业
1	广州博创机械有限公司	注塑机制造
2	广州锻造一厂有限公司	锻件生产
3	广州天赐高新材料股份有限公司	精细化工、电解液
4	广州市普邦园林配套工程有限公司	园林建筑施工
5	广州市江丰实业股份有限公司	饲料及养殖

五、增信能力分析

1. 增信条款

中债增进为本期集合票据存续期限内联合发行人应偿付的1.5亿元集合票据的本金、利息、发行条款规定的违约罚息、损失赔偿金和实现债权的合理费用提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 增信机构能力分析

中债增进主体长期信用评级报告见附件。

中债增进成立于2009年9月21日，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。其中，中国石油天然气集团公司、国网资产管理有限公司、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首钢总公司、北京万行中兴实业投资有限公司各持 16.5% 股份，中国银行间市场交易商协会持 1% 股份，中债增进的股东背景和资本实力强大。

中债增进内设业务营运部、资金部、风险管理部、计划财务部和综合部共五个部门。经营范围包括：投资及融资的信用增进；信用增进的评审、培训、策划、咨询服务；信用产品发行和交易；金融资产投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；与信用增进有关的新技术、新产品的开发、授权使用及转让；组织、主办会议及交流活动；以及其他法律法规不禁止的行为或活动。

成立以来，中债增进明确了市场定位与发展战略，初步形成了内控与风险管理架构，制定了比较稳健的业务和资金管理办法，高管人员具备较高的专业素质。然而，目前公司人员尚未全部到位，法人治理结构和制度体系尚未健全，盈利模式和定价方法正在制定和完善过程中，未来业务运营、投资状况以及风险管理能力也有待观察。

中债增进制订了资金、资产及预算管理办法，会计核算方法将采用 2006 年出台的《企业会计准则》，但准备金计提等具体的会计政策正在研究过程中。中债增进提供了 2009 年 9 月末的资产负债表、现金流量表和利润表，以上报表已经审计。截至 2009 年 9 月末，中债增进资产总额 600278.78 万元，负债总额 22.23 万元，所有者权益 600256.55 万元。2009 年 1~9 月，中债增进实现利润总额 256.55 万元，主要来源于银行存款利息收入。

经联合资信评估有限公司评定，中债增进主体长期信用等级为 AAA，该评级结论反映了中债增进的综合代偿能力极强。

六、综合评价

广州市拥有优越的自然条件和特殊的区域优势和体制优势，目前经济发展水平在全国大中城市中位于前列。广州市委、市政府重视中小及民营经济发展，不断优化政策和创业环境，广州市中小及民营企业经营发展环境良好。

本期集合票据的 5 家发行人主体级别在投资级别以上的企业数及发债额度所占比重高，且所涉及细分行业相关度较低，同时发生大规模违约的风险较小。

中债增进作为信用增信机构，为本期集合票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，中债增进担保实力强，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 集合票据发行人的主要财务数据

序号	企业名称	项 目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
1	广州博创机械 有限公司	资产总额（万元）	23115.82	29753.17	42333.57	40590.98
		所有者权益（万元）	6727.19	15330.80	11823.18	12057.85
		长期债务（万元）	0.00	0.00	2500.00	5341.64
		全部债务（万元）	3324.18	3621.98	13166.39	18741.46
		营业收入（万元）	18035.74	23358.52	22444.24	15237.87
		利润总额（万元）	1353.00	2389.15	646.04	274.95
		EBITDA（万元）	1826.28	2943.11	1743.87	--
		经营性净现金流（万元）	1728.29	2918.69	5348.38	--
		营业利润率（%）	29.56	29.06	26.67	26.85
		净资产收益率（%）	12.91	15.58	5.45	--
		资产负债率（%）	70.90	48.47	67.35	65.34
		全部债务资本化比率（%）	33.07	19.11	48.78	57.12
		流动比率（%）	127.70	128.03	109.80	110.71
		全部债务/EBITDA（倍）	1.82	1.23	7.55	--
		EBITDA 利息倍数（倍）	14.33	19.28	4.23	--
		EBITDA/本期发债额度（倍）	0.73	1.18	0.70	--
2	广州锻造一厂 有限公司	资产总额（万元）	9258.85	9974.65	10797.23	11102.64
		所有者权益（万元）	6446.75	7282.38	7619.26	8222.22
		长期债务（万元）	0.00	0.00	0.00	0.00
		全部债务（万元）	600.00	1000.00	800.00	1000.00
		营业收入（万元）	7468.58	8388.36	10114.42	6680.52
		利润总额（万元）	269.61	892.44	577.45	314.21
		EBITDA（万元）	513.60	1219.77	942.34	--
		经营性净现金流（万元）	-560.22	-494.77	462.45	717.45
		营业利润率（%）	12.14	13.58	15.15	14.81
		净资产收益率（%）	2.66	8.69	5.32	--
		资产负债率（%）	30.37	26.99	29.43	25.94
		全部债务资本化比率（%）	8.51	12.07	9.50	10.84
		流动比率（%）	227.56	199.89	200.77	211.98
		全部债务/EBITDA（倍）	1.17	0.82	0.85	--
		EBITDA 利息倍数（倍）	18.57	15.92	13.09	--
		EBITDA/本期发债额度（倍）	0.18	0.42	0.32	--
3	广州天赐高新材料 股份有限公司	资产总额（万元）	22246.15	25506.85	29431.08	36654.58
		所有者权益（万元）	13951.49	18503.73	21089.02	22568.21
		长期债务（万元）	0.00	0.00	0.00	0.00
		全部债务（万元）	1295.55	1207.00	4257.61	8328.29
		营业收入（万元）	45163.49	29013.07	28494.62	23957.52
		利润总额（万元）	2779.16	4995.25	3509.02	2961.36
		EBITDA（万元）	3717.98	5650.57	4596.41	--

		经营性净现金流（万元）	-1092.55	3900.77	1978.78	2758.73
		营业利润率（%）	19.76	30.55	30.46	30.74
		净资产收益率（%）	19.06	22.77	13.14	--
		资产负债率（%）	37.29	27.46	28.34	38.43
		全部债务资本化比率（%）	8.50	6.12	16.80	26.96
		流动比率（%）	200.61	269.57	227.65	171.35
		全部债务/EBITDA（倍）	0.36	0.21	0.93	--
		EBITDA 利息倍数（倍）	26.16	--	26.44	--
		EBITDA/本期发债额度（倍）	0.93	1.41	1.15	--
4	广州市普邦园林 配套工程有限公司	资产总额（万元）	8257.97	11990.52	15448.35	24030.23
		所有者权益（万元）	2407.32	3627.73	7477.79	8055.38
		长期债务（万元）	0.00	0.00	0.00	0.00
		全部债务（万元）	0.00	0.00	0.00	2500.00
		营业收入（万元）	19888.97	25623.32	46242.24	23442.67
		利润总额（万元）	2159.03	2467.90	3738.73	1371.06
		EBITDA（万元）	2242.09	2576.75	3898.43	1542.12
		经营性净现金流（万元）	282.22	906.17	3084.81	-4908.02
		营业利润率（%）	3.40	3.96	11.83	10.44
		净资产收益率（%）	57.54	33.64	31.43	--
		资产负债率（%）	70.85	69.75	51.59	66.48
		全部债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	23.68
		流动比率（%）	133.39	134.38	181.19	135.90
		全部债务/EBITDA（倍）	0.00	0.00	0.00	--
		EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
		EBITDA/本期发债额度（倍）	0.86	0.99	1.50	--
5	广州市江丰实业 股份有限公司	资产总额（万元）	26642.85	31013.00	29625.19	26803.33
		所有者权益（万元）	10077.88	12529.60	10639.33	10882.52
		长期债务（万元）	500.00	250.00	0.00	0.00
		全部债务（万元）	8584.00	9534.00	9885.26	6803.54
		营业收入（万元）	50158.29	62552.44	71581.43	45188.21
		利润总额（万元）	1846.52	2983.00	949.50	871.58
		EBITDA（万元）	3529.92	4627.06	2581.81	--
		经营性净现金流（万元）	3733.96	2311.42	2949.40	1397.36
		营业利润率（%）	11.14	9.90	7.57	7.38
		净资产收益率（%）	17.81	22.88	7.13	--
		资产负债率（%）	62.17	59.60	64.09	59.54
		全部债务资本化比率（%）	46.00	43.21	48.16	38.55
		流动比率（%）	106.31	113.79	104.78	124.09
		全部债务/EBITDA（倍）	2.43	2.06	3.83	--
		EBITDA 利息倍数（倍）	6.37	7.03	4.20	--
		EBITDA/本期发债额度（倍）	1.18	1.54	0.86	--

附件 2 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。

联合资信评估有限公司关于 广州市中小企业 2010 年度第一期集合票据 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）将在本期集合票据存续期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

集合票据发行人（包括广州博创机械有限公司、广州锻造一厂有限公司、广州天赐高新材料股份有限公司、广州市普邦园林配套工程有限公司、广州市江丰实业股份有限公司）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。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十五日

联合资信评估有限公司

二零零九年十二月二十五日

评级业务专用章

中债信用增进投资股份有限公司 主体长期信用评级报告

评级结果

主体信用等级: AAA

评级时间

2009 年 12 月 25 日

主要数据

项 目	2009 年 9 月
资产总额(万元)	600278.78
负债总额(万元)	22.23
所有者权益(万元)	600256.55
利润总额(万元)	256.55

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.lianheratings.com.cn

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,其市场定位是成为完善我国债券市场基础设施建设、引领我国信用增进行业发展的支柱企业。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综合代偿能力极强。

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,且成立初期以提供中小企业直接融资增信服务为主营业务,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。

关注

- 公司刚刚成立,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,我国尚未出台有关金融担保机构设立和监管的法律法规,金融担保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成立于2009年9月21日，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 单位：亿元/%

股 东	出资金额	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
合 计	60	100

公司经营范围：投资及融资的信用增进；信用增进的评审、培训、策划、咨询服务；信用产品发行和交易；金融资产投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；与信用增进有关的新技术、新产品的开发、授权使用及转让；组织、主办会议及交流活动；以及其他法律法规不禁止的行为或活动。公司经营范围以公司登记机关核定为准。

公司内设业务营运部、资金部、风险管理部、计划财务部、综合部五个部门。

联系地址：北京市西城区金融街甲9号

法定代表人：时文朝

二、运营环境

（一）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级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6月末，我国债券市场的债券余额为16.11万亿元，同比增长15%左右。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33.93%、25.82%、27.56%和12.49%。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、母公司或第三方担保、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用等级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、信用等级不高问题，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。

（二）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，我国尚未出台有关金融担保机构设立和监管的法律法规，金融担保业务中潜在风险的控制有待完善。

三、竞争力分析

● 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，股东会每年召开1次会议，由董事会依法召集。

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。公司尚未执行独立董事制度。董事会成员大多具有大型企业相关管理经验，这将有助于董事会进行科学决策。

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。监事可以列席董事会会议，公司董事、高级管理人员不得兼任监事。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。

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。公司高管层设有风险总监、财务总监、投资总监、营运总监和首席法律顾问各 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，各总监及首席法律顾问分别由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担任，这将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，但董、监事会及管理层的实际运行情况尚待观察。

● 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、资金部、风险管理部、计划财务部、综合部等五个部门。其中，业务营运部主要负责公司市场营销、前台业务操作与产品推广、客户关系维护等方面的工作；资金部负责投资、交易及市场融资管理；风险管理部负责全面风险管理，是公司风险管理政策、制度和流程的具体拟定和执行机构；计划财务部主要负责公司财务核算和资产负债管理工作；综合部负责承办公司股东会、董事会、监事会、总裁办公会等各种会议，承担公司日常运转、人力资源管理等服务保障工作。目前公司高管层人员已经全部到位，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。公司重视人才发展战略，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。公司各部门已逐步开始正常运作。

目前公司的内控体系初具雏形。公司出台了全面风险管理政策，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。

随着未来业务的发展，公司内部管理架构需逐步完善，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建立。

● 战略规划

公司的市场定位是成为完善我国债券市场基础设施建设、引领我国信用增进行业发展的支柱企业。根据公司的战略规划，公司在业务发展初期主要为优质中小企业及部分低信用评级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，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

公司刚刚成立，盈利模式和定价方法正在制定和完善过程中，未来业务运营情况尚待观察。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，正在着手进行风险管理体系的设计，目前各项制度正在逐步完善过程中，风险管理团队将不断充实。公司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，初步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，建立风险管理的组织结构和信息系统，风险管理部向风险总监报告工作，负责对各类风险实施管理，制订相应的制度，明确相关部门的风险管理职责和业务流程。

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资金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，公司规定单一客户的信用风险集中度不高于 15%，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，由客户经理和风险部门评价审核人员共同进行现场调查，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，项目通过需经审批牵头人同意并有超过 2/3 全部参会的审批人同意，公司总裁和风险总监有权否决审批同意的项目增信业务。客户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。公司正在制订客户评级打分卡制度，未来 1 至 2 年内将形成涵盖客户评级和债项评级的内部评级体系、风险定价体系和跟踪监测体系。

公司制定了资金管理办法和投资管理办

法，就相关岗位职责、授权管理、操作流程作出了规定。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，投资品种将主要集中于 AAA 级大型国有企业债券，此外也包括国债和央票。公司不投资股票及其衍生品，近期也不会实施股权投资。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。

总体看，公司确立了较为稳健的风险偏好，初步搭建了风险管理框架，而相关制度流程的完善和专业人员的到位需要一段时间，各项风险管理制度能否满足实际需要及其执行情况仍有待观察。

五、财务分析

公司制订了资金、资产及预算管理办法，会计核算方法将采用 2006 年出台的《企业会计准则》，但准备金计提等具体的会计政策正在研究过程中。

公司提供了 2009 年 9 月末的资产负债表、现金流量表和利润表，以上报表已经审计。截至 2009 年 9 月末，公司资产总额 600278.78 万元，其中货币资金 450275.45 万元，主要为银行存款，短期投资 150000 万元，是低风险银行理财产品；负债总额 22.23 万元；所有者权益 600256.55 万元，其中注册资本金 600000 万元，全部为货币资金。2009 年 9 月，公司实现利润总额 256.55 万元，主要是来自于银行利息收入。

总体看，公司拥有强大的股东背景和资本实力，明确了市场定位与发展战略，初步形成了内控与风险管理架构，制定了比较稳健的业务和资金管理办法。公司人员尚未全部到位，法人治理结构和制度体系尚未健全，未来业务运营、投资状况以及风险管理能力也有待观察。

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综合代偿能力极强。

附录 1 2009 年 9 月末资产负债表

(单位: 人民币万元)

资 产	2009.9.30	负债及所有者权益	2009.9.30
流动资产:		流动负债:	
货币资金	450275.45	短期借款	
短期投资	150000.00	应付票据	
应收票据		应付帐款	
应收帐款		预收帐款	
减:坏帐准备		其他应付款	22.23
应收帐款净额		应付工资	
预付帐款		应付福利费	
应收出口退税		未交税金	
应收补贴款		未付利润	
其他应收款	0.50	其他未交款	
存货		预提费用	
待转其他业务支出		一年内到期的长期负债	
待摊费用		其他流动负债	
待处理流动资产净损失			
一年内到期的长期债券投资			
其他流动资产			
流动资产合计	600275.95	流动负债合计	22.23
长期投资		长期负债:	
长期投资		长期借款	
固定资产:		应付债券	
固定资产原价	2.83	长期应付款	
减:累计折旧			
固定资产净值		其他长期负债	
固定资产清理		其中: 住房周转金	
在建工程		长期负债合计	
待处理固定资产净损失		递延税款	
固定资产合计	2.83	递延税款贷项	
无形资产及递延资产:		负债合计	22.23
无形资产		所有者权益:	
递延资产		实收资本	600000.00
		资本公积	
无形资产及递延资产合计		盈余公积	
其他长期资产:		本年利润	256.55
其他长期资产		未分配利润	
递延税项:		所有者权益合计	600256.55
递延税款借项			
资产总计	600278.78	负债及所有者权益总计	600278.78

附录 2 2009 年 9 月利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年 9 月
一、主营业务收入	
减: 主营业务成本	
营业税金及附加	
二、主营业务利润	
加: 其他业务利润	
减: 业务及管理费用	166.14
财务费用	-422.69
三、营业利润	256.55
加: 投资收益	
补贴收入	
营业外收入	
减: 营业外支出	
四、利润总额	256.55
减: 所得税	
五、净利润	

附录 3 2009 年 9 月现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年 9 月
一、业务活动产生的现金流量:	
提供劳务收到的现金	
收到税费返还	
收到的其他与业务活动有关的现金	442.24
现金流入小计	442.24
购买商品、接受劳务支付的现金	161.86
支付给员工以及为员工支付的现金	0.50
支付的其它与业务活动有关的现金	
支付各项税费	4.43
现金流出小计	166.79
业务活动产生的现金流量净额	275.45
二、投资活动产生的现金流量:	
收回投资所收到的现金	
取得投资收益所收到的现金	
处置固定资产、无形资产所收回的现金	
收到的其他与投资活动有关的现金	
现金流入小计	
购建固定资产、无形资产所支付的现金	
对外投资所支付的现金	
支付的其他与投资活动有关的现金	
现金流出小计	
投资活动产生的现金流量净额	
三、筹资活动产生的现金流量:	
吸收投资收到的现金	600000.00
取得借款收到的现金	
收到的其他与筹资活动有关的现金	
现金流入小计	600000.00
偿还债务所支付的现金	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	
支付其他与筹资活动有关的现金	
现金流出小计	
筹资活动产生的现金流量净额	600000.00
四、汇率变动对现金的影响额	
五、现金及现金等价物净增加额	
加: 期初现金及现金等价物余额	
六、期末现金及现金等价物余额	600275.45

附录 4 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[2009] 523 号

联合资信评估有限公司通过对广州博创机械有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

广州博创机械有限公司
主体长期信用等级为
BB⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 65679696

传真：(010) 65679228

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）与广州博创机械有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广州博创机械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，未因广州博创机械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广州博创机械有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、广州博创机械有限公司主体长期信用等级自 2009 年 12 月 25 日至 2010 年 12 月 24 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

二零零九年十二月二十五日



广州博创机械有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: BB⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2009 年 12 月 25 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 9 月
资产总额(万元)	23115.82	29753.17	42333.57	40590.98
所有者权益(万元)	6727.19	15330.80	11823.18	12057.85
长期债务(万元)	0.00	0.00	2500.00	5341.64
全部债务(万元)	3324.18	3621.98	13166.39	18741.46
主营业务收入(万元)	18035.74	23358.52	22444.24	15237.87
利润总额(万元)	1353.00	2389.15	646.04	274.95
EBITDA(万元)	1826.28	2943.11	1743.87	--
经营性净现金流(万元)	1728.29	2918.69	5348.38	--
主营业务利润率(%)	29.56	29.06	26.67	26.85
净资产收益率(%)	12.91	15.58	5.45	--
资产负债率(%)	70.90	48.47	67.35	65.34
全部债务资本化比率(%)	33.07	19.11	48.78	57.12
流动比率(%)	127.70	128.03	109.80	110.71
全部债务/EBITDA(倍)	1.82	1.23	7.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	14.33	19.28	4.23	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.73	1.18	0.70	--

注: 财务数据中利息支出不含资本化利息支出; 2009 年 1-9 月数据未经审计。

分析师

王立婷 谢凌艳

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.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”) 对广州博创机械有限公司(以下简称“公司”) 的评级反映了其在生产装备、技术研发等方面的综合优势。同时联合资信也关注到行业竞争激烈, 产品需求与原材料价格波动, 以及公司搬迁停产、债务负担较重等因素给公司经营发展带来的不利影响。

公司未来计划投资支出较多, 对外融资依赖性强。但考虑到公司完成搬迁后, 生产经营恢复较快, 签单回升, 以及技术装备方面较强的竞争优势等因素将有助于改善公司收入和利润水平, 进而增强公司偿债能力。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司拥有国际先进水平的加工设备, 技术研发水平较强, 为其可持续发展奠定了基础。
2. 公司注塑机市场占有率处于行业前列, 具有一定的竞争优势。

关注

1. 宏观经济波动使注塑机需求萎缩, 同时行业竞争激烈, 公司出口业务占比较高, 易受国际贸易摩擦等不利因素影响。
2. 公司生产经营受搬迁停产影响较大, 收入水平下滑、盈利能力大幅下降。
3. 公司面临一定的原材料价格波动风险。
4. 公司存货规模相对较大, 需关注跌价风险。
5. 公司目前债务负担偏重, 债务结构不合理; 未来计划投资支出较多, 对外部筹资的依赖性强, 资金压力较大。

一、主体概况

广州博创机械有限公司（以下简称“公司”）成立于 2002 年 12 月，由广州中车铁路机车车辆销售租赁有限公司（持股 40%）和朱康建（持股 25%）、褚伟雄（持股 25%）、饶启琛（持股 10%）3 位自然人发起成立，实际控制人为杨建宇，其与朱康建为亲属关系。

2005 年 6 月，经广州市工商行政管理局批准改制为中外合资企业，公司股权结构变更为，广州中车轨道交通股份有限公司（持股 28.8%，以下简称“广州中车”）、香港安捷投资有限公司（持股 28%）和朱康建（持股 18%）、褚伟雄（持股 18%）、饶启琛（持股 7.2%）3 位自然人。

2007 年 1 月，公司股权结构变更为，香港安捷投资有限公司（持股 28%）、厦门琥珀香料有限公司（持股 5%）和朱康建（持股 59.8%）、饶启琛（持股 7.2%）2 位自然人，实际控制人变更为朱康建。

2007 年 12 月，公司进行增资扩股，股权结构变更为，广州博创塑料科技有限公司（持股 66.66%，以下简称“博创塑料”）、厦门龙涎香料有限公司（持股 4.17%）、香港安捷投资有限公司（自然人陈钱汉全资子公司，持股 12.50%）、Keywise Investment Limited I（为香港金管局注册的专业投资机构，持股 16.67%）。博创塑料由 12 位自然人股东持股，主要为公司高层管理人员，前 3 名持股股东分别为朱康建（65.00%）、饶启琛（12.50%）、杨永波（持股 6.25%）。公司现属于中外合资企业，实际控制人为朱康建。

公司经营范围包括生产、加工塑料工业专用设备、伺服液压技术设备及零配件，销售本企业产品及零配件，塑料机械软件开发，技术咨询服务。截至 2009 年 9 月底，公司拥有控股子公司 2 家；公司本部设工程部、资本运营中心、市场运营中心、人力资源中心、生产制造中心和技术创新中心等职能部门；在职员工

570 人。

截至 2008 年底，公司（合并）资产总额 42333.57 万元，所有者权益 11823.18 万元；2008 年实现主营业务收入 22444.24 万元，利润总额 646.04 万元。

截至 2009 年 9 月底，公司（合并）资产总额 40590.98 万元，所有者权益 12057.85 万元；2009 年 1~9 月实现主营业务收入 15237.87 万元，利润总额 274.95 万元。

公司注册及经营地址：广州市增城市汽车产业基地新祥路 9 号；法定代表人：朱康建。

二、本期集合票据概况

公司计划发行期限 3 年的集合票据 2500 万元。本期集合票据募集资金将用于补充公司营运资金和偿还部分银行贷款。

三、行业分析

公司主要从事高精密注塑机的生产和销售，注塑机行业的景气状况对公司经营和财务状况有重要影响。

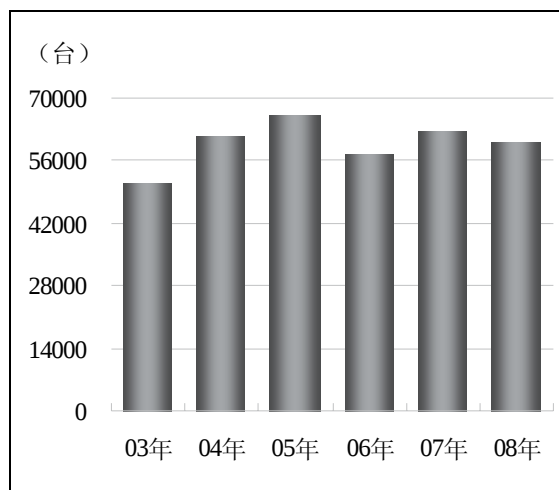
1. 行业现状

注塑机是指将热塑性塑料或热固性塑料利用塑料成型模具制成各种形状塑料制品的成型设备。注塑机具有能一次成型外型复杂、尺寸精确或带有金属嵌件的质地密致的塑料制品，被广泛应用于汽车、建材、家电、电子通讯、包装、医疗等各个领域。

中国塑料机械产销量现已位居世界第一。其中注塑机是国内塑料机械行业的第一大类产品，占塑料机械行业总产值的 40% 以上。中国注塑机行业在 90 年代快速发展，年增长率在 20% 以上，2000 年以来保持平稳发展。2008 年下半年，受国内外经济增速放缓，建材、家电、电子通讯等下游行业对塑料加工需求的减少，以及增值税改革（即 2009 年 1 月 1 日起，

在维持现行增值税税率不变的前提下，允许全国范围内的所有增值税一般纳税人抵扣其新购进设备所含的进项税额）预期导致客户短期延后发出订单，中国注塑机行业月同比产量从快速增长转变为下降，特别是 11 月同比下降达到约 25%，全年产量为约 6 万台，低于 2007 年的 6.26 万台。2009 年上半年，为应对全球金融危机带来的不利影响和严峻挑战，国家适时出台了一系列扩大内需、促进经济平稳较快增长的宽松货币政策，随着国家 4 万亿投资及行业振兴规划的实施，国内经济稳步回升，以及增值税改革后，鼓励企业投资设备等积极因素作用下，注塑机需求逐渐回暖，据中国塑料机械工业协会预计注塑机行业全年将出现稳健上扬的局面。

图 1 近年来中国注塑机产量变化情况



资料来源：联合资信根据宁波塑机网和中华报告网资料整理。

从进出口看，受益于国内注塑机企业制造技术的逐步成熟和成本较低的优势，近几年来，中国注塑机产品国际竞争力明显增强，出口量不断增长，据美国工业市场研究公司统计，2008 年，中国出口注塑机占全球注塑机出口市场的 8.9%，特别是在中低端产品领域，市场占有率超过 50%。但目前，高技术含量、高附加值的注塑机仍需进口，国内注塑机出口数量是进口数量的近 4 倍，但出口金额却只是进口金额的一半左右。

2. 行业关注

行业竞争加剧

目前国内生产注塑机的企业较多，据不完全统计有 400 多家，其中大型骨干注塑机生产企业大多是合资企业，通过引进国外先进的技术和管理模式，产品已从普通机型向大型机、全电动机、电液复合机和专用注塑机方向发展，海天国际、震雄集团为前两大生产商，分别占有约 20%和 13%的国内市场份额，博创机械、东华机械和力劲科技处于第二集团，市场份额均约为 4%；其余企业主要生产中低端普通产品，市场竞争激烈。另一方面，东芝、住友注塑、赫斯基、德马格塑料机械等国外大型生产商依靠资金、技术、品牌优势在高端产品市场上占据主导地位，并加大在中国市场的开拓力度，使得注塑机行业竞争加剧。

原材料价格波动风险

注塑机中，钢材及铜、铝等有色金属大约占到原材料成本的50%。2007年以来，钢材价格一路走高，铜、铝价格维持高位震荡，使行业内企业生产成本上升，而2008年下半年则都出现较大幅度回落，原材料价格大幅波动在一定程度上加大了企业成本控制压力。

国际贸易摩擦对注塑机出口的影响

2008 年 7 月，印度对中国输入印度的注塑机产品发起了反倾销立案调查；2009 年 5 月 12 日，印度宣布自即日起对中国出口到印度的合模力在 40 吨~1000 吨之间的所有型号的注塑机征收临时反倾销税，税率 76%~223%。国际贸易摩擦加大了国内注塑机产品出口的难度。

3. 未来发展

未来，在中国国民经济持续增长，汽车、电子通讯、食品饮料包装、塑料建材等行业快速发展的带动下，作为提供塑料加工配套设备的注塑机行业仍具有较好的发展前景。另一方面，下游行业的发展也对注塑机提出了更高的性能要求，通过加大技术创新力度和加快转型

升级,发展节能、高速、智能精密及便于操作控制的高附加值产品,将有助于增强中国注塑机行业整体竞争力和可持续发展能力。

四、基础素质分析

1. 公司规模与竞争力

公司是一家专业从事高精密注塑机生产和销售的高新技术企业,是国内注塑机行业重要的制造商之一。据公司资料统计,公司注塑机市场占有率居国产品牌第三。2008年,公司被广东省企业联合会、广东省企业家协会评选为“广东省制造企业100强”;慧聪网评选为“中国塑料行业十佳塑机”。2009年3月,公司被认定为“广东省2008年第一批高新技术企业”。

截至2009年9月底,公司下属控股子公司2家,为浙江博创机械有限公司(公司持股75%,以下简称“浙江博创”)、博创(香港)控股有限公司(公司持股100%,注册资本5000美元);在广州新塘和杭州塘栖分别建有注塑机生产研发基地、华东地区注塑机生产基地。

公司拥有一系列从美国、日本、韩国等国家引进的具有国际先进水平的现代化加工中心群,年生产能力2250标准台注塑机;产品包括挑战者、彩虹、卓越、捷龙和威龙等五大系列,近100种规格型号,产品主要合模力从15吨~3200吨,注射量为25g~80000g,特别是高效伺服节能注塑机捷龙系列产品和大型两板机威龙系列产品、多色机产品的技术水平处于国内领先地位。

公司先后通过了ISO9001国际质量认证和欧洲CE安全认证;“BORCHE”品牌获“广东省名牌产品”、“广东省著名商标”称号,良好的品牌信誉度,为公司拓展国内外市场提供了支持。公司产品出口到了欧洲、亚洲、非洲、美洲等三十多个国家和地区。

2. 人员素质

公司现有8名高级管理人员。公司董事长

兼总经理朱康建先生,1965年出生,硕士学历,曾任浙江申达塑料机电集团公司部门经理,香港震雄集团山东、宁波分公司总经理。

截至2008年底,公司在职员工570人,按教育程度分类,初中及以下学历、高中中专学历、大专学历和本科及以上学历分别占19.47%、39.12%、19.30%和22.11%;按年龄构成划分,公司员工30岁以下、30岁至50岁和50岁以上分别占60.00%、36.84%和3.16%;按岗位构成看,管理人员、研发人员、生产人员和销售人员分别占9.30%、8.60%、71.40%和10.70%。

总体看,公司高层管理人员大多在公司工作多年,对公司整体状况十分熟悉,具有丰富的企业管理经验,综合素质较高。公司人员结构能够适应公司的发展需要。

3. 技术研发水平

公司拥有省级企业技术中心和博创浙大机械研究院,以及50多名设计、工艺经验丰富的技术人员。公司在伺服节能注塑机、四色共塑精密成型设备、机械液压复合锁模注射成型机、全电动注塑成型设备领域有较强的研发能力,自主开发了大量具有国内领先水平的产品,并已申请实用新型专利18项、外观设计专利2项,有7项实用专利和1项外观专利获授权。2005年,公司研制开发的“BT80V~BT650V高效节能精密注塑机”获得广州市科技进步二等奖。2008年,公司研制开发的“双物料高精密注塑成型设备”获得广州市科技进步二等奖。

总体来看,较强的自主研发能力为公司长期发展奠定了良好基础。

4. 外部支持

2007年4月,根据《中华人民共和国外商投资企业和外国企业所得税法》的有关规定,广州市海珠区国家税务局审核公司减免税申请符合条件,同意公司从获利年度起,第1年

至第2年的经营所得免征所得税，第3年至第5年减半征收所得税。

2009年3月，根据广东省科技厅等联合下发的《关于公布广东省2008年第一批高新技术企业名单的通知》，公司被认定为广东省2008年第一批高新技术企业，发证日期为2008年12月16日，认定有效期3年。按照相关规定，公司在认定有效期内，按15%的比例征收所得税。

五、管理分析

1. 管理体制

公司按照《中华人民共和国中外合资经营企业法》的要求和《公司章程》，设立了董事会、监事会和经营管理机构，不设股东会。董事会是公司的最高权力机构，由5人组成，设董事长1人，副董事长1人，董事3人。公司设监事3人，由博创塑料委派。公司实行董事会领导下的总经理负责制；设总经理1名，由董事会按照有关规定程序聘任或者解聘；副总经理1名，协助总经理工作，经总经理提名由董事会聘任或者解聘。公司股东朱康建先生任公司董事长和总经理，陈钱汉先生任公司副董事长，公司所有权与经营权未实现分离。

2. 管理水平

公司内设工程部、资本运营中心、市场运营中心、人力资源中心、生产制造中心和技术创新中心等职能部门。公司部门设置相对合理，制定了《人事管理制度》、《财务管理制度》、《生产与技术管理制度》、《销售管理制度》、《质量管理制度》等有效可行的管理制度。

财务管理方面，公司设立资本运营中心统一负责企业会计核算、经营收支管理和固定资产管理，以及企业融资、贷款、担保及资金调配运作使用。公司建立了《资金管理制度》、《固定资产采购制度》、《营业费用管理制度》等。

信息化管理方面，公司实施了较全面的数字信息化管理，导入了 ERP 企业资源计划、

CRM 客户关系、用友财务软件、PDM 产品数据等系统，以保证企业资源的充分利用和管理水平的提高。

总体看，公司法人治理结构有待进一步完善，部门设置和制度建设相对健全，公司管理机制适应公司现阶段经营发展。

六、经营分析

1. 经营现状

公司主导产品为高精密注塑机，其是公司的主要收入来源。2006~2008年，公司主营业务收入年均增长11.55%，分别为18035.74万元、23358.52万元和22444.24万元；毛利率水平较高，但呈下降趋势，三年分别为29.56%、29.06%和26.67%。2008年，公司收入水平下滑和盈利能力大幅下降，主要是受国内外经济波动，产品需求下降，以及2008年最后两个月、公司本部搬迁停产，加之原材料价格上涨、生产成本增加等不利因素影响。

2009年1~9月，公司实现主营业务收入15237.87万元、利润总额274.95万元，分别为2008年全年水平的67.89%和42.56%，主营业务利润率略有提升，为26.85%，公司搬迁完成后，业务逐渐恢复。

2. 原材料采购

公司采购原则是按照“分类、整合、固化”的采购方式，即根据公司的采购需求，对供应商进行质量合格率、交货及时性、价格合理等采购指标的综合评价，确定核心供应商约40家，总供应商约200家，以降低采购成本和加强原材料品质控制。

公司生产所需的铸件、拉杆、料管类和机架均要对外采购，主要来自广东铸德实业、金海螺杆、嘉德力机械、东莞华业等国内较知名的注塑机配套厂商。公司与上述供应商建立了长期战略合作关系，能较好满足公司生产配套需要，2008年公司外部向前五名供应商合计采

购额占当期采购总额的46.30%，其中第一大供应商为广东铸德实业。

2008年，公司采购铸件占总采购成本的25%，平均采购价格为8.6元/公斤，同比增长26.47%；机架占总采购成本的9%，平均采购价格为11.5元/公斤，同比增长11.65%。原材料采购价格上涨较多，对公司生产经营造成一定的影响。

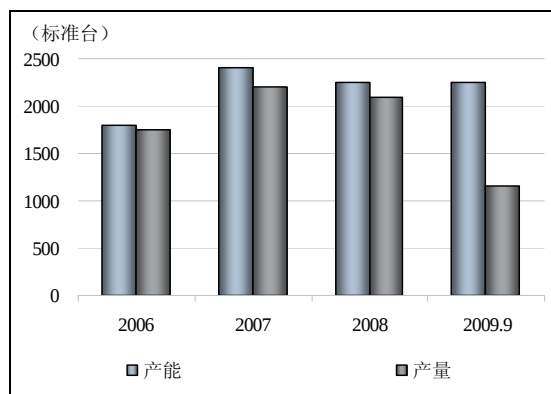
2009年1~9月，公司铸件平均采购价格为7.5元/公斤，同比减少12.79%；机架平均采购价格为9.5元/公斤，同比减少17.39%。原材料采购价格回落，公司成本压力有所缓解。

3. 生产经营

公司下属广州新塘和杭州塘栖两个生产基地，其中广州基地占地面积124亩，厂房3.5万平方米，于2008年12月完成第一期工程建设，具备1125标准台的年生产能力，现是整个公司的研发和销售中心，面向华南和海外供应产品；杭州基地占地面积126亩，厂房3.5万平方米，具备1125标准台的年生产能力，作为浙江博创的生产基地，面向华东和华北供应产品。浙江博创是公司2007年12月出资收购（现金4000万元、专有技术及商标使用权无形资产2000万元），原是生产大型注塑机的厂家之一，具备生产5000吨大型机的能力。

2006~2008年，公司合计生产注塑机1750标准台、2200标准台和2100标准台，2009年1~9月为1150标准台。公司本部从2008年11月至2009年5月实施停产搬迁，从原租用原股东广州中车的厂房搬迁到广州新塘基地，对公司广州地区生产经营造成很大影响，公司注塑机产量出现下滑。2009年6月起，随着公司广州基地第一期厂房建成和设备安装调试完成，公司本部生产恢复正常。

图2 2006~2009年9月公司注塑机产能产量



资料来源：公司提供

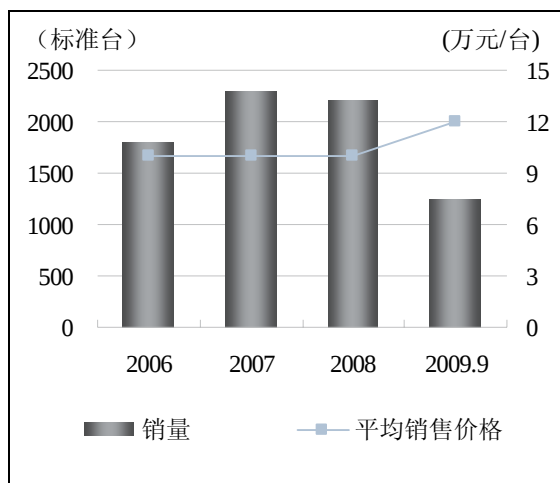
生产装备方面，公司从美国、日本、韩国等国家引进了一系列具有国际先进水平的加工设备，如日本龙门加工中心、韩国大宇ACE-H100卧式加工中心、美国辛辛那提MAXIM630提卧式中心，新加坡VMC-8T数控铣床、新加坡EXCEL-810T数控铣床、瑞士AP175-3100三点式数控折弯机等。公司还先后通过了ISO9001国际质量认证和欧洲CE安全认证，并配套了英国IBS-3D三坐标测量仪、液压油污染度等高精检测设备，能保证产品较好的可靠性和质量。

产品结构方面，2008年以来，公司加快了产品结构升级优化，逐步缩小了常规注塑机的生产规模，提高节能、高效新产品，如何伺服驱动器、多物料与一机双模机、大中型两板机和混合动力高速机的生产规模。2009年1~9月，公司新产品的产量已占总产量的50%以上。

4. 产品销售

公司自成立起就注重售后服务和销售渠道的建设，首创了中国注塑机行业销售领域的“4S”销售模式；在全国40多个城市设立了办事处，“4S”店26家，提供24小时售后服务电话支持。2006~2009年9月，公司销量（含委托加工产品）分别为1800标准台、2300标准台、2200标准台和1250标准台。2008年公司前五名客户合计销售额占当期总销售额的11.37%，客户集中度不高。

图3 2006~2009年9月公司注塑机销量、平均售价



资料来源：公司提供

国内区域分布方面，2008年，公司46%的产品在华东地区销售，华东地区是公司主要的国内销售市场；华南地区和华北地区销售分别占17%和5%。

出口方面，公司在乌克兰、土耳其、泰国、马来西亚、南非、印度等三十多个国家和地区设立了代理公司，负责产品的销售和售后服务。2008年，公司海外销售占全部销售收入的33.87%，出口数量与2007年基本持平。

价格方面，2008年，公司注塑机平均销售价格较上年持平；2009年1~9月，公司注塑机平均销售价格同比提升了20%，主要是产品结构调整所致，这有助于增强公司的盈利能力。

5. 经营效率

2007年~2008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均有所降低，分别为5.04次、1.26次和0.62次。总体看，公司整体经营效率有待改善。

6. 未来发展

公司发展战略：通过加大市场推广、加快新产品开发，扩大公司在国内外的影响，力争尽快完成企业改制、上市辅导工作后，在2012年实现上市，同时销售收入进入国产品牌前2名。

2009~2011年期间，公司将进一步拓展广州和杭州生产基地建设，扩大生产规模，新增3000标准台年生产能力，计划投资4500万元。

公司预计，随着生产规模的增加，2009~2011年实现收入年均增长47.20%，毛利率保持稳定，利润总额年均增长176.89%。

考虑到，2006~2008年，公司主营业务收入年均11.55%、利润总额年均-30.90%的实际增长水平，以及公司本部从2008年11月至2009年5月实施停产搬迁，公司广州地区生产经营刚恢复正常，2009年1~9月，公司实现主营业务收入仅分别为2008年全年水平的67.89%和42.56%，并结合公司生产装备水平较高、技术研发力量较强的竞争优势和注塑机行业发展判断，公司收入和利润水平有恢复增长趋势的可能，但公司预测值偏乐观。

表1 2010~2011年公司收入、利润预测

项目(万元)	2010	2011
预计主营业务收入	50000	65000
预计利润总额	5800	9200

资料来源：公司提供。

债务负担方面，未来三年，公司计划投资4500万元，依据公司目前盈利能力较弱、资金压力较大的实际情况，对外部筹资的依赖性大，公司债务负担趋于加重。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2006~2008年合并财务报表已经广州市东方会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留的审计意见。公司提供的2009年1~9月合并财务报表未经审计。

截至2009年9月底，公司均执行原《企业会计制度》。2008年公司新增纳入合并范围子公司1家，为浙江博创。

截至2008年底，公司（合并）资产总额42333.57万元，所有者权益11823.18万元；2008年实现主营业务收入22444.24万元，利润总额

646.04 万元。

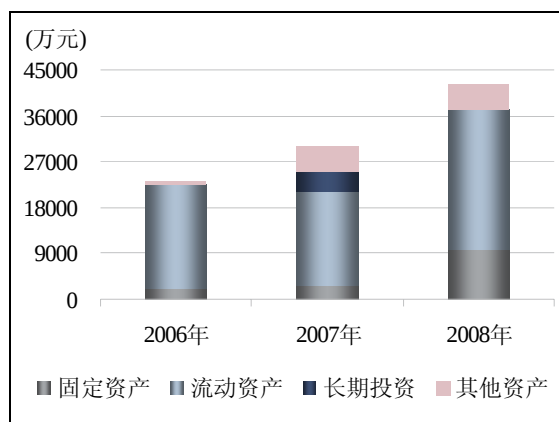
截至 2009 年 9 月底，公司（合并）资产总额 40590.98 万元，所有者权益 12057.85 万元；2009 年 1~9 月实现主营业务收入 15237.87 万元，利润总额 274.95 万元。

2. 资产质量

2006~2008 年，公司资产总额以年均 35.33% 幅度较快增长。截至 2008 年底，公司资产总额为 42333.57 万元，同比增长 42.28%，主要是合并范围变化所致。其中流动资产占 65.02%，长期投资占 0.02%，固定资产占 23.38%，其他资产占 11.58%。

2006~2008 年，公司流动资产增长较快，2008 年底，公司流动资产为 27526.36 万元，其中占比较大的依次为存货、货币资金、应收账款和预付账款，分别占 54.75%、16.60%、16.45% 和 8.56%。

图 4 2006~2008 年总资产规模与结构



资料来源：公司提供

截至 2008 年底，公司货币资金 4568.84 万元，同比增长 207.44%，主要是借款增加所致；其中以银行存款及其他货币资金为主，分别占比为 72.31% 和 27.58%，其他货币资金主要为保证金存款。

截至 2008 年底，公司应收账款余额 4030.57 万元，同比增长 22.51%，同期主营业务收入增速为负值，应收账款的回收速度有所减慢，原因是公司信用期延长所致。从账龄分析看，1

年以内的占应收账款余额的 88.70%，1~2 年的占 9.00%，2~3 年的占 2.30%，公司尚未计提坏账准备。

截至 2008 年底，公司预付账款为 2355.35 万元，同比增长 387.20%，主要是预付工程设备款和员工宿舍购房款。

截至 2008 年底，公司存货余额 15069.67 万元，占流动资产的 54.75%，规模偏大；存货同比增长 37.05%，主要是受国内外经济增速放缓，产品需求下降，以及 2008 年最后两个月，公司整体搬迁停产，使库存商品和原材料增加较多。从原值构成看，原材料和库存商品分别占 31.09% 和 31.35%，分期收款发出商品和其他分别占 26.84% 和 10.71%。2008 年底公司尚未计提跌价准备。

截至 2008 年底，公司固定资产原值 6986.26 万元，同比增长 182.03%，原因是公司将浙江博创纳入合并范围，以房屋建筑物和机器设备为主，分别占 46.71% 和 40.26%。公司累计计提折旧 1030.79 万元。2008 年底，公司在建工程大幅增长，为 3940.83 万元，主要是广州新塘和杭州塘栖生产基地建设支出。

截至 2008 年底，公司长期股权投资净额 6.87 万元，同比大幅减少，主要是合并浙江博创所致，现是对博创香港控股有限公司的投资。

截至 2008 年底，公司无形资产净额 4406.30 万元，减少了专有技术及商标使用权 2000 万元，但增加杭州塘栖生产基地土地使用权 2030.78 万元。2007 年底，公司无形资产主要为广州新塘生产基地土地使用权和专有技术及商标使用权。

2009 年 9 月底，公司资产总额 40590.98 万元，较 2008 年底减少 4.12%，其中流动资产中存货、应收账款和货币资金均有所减少，其他应收款增加；固定资产有所增长，原因是搬迁完成和生产基地逐步建设完成，公司生产恢复正常，以及拓展销售，办事处备用金增加。公司资产构成中流动资产占比下降为 54.10%，

而固定资产占比上升为 33.74%。

总体看，公司资产有较大增加，以流动资产为主，但存货增长较快，且规模相对较大，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2006~2008年，公司所有者权益波动中有所增长。2008年底，公司所有者权益合计 11823.18万元，同比减少22.88%，原因是处理以前年度应付原股东广州中车的租金水电费和备用金坏账等，年初未分配利润调整减少了 2144.81万元，以及合并浙江博创使资本公积中专有技术及商标使用权减少了2000万元。公司所有者权益构成中，实收资本、资本公积（主要为Keywise Investment Limited I的投资款）分别占比63.94%和30.88%，盈余公积、未分配利润分别占比3.12%和2.06%，稳定性尚可。

2009 年 9 月底，公司所有者权益略有增长，为 12057.85 万元，主要是未分配利润略有增加。

2006~2008年，公司负债总额增长较快。2008年底，公司负债总额28510.09万元，同比增长97.68%，主要来自长短期借款和应付款项增加；负债结构中，流动负债占比大，为 87.93%。

截至 2008 年底，公司流动负债以应付账款（占 37.88%）和短期借款（占 21.94%）为主，其次是应付票据（占 20.61%）和预收账款（占 17.09%）。公司长期负债中，长期借款占 72.65%，专项应付款占 11.07%。公司借款规模大幅增加主要是满足生产基地投入和营运资金需求；长短期借款以公司广州、杭州生产基地土地和厂房，以及应收账款担保取得的借款。公司应付账款主要是应付未付设备、原材料款；专项应付款主要是科技项目补助资金。

截至 2008 年底，公司债务总额 13166.39 万元，其中短期债务和长期债务占比分别为 81.01%和 18.99%，短期债务所占比例较高，债务结构有待改善。

2006~2008 年，公司资产负债率波动中略有降低，2008 年底为 67.35%，负债水平较高；全部债务资本化比率波动中有所上升，2008 年底为 48.78%，债务负担较重；长期债务资本化比率 2008 年底为 15.32%。

2009 年 9 月底，公司负债合计 26523.20 万元，较 2008 年底减少 6.97%，负债结构中，流动负债占比有所降低。公司流动负债中应付账款和预收账款较大减少，而短期借款和应付票据有所增加；长期负债中长期借款较大增加。公司资产负债率略有降低，为 65.34%，而全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均明显上升，分别为 57.12%和 27.52%，债务负担加重。

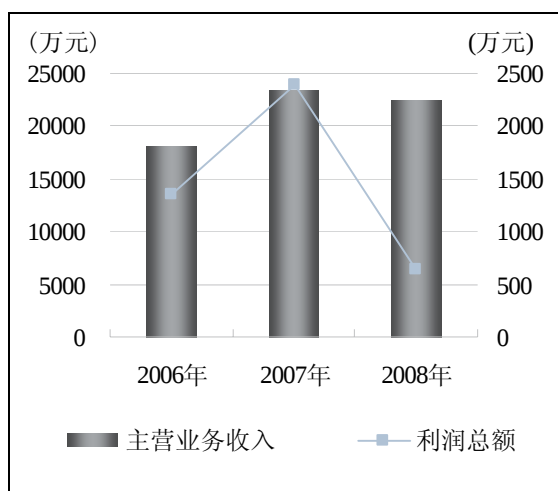
4. 盈利能力

2006~2008年，公司主营业务收入年均增长11.55%，其中2007年增长较快，但2008年受国内外经济波动，产品需求下降，以及2008年最后两个月，公司本部搬迁停产影响，主营业务收入同比减少3.91%，为22444.24万元。与此同时，原材料价格上涨，生产成本增加，公司主营业务利润率呈下降趋势，2008年为 26.67%，主营业务利润率水平仍较高。公司期间费用水平上升，2008年占收入比例较2007年上升5.81个百分点，为25.31%，原因是研发投入和债务规模的增大。2008年，公司实现营业利润和利润总额均较大下滑，分别为686.48万元和646.04万元，相应总资本收益率和净资产收益率分别为3.92%和5.45%，明显低于2007年的13.41%和15.58%。2007年、2008年，公司本部处于所得税免税期。公司目前整体盈利能力偏弱。

2009年1~9月，公司实现主营业务收入 15237.87万元、利润总额274.95万元，分别为2008年全年水平的67.89%和42.56%，主营业务利润率略有提升，为26.85%，公司搬迁完成后，业务逐渐恢复，但目前收入和盈利水平仍较低，同时债务规模的增加推动财务费用进一步

上升，加大了公司期间费用控制压力。

图 5 2006~2008 年收入与利润变动



资料来源：公司提供

5. 现金流

2006~2008 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入量均保持增长。2008 年，公司现金收入比提升为 124.43%，收入实现能力有所改善，以及受应付款项增加影响，公司经营活动现金流入量同比增幅高于经营活动现金流出量增幅，使经营活动产生的现金流量净额增加，为 5348.38 万元。公司收到其他与经营活动有关的现金和支付其他与经营活动有关的现金，主要是收回与代垫出口运保费、往来款等。

2006~2008 年，公司投资活动产生的现金流入量小，同时，用于项目建设和对外收购支出增加，投资活动现金流出量逐年增长，使投资活动净流出规模呈上升趋势，2008 年为 9217.15 万元。

2006 年~2008 年，公司为满足投资支出需求，银行借款增加，筹资活动现金流入规模大幅增长，2007 年包括收到 Keywise Investment Limited I 的投资款；流出主要为归还银行借款、支付股利和利息。2008 年，公司筹资活动产生的现金流量净额同比增长 42.49%，为 6589.81 万元。

总体看，为满足投资支出和停产搬迁所需资金，公司对外部融资依赖性大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2006 年~2008 年，公司流动比率和速动比率均呈下降趋势，2008 年分别为 109.80% 和 49.69%，主要是公司流动资产中变现能力较弱的存货增加较多，且规模相对较大，以及流动负债中短期有息债务占比较高，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2006~2008 年，公司 EBITDA 波动中略有降低，而利息支出快速增长，EBITDA 利息倍数大幅下降，2008 年为 4.23 倍，EBITDA 对利息的保护程度一般；全部债务/EBITDA 大幅上升，2008 年为 7.55 倍，对总债务保障能力下降，但考虑到公司主营业务盈利能力较强，以及搬迁完成和生产基地逐步建设完成，公司生产恢复正常，加之签约订单回升等因素将有助于改善公司收入和利润水平，从而增强公司对全部债务的保护能力。

根据公司提供资料，截至 2009 年 9 月底，公司无对外提供担保；公司获得综合授信额度共计 15500 万元，其中尚未使用的额度为 300 万元。

八、本期集合票据偿债能力分析

公司计划发行集合票据 2500 万元，占公司 2009 年 9 月底全部债务的 13.34%，对现有债务影响程度不大。以 2009 年 9 月底财务数据为基础，本期集合票据发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率和全部债务资本化比率将升至 67.35% 和 60.16%，公司债务负担加重。

2007~2009 年 9 月，公司现金类资产分别为本期集合票据的 0.94 倍、2.12 倍和 1.40 倍，公司现金类资产对本期集合票据覆盖程度尚可。

2007~2008 年，公司经营活动现金流入量偿债倍数分别为 12.04 倍和 13.08 倍，经营活动现金流入量对计划发行的集合票据覆盖程度高；同期，公司经营活动现金流量净额偿债倍数分别为 1.17 倍和 2.14 倍，但考虑到公司

当期盈利能力较弱，公司经营活动产生的现金流量净额对计划发行的集合票据实际保障程度一般。2007~2008 年，公司 EBITDA/本期发债额度分别为 1.18 倍和 0.70 倍，公司 EBITDA 对本期集合票据保障程度一般。

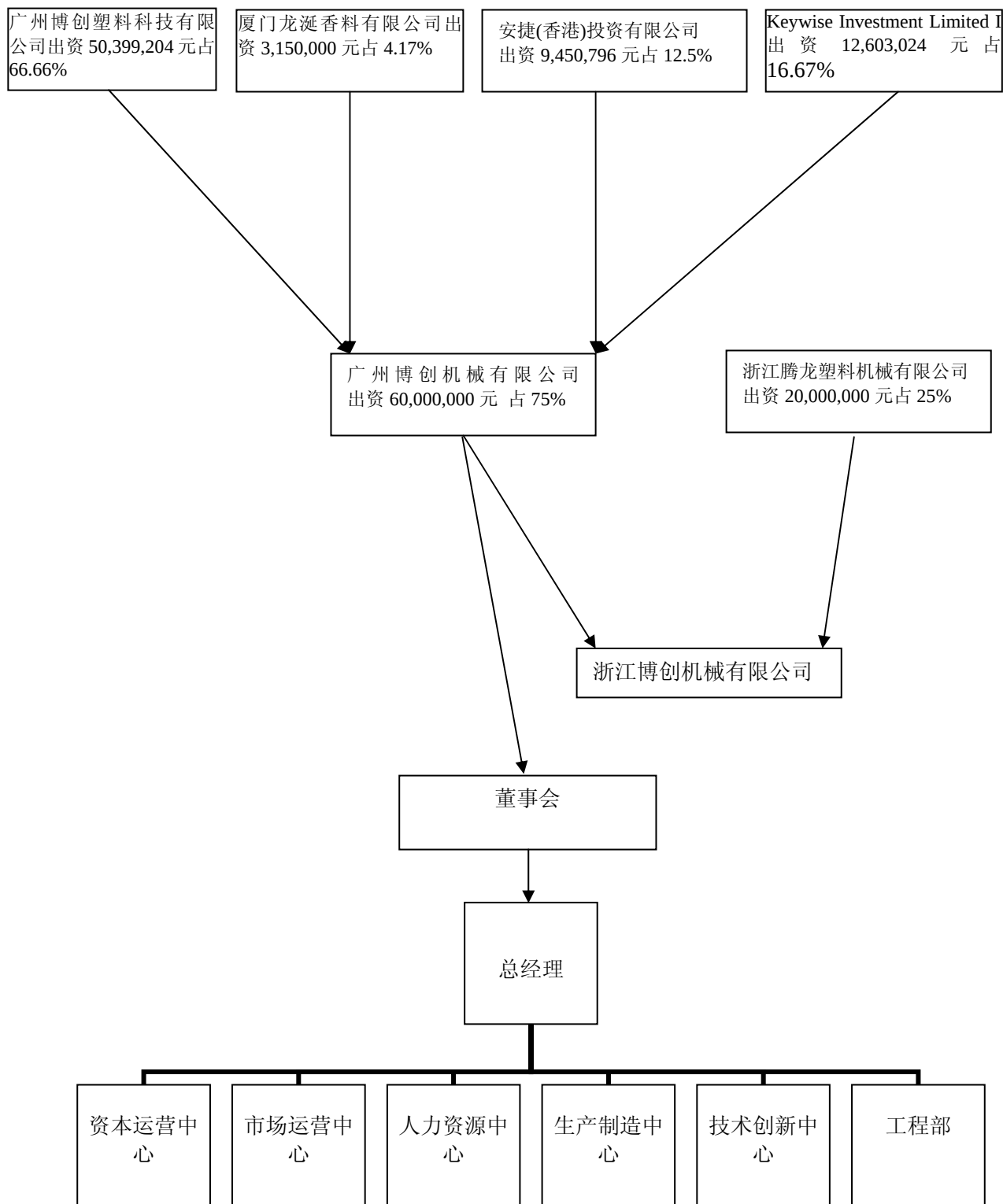
九、综合评价

在中国国民经济持续增长，汽车、电子通讯、食品饮料包装、塑料建材等行业快速发展的带动下，作为提供塑料加工配套设备的注塑机行业仍具有较好的发展前景。公司作为中国注塑机行业重要的制造商之一，在生产装备、技术研发等方面具备较强的竞争优势。

公司主营业务利润率水平较高，但由于产品需求波动和 6 个月的搬迁停产对公司生产经营有较大冲击，公司收入水平下滑和盈利能力大幅下降，债务规模增长较快，债务负担较重。同时，未来计划投资支出较多，对外融资依赖性强。但考虑到公司完成搬迁后，生产经营恢复较快，签约订单回升，以及技术装备方面较强的竞争优势等因素将有助于改善公司收入和利润水平，进而增强公司的偿债能力。

综合看，公司偿还债务能力较弱，主体信用风险较高。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 9 月
流动资产					
货币资金	1365.09	1486.09	4568.84	82.95	3134.49
短期投资					5.00
应收票据		868.66	725.65		363.63
应收股利					
应收利息					
应收账款	3405.51	3289.97	4030.57	8.79	2919.10
其他应收款	5552.38	1037.94	497.71	-70.06	1410.38
应收账款净额	8957.89	4327.91	4528.28	-28.90	4329.48
预付账款	68.45	483.45	2355.35	486.60	1157.42
存货	10202.75	10995.45	15069.67	21.53	12911.92
减：存货跌价准备					
存货净额	10202.75	10995.45	15069.67	21.53	12911.92
待摊费用	9.31	108.91	278.58	447.15	59.66
待处理流动资产净损失					
其他流动资产					
流动资产合计	20603.48	18270.46	27526.36	15.59	21961.60
长期投资					
长期股权投资		4000.00	6.87		6.87
长期债权投资					
长期投资合计		4000.00	6.87		6.87
减：长期投资减值准备					
长期投资净额		4000.00	6.87		6.87
固定资产					
固定资产原值	2399.35	2477.15	6986.26	70.64	8564.46
减：累计折旧	408.08	676.02	1030.79	58.93	1441.85
固定资产净值	1991.27	1801.13	5955.46	72.94	7122.62
固定资产净值减值准备					
固定资产净额	1991.27	1801.13	5955.46	72.94	7122.62
工程物资					
在建工程		924.22	3940.83		6571.25
固定资产清理					
待处理固定资产净损失					
固定资产合计	1991.27	2725.35	9896.29	122.93	13693.87
无形资产及其他资产					
无形资产		4342.55	4406.30		4423.63
开办费					
长期待摊费用	521.07	414.81	497.75	-2.26	505.01
其他长期资产					
无形资产及其他资产合计	521.07	4757.36	4904.05	206.78	4928.64
递延税项					
递延税项借项					
资产总计	23115.82	29753.17	42333.57	35.33	40590.98

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	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 9 月
流动负债					
短期借款	895.00	1000.00	5500.00	147.90	7000.00
应付票据	2429.18	2621.98	5166.39	45.84	6399.82
应付帐款	7751.50	6049.98	9496.94	10.69	6418.29
预收帐款	4645.24	4150.18	4284.54	-3.96	
应付工资	69.83		8.85	-64.40	12.31
应付福利费	13.46				
应付股利					
应交税金	236.16	72.34	-598.87	--	-90.12
其他应交款	9.24	12.73	12.81	17.72	-1.25
其他应付款	84.42	363.79	1198.28	276.75	97.80
预提费用					
一年内到期的长期负债					
预计负债					
流动负债合计	16134.02	14271.00	25068.92	24.65	19836.85
长期负债					
长期借款			2500.00		5341.64
应付债券					
长期应付款			228.28		604.90
专项应付款	254.61	151.38	712.89	67.33	739.81
其他长期负债					
长期负债合计	254.61	151.38	3441.17	267.63	6686.35
递延税项					
递延税项贷款					
负债合计	16388.63	14422.38	28510.09	31.89	26523.20
少数股东权益			2000.30		2009.92
所有者权益					
实收资本	3000.00	7560.30	7560.30	58.75	7560.30
资本公积	38.65	5650.60	3650.60	871.91	3650.60
盈余公积		368.85	368.85		368.85
其中：公益金					
未分配利润	3688.55	1751.04	243.42	-74.31	478.10
未确认投资损失					
所有者权益合计	6727.19	15330.80	11823.18	32.57	12057.85
负债及所有者权益合计	23115.82	29753.17	42333.57	35.33	40590.98

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 9 月
一、主营业务收入	18035.74	23358.52	22444.24	11.55	15237.87
减: 折扣与折让					
主营业务收入净额	18035.74	23358.52	22444.24	11.55	15237.87
减: 主营业务成本	12704.41	16570.51	16448.62	13.79	11135.45
主营业务税金及附加			9.42		11.30
二、主营业务利润	5331.34	6788.01	5986.20	5.96	4091.12
加: 其他业务利润	138.48	160.40	380.28	65.71	208.20
营业费用	2895.29	2945.05	2978.65	1.43	1842.95
管理费用	935.79	1295.99	2234.76	54.53	1681.53
财务费用	209.60	312.23	466.59	49.20	492.56
三、营业利润	1429.15	2395.14	686.48	-30.69	282.28
加: 投资收益					
补贴收入					
营业外收入	0.24	0.32	2.80	238.27	10.10
减: 营业外支出	76.39	6.31	43.23	-24.77	17.43
其他支出					
加: 以前年度调整					
四、利润总额	1353.00	2389.15	646.04	-30.90	274.95
减: 所得税	484.25		1.53	-94.38	36.96
减: 少数股东损益			0.30		9.58
加: 未确认的投资损失					
五、净利润	868.75	2389.15	644.21	-13.89	228.41

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 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	20700.57	25455.41	27926.73	16.15	23586.33
收到的税费返还		130.91	866.92		262.55
收到的其他与经营活动有关的现金	760.00	4525.42	3897.33	126.45	42.00
现金流入小计	21460.57	30111.74	32690.98	23.42	23890.88
购买商品、接受劳务支付的现金	13459.74	22084.80	21459.58	26.27	21401.81
支付给职工以及为职工支付的现金	1362.36	1619.54	2354.49	31.46	1404.14
支付的各项税费	916.48	814.76	921.88	0.29	566.04
支付的其他与经营活动有关的现金	3993.70	2673.95	2606.64	-19.21	1902.77
现金流出小计	19732.28	27193.04	27342.60	17.71	25274.76
经营活动产生的现金流量净额	1728.29	2918.69	5348.38	75.92	-1383.87
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金					
取得投资收益所收到的现金					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金		0.20			
收到的其他与投资活动有关的现金					
现金流入小计		0.20			
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	1497.72	3379.04	9210.28	147.98	3970.74
投资所支付的现金		4000.00	6.87		
支付的其他与投资活动有关的现金					
现金流出小计	1497.72	7379.04	9217.15	148.08	3970.74
投资活动产生的现金流量净额	-1497.72	-7378.84	-9217.15	148.08	-3970.74
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收权益性投资所收到的现金		4872.26			
借款所收到的现金	1495.00	4615.00	12500.00	189.16	12379.60
收到的其他与筹资活动有关的现金			3.79		
现金流入小计	1495.00	9487.26	12503.79	189.20	12379.60
偿还债务所支付的现金	2100.00	4510.00	5500.00	143.98	8037.96
分配股利或利润所支付的现金	103.24	152.64	412.01	99.77	
支付的其他与筹资活动有关的现金		200.00	1.96		421.38
现金流出小计	2203.24	4862.64	5913.97	63.84	8459.34
筹资活动产生的现金流量净额	-708.24	4624.62	6589.81	--	3920.26
四、汇率变动对现金的影响		-43.47			
五、现金及现金等价物净增加额	-477.67	121.00	2721.04	--	-1434.36

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流				
净利润	868.75	2389.15	644.21	-13.89
加: 少数股东损益				
减: 未确认的投资损失				
加: 计提的资产减值准备				
固定资产折旧	184.51	272.41	383.49	44.17
无形资产摊销	0.00	15.59	73.85	
长期待摊费用摊销	161.33	113.32	228.47	19.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)				
待摊费用减少(减:增加)	133.74	-99.60	-169.67	--
预提费用增加(减:减少)				
固定资产报废损失			3.19	
财务费用	103.24	152.64	409.69	99.20
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)			1.45	
存货的减少(减:增加)	-1738.75	-792.70	-4070.20	53.00
经营性应收项目的减少(减:增加)	850.09	2938.91	860.65	0.62
经营性应付项目的增加(减:减少)	1033.01	-2071.25	6984.54	160.03
其他	132.36		-1.29	
经营活动产生的现金流量净额	1728.29	2918.69	5348.38	75.92
三、现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	1365.09	1486.09	4568.84	82.95
减: 现金的期初余额	1842.76	1365.09	1847.80	0.14
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	-477.67	121.00	2721.04	--

附件 5 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	--	6.18	5.04	--
存货周转次数(次)	--	1.56	1.26	--
总资产周转次数(次)	--	0.88	0.62	--
现金收入比(%)	114.78	108.98	124.43	154.79
盈利能力				
主营业务利润率(%)	29.56	29.06	26.67	26.85
总资本收益率(%)	14.73	13.41	3.92	--
净资产收益率(%)	12.91	15.58	5.45	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	15.32	27.52
全部债务资本化比率(%)	33.07	19.11	48.78	57.12
资产负债率(%)	70.90	48.47	67.35	65.34
偿债能力				
流动比率(%)	127.70	128.03	109.80	110.71
速动比率(%)	64.46	50.98	49.69	45.62
经营现金流动负债比(%)	10.71	20.45	21.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	14.33	19.28	4.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.82	1.23	7.55	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.07	-1.23	-0.29	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.81	-29.22	-9.39	--
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.73	1.18	0.70	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	8.58	12.04	13.08	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.69	1.17	2.14	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.09	-1.78	-1.55	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
主营业务收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 100%
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
本期债券偿债能力	
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度
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
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

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

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

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

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

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

信用等级公告

联合[2009] 524 号

联合资信评估有限公司通过对广州锻造一厂有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

广州锻造一厂有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十五日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广州锻造一厂有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广州锻造一厂有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评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，未因广州锻造一厂有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广州锻造一厂有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、广州锻造一厂有限公司主体长期信用等级自 2009 年 12 月 25 日至 2010 年 12 月 24 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
二零零九年十二月二十五日



广州锻造一厂有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：BBB⁻
评级展望：稳定
评级时间：2009 年 12 月 25 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 9 月
资产总额（万元）	9258.85	9974.65	10797.23	11102.64
所有者权益（万元）	6446.75	7282.38	7619.26	8222.22
长期债务（万元）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务（万元）	600.00	1000.00	800.00	1000.00
营业收入（万元）	7468.58	8388.36	10114.42	6680.52
利润总额（万元）	269.61	892.44	577.45	314.21
EBITDA（万元）	513.60	1219.77	942.34	--
经营性净现金流（万元）	-560.22	-494.77	462.45	717.45
营业利润率（%）	12.14	13.58	15.15	14.81
净资产收益率（%）	2.66	8.69	5.32	--
资产负债率（%）	30.37	26.99	29.43	25.94
全部债务资本化比率（%）	8.51	12.07	9.50	10.84
流动比率（%）	227.56	199.89	200.77	211.98
全部债务/EBITDA（倍）	1.17	0.82	0.85	--
EBITDA 利息倍数（倍）	18.57	15.92	13.09	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.18	0.42	0.32	--

注：1、公司从 2007 年开始执行新会计准则；
2、2006 年数据为 2007 年年初调整数或上年数据；
3、2009 年 9 月报表未经审计。

分析师

张晓斌 谢凌艳
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.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对广州锻造一厂有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其在股东背景、装备水平、产品结构、债务负担低等方面的优势；同时联合资信关注到锻造行业竞争激烈、公司未来投资较大、盈利能力偏弱等因素对公司信用水平的不利影响。

公司投资建设的 2000 吨油压机已经正式投产，提高了公司锻件的生产能力，丰富了产品线。公司计划投资建设的 4500 吨压机项目将提升大型锻件生产能力，竞争力将进一步得到巩固和加强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 广东省贯彻落实《珠江三角洲改革发展规划纲要（2008-2020）》，打造形成世界级重大技术装备制造基地，为大中型锻造企业的发展提供了较为宽松的市场环境。
2. 公司是广州地区唯一国有控股锻造企业，在装备水平、产品结构等方面具有一定的优势。
3. 公司债务负担轻，财务弹性较好。

关注

1. 锻造行业集中度较低，小型锻造企业竞争激烈。
2. 未来几年，公司投资规模较大，存在一定资金压力。
3. 公司整体盈利能力弱，经营活动获取现金能力一般，现金类资产和经营现金流量对本期中票保障能力弱。

一、主体概况

广州锻造一厂有限公司（以下简称“公司”或“广州锻造一厂”）始建于1965年，于2008年11月完成改制，注册资本594.90万元，其中广州电气装备集团有限公司（以下简称“广州电气”）下属的广州越鑫机电集团有限公司出资535.40万元，占股比90%；广州机电集团（控股）有限公司出资59.50万元，占股10%。2009年9月，广州电气决定由广州越鑫机电集团有限公司对公司实行定向增资人民币500万元，注册资本增加到1094.90万元，占股比94.60%，广州机电集团（控股）有限公司占5.40%。公司实际控制人为广州电气，广州电气实际控制人为广州市国资委。

公司经营范围：锻件制造、加工；场地出租。

截至2009年9月底，公司下属控股子公司两家（广州越鑫曲轴制造有限公司，以下简称“越鑫曲轴”，公司持股65%；广州锻造一厂劳动服务公司，以下简称“劳务公司”¹，公司持股94.22%），参股子公司一家（广州清水银禾锻造有限公司，以下简称“银禾锻造”，公司持股35%）；下设办公室、财务部、安全技术部、生产经营部和质量管理部，拥有员工172人。

截至2008年底，公司资产总额10797.23万元，所有者权益（含少数股东权益）7619.26万元；2008年公司实现营业收入10114.42万元，利润总额577.45万元；经营活动产生的现金流量净额462.45万元，现金及现金等价物净增加额-289.64万元。

截至2009年9月底，公司资产总额11102.64万元，所有者权益（含少数股东权益）8222.22万元；2009年1~9月公司实现营业收入6680.52万元，利润总额314.21万元；经营

¹劳务公司属于商业性质，原为解决企业职工子女的就业问题。在2002年搬迁后，已经没有实际的经营场地，人员也是兼职。目前除了收取承包给职工的很少管理费外再无任何经营。

活动产生的现金流量净额217.45万元，现金及现金等价物净增加额544.78万元。

公司注册地址：广州市花都区北兴镇杨三工业区；法定代表人：盛华。

二、本期集合票据概况

公司计划2010年发行集合票据2900万元，期限三年。

1. 补充营运资金

2008年以来，公司每年用于采购钢材和煤粉的金额分别超过6000万元和400万元。本次发行集合票据所募资金将使用约1900万元补充公司本部的营运资金，其中购买钢材1300万元，购买煤粉400万元，支付天然气200万元。公司补充营运资金后，可以有效地缓解锻造一厂的流动资金压力，为公司发展提供有力保障，保证经营活动平稳进行，提升市场竞争力，综合效益明显。

2. 偿还银行贷款

公司发行本期集合票据募集资金在补充营运资金之余将用于偿还公司现有短期负债，改善公司长、短期债务结构，降低融资成本，提高直接融资比例。本次集合票据募集的资金计划约1000万元用于偿还短期债务，改善负债结构。

三、行业分析

公司主要制造和加工锻件，属于装备制造业范畴。

1. 行业现状

锻造是指利用锻压机械对金属坯料施加压力，使其产生塑性变形以获得具有一定机械性能、一定形状和尺寸锻件的加工方法。根据坯料的移动方式，锻造可分为自由锻、墩粗、挤

压、模锻、闭式模锻、闭式锻。

锻造按照不同的锻造方法有不同的流程，其中以热模锻的工艺流程最长，一般顺序为：锻坯下料；锻坯加热；辊锻备坯；模锻成形；切边；中间检验，检验锻件的尺寸和表面缺陷；锻件热处理，用以消除锻造应力，改善金属切削性能；清理，主要是去除表面氧化皮；矫正；检查，一般锻件要经过外观和硬度检查，重要锻件还要经过化学成分分析、机械性能、残余应力等检验和无损探伤。

中国是世界锻件生产大国，产量占世界的50%以上，但是在某些大型重要的核电、水电锻件还需要进口。2006年~2008年，据中国锻造协会统计，中国自由锻件的产量分别为104万吨、117万吨和120万吨；2009年上半年约为50万吨，较2008年同期有所下降。

从竞争格局看，国内锻造企业主要集中在长江以北，在东北、华中、华东和西南等区域，竞争日趋激烈。从锻件产品看，小型锻件的产能过剩，竞争异常激烈；大中型锻件需求比较旺盛，市场较为平稳。

国内主要锻造企业有上海重型机器锻件厂、武汉重工铸锻有限责任公司、红原航空锻铸工业公司、山东省禹城市通裕集团有限公司等。从广东地区看，广东省锻造厂家约有300家左右，主要以民营企业为主，且生产锻件以小型锻件为主，竞争激烈；大中型锻件的生产能力不强，且尚未完全替代进口锻件，竞争程度相对较弱；主要生产企业有广东省韶铸集团有限公司、广州锻造一厂有限公司等。

2. 上下游情况

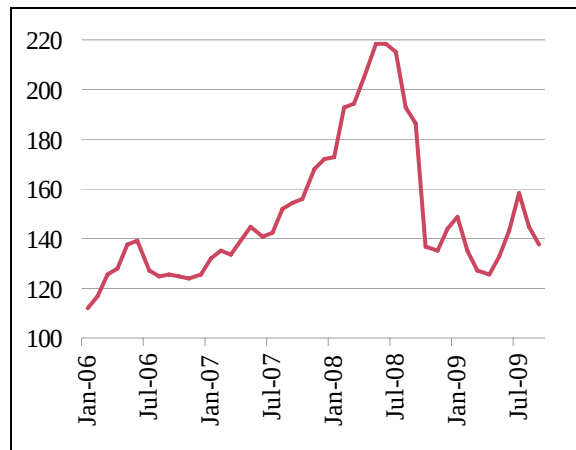
锻造用料主要是各种成分的碳素钢和合金钢，其次是铝、镁、铜、钛等及其合金。一般的中小型锻件都用圆形或方形棒料作为坯料，大型锻件则采用铸锭。

从锻造主要原料——钢材价格看，2006年钢材价格综合指数波动较大；2007年以来，由于铁矿石、焦炭价格的上涨和下游需求的增加，

华南地区钢材价格综合指数于2008年5月达到218.7的历史最高点，2008年6月以后呈现快速下降趋势，2008年12月略有反弹（参见图1）。

2009年，钢材价格综合指数波动幅度较大，2009年9月为137.4，较2008年12月下降6.4点。钢材价格的波动对锻造生产企业的成本控制提出了较高的要求。

图1 2006年以来华南地区钢铁价格综合指数



资料来源：www.mysteel.com.cn

从下游需求看，锻件是机械工业中的基础件，涉及机械、冶金、电力、石化、造船等行业，主要取决于基础工业的发展，受国际市场冲击相对较小。

3. 未来发展

产业政策方面，锻造行业一直以来是国家扶持的行业，2006年2月，《国务院关于印发实施〈国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020年）〉若干配套政策的通知》（国发[2006]6号）颁布施行，从科技投入、税收激励、政府采购等多个方面提出了促进重大技术装备自主化的一系列政策措施。

2006年6月19日，《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》（以下简称《意见》）正式出台，对装备制造业提出若干扶植政策。

《意见》明确指出：到2010年，中国将发展一批有较强竞争力的大型装备制造企业集团，形成若干具有特色和知名品牌的装备制造集中地；建设和完善一批具有国际先进水平的国家

级重大技术装备工程中心，初步建立以企业为主体的技术创新体系；逐渐形成重大技术装备、高新技术产业装备、基础装备、一般机械装备等专业化合理分工、相互促进、协调发展的产业格局。

2009年5月，国务院办公厅发布装备制造业调整和振兴规划实施细则，主要发展目标主要有：产业实现平稳增长、市场份额逐步扩大、重大装备研制取得突破、基础配套水平提高、组织结构优化升级和增长方式明显转变。

近几年，由于核电设备、石化设备、海洋油气设备及大型装备的快速增长，大中型锻件市场需求持续上升。目前，广东省正在贯彻落实《珠江三角洲改革发展规划纲要（2008-2020）》，打造产能千万吨级的世界大型修造船基地和具有现代化技术水准的海洋工程装备制造基地，形成世界级重大技术装备制造基地。因此，上述政策及规划的实施，为大中型锻造企业的发展提供了较为宽松的市场环境，发展前景看好。

四、基础素质

1. 企业规模

公司前身成立于1965年，是隶属于广州电气全资国有的有限责任公司，是广州地区唯一一家国有控股锻造专业公司，主要为锻压机床、陶瓷压机、港口机械、柴油机和石油管道等提供锻件毛坯、半成品及成品（见表1）。公司经挪威船级社和中国船级社船用产品工厂认证，实施ISO9001: 2000标准，可以为机械装备工业和船用产品提供所需产品。

表1 公司产品主要用途

产品	主要用途
陶瓷压机毛坯锻件、半成品及成品	国际、国内陶瓷压机
锻压机床曲轴毛坯及成品	国内及台湾品牌锻压机床
大型空压机曲轴成品	100m ³ 以内的空气压缩机
电梯锻件毛坯	日立等品牌的电梯；
其他	冶金、化工、石油锻件

资料来源：公司提供

2. 人员素质

截至2009年9月底，公司拥有高层管理人员7人。公司董事长、总经理盛华先生，现年60岁，大专学历，工程师，1976年至今一直在公司任职，历任技术员、厂长、董事长等职务。公司常务副总经理童放先生，现年41岁，研究生学历，高级工程师，2003年进入公司工作，历任副厂长、总支委员兼常务副总经理等职务。

截至2009年9月底，公司拥有员工172人，其中生产人员占82.56%，大专以上学历占6.98%，公司员工以生产人员为主，符合生产企业的特点。

3. 实际控制人

广州电气是广州市国资委全资直属企业，是在原广州机电工业资产经营有限公司的基础上，进一步整合集结广州国有、国有控股机械装备、电子信息、输配电设备制造等相关优质企业资源组建而成。广州电气拥有全资、控（参）股企业40多家，是一个能够直接从事机械、电子装备类产业技术开发、生产经营、贸易物流、物业经营等综合性产业的集团。广州电气旗下持有行业知名并为广州市民所熟悉的“广柴”柴油机、“三环箭”机床、“南洋电器”、“双菱电缆”、“广哈通信”等一批机械、电气顶级品牌。

总体分析，公司作为广州电气的控股子公司，在产品结构、人员素质等方面，具有一定的优势。

五、管理体制和内部控制

2009年8月，公司重新审议和通过了新的《公司章程》。公司已按《公司法》、《公司章程》等相关规定建立了股东会、董事会、监事会和董事会议事制度。股东会为公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划。

公司设董事会，其成员有5人，由股东会选

举或股东委派产生。董事会对股东会负责，经理对董事会负责，负责公司的日常经营与管理工作；监事3人，由股东会选派，根据《公司法》和《公司章程》的授权，严格履行法律和章程赋予的监督和检查职能。

公司下设办公室、财务部、安全技术部、生产经营部和质量管理部，机构精简。公司结合部门和行业系统的内部控制规定，建立健全了适合锻造生产制造企业经营特点和管理要求的内部控制制度并组织实施，公司的管理水平不断提高，管理流程不断优化。

在质量管理方面，公司通过了ISO9001：2000国际质量管理体系认证，并且拥有完善的检验设备，以保证原材料购入到各个工序的施工都有严格的质量考核体系，保证产品质量。

在安全生产方面，公司设有安全技术部，专门负责公司安全生产工作。主要包括对新进员工安全培训、劳动保护用品的佩带、安全生产检查等。公司成立以来，未发生重特大安全责任事故。

在财务管理方面，公司建立健全了各项财务管理制度，具体包括：《采购与付款管理制度》、《成本费用控制制度》、《存货管理制度》、《固定资产管理制度》、《货币资金及有价证券管理制度》以及《投资管理制度》，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。

公司设有专门的人力资源管理人员，负责各类员工的招聘、培训、进修、晋级、职称评定等工作，确保人尽其才，量才使用，为企业发展提供强有力的人力资源支撑。

总体看，公司已初步建立起与现代企业相适应各项管理制度，内部管理逐渐系统条理化，管理制度较为健全，可以满足公司目前发展需要。

六、生产经营

1. 经营现状

公司主营锻件及曲轴的加工、生产及销售，其中锻件生产销售由公司本部负责，曲轴的生产和销售由越鑫曲轴负责。公司主要业务板块收入及盈利情况见表2，可以看出，2006年~2008年，公司锻件板块实现收入稳步增长，2008年公司实现收入构成中，锻件板块占67.58%，曲轴板块占32.42%；盈利方面，锻造板块盈利相对稳定，盈利能力相比曲轴板块相对较强。

表2 公司主要业务板块收入及盈利情况

项目	2006年		2007年		2008年		2009年1~9月	
收入*	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)
锻件板块	7468.58	100	8351.54	100	6758.42	67.58	5203.83	78.97
曲轴板块	--	--	--	--	3240.94	32.42	1385.06	21.03
合计	7468.58	100	8351.54	100	9999.36	100	6588.89	100
毛利	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)
锻件板块	237.39	100	358.85	100	995.12	70.10	728.44	86.90
曲轴板块	--	--	--	--	425.06	29.90	184.43	13.10
合计	237.39	100	358.85	100	1420.18	100	912.87	100

资料来源：公司提供。

注：收入数据比合并报表营业收入略小，主要是未包括其他业务收入，其他业务收入包括租金收入和废料销售收入等。

2. 公司本部

生产设备方面，公司本部拥有主要设备有：3T双臂自由锻电液锤、单臂自由锻电液锤及30多台自由锻生产设备、1000T摩擦压力机、3T电液模具锤。2008年，公司本部投资建设的

2000T油压机可生产拔长单件15T，锻粗件8T的锻件，提升了公司的锻造生产能力。但相比国内大型锻件生产企业，公司在产业配套及15T以上大型锻件的生产方面还存在一定的差距。

表 3 公司本部锻件产销情况

项目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 3Q
产量 (吨)	8312	10054	8583	6647
销售量 (吨)	8287	9812	8756	6762
产销率 (%)	99.70	97.59	102.02	101.73

资料来源：公司提供

公司本部可以生产 1 公斤至 15 吨锻件，锻件年生产能力 2.5 万吨，锻件生产及销售情况见表 3。

原材料采购方面，公司本部原材料采购主要是钢材和能源（主要是煤粉、重油及水电），其中钢材约占生产成本的 70% 左右，能源约占 9%。公司采购供应商约有 20 个。由于公司产品生产采取订单方式，公司除生产所需钢材外，仅多采购部分通用小型钢材，以满足部分生产所需。公司目前窑炉燃料是煤粉，存在一定的粉尘污染；2010 年公司计划对炉窑实施天然气加热改造，以解决粉尘污染等问题。

公司根据客户的实际需求制定采购计划，生产周期短，产品的价格变动是相互的，采购与销售签订的合同都是短期的，因此原材料价格变动对公司经营影响很小。

公司本部锻件产品主要面向两广及中南地区的机电、化工、建材、船舶、高压容器、电梯机床、压缩机等客户，现有配套厂家主要有广州日立电梯有限公司、广东省锻压机床有限公司、广西梧州锻压机床厂、佛山陶瓷机械厂、力泰机械有限公司、台湾金丰机械有限公司、江西气体压缩机有限公司、广州钢铁集团有限公司、广州柴油机厂等；上述配套厂商多为公司历史客户，公司给予 30~40 天信用期限，尚未签订长期购货协议；新增客户需要先支付 30% 预付款才能组织生产。

3. 越鑫曲轴

越鑫曲轴是广东省及华南地区唯一的一家专业曲轴配套生产厂家，已生产加工各种曲轴

43 年，有较成熟的工艺技术基础，拥有一整套年产 10000 多条各种锻压机床、压缩机的曲轴和直轴机加工专业生产线，已具备大型船用柴油机曲轴精密加工的生产能力。

目前，越鑫曲轴年加工大小曲轴约 7000 支，客户主要有台湾金丰机器、台湾协易机器、扬州锻压集团、江西、南京及上海气体压缩机等单位，上述客户都是行业的龙头企业，但与公司尚未签订长期供货协议。

从表 4 可以看出，2006 年~2008 年越鑫曲轴产品产销情况有所波动，2008 年产量、销量分别为 1050 吨和 1142 吨，产销率为 108.76%。

表 4 越鑫曲轴产销情况

项目	2006 年	2007 年	2008 年
产量 (吨)	913	1205	1050
销售量 (吨)	858	1169	1142
产销率 (%)	93.97	97.01	108.76

资料来源：公司提供

4. 经营效率

从经营效率指标看，2006 年~2008 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数均有所提升，2008 年分别为 3.90 次和 5.08 次；总资产周转次数分别为 0.81 次、0.87 次和 0.97 次；总体看，公司经营效率有所提高。

5. 在建项目

公司 2010 年~2012 年主要投资项目见表 5，可以看出，公司 2011 年及 2012 年投资规模较大，存在一定资金压力；投资项目主要有大型锻件机加工设备、炉窑天然气加热改造以及 4500 吨锻压机项目，其中 4500 吨压机项目投资规模较大，资金将通过自筹及贷款解决。

表 5 公司 2010 年~2012 年主要投资项目（单位：万元）

项目名称	计划总投资	资金来源		各年投资计划		
		自有	贷款	2010 年	2011 年	2012 年
1、大型锻件机加工设备	900	400	500	400		
2、炉窑天然气加热改造	700	400	300	400	300	

3、4500 吨锻压机	5000	3000	2000		3000	2000
合 计	6600	3800	2800	800	3300	2000

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2006 年~2008 年财务报表已经广州市金铭会计师事务所有限公司审计，均为标准无保留意见的审计结论。2009 年三季度财务报表未经审计。

截至 2008 年底，公司资产总额 10797.23 万元，所有者权益（含少数股东权益）7619.26 万元；2008 年公司实现营业收入 10114.42 万元，利润总额 577.45 万元；经营活动产生的现金流量净额 462.45 万元，现金及现金等价物净增加额-289.64 万元。

截至 2009 年 9 月底，公司资产总额 11102.64 万元，所有者权益（含少数股东权益）8222.22 万元；2009 年 1~9 月公司实现营业收入 6680.52 万元，利润总额 314.21 万元；经营活动产生的现金流量净额 217.45 万元，现金及现金等价物净增加额 544.78 万元。

2. 资产构成

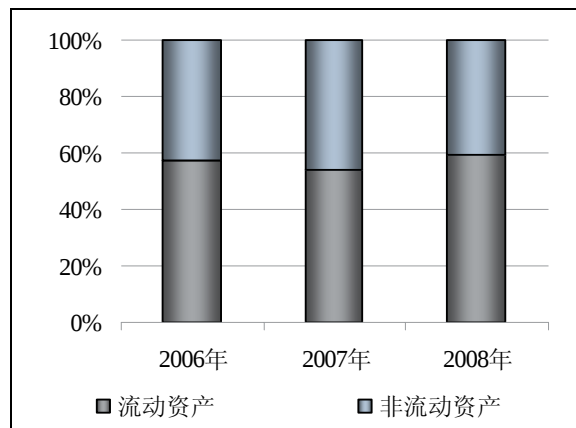
2006 年~2008 年，公司资产总额年均增长 7.99%，其中流动资产年均增长 9.90%，非流动资产年均增长 5.40%；截至 2008 年底，公司资产总额 10797.23 万元，其中流动资产占 59.09%，非流动资产占 40.91%。

截至 2008 年底，公司流动资产 6380.26 万元，主要以应收账款（占 31.07%）、存货（占 28.17%）、其他应收款（占 14.27%）为主。

截至 2008 年底，公司货币资金 604.30 万元，主要以银行存款为主；应收票据 808.00 万元，全部为银行承兑汇票；应收账款为 1982.28 万元，其中 1 年期以内占 98.43%，欠款单位主要有广州越鑫机电设备进出口有限公司、扬州锻压机床有限公司等；其他应收款 910.56 万元，其中 1 年期以内占 87.30%，主要欠款单位有沈

阳三重机械有限公司、沈阳旭升工业炉设计有限公司、青岛华东工程机械有限公司等，主要是往来款；存货为 1797.03 万元，存货主要以原材料、库存商品和在产品为主，三项分别占 45.18%、45.84%和 6.75%。

图 2 公司资产构成



资料来源：公司年报

截至 2008 年底，公司非流动资产 4416.97 万元，其中固定资产占 79.62%（主要是房屋建筑物、机器设备等），无形资产占 10.25%（全部是土地使用权），长期股权投资占 4.76%（主要是对广州清水银禾锻造有限公司的投资）。

截至 2009 年 9 月底，公司资产总额 11102.64 万元，与 2008 年底相比略有增长；资产构成中，流动资产占 54.04%，非流动资产占 45.96%，与 2008 年底相比，流动资产占比下降 5.05 个百分点，主要是其他应收款下降所致；非流动资产主要是固定资产增加所致。

总体分析，公司资产以流动资产为主，流动资产中应收账款、存货和其他应收款占比较高，现金类资产所占比重不高；非流动资产主要以固定资产为主，变现能力较弱；整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

截至 2008 年底，公司所有者权益 7619.26

万元，其中少数股东权益 218.16 万元；归属于母公司所有者权益中，主要以未分配利润、盈余公积为主，分别占 52.07%、27.02%，归属于母公司所有者净利润稳定性较差。截至 2009 年 9 月底，公司所有者权益 8222.22 万元，构成与 2008 年底基本一致；其中实收资本增加 500 万元，主要是 2009 年 9 月股东增资所致。

截至 2008 年底，公司负债合计 3177.97 万元，全部为流动负债；流动负债主要由应付账款、其他应付款和短期借款为主，分别占流动负债的 40.45%、30.22%和 25.17%。截至 2009 年 9 月底，公司负债合计 2675.06 万元，较 2008 年底下降 15.82%，主要是其他应付款下降所致。

2006 年~2008 年，公司有息债务全部为短期借款，三年分别为 600.00 万元、1000.00 万元和 800.00 万元，无长期债务，债务结构有待改善。截至 2009 年 9 月底，公司有息债务为 1000 万元，全部为短期借款。

2006 年~2008 年，由于有息债务数值相对较低，公司资产负债率、全部债务资本化比率始终维持在低位，2008 年分别为 29.43%和 9.50%；2009 年 9 月底分别为 25.94%和 10.84%，与 2008 年底相比变化不大。

总体看，公司债务以流动负债为主，债务结构有待改善；公司有息债务数额相对不大，债务负担轻。

4. 盈利能力

公司主营锻件产品的生产和销售，2006 年~2008 年，公司营业收入稳步增长，年均增长 16.37%，2008 年为 10114.42 万元，主要是受产品销售价格增长所致；公司营业成本年均增长 14.27%，略低于营业收入增长幅度，相应的公司营业利润率分别为 12.14%、13.58%和 15.15%，公司营业利润率逐年增强。

2006 年~2008 年，公司期间费用所占营业收入的比重分别为 10.24%、10.20%和 10.84%，基本保持稳定，其中管理费用占期间费用比重

较高。

2006 年~2008 年，公司营业外收入均保持较高水平，三年分别为 231.66 万元、656.28 万元和 230.44 万元，分别占当年利润总额 85.92%、73.54%和 39.91%。公司营业外收入主要是收到的政府增值税退税收入和易地补偿收入。

从盈利指标看，2006 年~2008 年，公司总资产收益率和净资产收益率均有所波动，2008 年分别为 5.67%和 5.32%，盈利能力弱。

2009 年 1~9 月，公司实现营业收入 6680.52 万元，利润总额 314.21 万元，净利润 233.07 万元，分别为 2008 年的 66.05%、54.53%和 57.47%，2009 年 1~9 月公司收入及盈利能力较 2008 年有所下降。

5. 现金流

从经营活动看，公司经营活动现金流入主要是销售商品、提供劳务收到的现金，经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金，经营活动产生的现金流量净额分别为 -560.22 万元、-494.77 万元和 462.45 万元，经营活动获取现金能力一般。

从投资活动看，2006 年公司投资活动现金流入为 712.39 万元，为处置固定资产等收回的现金；2006 年~2008 年公司投资活动现金流出分别为 617.86 万元、95.97 万元和 982.66 万元，2008 年主要是对 2000 吨油压机项目的投资。

从筹资活动看，2006 年、2007 年公司筹资活动现金流入全部为银行借款，2008 年为收到其他与筹资活动有关的现金；筹资活动现金流出规模较小，筹资活动产生的现金流量净额均为净流入。

2009 年 1~9 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 6035.26 万元，现金收入比为 90.34%，较 2008 年下降较大，主要是增加应收票据融资所致；经营活动产生的现金流量净额为 717.45 万元，投资活动产生的现金流量净额 -193.25 万元，筹资活动产生的现金流量净额

20.59万元，现金及现金等价物净增加额544.78万元。

总体看，公司经营活动获取现金能力一般，2008年对外投资规模较大，筹资活动全部为净流入，以满足经营及投资的资金需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2006年~2008年，公司流动比率、速动比率保持较高水平，2008年分别为200.77%和144.22%，2009年9月底分别为211.98%和155.20%；2006、2007年公司经营现金流动负债比均为负值，2008年为14.55%。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2006年~2008年，公司EBITDA分别为513.60万元、1219.77万元和942.34万元，由于有息债务相对较小，公司EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA均保持较好水平，2008年分别为13.09倍和0.85倍。公司对全部债务保护程度较高。

截至2009年9月底，公司获得光大银行1000万元银行授信，已全部用完；无对外担保及逾期贷款。

八、本期集合票据偿还分析

公司发行本期集合票据的额度为 2900 万元，是 2009 年 9 月底公司全部债务的 2.90 倍，对公司现有债务影响很大。

截至 2009 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 25.94%、10.84%，本期集合票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别上升为 41.28%、32.17%，公司债务负担明显上升，但仍处于正常水平。

以 2008 年财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对本期集合票据的保护倍数分别为 0.32 倍、3.89 倍和 0.16 倍。EBITDA 及经营活动产生的现金流量对本期集合票据保障能力较弱。

截至 2009 年 9 月底，公司现金类资产为

1412.30 万元，是本期集合票据的 0.49 倍，公司现金类资产对本期集合票据的保障能力较弱。

九、综合评价

装备制造业是国家重点扶持产业，未来发展前景较好。作为装备制造业配套产业，公司有望分享装备制造业的同步成长。

公司在锻造行业经营历史较长，具有一定的规模优势，通过多年积累及新建装备的投产，技术水平得到提升。近年来受益于装备制造业的景气周期，公司资产及收入均实现较大增长。

目前，公司资产质量尚可，债务结构以短期债务为主，债务负担轻，但整体盈利能力弱，目前对全部债务保护能力较强。总体看，公司整体信用风险一般。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 9 月
流动资产：					
货币资金	941.35	767.84	604.30	-19.88	1134.81
交易性金融资产					
应收票据		737.47	808.00		488.38
应收账款	1922.61	1656.44	1982.28	1.54	2745.75
预付款项	474.36	537.90	278.10	-23.43	203.74
应收利息					
应收股利					
其他应收款	528.34	118.01	910.56	31.28	-179.77
存货	1415.85	1563.80	1797.03	12.66	1607.01
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	5282.51	5381.47	6380.26	9.90	5999.92
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	323.25	548.59	210.18	-19.36	224.54
投资性房地产					
固定资产	3607.13	3581.99	3516.66	-1.26	4432.71
在建工程	45.95		237.32		
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	0.00	462.60	452.81		445.46
开发支出					
商誉					
长期待摊费用					
递延所得税资产					
其他非流动资产					
非流动资产合计	3976.33	4593.18	4416.97	5.40	5102.71
资产总计	9258.85	9974.65	10797.23	7.99	11102.64

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）

负债和所有者权益（或股东权益）	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 9 月
流动负债：					
短期借款	600.00	1000.00	800.00	15.47	1000.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	1432.10	1357.57	1285.38	-5.26	1626.73
预收款项	171.76	235.80	107.23	-20.99	148.81
应付职工薪酬	34.08	0.52	17.43	-28.49	0.52
应交税费	-10.62	-1.21	7.54		18.07
应付利息					
应付股利					
其他应付款	94.09	99.60	960.39	219.48	36.29
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	2321.41	2692.27	3177.97	17.00	2830.42
非流动负债：					
长期借款					
应付债券					
长期应付款	490.69			-100.00	
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	490.69			-100.00	50.00
负债合计	2812.10	2692.27	3177.97	6.31	2880.42
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	377.74	594.94	594.94	25.50	1094.94
资本公积	922.48	952.48	952.48	1.61	952.48
盈余公积	1812.58	1913.83	1999.64	5.03	1998.53
未分配利润	3333.95	3821.12	3854.04	7.52	3951.24
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	6446.75	7282.38	7401.10	7.15	7997.19
少数股东权益	0.00	0.00	218.16		225.02
所有者权益（或股东权益）合计	6446.75	7282.38	7619.26	8.71	8222.22
负债和所有者权益（或股东权益）总计	9258.85	9974.65	10797.23	7.99	11102.64

附件 2 公司合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~9 月
一、营业收入	7468.58	8388.36	10114.42	16.37	6680.52
减: 营业成本	6538.97	7219.38	8537.74	14.27	5662.65
营业税金及附加	23.26	30.03	44.42	38.19	28.53
销售费用	17.23	22.67	237.55	271.27	103.88
管理费用	723.96	763.21	789.35	4.42	628.72
财务费用	23.55	69.35	69.08	71.25	31.65
资产减值损失					
加: 公允价值变动收益 (损失以“一”号填列)					
投资收益 (损失以“一”号填列)	-88.37	8.15	-53.91	-21.90	
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益 (损益以“一”号添列)					
二、营业利润 (亏损以“一”号填列)	53.24	291.87	382.39	168.01	225.09
加: 营业外收入	231.66	656.28	230.44	-0.26	99.03
减: 营业外支出	15.28	55.71	35.38	52.15	9.91
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额 (亏损总额以“一”号填列)	269.61	892.44	577.45	46.35	314.21
减: 所得税费用	98.19	259.59	171.92	32.32	81.13
四、净利润 (净亏损以“一”号填列)	171.42	632.85	405.53	53.81	233.07
其中: 归属于母公司所有者的净利润	0.00	0.00	386.66		81.13
少数股东损益	0.00	0.00	18.87		0.00

附件 3 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 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	7939.32	8910.85	11016.22	17.79	6035.26
收到的税费返还	95.78	101.76	109.31	6.83	96.42
收到其他与经营活动有关的现金	46.41	8.66	143.17	75.63	22.72
经营活动现金流入小计	8081.52	9021.27	11268.69	18.08	6154.40
购买商品、接受劳务支付的现金	7183.96	7658.76	8777.72	10.54	698.08
支付给职工以及为职工支付的现金	718.56	693.88	731.06	0.87	3911.94
支付的各项税费	463.70	705.64	759.19	27.96	442.63
支付其他与经营活动有关的现金	275.52	457.77	538.27	39.77	384.30
经营活动现金流出小计	8641.74	9516.04	10806.24	11.82	5436.95
经营活动产生的现金流量净额	-560.22	-494.77	462.45		717.45
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	712.39	93.55		-100.00	
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	712.39	93.83		-100.00	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	617.86	95.97	982.66	26.11	193.25
投资支付的现金					
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	617.86	95.97	982.66	26.11	193.25
投资活动产生的现金流量净额	94.53	-2.14	-982.66		-193.25
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金					500.00
取得借款收到的现金	600.00	400.00	0.00	-100.00	1000.00
收到其他与筹资活动有关的现金			503.80		2.69
筹资活动现金流入小计	600.00	400.00	503.90	-8.36	1502.69
偿还债务支付的现金			200.00		1300.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	27.66	76.60	71.97	61.31	162.40
支付其他与筹资活动有关的现金			1.36		19.70
筹资活动现金流出小计	27.66	76.60	273.33	214.37	1482.10
筹资活动产生的现金流量净额	572.34	323.40	230.57	-36.53	20.59
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	106.64	-173.51	-289.64		544.78
加: 期初现金及现金等价物余额	834.71	941.35	893.93	3.49	590.03
六、期末现金及现金等价物余额	941.35	767.84	604.30	-19.88	1134.81

附件 4 主要财务指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	3.88	3.89	3.90	
存货周转次数(次)	4.62	4.85	5.08	
总资产周转次数(次)	0.81	0.87	0.97	
现金收入比(%)	106.30	106.23	108.92	90.34
盈利能力				
营业利润率(%)	12.14	13.58	15.15	14.81
总资本收益率(%)	2.83	8.57	5.67	
净资产收益率(%)	2.66	8.69	5.32	
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	8.51	12.07	9.50	10.84
资产负债率(%)	30.37	26.99	29.43	25.94
偿债能力				
流动比率(%)	227.56	199.89	200.77	211.98
速动比率(%)	166.57	141.80	144.22	155.20
经营现金流动负债比(%)	-24.13	-18.38	14.55	
EBITDA 利息倍数(倍)	18.57	15.92	13.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.17	0.82	0.85	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.78	-0.50	-0.65	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-16.84	-6.49	-7.23	--
本期集合票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.18	0.42	0.32	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.79	3.11	3.89	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.19	-0.17	0.16	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.16	-0.17	-0.18	--

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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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

附件 6 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

信用等级公告

联合[2009] 526 号

联合资信评估有限公司通过对广州市江丰实业股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

广州市江丰实业股份有限公司
主体长期信用等级为
BBB

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679636

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）与广州市江丰实业股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广州市江丰实业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，未因广州市江丰实业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广州市江丰实业股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、广州市江丰实业股份有限公司主体长期信用等级自 2009 年 12 月 25 日至 2010 年 12 月 24 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
二零零九年十二月二十五日
评级业务专用章

广州市江丰实业股份有限公司

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: 2009 年 12 月 25 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 9 月
资产总额 (万元)	26642.85	31013.00	29625.19	26803.33
所有者权益 (万元)	10077.88	12529.60	10639.33	10845.22
长期债务 (万元)	500.00	250.00	0.00	0.00
全部债务 (万元)	8584.00	9534.00	9885.26	6803.54
营业收入 (万元)	50158.29	62552.44	71581.43	45188.21
利润总额 (万元)	1846.52	2983.00	949.50	871.58
EBITDA (万元)	3529.92	4627.06	2581.81	--
经营性净现金流 (万元)	3733.96	2311.42	2949.40	1397.36
营业利润率 (%)	11.14	9.90	7.57	7.38
净资产收益率 (%)	17.81	22.88	7.13	--
资产负债率 (%)	62.17	59.60	64.09	59.54
全部债务资本化比率 (%)	46.00	43.21	48.16	38.55
流动比率 (%)	106.31	113.79	104.78	124.09
全部债务/EBITDA (倍)	2.43	2.06	3.83	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.37	7.03	4.20	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	1.18	1.54	0.86	--

注: 公司从 2007 年开始执行《企业会计准则 (2006)》。2006 年数据为 2007 年年初调整数, 2009 年 9 月数据未经审计。

分析师

王 健 张晓斌

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.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对广州市江丰实业股份有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为农业产业化国家重点龙头企业, 在经营模式、技术水平和产品品牌等方面的优势。联合资信也注意到, 公司所处行业面临市场波动风险, 采购成本上升、利润规模和盈利能力下降等因素给公司经营带来一定的不利影响。

公司选育技术水平较高, 饲料、育种、养殖和加工一体化的经营有助于公司抵御市场风险。随着生产规模的逐步扩大, 公司经营状况有望保持平稳发展, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为农业产业化龙头企业, 技术水平较高, 饲料、育种、养殖和加工一体化的经营一定程度增强了整体抵御风险能力。
2. “公司+基地+农户+标准”模式, 有利于公司实现规模扩张, 更好适应市场需求。

关注

1. 公司所处行业疫情风险较大。
2. 近年玉米、豆粕等原料价格波动较大, 公司成本控制难度增加。
3. 农户养殖的模式一定程度加大了公司管理控制的难度。
4. 公司利润规模大幅波动, 盈利能力下滑。
5. 公司债务结构以短期债务为主, 未来计划投资支出较大, 资金压力显著上升。

一、主体概况

广州市江丰实业股份有限公司（以下简称“公司”或“江丰实业”）前身为集体企业广州市江村家禽企业发展公司，设立于1991年1月28日。1999年11月22日，经广州市白云区江高镇企业改革领导小组批复同意，转制设立广州市江丰实业有限公司，并于1999年12月2日在广州市工商局办理变更登记，注册资本为人民币1000万元，其中公司工会占50.25%，21个自然人股东占49.75%。2004年，经过股权转让，公司自然人股东变为18人，合计持股比例为100%，工会不再持有公司股权。2005年1月8日，广州市人民政府办公厅（“穗府办【2005】2号”文）同意公司谭钜添等18个自然人股东作为发起股东，以发起设立的方式，将原广州市江丰实业有限公司整体变更设立股份公司，并于2005年1月19日在广州市工商局注册。截至2009年6月底，公司注册资本为人民币7000万元，其中谭钜添出资3430万元，拥有公司49%的股份。

公司是从事家禽繁育、孵化、饲养，饲料和饲料添加剂生产，家禽屠宰与肉鸡食品精深加工一体化的农业生产性企业。经营范围包括：家禽饲养、繁殖、销售，发外饲养。经营公司成员企业自产产品及相关技术的出口业务，经营公司成员企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务；经营公司成员企业的进料加工和“三来一补”业务（凭有效资格证书经营）。加工、制造：饲料鸡饲料添加剂（凭有效许可证经营）。批发、零售：蛋类。（国家法律、法规禁止的不得经营；应经专项审批的，未获得审批前不得经营）。

截至2008年底，公司设行政部、人力资源部、财务部、证券部、采购部、销售部、科研中心等职能部门，纳入公司合并范围的控股子公司共6家。

截至2008年底，公司（合并）资产总额

为29625.19万元，所有者权益合计为10639.33万元（其中少数股东权益207.32万元）。2008年，公司实现营业收入71581.43万元，利润总额949.50万元。

截至2009年9月底，公司合并资产总额为26803.33万元，所有者权益合计为10845.22万元。2009年1~9月，公司实现营业收入45188.21万元，利润总额871.58万元。

公司注册地址：广州市白云区江高镇松岗街128号；法定代表人：谭钜添。

二、本期集合票据概况

公司计划2010年发行集合票据3000万元，期限三年。

1. 补充营运资金

近年来江丰实业业务稳健发展，对资金需求不断扩大。江丰实业计划将此次发行集合票据所募资金约900万元用于母公司补充韶关翁源县肉鸡养殖基地的日常营运资金。2008年和2009年，用于采购玉米、豆粕、鱼粉等原材料的支出分别达到1973万元和2200万元。补充营运资金后，可以有效地缓解流动资金压力，江丰实业发展提供有力保障，保证经营活动平稳进行。

2. 从化江丰生物科技项目

江丰实业计划将此次发行集合票据所募资金约1600万元用于新成立的子公司——广州市江丰生物科技有限公司，从事从化江丰生物科技项目的投资建设，该项目投资规模约3200万元，自有资金约1500万元，已经从化市发展和改革局备案，备案号090184149410246。目前第一期项目投资500万元已经到位，工商、税务等基本证照亦已办妥，基建工程正在建设中。从化江丰生物科技项目将从事饲料添加剂的生产，对公司而言既是利用行业优势增加新的利润增长点，也是扩大产业链降低成本的举

措。

3. 偿还银行贷款

江丰实业本次发行集合票据所募资金的500万元将用于偿还母公司现有银行贷款，降低银行贷款规模，提高直接融资比例，使公司一定程度上摆脱主要依赖银行融资的局面，改善并优化本公司融资结构。

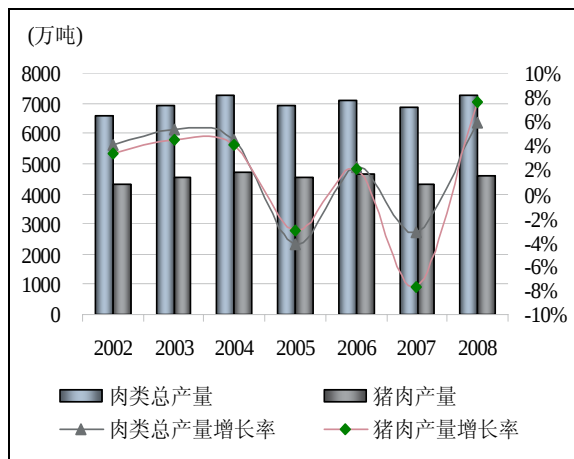
三、行业分析

公司所属行业为饲料加工业和畜牧业中的肉鸡行业。

1. 行业现状

近几年，中国畜牧业发展快速，肉类产量已连续5年增产。根据中国农业部最新公布的数据，2001~2008年，中国肉类总产量和猪肉产量均缓慢波动增长，年均增长分别为1.99%和1.41%。2008年，中国肉类总产量7269万吨，比上年增长5.9%。

图1 2002年~2008年中国肉类产量情况



资料来源：中国农业信息网

从中国肉类产量结构来看，以猪和禽类为主，其两项占比分别约为64%和18%，两项合计占比约82%左右。

从畜牧业发展空间来看，发达国家畜牧业产值占农业产值的比重一般在40%-50%之间，中国目前的比重为34%，仍有约10个百分点的

增长空间，且中国人均居民收入将每年保持10%的增长水平，对畜牧产品的需求也将同步增多。因此未来一段时期内中国畜牧行业仍然具备巨大的需求潜力和广阔的发展空间。

中国畜牧业是市场充分竞争性行业，从事畜牧业企业多为分散的传统的个体经营方式，集约经营的规模化企业较少。从中国畜牧产业结构来看，中国畜牧业下游精深加工方面还比较薄弱，以养殖产业为主导，由于养殖进入门槛较低，从事养殖的企业和个体数量较多，多以农户和小型养殖企业为主，规模较小，品种较差，养殖技术水平较低，难以抵抗养殖行业多发的疫情和市场风险，可持续发展能力较差。

2. 行业主要影响因素

(1) 饲料成本

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

① 玉米

玉米产量增长趋缓

2008年中国玉米播种面积为2880万公顷，较2007年的2948万公顷减少2.30%，主要原因大豆种植效益高于玉米，农户将部分玉米耕地转种大豆。中国玉米产量已保持五年的增产，年均复合增长5.86%，2008年玉米产量为15400万吨。未来随着玉米单产量增长的逐步放缓，玉米产量增长将更加趋于缓慢。

饲料工业加大消费，玉米供需处于紧平衡

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

工业消费方面，2003~2007年，随着国际油价的高升，玉米工业属性不断加强，加大了玉米工业消费需求。

饲料消费方面，随着人们对肉类消费需求增多，整体上饲料消费需求逐年增长。在饲料和工业加工消费需求增多的带动下，中国玉米消费量逐年增大，玉米市场供需已处于紧平衡状态。

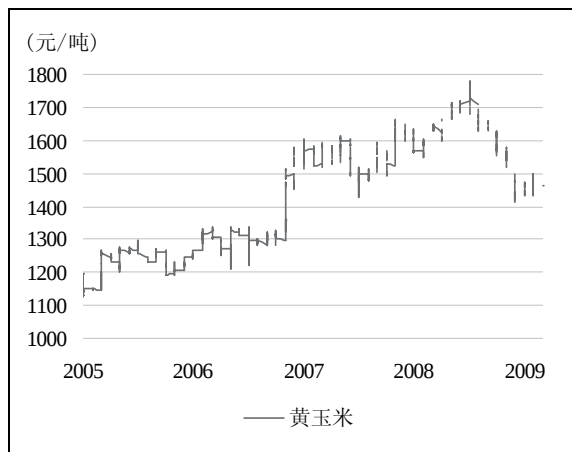
为保障国家粮食安全，国家发改委在 2006 年 12 月份紧急叫停玉米加工乙醇燃料项目的继续上马。此外，根据国家相关政策：十一五期间，玉米工业消费用量规模不得超过玉米消费总量 26%，饲料用量年增长要保持在 4.7% 左右。

玉米价格大幅回落

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

2003~2008 年，中国玉米价格不断快速上涨。2005 年初最低为 1126 元/吨，到 2008 年 7 月份达到最高，为 1780 元/吨。2008 年下半年以来，受到宏观经济对畜牧业的冲击，2009 年 3 月，玉米价格回落到 1465 元/吨左右。

图 2 近年来黄玉米价格情况



资料来源：wind 资讯

未来，在国内宏观调控下，玉米市场价格有望趋于稳定，但 2009 年度玉米价格进一步回落的空间较小，玉米价格将受畜牧行业和饲料行业影响较大；另外，2009 年度玉米能否实现增产还将存在一定不确定性。

② 豆粕

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

国产豆类对外进口依赖程度高

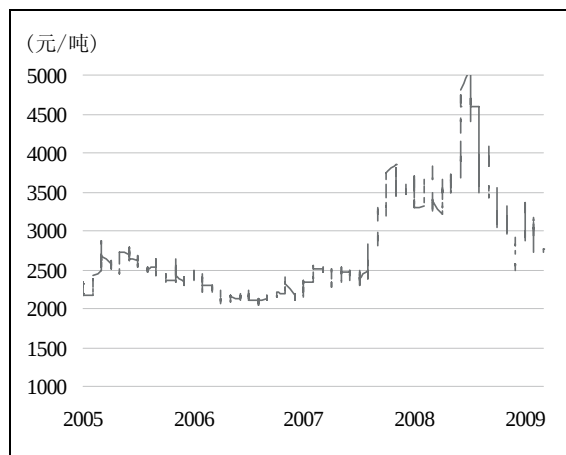
中国的大豆主要依赖进口，大豆进口主要来源美国、巴西、阿根廷三国，2004~2008 年中国大豆进口量逐年递增，且进口均占国内大豆总消费量 60% 以上。

国内豆粕价格大幅度波动

2005~2006 年，豆粕进口报价有所波动，但整体稳定在 2200~2800 元/吨区间范围内，2007 年开始，豆粕价格开始不断走高，2008 年 7 月，豆粕价格达到 5086 元/吨，但 2008 年下半年后，豆粕价格暴跌，到 2008 年 12 月份已经跌到 2486 元/吨，2009 年 1 季度豆粕价格略有回升，3 月达到 2800 元/吨左右。

豆粕价格大幅度波动，给畜牧养殖企业的成本控制带来了较大的压力。

图 3 近年中国豆粕期货价情况



资料来源：wind 资讯

总体看，受 2008 年玉米和豆粕价格大幅波动的影响，饲料成本控制难度加大。

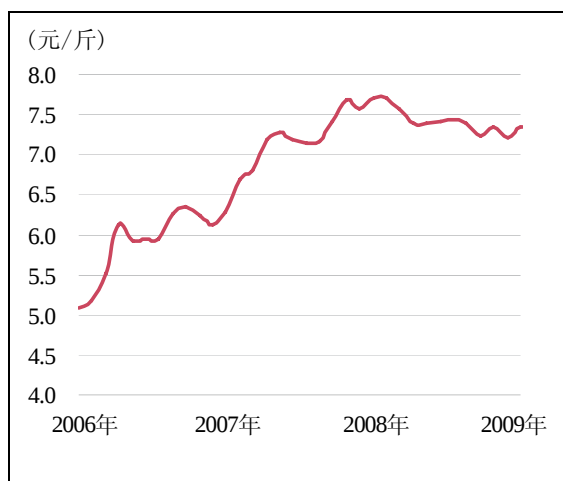
(2) 鸡肉市场价格情况

影响肉鸡价格的因素主要包括：疫情、肉鸡存出栏量和饲料成本。由于农场品定价的市场化程度较高，对市场的供需调节能力较强，因此疫情和肉鸡存出栏量对肉鸡短期市场价格影响较大，但饲料成本则影响肉鸡长期价格走势。近几年，肉鸡价格整体呈波动上升趋势，

其中 2006~2007 年受饲料成本的快速上涨，肉鸡价格增长显著，2008 年 10 月，鸡肉价格达到最高，为 7.43 元/斤，但 2008 年 10 月以后，鸡肉价格呈下降趋势。未来肉鸡长期价格走势还将主要看饲料成本的情况。

整体看，鸡肉价格走势基本与玉米和豆粕保持一致，未来粮食价格将成为引导肉类长期价格走势主要因素，但受目前粮食价格不稳定、短期肉类市场供需调整转换以及养殖疫情等多重因素的影响，预计肉类产品的价格波动较大，中小型养殖企业的市场风险加大，同时也给大型的养殖企业提供了发展机遇。

图4 近年中国城市鸡肉零售价格



资料来源：Wind资讯

3. 行业发展

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

根据《意见》，“十一五”期间，中国将加快畜牧业增长方式转变，优化结构，改善品质，提高效益。在产品结构调整上，稳定发展生猪和禽蛋生产；在产业结构上，大力增强畜牧业产品加工能力，提高加工深度，大力发展畜牧业产业化经营，鼓励畜产品加工企业通过机制创新，建立基地，树立品牌，向规模化、产业化、集团化、国际化方向发展，提高企业的竞争力；在产业技术上，提高畜牧业科学技术对畜牧业的促进作用；到“十一五”末，畜

牧业产值占农业总产值比重将由目前的34%上升到38%以上。国家将运用贴息等方式，引导和鼓励各类金融机构增加对畜牧业的贷款；鼓励社会资本参与现代畜牧业建设，建立多元化的融资渠道。

整体看，随着人口的增长和城镇居民生活水平的提升，未来中国畜牧行业的发展空间仍然较大，但粮食价格的不稳定和疫情的不确定性，加大未来畜牧业市场风险，因此中国畜牧行业的产业升级迫不及待，抗风险能力较强的规模化企业将成为未来产业结构优化重点培养方向。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司主要从事饲料及饲料添加剂生产、家禽屠宰深加工和家禽繁育、孵化、饲养的农业生产企业，是农业产业化国家重点龙头企业，“江高体系”（江丰养鸡场在江高镇）的龙头单位。公司是广东省出入境检验检疫局认可的商品生产出口企业及广州市主要鲜活商品出口基地和种苗生产基地，具有自营进出口经营权和供港活鸡自营出口经营资格。目前，公司已形成以带动农户发展养鸡业和发展食品加工业为重心、以科技为依托的产、供、销一条龙服务体系，成为集农、工、科、贸于一体的综合性外向型企业。

公司先后获得“全国优秀家禽企业”和“中国 500 家最佳社会效益企业”、“广东省优秀民营企业”和“广州市百强民营企业”等称号。2006 年公司被农业部评为全国农产品加工业出口示范企业，2008 年公司被农业部审定为农业产业化国家重点龙头企业。公司自行研发生产的“江村黄鸡”、“粤江丰”牌饲料、“粤江丰”牌多维等产品多次被评为国家免检产品、广东省名牌产品、广州市名优产品。

2. 人员素质

公司董事长谭钜添先生，现年 58 岁，高中学历，现任广州市白云区江高镇江村村民委员会党委书记、广东省（和市）人大农村农业委员会委员、广东省饲料工业协会副会长、广东省家禽业协会副会长、广东省农业国际交流协会第一届理事会副会长，第十一届全国人大代表。历任广州市江村养鸡场场长、江村家禽企业发展公司工作总经理、广州市江丰实业有限公司总经理兼董事长。

公司总裁徐建英先生，现年 57 岁，初中学历，历任广州市江丰实业有限公司副总经理兼工会主席；2005 年 1 月至今，担任公司董事，2008 年至今任公司总裁。

截至 2008 年底，公司共有员工 778 人。按学历构成划分，具有大专及以上学历的 111 人，占总人数的 14.27%；按年龄构成划分，45 岁以上占 17%，36~45 岁占 40%，35 岁以下占 43%；按职称划分，取得职称的共 73 人，其中，高级职称占 3%，中级职称占 25%，初级职称占 72%。

整体看，公司高管人员管理经验丰富，绝大部分为公司股东，团队稳定性较好。公司员工平均年龄较轻，员工的文化程度及整体素质基本符合公司正常生产经营需要。

3. 技术水平

公司拥有较完善的实验室检测仪器和生产现场质量监控设施，先后建立了兽医检测中心、食品检测中心、化学合成实验室和饲料添加剂新产品研究室、水产研究室、肉鸡加工技术研究、食品检测研究室，配备有酶联吸附试验检测仪、高效液相色谱仪、原子吸收光谱仪等先进的试验、检测仪器。

公司的优质鸡原种场是唯一通过广东省农业厅验收合格的黄羽优质鸡原种场，优质鸡基因库目前共保存全国各具特色的优良家禽育种素材 15 个品系。“江村黄鸡 JH-2 号、JH-3 号配套系的选育研究”曾获得广州市科技进步

一等奖，广东省科技进步三等奖。2008 年 10 月公司被评为第六届中国优质禽育种与生产研究会常务理事单位。

近年来公司招收了大量专业技术人才，每年平均投入科研经费超过 800 多万元，并先后与广东省农科院畜牧研究所、哈尔滨兽医研究所、中国农业大学、华南农业大学、华南理工大学、浙江大学等科研单位建立了长期的合作关系，加强科技成果的转化。

4. 外部环境

除国家对民营农产品加工企业在税收优惠、财政扶持、金融信贷、技改贴息等方面的政策支持外，广东省政府和广州市政府出台了相应的政策扶持农业产业化龙头企业的发展。

广东省政府规定从省财政原安排的涉农扶持资金中，每年安排 1400 万元，扶持重点民营农产品加工企业的设备更新、技术改造、厂房扩建、基地建设、质量认证及产品包装、保鲜、储藏和加工工艺等关键技术的研究开发等；从扶持省农业龙头企业的贷款贴息资金中，每年安排 1000 万元，扶持省认定的民营农业龙头企业（含列入省培育对象的民营农业龙头企业）所兴办的农产品加工项目的贷款贴息，并规定各级政府把扶持发展农业产业化经营的资金列入年度预算。公司作为广东省农业龙头企业，2007~2008 年共收到政府补贴收入 818 万元。

五、管理分析

1. 法人治理结构

经历次股权转让，截至 2009 年 6 月底，公司注册资本为 7000 万元，由 18 名自然人股东持股组成，控股股东拥有公司 49% 的股份。2009 年 8 月，公司根据《公司法》、《证券法》和其他有关规定，修订了《公司章程》。公司已按《公司法》要求，建立了较为完善的法人治理结构。

根据公司章程，公司设有股东大会、董事会、监事会。股东大会为公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划；公司董事会对股东大会负责，行使制定公司年度财务预算方案、决算方案等职责；监事会由7名监事组成，股东大会选举5名监事，员工代表大会推举2名监事，监事会设主席1人。公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。公司副总经理由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书为公司高级管理人员。

总体看，公司已初步建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，但公司未实现所有权与经营权的完全分离，控股股东所占股份较重，一定程度加大了制衡难度。

2. 公司内部管理

公司根据实际需要和有关要求，已逐步建立健全了财务管理、担保管理、对外投资管理、募集资金使用管理、人力资源管理等一系列科学合理的内部管理控制制度。

财务管理方面，公司实行“集中管理、分层核算”的财务管理体制，内部各核算单位的财务机构，由财务部调配专职的财务人员，实行垂直领导，双重考核，分支机构资金的收付实行“收支两条线”管理，不允许“坐支”，各分设财务机构直接对财务部负责。公司实行财务收支预算控制，预算外的财务收支，需单列项目并按规定的权限履行审批手续后方可办理。货币资金的管理上，公司控制现金使用范围，严格付款审批和银行结算支票的签发，在内部按目标责任制管理核定各责任单位的资金占用额及考核办法，实行有偿占用。公司明确重大经济合同签订的审批权限，并对成本的内部控制、原材料收发、产品入库及发货进行严格的会计核算和财务监管。

担保管理方面，公司明确担保的审批权限，规定单一项目担保额度在公司上一年度经审计的净资产 5%以下（不含本数），由公司总

经理办公会议审批；5%以上和 10%以下（均含本数），经公司总经理办公会议审查后，报请公司董事会过半数表决通过方能生效；10%以上和 15%以下（均含本数），经公司总经理办公会议审查后，报请公司董事会三分之二表决通过方能生效；15%以上（均含本数），经公司总经理办公会议审查后，报请公司董事会三分之二表决通过并提交股东大会一般决议方能生效。公司规定所属企业无权对外担保，公司及公司控股企业只能为所投资企业提供担保，且担保额不得超过其按股权比例应承担的担保额度。

对外投资管理方面，公司规定股东大会、董事会为对外投资的决策机构。单一项目对外投资总额占公司最近经审计净资产值 15%以上的，该项投资项目应由董事会三分之二通过并提交股东大会一般决议通过方能生效；10%至 15%之间的，应由董事会三分之二通过方能生效；5%至 10%之间的，应由董事会过半数通过方能生效；5%以下的，由总经理办公会研究论证以后，报公司董事会，由董事长审批。公司规定对于重大投资项目可单独聘请专家或中介机构进行可行性分析论证，对外投资项目一经确认，应当成立项目实施小组或相关部门，对项目实施全过程监管，并定期向董事会报告。

人力资源管理方面，公司建立人力资源开发和培训体系直接为经理人和员工个人的职业生涯发展服务。人力资源部每年 12 月份制定年度培训计划，每月负责组织月度培训工作计划与总结会议，公司对每次培训的效果作出相应的评估和追踪。同时，公司制定《薪资与绩效考核管理办法》，明确各类别岗位的薪资构成，并建立成绩、态度、能力考核体系，高层管理人员以季度为考核周期，其他人员以月为考核周期，年终进行综合评定。考核结果与员工的绩效工资、奖金、计提绩效奖、超产奖挂钩。

整体看，公司管理结构合理，制度建设较

完善。

六、经营分析

1. 经营现状

2006~2008年,公司营业收入保持较快增长,3年复合增长率为19.46%。2008年,公司实现营业收入71581.43万元,其中饲料及饲料添加剂共实现收入57699.90万元,占公司营业

收入的80.61%;公司实现毛利润5479.91万元;饲料及饲料添加剂实现净利润1442.62万元(冰鲜鸡、鸡苗和活鸡合计亏损)是公司目前的主要盈利板块,参见表1。

2008年饲料价格及汇率波动大,由于鸡的养殖成本70%来自饲料,因此导致公司成本快速上涨,鸡苗和冰鲜鸡出现亏损,利润规模大幅下滑。

表1 近年公司经营情况(单位:万元;%)

项目	营业收入				营业成本				毛利率			
	2006年	2007年	2008年	09年1-9月	2006年	2007年	2008年	09年1-9月	2006年	2007年	2008年	09年1-9月
饲料	16278	22279	26761	36144	14752	21274	25773	33343	9.37	4.51	3.69	7.75
饲料添加剂	19816	26392	30938		17912	23959	27122		9.61	9.22	12.34	
冰鲜鸡	8538	7496	7913	8589	8128	6420	7988	8457	4.81	14.36	-0.95	1.54
鸡苗	3672	4377	2304		2568	2434	2698		30.07	44.39	-17.12	
活鸡	1781	1940	2998		1149	2202	2295		35.46	-13.50	23.47	
其他	73	69	667	455	51	37	226		31.06	46.39	66.14	
合计	50158	62552	71581	45188	44560	56325	66102	41800	11.16	9.96	7.66	7.50

资料来源:公司提供

2. 经营模式

“公司+农户”模式。公司是“公司+农户”江高模式的始创者,其发展模式:公司按一定的价格把优质鸡苗、饲料卖给农户,农户按照公司的要求进行饲养,公司在农户生产过程中提供一定的技术服务、指导,然后按照事先约定的价格向农户收购肉鸡。

“公司+基地+农户+标准”模式。公司在总结“公司+农户”模式经验的基础上,进一步提出“公司+基地+农户+标准”的联合饲养模式。这种模式以代养鸡为主,其基本做法:由公司提供鸡苗、饲料、药疫,派技术人员驻场管理,由养户提供场地和人力进行生产,按饲养数量收取额定的代养费;公司提供部分资金扶持,主要对场地的建设及配置设备;公司派专人到基地场24小时监管,主要负责日常生产管理、资产的管理、统计资料归集;基地场尽可能按照注册标准进行改造,并建立ISO9001体系进行饲养管理(包括防疫计划),实行标准化生产,以尽最大限度保证肉鸡的品质符合出口要求。此经营模式公司先期收取农户保证金,由

公司派技术人员定期不定期进行现场技术指导,实行标准化的生产和防疫,能较好适应市场发展的客观要求,但同时也增加了公司在农户的管理及控制等方面的难度。

3. 原材料采购

玉米和豆粕占公司饲料成本的70%左右。公司大宗原材料主要从东北采购,一部分通过进口。

采购价格方面,受宏观经济及季节性影响,2006~2008年,公司玉米、豆粕采购价格快速上涨(见表2),年均增幅分别达11.94%和29.98%。而2008年三季度以来,国内玉米、豆粕价格的下跌,加大了公司采购成本的控制难度。

表2 近年公司采购价格情况

主要原材料		采购价格(元/吨)			
名称	占成本比重(%)	2006年	2007年	2008年	2009年1-9月
玉米	55%	1466.0	1712.5	1837.0	1730.3
豆粕	20%	2232.0	2583.9	3771.0	3331.5

资料来源:公司提供

采购量方面，2006~2008 年，公司玉米和豆粕采购量年均增长 12.86%，基本与同期公司饲料产销量相匹配。

表 3 近年公司采购量情况

名称	采购量（吨）			
	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-9 月
玉米	52450	64510	66080	43520
豆粕	19073	23510	25020	15640

资料来源：公司提供

供应商方面，公司近年玉米的主要供应商包括中央储备粮花都粮库、中央储备粮新沙港直属库和营口红运经贸储运有限公司等，约占公司采购金额的 44.50%；豆粕的主要供应商包

括东莞市卡尔吉蛋白饲料有限公司、广州植之元油脂有限公司和广东福百盛粮食有限公司等，约占公司采购金额的 83.26%。公司对主要供应商较为依赖。

4. 生产经营

公司主要生产饲料、冰鲜鸡、鸡苗等产品，主要业务流程：公司首先进行饲料生产，部分饲料产品供国内销售，部分饲料供内部育种使用（约 25-30%）→鸡苗等育种完成后部分供内部饲养使用，部分在供国内销售及出口→公司主要将饲养成熟后的禽类加工为冰鲜产品、冰冻产品和熟食供国内专卖店销售及出口。

表 4 近年公司主要产品生产情况

产品	颗粒饲料	复合预混料	冰鲜鸡	鸡苗*
产能（吨）	2006	250000.00	4500.00	
	2007	250000.00	4500.00	
	2008	250000.00	4500.00	
	2009 年 1-9 月	250000.00	4500.00	
产量（吨）	2006	97246.00	4039.88	3848.01
	2007	121353.00	4392.44	4703.92
	2008	123843.00	4270.61	5379.41
	2009 年 1-9 月	78540.00	3241.89	3542.33

注 1：资料来源：公司提供

注 2：鸡苗产量单位：万羽

公司完善从黄鸡育种、饲养、饲料和饲料添加剂生产、食品深加工的产业链带，为确保出口家禽产品符合质量卫生标准，公司生产全过程执行 GB/T19001：2000 标准，通过 ISO9001：2000、HACCP 体系认证，按 GMP、SSOP 等有关标准进行生产管理，并先后制定了《江村黄鸡》品种标准和《江村黄鸡饲养管理规程》标准。公司和广州市农业标准与监测中心共同起草了《广州市肉鸡安全生产规程》，并在此基础上编制了《卫生防疫制度》、《饲养操作规程》等管理制度，规范品种选育、饲料营养供给、饲料添加剂的应用管理、药物疫苗的严格控制、生物安全疫病防制等，确保江村黄鸡从农场到餐桌全过程的质量监控。

公司属下的粤江丰饲料厂、江丰水产饲料厂、饲料浓缩剂厂等分公司是公司的骨干企业，拥有三条饲料生产线，两条复合维生素和矿物质元素生产线，主要设备从德国、意大利、瑞士

等国家进口。公司生产的“粤江丰”牌系列饲料和饲料添加剂产品配方，质量位居同行前列。

公司属下的卓味家禽加工厂厂区占地面积 70 多亩，生产能力 2000 只/小时，主要生产“卓味”牌冰鲜整鸡、分割系列产品。卓味家禽加工厂的主要设备从荷兰梅恩公司引进，从厂房的规划、设计、建设、设备的选择、生产工艺和流程、产品包装等全过程严格按照欧盟卫生标准、HACCP、SSOP 标准进行生产、管理。卓味家禽加工厂的生产原料全部采用公司属下的注册出口养殖场的鸡只，肉鸡饲养基地环境及产品质量符合《无公害食品》国家农业行业标准，并通过了国家无公害农产品统一认证。公司是首批香港冰鲜鸡的生产企业之一，“卓味”牌冰鲜整鸡、分割系列产品，目前约占香港市场销售额的 20%。

2006~2008 年，公司主要产品的产能基本维持稳定，颗粒饲料年产能 250000 吨，复合预

混料年产能 4500 吨。近 3 年公司颗粒饲料和冰鲜鸡产品产量逐年增长，复合增长率分别为 12.85% 和 18.24%，但由于受禽流感影响，鸡苗价格下降，公司鸡苗产量在 2008 年出现负增长，见表 4。

公司预计未来几年，随着循环经济型畜禽产业集聚发展规划的逐步推进，冰鲜鸡的产能将会有较快增长，颗粒饲料的产能利用率将会有所提高。

5. 产品销售

销量方面，2006~2008 年，公司颗粒饲料和冰鲜鸡产品销量稳中有增（见表 5），复合增长率分别为 12.82% 和 5.21%。2008 年冰鲜鸡销

量的增加在其销售收入较 2007 年出现 5.56% 的增长中起主要作用，但由于市场需求的波动，冰鲜鸡的销量增幅与产量增幅不够匹配。公司复合预混料和鸡苗的销量在 2008 年出现负增长，特别是鸡苗销量的大幅下滑，对其销售收入较 2007 年出现 47.37% 的降幅起主要影响作用。

销售价格方面，2006~2008 年，公司饲料产品的售价大幅上涨，并于 2009 年上半年有所回落，基本与玉米、豆粕的价格波动走势一致。公司饲料售价的提高，一定程度抵消了复合预混料销量下降的影响，拉动公司同期饲料产品销售收入的快速增长，2006~2008 年，饲料及饲料添加剂销售输入年均增长率达 26.44%。

表 5 近年公司主要产品销售情况

产品		颗粒饲料	复合预混料	冰鲜鸡	鸡苗*
销量（吨）	2006	97407.48	3917.67	4335.00	1761.63
	2007	121026.47	4442.59	4194.00	2226.96
	2008	123980.00	4295.68	4798.26	1606.94
	2009 年 1-9 月	78693.55	3076.75	3317.08	1150.13
均价（元/吨；元/万羽）	2006	2330.81	13699.36	12700.47	1.33
	2007	2573.47	18888.65	15392.41	1.79
	2008	3018.43	24606.82	15624.18	1.41
	2009 年 1-9 月	2852.71	22275.52	15280.40	1.18

注 1：资料来源：公司提供

注 2：鸡苗销量单位：万羽；均价单位：元/万羽

销售区域方面，公司饲料产品除内部使用外，全部在国内销售，主要集中在两广、两湖、江西、海南等华南地区，销售方式基本以直销为主，现金交易占九成左右。公司冰鲜鸡销售区域主要以香港市场为主，国内销售以广州专卖店为主。2008 年公司冰鲜鸡出口额约占其销售收入的 66% 左右，毛鸡和鸡苗出口额分别占其销售收入 25% 和 7% 左右。

销售客户方面，公司饲料产品主要销售客户包括清远环城饲料店、吴浩区等，约占 2008 年公司总销售额的 5% 左右；冰鲜鸡主要销售客户包括万安（远东）有限公司、正大行等，约占 2008 年公司总销售额的 3.5% 左右。2008 年前 5 名客户销售额约占公司总销售额的 15% 左右，公司对下游客户依赖度较小。

6. 经营效率

2006~2008 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数均稳中有升，2008 年分别为 17.09 次和 2.36 次。存货周转次数呈波动上升趋势，2008 年为 10.57 次。

近年来公司营业收入稳步增长，销售大部分以现金交易实现，公司销售债权及总资产周转次数均保持较高效率。

2006~2008 年，公司管理费用率波动中上升，三年分别为 3.50%、2.35% 和 3.54%。

2006~2008 年，公司现金收入比分别为 104.98%、105.14% 和 105.43%，公司前 3 年收入实现能力基本维持稳定。2009 年 1-9 月，公司现金收入比为 97.94%，收入实现程度有所下降。

整体看，公司运营效率较高。

7. 未来发展

公司根据国内外畜禽产业化经营的经验，以及对国内外畜禽行业的现状和发展趋势的市场调研，提出了循环经济型畜禽产业集聚发展规划。2010年-2012年公司总投资27000万元，以年精深加工5000万只肉鸡为战略目标，带动肉鸡精深加工、养殖合作、种苗供应、饲料生产、产品流通等相关产业的协调发展。为提高抗击市场风险的能力，实现产品多元化发展，公司将配套建立3个10000头肉猪生产基地，1个种猪生产基地。最终形成一个畜禽产品从生产→加工→流通的完整产业链条、多层次废物再生利用的循环经济型禽畜产业集聚的发展模式。但新业务模式的拓展由于投资规模较大，存在一定的资金压力，且需要配套相应的技术、设备和管理。

未来公司将加大冰鲜鸡国内市场的开拓力度，逐步降低其出口比重。公司预计随着畜禽产业集聚发展规划的逐步推进，冰鲜鸡产能的快速扩张，冰鲜鸡销售额将快速增长，并带动饲料的产能利用率逐步提高。同时由于投资规模较大，公司将面临对外筹资的压力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2006~2008年财务报表已经广东正中珠江会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2007年公司开始执行财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》，会计政策发生变更，公司对会计政策变更所涉及的有关项目进行了追溯调整。公司2009年9月报表未经审计。

本报告财务分析以2008年合并报表数据为主，分析涉及2006年财务数据比较时，以调整后的2007年期初财务数据为基数。

截至2008年底，公司（合并）资产总额为29625.19万元，所有者权益合计为10639.33

万元（其中少数股东权益207.32万元）。2008年，公司实现营业收入71581.43万元，利润总额949.50万元。

截至2009年9月底，公司合并资产总额为26803.33万元，所有者权益合计为10845.22万元。2009年1~9月，公司实现营业收入45188.21万元，利润总额871.58万元。

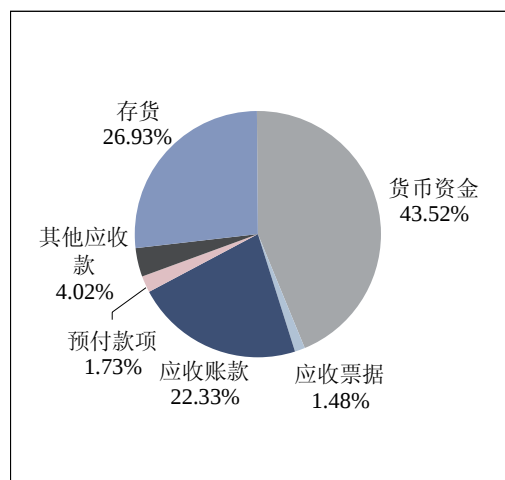
2. 资产质量

2006~2008年，公司资产总额波动中有所增长，年复合增长率5.45%。截至2008年底，公司资产总额29625.19万元，其中流动资产占65.05%，非流动资产占34.95%。近3年公司资产构成基本维持稳定，流动资产占比逐年上升。

截至2009年9月底，公司资产总额26803.33万元，其中流动资产占71.05%，非流动资产占28.95%，流动资产占比继续上升。

(1) 流动资产

图5 截至2008年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

2006~2008年公司流动资产波动中有所增长。截至2008年底，公司流动资产19270.42万元，以货币资金（占43.52%）、应收账款（占22.33%）和存货（占26.93%）为主，见图5。2006~2008年，受营业收入增加的影响，公司货币资金稳步增长，复合增长率11.07%。

2006~2008年，公司应收票据复合增长266.45%，应收票据全部为银行承兑汇票。

2006~2008 年，公司应收账款复合增长率为 14.32%，低于 3 年营业收入 19.46% 的增长幅度。截至 2008 年底，公司应收账款 4302.14 万元，账龄在 1 年以内的占比 98.44%，前五名欠款单位欠款金额占应收账款余额的 22.08%。

2006~2008 年，公司预付款项年均复合增长率为-4.23%，主要由于 2008 年预付款项下降较快。截至 2008 年底，预付款项为 333.14 万元，账龄全部在 1 年以内。

2006~2008 年，公司其他应收款波动中有所减少，截至 2008 年底，公司其他应收款为 774.34 万元，其中 1 年以内占 37.13%，1-2 年占 48.25%，2-3 年占 13.98%，3 年以上占 0.64%。公司共计提坏账准备 181.71 万元，坏账准备计提较为充分。

2006~2008 年，公司存货波动较大。截至 2008 年底，公司存货净额 5188.83 万元，存货主要内容是玉米、豆粕等原材料（占比 32.38%）、库存添加剂（占比 27.15%）和饲料、预混料等产成品（占比 20.56%）。公司计提存货跌价准备 83.64 万元，考虑到 2008 年下半年以来，玉米和豆粕的价格大幅回落，公司存货跌价准备计提不够充分。

截至 2009 年 9 月底，公司流动资产 19044.83 万元，仍以货币资金、应收账款、存货为主，各项占比与 2008 年底相比变化不大。

整体看，公司流动资产以货币资金、应收账款和存货为主，流动性尚可。

（2）非流动资产

截至 2008 年底，公司非流动资产以固定资产、长期股权投资和无形资产为主，具体构成比例见图 6。

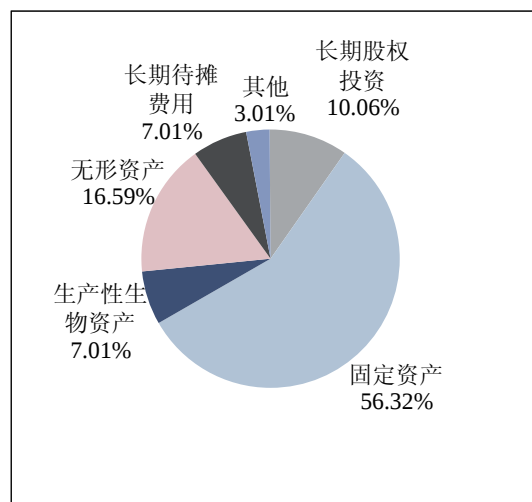
2006~2008 年，公司长期股权投资复合增长率为 610.94%，主要由于 2007 年公司增加了对广州市农村信用合作联社 1020.60 万元的投资。

2006~2008 年，由于每年计提折旧的原因，公司投资性房地产账面价值逐年减少。

2006~2008 年，公司固定资产复合增长率

为 2.69%。截至 2008 年底，公司固定资产 5831.83 万元，其中，房屋、建筑物占比 70.53%（其中 768.91 万元已被公司用于借款抵押），成新率为 49.46%；机器设备占比 23.98%，成新率为 35.23%；运输设备占比 1.25%，成新率 10.64%。

图 6 截至 2008 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司提供

2006~2008 年，公司在建工程年均复合增长率为-76.44%。截至 2008 年底，公司在建工程 87.81 万元，系复合肥加工项目和清远江丰设备安装工程。公司在建工程较 2007 年大幅下降，主要是由于当年转入固定资产大幅增加。

2006~2008 年，公司生产性生物资产复合增长率为 5.91%。截至 2008 年底，公司生物性资产为 726.11 万元，系畜牧养殖用种鸡。

2006~2008 年，公司无形资产复合增长率为-1.28%。截至 2008 年底，公司无形资产为 1718.27 万元，全部为土地使用权，其中 1101.77 万元的土地使用权已被公司用于借款抵押。

2006~2008 年，公司长期待摊费用快速增长。截至 2008 年底，公司长期待摊费用为 726.12 万元，主要是新增了家禽批发市场基础设施的待摊费用。

截至 2009 年 9 月底，公司非流动资产仍以固定资产、长期股权投资和无形资产为主，各项占比与 2008 年底相比变化不大。

总的来看，公司资产以流动资产为主，整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

截至 2008 年底，公司所有者权益合计为 10639.33 万元，其中归属母公司权益占所有者权益为 10462.49 万元。归属母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占比 66.91%、1.46%、7.56%、24.07%。公司所有者权益以实收资本为主，股东权益结构稳定性一般。

2006~2008 年，公司所有者权益的波动主要来自于未分配利润的变化。截至 2008 年底，公司未分配利润较上年快速下降，主要是公司 2008 年净利润下降及派送现金红利所致。

截至 2009 年 9 月底，公司所有者权益合计为 10845.22 万元。归属母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占比 64.32%、1.41%、7.27%、27.00%。除未分配利润有所增加外，公司所有者权益较 2008 年底变化不大。

(2) 负债

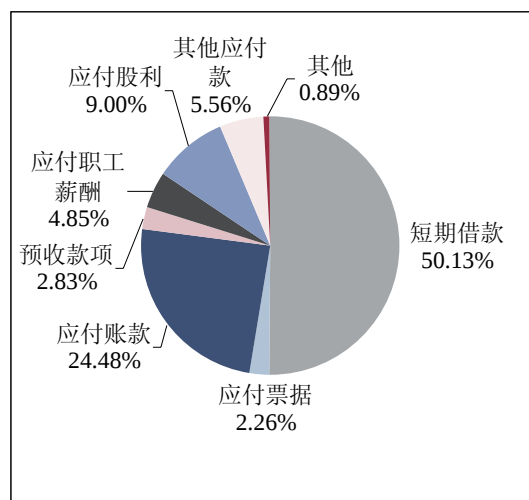
2006~2008 年，公司负债总额年均复合增长率为 7.06%，公司负债增长主要来自于流动负债的增长。截至 2008 年底，公司负债总额 18985.86 万元，其中流动负债占 96.87%，非流动负债占 3.13%。

截至 2009 年 9 月底，公司负债总额 15958.11 万元，其中流动负债占 96.17%，非流动负债占 3.83%。公司债务结构与 2008 年底变化不大。

流动负债

截至 2008 年底，公司流动负债 18391.36 万元，主要以短期借款和应付账款为主，具体构成比例参见图 7。

图 7 截至 2008 年底公司流动负债构成



资料来源：公司提供

截至 2008 年底，公司短期借款为 9219.00 万元，由于公司以部分固定资产和无形资产作抵押取得银行借款，短期借款维持增长态势。

2006~2008 年，公司应付账款略有波动，复合增长率为 0.17%。截至 2008 年底，公司应付账款 4502.75 万元，不存在应付持有公司 5% 及以上表决权的股东款项及关联方款项。

截至 2008 年底，公司预收款项 520.03 万元，近 3 年基本保持稳定。

截至 2008 年底，公司应付职工薪酬为 892.20 万元，近 3 年呈逐年减少趋势。

截至 2008 年底，根据公司临时股东大会通过的利润分配方案，公司应付股利新增 1656.11 万元。

截至 2008 年底，公司其他应付款 1022.15 万元，无其他应付持有公司 5% 及以上表决权的股东及关联方款项。

2006~2008 年，公司一年内到期的非流动负债逐年减少。截至 2009 年 9 月底，其数额已降为零。

非流动负债

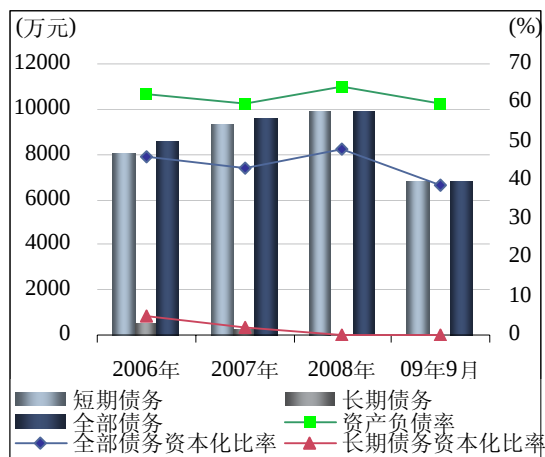
截至 2008 年底，公司非流动负债 594.50 万元，其中其他非流动负债占比 70.98%，递延收益占比 29.02%。公司其他非流动负债、递延收益主要为广州市财政局、广州市白云区农业局、

广州市白云区财政局、广州市白云区经济贸易局等单位的项目拨款。

负债水平及债务负担

2006~2008年，公司资产负债率、全部债务资本化比率呈波动上升趋势，由于长期债务的逐年减少，公司长期债务资本化比率下降。

图8 近年公司负债水平及债务负担



资料来源：公司提供

截至2008年底，公司总债务为9885.26万元，全部是短期债务。预计随着公司对循环型禽畜产业集聚发展的推进，债务融资规模将有所扩大。

截至2009年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为59.54%、38.55%和0%。公司整体债务负担有所下降。

总体看，公司负债水平适中，但债务结构以短期债务为主，如出现短期价格下降或者大规模疫情，公司将面临资金周转压力；同时随着债券的发行和投资支出的增加，公司债务规模将呈上升趋势。

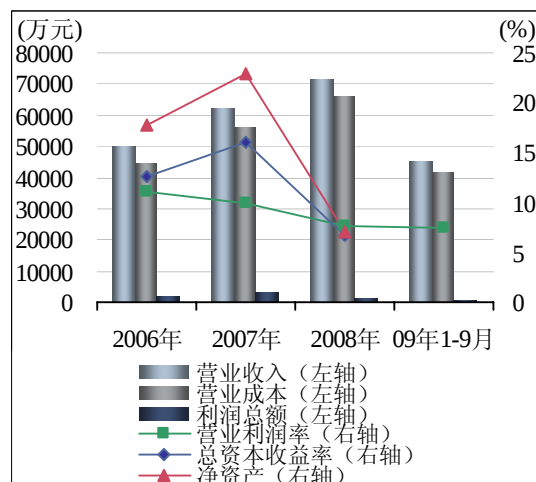
4. 盈利能力

2006~2008年，公司营业收入保持较快增长，3年复合增长率为19.46%。同时，由于原材料价格的快速上涨，采购成本逐年增加，公司营业成本3年复合增长率达21.80%，增幅超

过营业收入，导致公司营业利润率逐年下滑，见图9。

2006~2008年，公司销售费用、管理费用、财务费用复合增长率分别为-18.69%、20.19%和3.14%。管理费用增长较快的主要原因是公司对开办费进行一次性摊销、调整了部分核算内容。

图9 近年公司盈利情况



资料来源：公司提供

2006~2008年公司利润总额分别为1846.52万元、2983.00万元和949.50万元，利润规模降幅较大。2008年公司净资产收益率和总资本收益率分别为7.13%和6.70%，较2007年明显下降，公司盈利能力下滑。

2009年1-9月，公司实现营业收入45188.21万元，利润总额871.58万元。2009年1-9月，公司营业利润率为7.38%，基本维持2008年水平。

总的来看，由于近年原材料价格的波动，公司营业成本快速增长，盈利能力下降。

5. 现金流

从经营活动来看，2006~2008年，随着公司营业收入和营业成本的快速增长，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年均分别增长19.72%、22.79%。2006~2008年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为3733.96万元、2311.42万元和2949.40万元，公司经营活动获取现金能力较稳定。

从投资活动来看, 2006~2008 年, 公司投资活动现金流入量相对较小; 投资活动现金流出主要是购建固定资产、无形资产和投资所支付的现金; 2006~2008 年公司投资活动产生的现金流量净额均为负值, 2008 年为-257.46 万元。

2006~2008 年, 公司筹资活动前现金流量净额分别为 2372.36 万、445.43 万元和 2691.95 万元, 2008 年公司投资规模减少, 筹资活动前现金流量净额增加。但公司未来投资规模较大, 对外筹资需求将增加。

从筹资活动来看, 2006~2008 年公司筹资活动现金流入、流出分别以取得借款和偿还债务支付的现金为主, 3 年筹资活动现金流量净额分别为-934.11 万元、82.01 万元和-1670.16 万元。2008 年公司加大了偿还债务的力度, 筹资活动现金净流出增加。

2009 年 1-9 月, 公司经营活动现金流量净额 1397.36 万元, 仅为上年全年的 47.38%; 公司投资活动现金流量净额 2399.57 万元; 筹资活动现金流量净额-4590.76 万元。

总体看来, 公司近三年经营获现能力较为稳定; 投资规模有所减少; 筹资规模及偿还债务力度增加。未来几年随着公司投资规模的扩大, 对外筹资需求将增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2006~2008 年公司流动比率呈波动下滑趋势, 速动比率有所改善, 截至 2008 年底, 上述指标分别为 104.78% 和 76.57%; 2006~2008 年, 公司经营现金流动负债比下降, 2008 年为 16.04%。截至 2009 年 9 月底, 公司流动比率、速动比率分别为 124.09%、88.46%, 较 2008 年底均有提高。整体看公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标看, 2006~2008 年, 受营业成本波动的影响, 公司 EBITDA 呈下降趋势, 3 年分别为 3529.92 万元、4627.06 万元和 2581.81 万元; 公司 EBITDA 利息保护倍数下

滑, 2008 年为 4.20 倍; 公司全部债务/EBITDA 倍数上升, 2008 年为 3.83 倍。EBITDA 对公司债务的保护能力一般。

7. 担保及银行授信情况

截至 2009 年 9 月底, 公司无对外担保情况。

截至 2009 年 9 月底, 公司共获得银行授信额度 12188 万元, 已使用额度 5188 万元, 未使用额度 7000 万元。公司具备间接融资渠道。

八、本期集合票据偿债能力分析

1. 本期集合票据对公司现有债务的影响

公司本期拟发行集合票据额度为 3000 万元, 占 2009 年 9 月底公司全部债务的 44.09%, 对公司现有债务有较大影响。

截至 2009 年 9 月底, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 59.54% 和 38.55%。以 2009 年 9 月底财务数据为基础, 在不考虑其他因素的情况下, 本期集合票据发行后, 公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 63.61% 和 47.48%。

本期集合票据的发行对公司有息债务水平有较大影响。

2. 本期集合票据偿还能力分析

以 2008 年财务数据为基础, 公司 EBITDA、经营活动现金流入和经营活动现金流量净额对本期计划发行 3000 万元集合票据的保护倍数分别为 0.86 倍, 25.30 倍和 0.98 倍。总体看, 公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期集合票据覆盖程度较高。

九、综合评价

公司是农业产业化国家重点龙头企业, 在经营模式、技术水平和产品品牌等方面具有优势。同时, 近年来玉米、豆粕等原料价格的波动和行业风险导致公司成本上升, 对公司的盈利能力带来一定负面影响。

公司资产质量尚可，负债偏重短期债务，整体债务水平适中；公司近年来收入规模保持增长，但利润规模和盈利能力大幅波动，整体偿债能力一般。

公司选育技术水平较高，饲料、育种、养殖和加工一体化的经营有助于公司抵御市场风险，未来随着公司生产规模进一步扩大，经营状况有望保持平稳发展。

总体看，公司整体信用风险水平一般。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 9 月
流动资产：					
货币资金	6798.13	7305.42	8387.28	11.07	7556.15
交易性金融资产					
应收票据	21.20	100.00	284.69	266.45	115.36
应收账款	3291.93	3690.00	4302.14	14.32	4700.70
预付款项	363.23	541.09	333.14	-4.23	411.21
应收利息					
应收股利					
其他应收款	1017.44	1192.90	774.34	-12.76	793.36
存货	5137.86	7324.06	5188.83	0.49	5468.04
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	16629.80	20153.47	19270.42	7.65	19044.83
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	20.60	1041.20	1041.20	610.94	1041.20
投资性房地产	227.13	210.14	194.10	-7.56	182.57
固定资产	5530.62	4842.48	5831.83	2.69	3713.19
在建工程	1582.49	2202.90	87.81	-76.44	0.00
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产	647.37	864.40	726.11	5.91	704.04
油气资产					
无形资产	1763.12	1553.17	1718.27	-1.28	1337.18
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	200.16	105.40	726.12	90.46	744.32
递延所得税资产	41.57	39.83	29.32	-16.01	36.00
其他非流动资产					
非流动资产合计	10013.05	10859.53	10354.76	1.69	7758.50
资产总计	26642.85	31013.00	29625.19	5.45	26803.33

附件 1-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 9 月
流动负债：					
短期借款	6716.00	8784.00	9219.00	17.16	5188.00
交易性金融负债					
应付票据			416.26		1615.54
应付账款	4487.87	4802.96	4502.75	0.17	5308.50
预收款项	482.82	477.81	520.03	3.78	364.34
应付职工薪酬	1723.91	1463.10	892.20	-28.06	892.44
应交税费	-123.16	64.55	-87.14	-15.88	-121.88
应付利息					
应付股利			1656.11		11.48
其他应付款	987.52	1618.97	1022.15	1.74	2088.98
预计负债					
一年内到期的非流动负债	1368.00	500.00	250.00	-57.25	0.00
其他流动负债					
流动负债合计	15642.96	17711.40	18391.36	8.43	15347.39
非流动负债：					
长期借款	500.00	250.00		-100.00	
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延收益		100.00	172.50		198.42
递延所得税负债					
其他非流动负债	422.00	422.00	422.00	0.00	412.30
非流动负债合计	922.00	772.00	594.50	-19.70	610.72
负债合计	16564.96	18483.40	18985.86	7.06	15958.11
所有者权益：					
实收资本(或股本)	7000.00	7000.00	7000.00	0.00	7000.00
资本公积	36.34	152.96	152.96	105.17	152.96
减：库存股					
盈余公积	428.02	673.77	791.07	35.95	791.07
未分配利润	2089.22	4524.51	2518.46	9.79	2938.49
归属于母公司权益合计	9553.58	12351.24	10462.49	4.65	10882.52
少数股东权益	531.44	205.65	207.32	-37.54	0.00
外币报表折算差额	-7.14	-27.29	-30.48	106.62	-37.30
所有者权益合计	10077.88	12529.60	10639.33	2.75	10845.22
负债和所有者权益总计	26642.85	31013.00	29625.19	5.45	26803.33

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~9 月
一、营业收入	50158.29	62552.44	71581.43	19.46	45188.21
减: 营业成本	44559.51	56325.18	66101.53	21.80	41800.04
营业税金及附加	12.73	34.59	60.63	118.20	54.05
销售费用	1771.32	1737.34	1171.05	-18.69	1271.63
管理费用	1755.44	1472.42	2536.01	20.19	1714.57
财务费用	541.34	592.75	575.86	3.14	343.89
资产减值损失	-120.16	17.67	203.68		-0.34
加: 公允价值变动收益					
投资收益	-2.79	31.68	2.43		743.45
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	1635.30	2404.18	935.12	-24.38	747.82
加: 营业外收入	218.16	595.53	133.79	-21.69	132.97
减: 营业外支出	6.94	16.71	119.41	314.77	9.22
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	1846.52	2983.00	949.50	-28.29	871.58
减: 所得税费用	51.55	116.31	190.58	92.29	101.55
四、净利润	1794.98	2866.69	758.92	-34.98	770.03
其中: 归属于母公司的净利润	1801.39	2891.04	757.24	-35.16	
少数股东损益	-6.41	-24.35	1.67		

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 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	52655.83	65765.36	75468.57	19.72	44259.09
收到的税费返还			265.61		220.14
收到其他与经营活动有关的现金	244.08	1327.86	161.47	-18.67	123.50
经营活动现金流入小计	52899.91	67093.22	75895.64	19.78	44602.73
购买商品、接受劳务支付的现金	43971.68	59655.51	66299.54	22.79	37534.58
支付给职工以及为职工支付的现金	1852.46	2863.94	3252.93	32.51	3592.45
支付的各项税费	282.68	501.32	866.37	75.07	590.05
支付其他与经营活动有关的现金	3059.13	1761.04	2527.40	-9.11	1488.29
经营活动现金流出小计	49165.95	64781.80	72946.24	21.81	43205.37
经营活动产生的现金流量净额	3733.96	2311.42	2949.40	-11.12	1397.36
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金		510.82			780.00
取得投资收益收到的现金	1.60	0.00	2.43	23.29	743.45
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	321.42	0.69	0.70	-95.34	1758.51
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	323.02	511.51	3.13	-90.16	3281.96
购建固定资产、无形资产等支付的现金	1684.63	1165.40	260.59	-60.67	372.39
投资支付的现金		1212.10			510.00
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	1684.63	2377.50	260.59	-60.67	882.39
投资活动产生的现金流量净额	-1361.60	-1865.99	-257.46	-56.52	2399.57
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	6816.00	9034.00	11492.00	29.85	4192.00
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金					54.74
筹资活动现金流入小计	6816.00	9034.00	11492.00	29.85	4246.74
偿还债务支付的现金	6566.00	8084.00	11557.00	32.67	6830.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1184.11	867.99	1605.16	16.43	1994.63
支付其他与筹资活动有关的现金					12.87
筹资活动现金流出小计	7750.11	8951.99	13162.16	30.32	8837.50
筹资活动产生的现金流量净额	-934.11	82.01	-1670.16	33.72	-4590.76
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	3.07	-20.15	60.08	342.51	-37.30
五、现金及现金等价物净增加额	1441.32	507.29	1081.87	-13.36	-831.13
加: 期初现金及现金等价物余额	5356.81	6798.13	7305.42	16.78	8387.28
六、期末现金及现金等价物余额	6798.13	7305.42	8387.28	11.07	7556.15

附件 3-2 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	1794.98	2866.69	758.92	-34.98
加：资产减值准备	-120.16	17.67	203.68	
固定资产折旧及其他	970.38	843.16	906.04	-3.37
无形资产摊销	58.73	74.49	53.39	-4.65
长期待摊费用摊销	100.18	68.42	57.61	-24.17
处置固定资产、无形资产等损失	6.58	5.56	32.28	121.52
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	554.11	657.99	552.00	-0.19
投资损失	2.79	-31.68	-2.43	
递延所得税资产减少	-5.75	1.74	10.51	
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	1347.19	-2403.22	2189.87	27.50
经营性应收项目的减少	-786.12	-574.96	-441.75	-25.04
经营性应付项目的增加	-188.95	785.57	-1370.71	169.34
其他				
经营活动产生的现金流量净额	3733.96	2311.42	2949.40	-11.12

附件 4 主要计算指标

项目	2006 年	2007 年	2008 年	平均值	2009 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	15.14	17.61	17.09	16.52	--
存货周转次数(次)	8.67	9.04	10.57	9.32	--
总资产周转次数(次)	1.88	2.17	2.36	2.16	--
现金收入比(%)	104.98	105.14	105.43	105.25	97.94
盈利能力					
营业利润率(%)	11.14	9.90	7.57	8.98	7.38
总资本收益率(%)	12.59	15.98	6.70	10.66	--
净资产收益率(%)	17.81	22.88	7.13	13.99	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	4.73	1.96	0.00	1.53	0.00
全部债务资本化比率(%)	46.00	43.21	48.16	46.24	38.55
资产负债率(%)	62.17	59.60	64.09	62.36	59.54
偿债能力					
流动比率(%)	106.31	113.79	104.78	107.79	124.09
速动比率(%)	73.46	72.44	76.57	74.71	88.46
经营现金流动负债比率(%)	23.87	13.05	16.04	16.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.37	7.03	4.20	5.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.43	2.06	3.83	3.02	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.28	0.05	0.27	0.21	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	4.28	0.68	4.38	3.25	--
本期集合票据偿债能力					
EBITDA/本期集合票据发行额度(倍)	1.18	1.54	0.86	1.13	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	17.63	22.36	25.30	22.89	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	1.24	0.77	0.98	0.97	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	0.79	0.15	0.90	0.65	--

注：公司从 2007 年开始执行《企业会计准则（2006）》。2009 年 9 月数据未经审计。

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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	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
本期集合票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期集合票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期集合票据到期偿还额
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/本期集合票据到期偿还额

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

信用等级公告

联合[2009] 527 号

联合资信评估有限公司通过对广州市普邦园林配套工程有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

广州市普邦园林配套工程有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广州市普邦园林配套工程有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广州市普邦园林配套工程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，未因广州市普邦园林配套工程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广州市普邦园林配套工程有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、广州市普邦园林配套工程有限公司主体长期信用等级自 2009 年 12 月 25 日至 2010 年 12 月 24 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
二零零九年十二月二十五日
评级业务专用章

广州市普邦园林配套工程有限公司

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: 2009 年 12 月 25 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 9 月
资产总额(万元)	8257.97	11990.52	15448.35	24030.23
所有者权益(万元)	2407.32	3627.73	7477.79	8055.38
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	0.00	0.00	0.00	2500.00
主营业务收入(万元)	19888.97	25623.32	46242.24	23442.67
利润总额(万元)	2159.03	2467.90	3738.73	1371.06
EBITDA(万元)	2242.09	2576.75	3898.43	--
经营性净现金流(万元)	282.22	906.17	3084.81	-4908.02
主营业务利润率(%)	3.40	3.96	11.83	10.44
净资产收益率(%)	57.54	33.64	31.43	--
资产负债率(%)	70.85	69.75	51.59	66.48
全部债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	23.68
流动比率(%)	133.39	134.38	181.19	135.90
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.86	0.99	1.50	--

注: 公司 2006~2008 年财务报表执行旧会计准则; 2009 年 9 月数据未经审计。

分析师

王立婷 张晓斌

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.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对广州市普邦园林配套工程有限公司(以下简称“公司”)的评级结果综合反映了公司客户资源丰富,资产和收入平稳增长,盈利能力逐渐改善,债务水平较低等优势。同时,联合资信也关注到,园林景观行业市场容量较小,行业内部存在无序竞争;公司受上游房地产开发企业资金挤占严重,工程垫付资金和应收账款规模较大等不利因素,对公司经营及发展可能带来的不利影响。

近年来,城市化进程的加快及人们对居住条件要求的提高促使了园林景观行业市场容量的不断扩大;长期看,上游房地产行业的发展和市政基础设施建设投入的增加有望拉动园林景观行业的增长。作为行业内的知名企业,公司有望受益于行业的景气增长。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 受城市基础设施建设投入的增加及房地产行业平稳发展的拉动,园林景观行业发展前景良好。
2. 公司拥有稳定、优质的客户资源,以及一定的行业声誉、区位优势;近年来,业务快速发展,盈利水平逐渐提高。
3. 公司债务负担轻。

关注

1. 园林景观行业集中度低,市场运作不规范,行业竞争激烈;公司收入及盈利规模受上游房地产行业影响而波动较大。
2. 公司主要客户集中度较高,对其依赖程度较大。

3. 公司原材料采购价格波动风险较大。
4. 公司法人治理结构和内部管理有改善的空间。
5. 公司经营性现金流受项目进度影响较大。
6. 公司所有者权益中未分配利润占比较大，稳定性相对较弱。
7. 公司对外担保规模较大，存在一定的或有风险。

一、主体概况

广州市普邦园林配套工程有限公司（以下简称“公司”）成立于 1995 年，注册资本人民币 50 万元；2001 年 9 月和 2008 年 5 月，公司两次增加注册资本，增资后，股东及其持股比例不变。截至 2008 年 9 月底，公司股东为 3 个自然人，涂善忠持有公司 50% 的股份，为公司的实际控制人；黄庆和持有公司 35% 的股份；黄建平持有公司 15% 的股份，相关工商变更登记手续已办理完成。截至 2009 年 9 月底，公司注册资本 2000 万元。

公司主要经营范围包括销售园林环境配套产品；园林绿化工程；室内装饰；公共社区园林绿化物业管理；绿化环境技术咨询及其技术服务等。公司内设人力资源部、计划室、总工室、工程部、设计部、质管部、苗木部、保养部、财务部共 9 个职能部门（详见附件 1-1）。截至 2009 年 9 月底，公司无下属子公司。

截至 2008 年底，公司资产总额 15448.35 万元，所有者权益 7477.79 万元；2008 年实现主营业务收入 46242.24 万元，利润总额 3738.73 万元。

截至 2009 年 9 月底，公司资产总额 24030.23 万元，所有者权益 8055.38 万元；2009 年 1~9 月实现主营业务收入 23442.67 万元，利润总额 1371.06 万元。

公司注册地址：广州市越秀区寺右新马路南二街一巷 14-20 号首层；公司法定代表人：涂善忠。

二、本期集合票据概况

公司计划申请发行 2010 年集合票据 2600 万元，期限 3 年。

本期集合票据发行后，公司拟将本期集合票据发行的募集资金 1000 万元用于补充营运资金；募集资金 1600 万元用于公司“万顷生态农业科技园”项目。2008 年公司在南沙区农林局的引进下，向珠江管理区租用了 1513 亩

农业用地（耕地租赁合同编号：1072200810001），并计划投资 3000 万元，其中资本金 1000 万元，将其建设成融生态种植、农业物流、观光旅游为一体的生态植物园区，该项目经广州市越秀区发展计划局备案，备案号为 090104753013192，现已投入 1000 万元，计划再投入 2000 万元。

三、行业分析

1. 行业现状

园林景观行业是集园林绿化设计、施工、养护管理、苗木生产为一体的综合性行业，主要以建设、维护和调整园林并提供服务为主要技术构成的从业人员及相关物资的集合。

园林行业的发展和人们的生活水平存在着紧密的联系。目前，中国处于一个高速发展的时代，快速的城市化进程及人们对居住环境要求的提升，都将为中国园林行业的发展提供机遇。未来，随着城镇化进程的加速，中国城市数量将快速增加，按照其发展规律，每个城市约三分之一的土地用作绿地，加以风景名胜区和大地景物规划的内容，借此判断，园林行业发展前景良好。

据不完全统计，中国园林工程的 2007 年市场容量为 300 亿元左右、园林设计市场容量约为 100 亿元、植物材料的市场需求量为 35~45 亿、园林保养市场容量约为 10 亿元。未来五年，园林产业将以 15% 的年增幅发展。

2. 上游行业

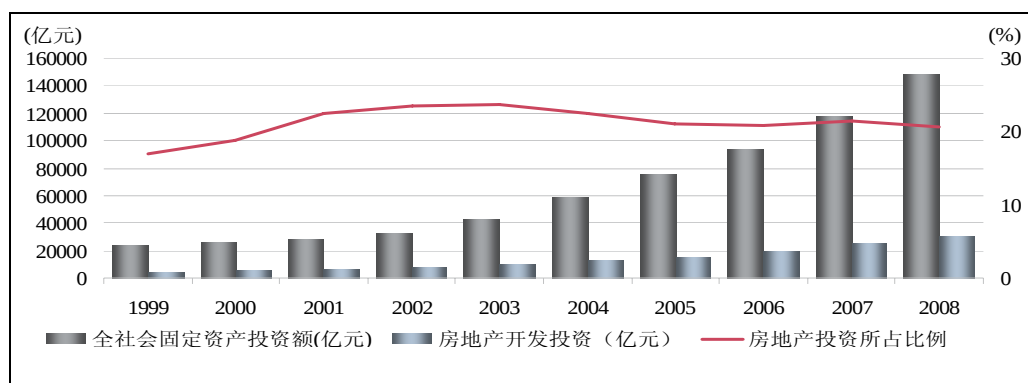
园林、景观设计作为房地产行业的下游行业，在某种程度上提高了房地产市场的附加值，强化了其差异性，主要包括楼盘的总体布局、道路组织到绿地系统的布局和设计。中国房地产业始终以住宅作为主要投资领域。随着城镇住房制度改革的深化，住房货币化分配制度的确立，个人住房消费逐渐成为市场主体，而个人消费者对于楼盘本身的配套设施、小区建设等附加产品的要求也在日益提高。中国房地产市场的高速发展将带动园林景观行业的快速增长，并对其提出更

高要求。

房地产行业是国民经济的基础性传统行业之一，与建筑、建材等许多行业密切相关，在国民经济中具有重要地位。根据国家统计局的统计数据，2008 年中国固定资产累计投资额

148167 亿元，增长 26.10%；房地产开发投资完成 35215 亿元，同比增长 23.00%，低于同期固定资产投资增长率，占固定资产投资的比重为 20.64%（图 1）。

图 1 全社会固定资产投资、房地产开发投资及其对比

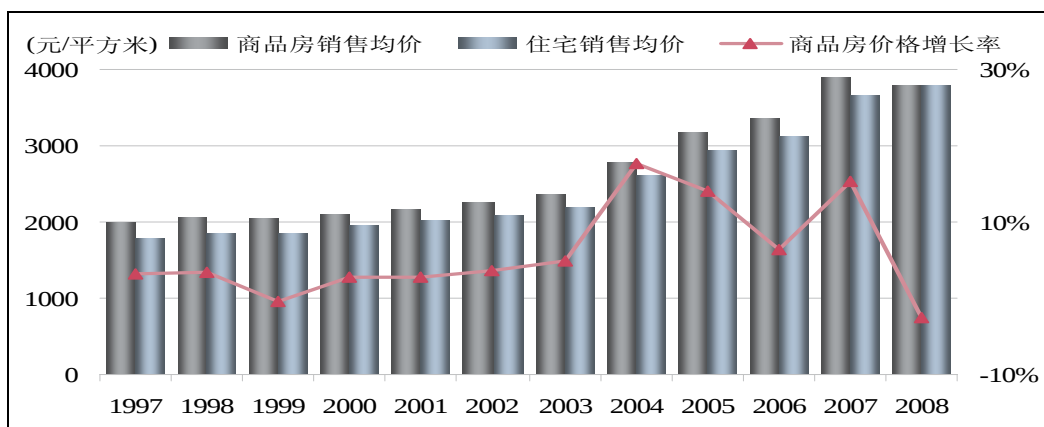


资料来源：国家统计局

由于 2008 年全球经济衰退，同时受到宏观调控的影响，国内房地产市场出现调整，房地产的销售面积和销售价格均出现下降。从房屋开发情况看，2008 年，全国房地产开发企业房屋施工面积 27.4 亿平方米，同比增长 16.0%；房屋新开工面积 9.8 亿平方米，增长 2.3%；房屋竣工面积 5.9 亿平方米，下降 3.5%，其中住宅竣工面积 4.8 亿平方米，下降 4.2%。从市场需求来看，2008 年全国

商品房销售面积 6.2 亿平方米，同比下降 19.7%。其中，商品住宅销售面积下降 20.3%；商品房销售额 24071 亿元，同比下降 19.5%。其中，商品住宅销售额下降 20.1%。截至 2008 年底，全国商品房空置面积 1.64 亿平方米，同比增长 21.8%。其中，空置商品住宅 9069 万平方米，同比增长 32.3%，增幅提高 9.4 个百分点。

图 2 1997 年~2008 年中国商品房销售价格及增长情况



资料来源：国家统计局

随着中国宏观经济的回暖及房地产市场刚性需求的释放，进入 2009 年，中国的房地

产市场有所回暖。2009 年前三季度，全国完成房地产开发投资 25050 亿元，同比增长 17.7%，

增幅比 1-8 月提高 3.0 个百分点，比去年同期回落 8.8 个百分点。2009 年前三季度，全国房地产开发企业房屋施工面积 27.75 亿平方米，同比增长 15.4%，增幅比 1-8 月提高 1.9 个百分点；房屋新开工面积 7.32 亿平方米，同比下降 0.4%，降幅比 1-8 月缩小 5.5 个百分点；房屋竣工面积 3.34 亿平方米，同比增长 24.7%，增幅比 1-8 月下降 0.4 个百分点。其中，住宅竣工面积 2.77 亿平方米，增长 26.7%，比 1-8 月下降 0.1 个百分点。2009 年前三季度，全国商品房销售面积 58371 万平方米，同比增长 44.8%。其中，商品住宅销售面积增长 46.4%；办公楼销售面积增长 23.5%；商业营业用房销售面积增长 30.6%。

2009 年以来，政府为了保持经济增长出台

了宽松的货币政策，宽松的货币政策驱动对未来通胀和房价上涨的预期，部分地区房价在 2009 年 2 季度开始快速上涨。但经济增长速度、居民收入增长速度和信贷增长速度等因素是维持房价的根本因素，未来房价的大幅度波动将对房地产行业产生巨大的影响。

3. 竞争格局

中国的园林景观行业是伴随着城市建筑业和房地产业发展起来的一个新兴产业。由于目前的行业管理机制、法律、法规不健全，政府主管部门还没有统一的行业标准，也没有可行的制度来对市场进行规范和管理；并且市场发展尚不成熟，企业的总体素质尚需提高，导致园林企业存在良莠不齐的现象，存在着不平衡的竞争。

表 1 公司主要竞争者情况

国内		国际	
公司名称	所在地	公司名称	所在地
广东棕榈园林股份有限公司	广东	香港贝尔高林景观设计公司	香港
秦皇岛正和恒基装饰绿化有限公司	河北	香港易道景观设计公司	香港
威海绿苑园林工程公司	河北	香港泛亚景观设计公司	香港
苏州园林发展股份公司	江苏	美国 EDSA 设计集团	美国
东莞岭南园林建设公司	广东	宾士利设计公司	菲律宾
广州市普邦园林配套工程有限公司	广东	ACLA 景观设计公司	美国
天津绿化工程公司	天津	澳洲柏涛景观设计公司	深圳
上海园林（集团）公司	上海	深圳北林地景观设计公司	深圳
杭州蓝天园林建设集团有限公司	浙江	国际怡景设计公司	广州
四川易园园林集团公司	四川	易兰景观设计公司	北京

资料来源：公司提供

中国园林景观行业竞争较为激烈。根据建设部的统计，截至 2009 年 6 月 30 日，行业内具有城市园林绿化二级以上资质的企业超过 2000 家，其中具有城市园林绿化一级资质的企业为 216 家；具有市政公用行业（风景园林）甲级工程设计资质的企业 88 家。据广东省风景园林协会的统计，目前全省拥有认可资质以上的园林企业约 1000 余家，其中拥有园林绿化一级资质的企业 24 家，二级企业 100 余家，园林规划设计院或设计公司 100 余家。

目前，中国园林景观行业仍处于初级阶

段。一方面，据中国风景园林学会的调查，截至 2008 年底，中国年营业额超过 4 亿元的园林公司不超过 8 家，前 100 家园林公司年平均产值不超过 1 亿元；另一方面，相当数量的园林公司脱胎于苗木种植公司，缺乏景观设计、施工的能力，因此难以承接千万元以上的大型项目。较低水平的激烈竞争加剧了行业内企业利润空间的侵蚀。

4. 行业关注

行业规模较小、集中度低、竞争严重

园林景观行业现存企业规模较小，集中度较

低，根据中国风景园林学会对 82 家园林公司调研做出的《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告》显示，70% 的公司营业收入低于 1 亿元，企业规模的局限性影响了行业整体的发展；同时在整个上下游产业链中，园林景观行业处于劣势，话语权小，在整个工程投标过程中，低价中标规律以及园林行业仍然存在的招投标走过场、暗箱操作、无序低价竞争等现象，严重影响了优质园林企业业务拓展的空间。

上游行业挤占利润空间

园林景观行业上游是房地产企业及施工单位，在整个生产链上占有绝对优势，通常委托方习惯要求园林企业垫资施工，并经常拖欠工程款以及投标企业以牺牲回款周期为代价的恶性竞争严重的挤压了企业的利润空间；同时在某种程度上，造成了其资金链的紧张，影响了企业发展。行业内企业的收入及盈利情况容易收到上游房地产市场的波动影响，同时其利润空间也随之波动，关联波动性较为明显。

行业内核心人才缺乏

园林景观企业近年来的扩张导致核心人才团队被稀释，而自身培养人才短时间未能衔接，人才的短缺将制约企业承接更多业务，影响其发展的步伐。因此，如何通过规范化制度提高管理效果；通过内部培训加快人才的提拔发掘，以及如何形成优秀的薪酬机制保障和吸引更多人才，都将成为企业发展中所面对的问题。

5. 未来发展

园林绿化企业被国务院列入实施行政许可制度管理。园林绿化企业必须取得相应等级的资质证书后，方可在其资质等级许可的范围内从事园林绿化活动。园林绿化企业资质等级分为一、二、三级，其中国务院建设主管部门负责一级园林绿化企业资质管理。省、自治区人民政府建设主管部门、直辖市人民政府园林绿化主管部门负责二级和三级园林绿化企业

资质管理。此外，政府相关部门有设立了园林工程质量监督站等专门质量监督管理机构，加强行业质量管理。由此看，未来，园林绿化企业仍将在各级相关政府部门的核准下发展，有利于行业的稳健发展及行业内企业的平衡竞争。

长期看，随着刚性需求的逐步释放，未来土地供应量的下降与目前偏低的人均住房面积的矛盾将持续存在，特别是中国经济未来仍将保持较快的发展速度，并且伴随着城市化进程加快、居民可支配收入增长以及住宅消费的升级，只要价格适度，房地产的购买潜力依然保持。同时，从房屋需求上看，购房者已由单一追逐居住面积转向主要关注居住品质和性价比，从而加强了开发商对小区配套园林设施的投入，拉动了对景观设计行业的需求。

四、基础素质分析

1、公司规模与竞争力

公司是国内专业从事园林景观规划设计、工程施工、绿化养护、苗木生产的知名企业，具有国家园林绿化二级资质，是中国土木工程学会、广东园林学会、欧洲园林建设协会会员单位，广东省风景园林协会和广州市城市绿化协会常务理事单位。据中国风景园林协会及广东省风景园林协会 2008 年统计，公司目前的营业收入及营业利润规模分别处于中国园林景观企业的第 6 位和第 2 位，在广东地区仅次于广东棕榈园林股份有限公司，位于第二位。

目前，公司在广州市五羊新城的总部办公面积近 3000 m²，内设多个项目组，分管全国各地业务。公司现拥有大量施工队伍资源及大批园林施工机械、管理设备；在广州、增城等地拥有 3000 多亩的苗木生产基地；公司与中海地产、富力集团、万科地产等知名房地产开发商建立长期合作关系，其业务范围分布于全国 20 多个省市和地区。

公司项目屡获多项荣誉：詹天佑土木工程大奖，省、市优良样板工程；公司先后被评为“中

国泛珠区域园林景观（设计与施工）品牌企业”、“广州市著名商标”；在企业经营上，连续八年被授予“重合同守信用企业”、连续6年获区“优秀民营企业”称号。

总体看，公司初步构筑了以广州地区为依托、面向全国的业务网络架构，拥有稳定的客户资源，在国内住宅配套园林景观建设上有较强的竞争优势，并积极通过与国内知名房地产开发商及设计单位建立长期合作关系，强化其竞争实力，为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13人。公司董事长涂善忠先生，现年49岁，中专学历，曾任广州市流花湖公园先后任职绿化班班长、园林绿化科科长，1995年至今任公司董事长兼法人代表。公司副董事长黄庆和先生，现年48岁，大专学历，曾任职于广州市越秀公园，1995年至今任公司副董事长兼总设计师。公司总经理曾伟雄先生，现年48岁，中专学历，曾任广州市绿化公司白云苗圃技术员、苗圃主任，广州市花木公司园林分公司经理等职务，2004年起至今任公司总经理。

截至2009年9月底，公司拥有员工523人。按年龄结构划分：30岁以下占57.55%，30~50岁占37.48%，50岁以上占4.97%；按教育程度划分：大学本科及以上占37.67%，大专占31.74%，高中中专占23.33%，其他占7.27%；按专业结构划分，管理人员占11.28%，生产人员占88.72%。

综合来看，公司高级管理人员综合素质较高，具有丰富的专业素质和较高的管理水平，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。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司股东为3个自然人，涂善忠持有公司

50%的股份、黄庆和持有公司35%的股份、黄建平持有公司15%的股份。

公司是依照《中华人民共和国公司法》设立的有限责任公司，其治理结构是依据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律、法规制订。

股东会是股东参与公司重大决策的一种组织形式，是股份公司的最高权利机关，是股东履行自己的责任，行使自己权利的机构与场所。股东会负责公司的经营方针和投资计划；选举和更换董事；审议批准公司年度财务预算、决算方案；修改公司章程等事宜。

公司设执行董事，执行董事对股东负责。执行股东会决议；决定公司的经营计划和投资方案；决定公司内部管理机构的设置；制订公司基本管理制度等。

公司设经理，由股东会聘任或解聘，经理对股东会负责。经理负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟定公司内部管理机构设置方案等具体经营管理工作。

公司设监事1名，由股东会决定选派，监事任期3年。监事负责检查公司财务；对董事、经理执行公司职务时违反法律、法规或者章程的行为进行监督；提议召开临时股东会。

2. 内部管理体制

公司下设人力资源部、计划室、总工室、工程部、设计部、质管部、苗木部、保养部、财务部共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。

公司目前建立了包括劳动人事制度、财务管理制度、对外担保制度及质量管理制度的内部控制制度，从根本上保障了公司的各项经营管理。

在财务管理方面，公司按照《企业会计准则》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。同时,公司强化对支票、现金和会计档案的管理。

在对外担保管理方面,公司制定了相关制度,对于超过一定数额的担保事项需经股东会审议,严把担保风险,控制公司资产运营风险。

在质量管理方面,公司通过 ISO9001 管理的引入,形成了一套从项目的接洽到投标、立项、组织设计、施工、苗木供应及施工材料组织、工程验收到后期保养的高效、科学的操作程序;同时按照 ISO9001: 2000《质量管理体系 要求》建立了质量管理体系,编写了符合要求的《质量手册》、《程序文件》,具体落实各部门及责任人的相关质量监管责任,强化公司质量管理和质量保证能力。

总体看,公司内部管理机制较为规范,但执行力度受股东影响较大,整体管理水平有进一步改善的空间。

六、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务以园林施工为基础,配以园林设计及园林保养业务;其业务区域主要依托广东市场,辐射全国 20 多个省市及地区,重点

开拓二、三线城市;公司通过区域代表承揽项目,在项目设立的基础上进行统一规划,各部门给予相应配合。

2008 年,公司实现主营业务收入 46242.24 万元(公司 2008 年主营业务统计口径有所变化,将园林设计及园林保养统一纳入公司主营业务收入),全年实现营业利润 5472.01 万元(包括园林设计、工程及保养业务)。目前,公司的主要营业收入来自园林工程,2008 年,公司园林工程收入占全部主营业务收入的 85.56%;该板块业务的毛利率水平较低,但呈上升趋势(2008 年为 10.16%)。公司的其他业务收入主要是指园林设计和园林保养,其中园林设计主要是对园林施工的配套业务,包括项目整体的设计规划、图纸方案等相关内容;园林保养主要指项目的后期维护,公司该项业务目前主要集中在广东省内。由于其他业务的技术服务性明显,毛利率水平较高,2008 年,公司实现其他业务利润 3293 万元,毛利率下滑明显。

2009 年以来,受到国内房地产市场低迷的滞后性影响,公司主营业务收入有所下滑,但 2009 年 5 月起,公司主营业务收入受房地产市场回暖影响,有所回升;2009 年 1~9 月,公司实现营业收入 23442.67 万元,利润总额 1371.06 万元,分别完成去年全年的 50.70%和 46.00%。

表 2 2006 年~2009 年 9 月公司主营业务收入、毛利率及占比分行业情况

业务板块	2006 年			2007 年			2008 年			2009 年 1-9 月		
	收入 (万元)	利润 (万元)	毛利率 (%)	收入 (万元)	利润 (万元)	毛利率 (%)	收入 (万元)	利润 (万元)	毛利率 (%)	收入 (万元)	利润 (万元)	毛利率 (%)
工程	19889	1370	6.89	25623	1976	7.71	39556	4019	10.16	20811	2452	11.78
其他	3462	2782	80.36	5790	3180	54.92	6686	3293	49.25	2632	911	34.61
合计	23351	4152	17.78	31413	5156	12.45	46242	7312	15.81	23443	3363	14.35

资料来源:①公司年报

②公司 2006、2007 年的主营业务收入包括园林施工,2008 年及 2009 年 1-9 月的主营业务收入包括园林施工、园林设计、园林保养,故该表的数据与财务指标不匹配。

2. 采购成本分析

公司主营业务相对单一,主要包括园林施

工、园林设计及园林保养,其相对应的成本主要集中在与园林相关的原材料采购及人工费用

上。

表 3 2008 年公司主要成本分析

项目	成本占比（单位：%）			成本控制关键
	人工	（业务）管理费用	原材料采购费	
园林设计	69%	12%	19%	人工
园林施工	20%	19%	61%	原材料
园林保养	80%	10%	10%	人工

资料来源：公司提供

公司园林施工及其他业务的原材料采购统一由公司的采购部门按照采购物资的种类进行分类采购，从而有效降低采购成本。公司按照物资需求选取相对固定的供应商，每年分年初、年中两次确定采购价格，从而有效降低原材料价格波动对公司带来的影响；公司按照项目需求选定采购物资后，由供货商代为保管，逐批次地转运到公司的货场，统一调配工地，从而降低公司的库存成本。对于人工费用的控制，公司通过加强实地培训，提高员工生产效率，提升工程质量，降低人工成本。

由于园林施工项目存在合同周期长、实际施工时间短、前期原材料准备量大的特点。公司原材料采购的合同价格和实际采购价格存在差异，原材料的价格波动在某种程度上影响了公司毛利率水平的实现。公司未来将积极发展生产链上游的苗木产业，从而降低公司受原材料波动的影响效应。

3. 项目施工分析

公司通过分区代表承揽项目，经计划室统一规划、由施工部及其它各部门配合完成施工。由于公司与国内多个房地产企业建立了长期合作关系，在项目承揽中具有先行者优势。公司根据委托方需求，对项目进行立项，制订设计方案，委托方交付 30%工程先行款。其后，按照工程进度款按月支付，每期进度款扣除 20%，同时扣除公司的垫付款。工程全部完工并经监理确认后，决算借款，同时扣除公司 5%的工程结算款作为保修金。

整个施工过程中，由于工期较短，工程前期准备工作及资金占用较大，同时，公司项目结算后，其资金收回情况受委托方整体项目进程影响较大。因此，公司项目施工对其营运资金占用较大。

4. 销售渠道分析

公司经过多年发展，以优良的施工质量及完善的后期服务，在行业内已享有较高的知名度。公司与中海地产、富力集团、万科地产、保利地产、合景房地产、方圆集团、时代集团、中信地产、广州城建集团、合生创展、珠江实业、粤海地产、香港和记黄埔、新鸿基地产、广电集团、泰达集团、融汇集团等几十家优秀资深房地产开发企业建立长久的深度合作，这种合作关系有望继续。公司的施工项目多来自与上游房地产企业的直接合作，从而避免了投标性质的恶性竞争和附加成本。

表 4 公司前 5 名客户情况

客户名称	2006年		2007年		2008年		2009年1~9月	
	销售额（万元）	占比（%）	销售额（万元）	占比（%）	销售额（万元）	占比（%）	销售额（万元）	占比（%）
万科地产	1290.18	6.4	7176.75	28	7852.64	2	2497.87	10.66
中信地产	2775.82	14	1785.93	6.9	7641.68	21	5341.38	22.78
合景房地产	1094.19	5.5	6906.63	27	4474.89	12.6	5127.73	21.87
保利集团	1464.99	7.4	2944.32	11.5	5223.97	14.7	2693.8	11.49
柳州盛天房地产公司	429.53	2.1	686.1	2.7	1984.13	5.6	6059.75	25.85

资料来源：公司提供

表 5 近年公司主要已完成工程项目

年度	项目名称	地点	委托方名称
2007	中信凯旋城枫丹白露 11-18 栋园林绿化及配套水电工程	东莞	东莞东泰花园建造有限公司
	广州万科城园林绿化工程	广州	鹏利国际置业(广州)有限公司
	佛山万科凯旋城项目一期园建、绿化工程	佛山	佛山市顺德区万科置业有限公司
	佛山万科金色家园二期	佛山	佛山市顺德区万科置业有限公司
	保利林语山庄 9 区绿化工程	广州	广州科学城保利房地产有限公司
	东莞凯旋城 9#公寓(德方斯)	东莞	东莞市中信世纪城教育科技有限公司
	武汉保利十二橡树庄园右岸湖滨道及西三、西四组团私家花园及其公共区域园林绿化工程	武汉	保利(武汉)房地产开发有限公司
2008	佛山万科金色家园项目三期园建绿化工程	佛山	佛山市顺德区万科置业有限公司
	方圆鹤山综合项目一期景观工程	鹤山	鹤山市方圆房地产有限公司

资料来源：公司提供

从表 4、5 看出，公司销售渠道多数是与房地产企业捆绑，从而确保公司稳定的业务量、较高的市场份额及回款质量；但由于上游房地产企业的规模较大，公司的议价能力相对薄弱，在一定程度上影响公司的利润水平。

受 2008 年房地产市场低迷的滞后影响，公司 2009 年上半年，工程业务量有所下降，但进入下半年后，房地产市场回暖，公司的业务量有所回升，截至 2009 年 10 月底，公司在建工程项目及在手项目订单合计合同金额 20341.11 万元。

5. 经营效率

2006~2008 年公司资产总额年均增长 36.77%；主营业务收入增长较快，年均增长率为 52.48%（统计口径不一致，实际增长率为 41.03%），主营业务成本增长相对于营业收入的增长，增幅较小，年均增长 44.99%（统计口径不一致，实际增长率为 38.53%）；公司利润总额 3 年年均增长 31.59%。总体看，公司资产质量较好，经营平稳。

从经营效率指标来看，2006~2008 年公司销售债权周转次数和总资产周转次数均呈逐年上升态势，三年平均值分别为 15.04 次和

3.41 次，由于主要原材料一苗木的特殊性，公司存货较少，存货周转次数较高，可比性不强；2008 年底以上三项指标分别为 17.31 次、3.37 次和 1379.61 次。总体来看，公司经营效率良好。

6. 未来发展

长期看，中国的房地产市场仍将处于一个平稳发展的阶段，与之相配套的园林景观行业的市场容量也将不断扩大。未来，公司将继续扩大景观设计、施工、养护业务，在原有龙头业务的基础上，一方面开拓更多市场，尤其是经济发展迅速的 2、3 线城市，开拓市政和风景区项目，另一方面通过扩大企业规模，提高营业额，保持每年的业务增长率。除此之外，公司将加大对苗木、石材等主材的储备和生产，投入资金建设苗木生产基地，扩大苗木生产规模。

公司为保证园林产品主材一苗木的质优价廉，同时提高产品质量，2008 年在南沙区农林局的引进下，拟向珠江管理区租用 20000 亩的土地，目标是拟投资 6000 万元，将其建设成融生态种植、农业物流、观光旅游为一体的生态植物园区，现第一期已租用了 2000 亩农业用地，并投入 1000 多万元将苗木种植区的框架搭建成型，完成约有 80%的种植，除自行种植园林常

用规格苗木外，还准备开展有一定科技含量的技术研究和推广。

2010 年，广州亚运会的召开将引导广州市基础设施建设，尤其是园林绿化工程投入的快速增加，从而为公司的业务发展提供契机。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了经广州市中审会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2006~2007 年财务报表，由广州中信诚会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2008 年财务报表，以及未经审计的 2009 年 1~9 月财务报表。公司执行旧会计准则。

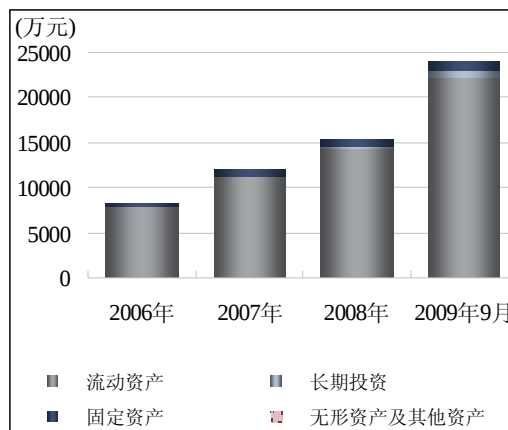
截至 2008 年底，公司资产总额 15448.35 万元，所有者权益 7477.79 万元；2008 年实现主营业务收入 46242.24 万元，利润总额 3738.73 万元。

截至 2009 年 9 月底，公司资产总额 24030.23 万元，所有者权益 8055.38 万元；2009 年 1~9 月实现主营业务收入 23442.67 万元，利润总额 1371.06 万元。

2. 资产构成

2006~2008 年，随着公司经营规模的扩大，公司资产总额平稳增长，三年年均复合增长率为 36.77%，主要是流动资产的增长所致。截至 2008 年底，公司资产总额 15448.35 万元，其中流动资产占 93.49%，非流动资产占 6.51%。公司流动资产所占比重大，符合行业特点。截至 2009 年 9 月底，公司资产总额 24030.23 万元，资产结构与 2008 年底相比无明显变化，其增长较大的主要原因在于项目结算周期所致。

图 3 2006~2009 年 9 月底公司资产规模与结构

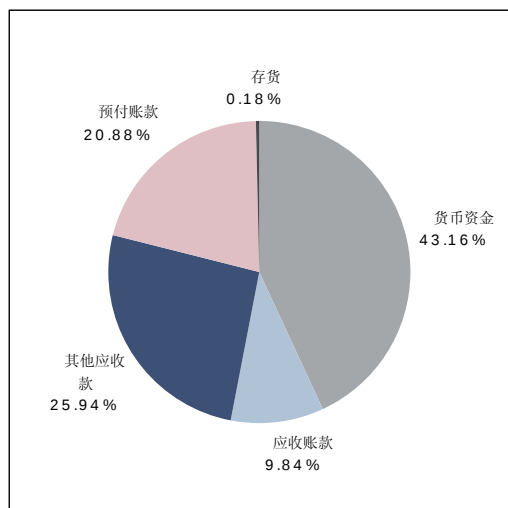


资料来源：公司报表

流动资产

2006~2008 年，公司流动资产年均复合增长率为 36.03%。截至 2008 年底，公司流动资产合计 14442.11 万元，主要包括货币资金（占比 43.16%）、其他应收款（占比 25.94%）、预付账款（占比 20.88%）、应收账款（占比 9.84%）和存货（占比 0.18%）。

图 4 2008 年底流动资产结构



资料来源：审计报表

截至 2008 年底，公司货币资金 6232.69 万元，占流动资产的 43.16%，其中 98.89% 为银行存款。

2006~2008 年，受工程完工结算时间影响，公司应收账款有所波动。截至 2008 年底，公司

应收账款为 1421.35 万元。从账龄看，1 年以内的占 53.64%，1~2 年的占 34.82%，2 年以上的占 11.54%。公司前五名欠款客户合计欠款占应收账款余额的 50.53%，欠款集中度一般。由于欠款客户多为合作时间较长的老客户，过往回款记录较好，坏账风险较低，公司未对应收账款计提坏账准备。

2006~2008 年，公司其他应收款波动中略有增长，年均复合增幅 5.76%。公司的其他应收款中计入对工程项目负责人的应收款项（公司针对项目拨付项目负责人部分项目先行款，用于工程的先期准备工作），截至 2008 年底，公司其他应收款余额为 3746.84 万元。从账龄来看，1 年以内的占 98.58%，2~3 年的占 1.42%，账龄较短。从欠款客户（项目）来看，主要包括保养公司、林波长隆酒店绿化工程等，前五名欠款客户合计欠款占比 91.25%，欠款集中度较高，存在一定风险。

公司预付账款主要为采购保证金及花卉采购款。2006~2008 年，公司预付账款波动较大，其中 2007 年无预付账款，截至 2008 年底，公司预付款项突增至 3015.48 万元，主要产生原因为工程项目负责人员将公司对工程的先行款用于支付材料采购预付款，从而导致公司其他应收账款的减少，预付款的增加，其中 76.00% 为 1 年以内。

截至 2009 年 9 月底，公司流动资产总额 22341.29 万元，较 2008 年底增长 54.70%。从流动资产构成来看，由于项目尚处于施工建设中未形成收入以及结算周期等原因，导致公司其他应收款大幅增加，其所占比重（73.52%）超过货币资金（13.42%）居于首位。

非流动资产

2006~2008 年，公司非流动资产稳定增长，年均复合增长 10.37%。2008 年底，公司非流动资产为 1006.24 万元，主要为固定资产（占比 90.72%），其次为长期投资（占比 6.56%）和无形资产（占比 2.72%）。

2006~2008 年，受业务规模扩大影响，公司加大了对固定资产的投入，固定资产净值增

长快速，三年年均复合增长率为 65.45%，2008 年底为 912.90 万元，其中固定资产原值为 1410.14 万元，累计折旧 497.24 万元。从固定资产原值构成来看，主要为运输工具（占 64.30%）、其他办公设备（占 29.31%）以及机器设备（占 6.39%）。

2006~2008 年，公司长期投资全部为长期股权投资，三年数额未发生变化，均为 66.00 万元，被投资单位为广州市丽港饮食有限公司（持股比例 60.00%）以及广州市冶园景观设计有限公司（持股比例 36.00%）。

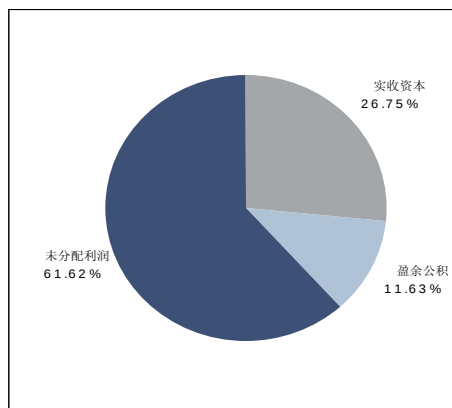
截至 2009 年 9 月底，公司非流动资产合计 1688.94 万元，较 2008 年底变动不大。

总体看，公司资产以流动资产为主，其中由于公司工程施工的行业特点，流动资产货币资金及应收项目占比较大，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及股东权益

2006~2008 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率为 76.25%，主要为 2008 年公司实收资本增加及未分配利润增长所致。截至 2008 年底，公司所有者权益合计 7477.79 万元，其中实收资本 2000 万元（占比 26.75%）、盈余公积 869.94 万元（占比 11.63%）、未分配利润 4607.85 万元（占比 61.62%），其构成详见图 5。截至 2009 年 9 月底，公司所有者权益合计 8055.38 万元，较 2008 年增长 7.72%，为未分配利润增长所致。总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较大，稳定性相对较弱。

图 5 2008 年底公司所有者权益构成图



资料来源：审计报表

2006~2008 年，公司负债总额年均复合增长 16.72%，低于资产总额增长速度。截至 2008 年底，公司负债总额 7970.56 万元，全部为流动负债。流动负债主要包括其他应付款（占比 45.86%）、应付账款（占比 36.94）、应付福利费（占比 12.11%）等，公司无银行借款。

2006~2008 年，公司应付账款逐年减少，年均复合减少 19.17%。截至 2008 年底，公司应付账款余额为 2944.58 万元，主要为花卉采购应付款。

2006~2008 年，公司其他应付款逐年增加，年均复合增长率为 215.24%。截至 2008 年底，公司其他应付款余额 3655.43 万元，主要为应付广州市建龙贸易有限公司的往来款等。

截至 2009 年 9 月底，公司负债总额 15974.86 万元，仍全部为流动负债。但其结构与 2008 年底相比发生了较大变化，主要与公司承接的具体项目及上游房地产开发企业付款周期相关，2009 年以来，公司为了防止应收项目拖欠及回款周期较长的问题，加大了预收款的提取比例。

整体来看，公司负债全部为流动负债，2006~2008 年，由于公司资产增长速度快于负债增长速度，公司资产负债率逐年有所下降，截至 2008 年底为 51.59%，由于公司流动负债中主要是以应付款为主要内容的经营性负债，故公司整体债务负担较为适中。

4. 盈利能力

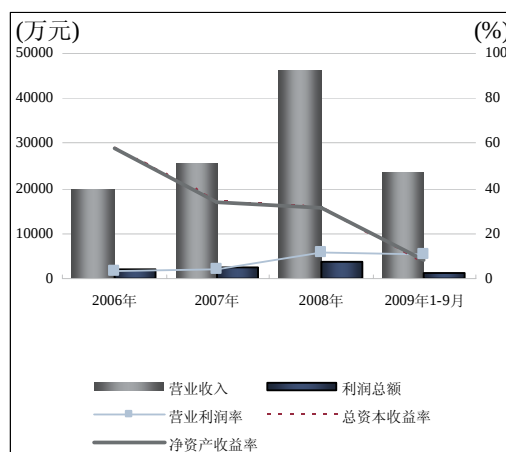
2006~2008 年，随着公司承接工程量的增加，公司主营业务收入实现了较快增长，盈利能力不断增强。2006~2008 年，公司主营业务收入以年均 52.48% 的幅度快速增长；营业成本的增长幅度（44.99%）慢于收入增长幅度，公司利润总额呈增长趋势。

从盈利指标看，公司 2008 年主营业务利润率和总资本收益率（由于 2006~2008 年公司无长、短期债务，净资产收益率数值等于总资本收益率）分别为 11.83% 和 31.43%，均保持

较高水平。

2009 年 1~9 月，公司实现主营业务收入和利润总额分别为 23442.67 万元和 1371.06 万元，；主营业务利润率为 10.44%，其波动原因主要与房地产市场的波动及工程项目结算周期相关。

图 6 2006~2009 年 9 月盈利情况



资料来源：财务报表

总体看，近年来，公司主营业务收入水平保持了良好的增长态势，盈利能力逐步增强。

5. 现金流量

经营活动方面：2006~2008 年，公司经营活动产生的现金流量净额稳步增长，三年分别为 282.22 万元、906.17 万元和 3084.81 万元。由于公司销售规模逐年扩大，经营活动现金流入中的销售商品、提供劳务收到的现金增长较快，截至 2008 年底，为 42056.10 万元。2008 年，公司收到的其他与经营活动有关的现金达 7391.11 万元，主要是由于公司现金流量表统计口径不一致引起，将园林设计及保养的相关现金流入计入该科目。近三年，公司现金收入比率有所波动，2008 年为 90.95%，收入实现质量一般。公司经营活动现金流出中主要以购买商品、接受劳务支付的现金为主，受工程承接量逐年扩大影响，公司经营活动产生的现金流出也逐年增加，2008 年为 46362.41 万元。

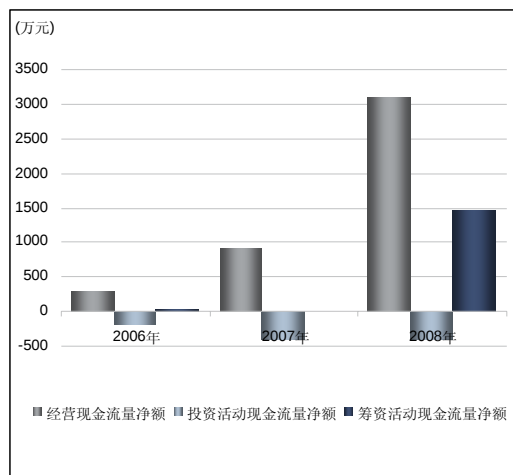
投资活动方面：2006~2008 年，公司投资活动产生的现金流主要体现为构建固定资产、无

形资产所有产生的现金流出，2006~2008 年，公司投资活动现金净流出分别为 199.49 万元、394.99 万元和 407.06 万元。

2006~2008 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 82.73 万元、511.18 万元和 2677.75 万元。

筹资活动方面：2006~2008 年，公司筹资活动产生的现金流量较小，其中，2006 及 2007 年为 0。2008 年公司筹资活动的现金流主要体现为吸收权益性投资所受到的现金流入（1500.00 万元），2008 年，公司筹资活动现金净流入 1460.59 万元。

图 7 2006~2008 年公司现金流情况



资料来源：公司年报

2009 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流入量为 30306.53 万元，经营活动产生的现金流出量为 35214.55 万元，其中支付其他与经营相关的现金为 12132.63，主要为公司项目施工过程中支付给项目负责人的项目先行款，经营活动产生的现金流量净额为-4908.02 万元，主要是由于公司大部分项目年底结算所致；投资活动产生的现金流量净额为-853.77 万元；筹资活动产生的现金流量净额为 2526.93 万元。

综合来看，公司现金流主要以经营活动产生的现金流为主，受销售规模逐年扩大影响，2006~2008 年，公司经营活动现金流量净额呈增长趋势，由于公司没有大规模的投资活

动，投资和筹资活动产生的现金流规模比较小，但公司经营活动现金流量净额易收项目结算进度的影响，波动幅度较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2006~2008 年，公司流动比率、速动比率指标均较高，近三年公司流动比率和速动比率加权平均值均分别为 157.59%和 157.25%，2009 年 9 月底两项指标分别为 135.90%和 135.73%。2006~2008 年，受经营活动净流入逐年大幅增加的影响，公司经营活动流动负债比率呈上升趋势，三年均值为 23.57%，2008 年为 38.70%。2008 年底公司现金类资产为 6232.69 万元，全部为货币资金，公司短期支付能力尚可。

从长期偿债能力看，2006~2008 年，随着利润总额的增长，公司 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 31.86%，2008 年达到 3898.43 万元。总体看，由于公司无银行借款，公司整体偿债压力较小。未来随着公司盈利能力的增强将进一步提高其偿债能力。

八、本期集合票据偿债能力分析

公司拟于 2010 年发行 3 年期集合票据 2600.00 万元，是公司 2009 年 9 月底有息债务的 1.04 倍(截至 2009 年 9 月，公司有息债务为 2500 万)，对公司现有债务的影响程度较大，但公司整体有息债务负担轻。

以 2009 年 9 月底财务数据为基础，不考虑其他因素进行测算，本期企业债发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 69.75%和 38.77%。截至 2009 年 9 月底，公司现金类资产为 2997.83 万元，对本期债券的覆盖倍数为 1.15 倍。

随着公司业务规模的扩大，公司逐步开始与国内银行建立合作关系，截至 2009 年 9 月底，公司获得银行 3000 万元的授信额度，目前已使用 2538.76 万元。

截至 2009 年 9 月底，公司为广州市建龙贸

易有限公司提供对外担保，担保金额 5000 万元，用于开具银行保函，担保期到 2010 年 1 月 1 日止，目前实际使用额度为 3448 万元。担保额度占公司 2008 年底所有者权益的 66.86%，具有一定的或有风险。

广州市建龙贸易有限公司（以下简称“建龙公司”）是原广州市物资集团属下的广州市建筑材料公司于 2000 年 8 月份转制成立的。建龙公司于 2008 年 2 月和 5 月进行了两次股权变更，基本以公司主要管理人员持股。截至 2009 年 3 月，建龙公司注册资本 1610 万元，其主要经营范围包括：批发和零售贸易（国家专营专控商品除外），商品信息咨询，代办运输手续。

截至 2008 年 12 月底，建龙公司总资产为 13184 万元，净资产为 2175 万元。2008 年，实现主营业务收入 26277 万元，利润总额 322 万元。建龙公司目前经营情况正常。

期合作关系，近年来，受下游房地产市场及城市基础设施投入加大的拉动，公司业务快速发展，总体经营态势呈增长趋势，

公司资产质量较好，盈利能力逐渐增强；公司有息债务负担轻；但公司应收账款规模大，回款周期受工程进度影响较大；经营性现金流波动较大。

综合来看，公司的整体信用风险较高。

表 6 建龙公司股权结构

股东	出资方式	出资额 (万元)	出资比例 (%)
钟良	货币	425.04	26.4%
苏启德	货币	349.37	21.7%
李伟强	货币	296.24	18.4%
劳宇辉	货币	296.24	18.4%
其他	货币	243.11	15.1%

资料来源：公司提供

综合上述以及公司近三年的盈利增长速度和获现能力，公司对本期债券的整体偿还能力尚可。

九、综合评价

随着人们对居住条件要求的提升，园林景观行业的市场需求将不断增加，但行业受房地产行业波动影响较大，其长期发展趋势具有一定的不确定性。

公司与国内多家知名房地产企业建立长

附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 9 月
流动资产					
货币资金	1583.16	2094.34	6232.69	98.42	2997.83
短期投资净额					
应收票据					
应收股利					
应收利息					
应收账款	2081.23	3921.92	1421.35	-17.36	1822.83
其他应收款	3349.79	5191.35	3746.84	5.76	14603.47
减：坏账准备					
应收账款净额	5431.02	9113.28	5168.18	-2.45	16426.30
预付账款	769.64		3015.48	97.94	2888.53
应收补贴款					
存货净额	20.50	30.68	25.76	12.10	28.63
待摊费用					
待处理流动资产净损失					
一年内到期的长期债权投资					
其他流动资产					
流动资产合计	7804.32	11238.30	14442.11	36.03	22341.29
长期投资					
长期股权投资	66.00	66.00	66.00		641.00
长期债权投资					
长期投资合计	66.00	66.00	66.00		641.00
长期投资净额	66.00	66.00	66.00		641.00
固定资产					
固定资产原值	582.61	990.00	1410.14	55.58	1644.28
减：累计折旧	249.12	344.20	497.24	41.28	655.30
固定资产净值	333.50	645.80	912.90	65.45	988.99
固定资产净值减值准备					
固定资产净额	333.50	645.80	912.90	65.45	988.99
工程物资					
在建工程					
固定资产清理					
待处理固定资产净损失					
固定资产合计	333.50	645.80	912.90	65.45	988.99
无形资产及其他资产					
无形资产	54.15	40.41	27.34	-28.95	58.96
长期待摊费用					
长期应收款					
其他长期资产					
无形资产及其他资产合计	54.15	40.41	27.34	-28.95	58.96
计					
递延税项					
递延税项借项					
资产总计	8257.97	11990.52	15448.35	36.77	24030.23

附件 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 9 月
流动负债					
短期借款					2500.00
应付票据					
应付账款	4506.75	4120.63	2944.58	-19.17	3005.69
预收账款					7209.05
代销商品款					
应付工资		24.87			
应付福利费	712.06	973.30	965.17	16.42	951.63
应付股利					
应交税金	258.95	573.74	384.79	21.90	213.18
其他应付款	5.04	9.15	20.59	102.09	2.74
其他应付款	367.84	2661.11	3655.43	215.24	2556.84
预提费用					
预计负债					
递延收益					
一年内到期的长期负债					
其他流动负债					
流动负债合计	5850.64	8362.79	7970.56	16.72	16439.13
长期负债					
长期借款					
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
住房周转金					
其他长期负债					
长期负债合计					
递延税项					
递延税项贷款					-464.28
递延收益					
负债合计	5850.64	8362.79	7970.56	16.72	15974.86
少数股东权益					
所有者权益					
实收资本	500.00	500.00	2000.00	100.00	2000.00
资本公积					
盈余公积	512.90	634.94	869.94	30.24	869.94
未确认的投资损失					
其中：公益金					
未分配利润	1394.43	2492.79	4607.85	81.78	5185.43
外币报表折算差额					
所有者权益合计	2407.32	3627.73	7477.79	76.25	8055.38
负债及所有者权益合计	8257.97	11990.52	15448.35	36.77	24030.23

附件 2 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 9 月
一、主营业务收入	19888.97	25623.32	46242.24	52.48	23442.67
减: 折扣与折让					
主营业务收入净额	19888.97	25623.32	46242.24	52.48	23442.67
减: 主营业务成本	18519.08	23646.65	38930.48	44.99	20080.34
加 主营业务税金及附					
加	693.38	961.16	1839.75	62.89	914.90
二、主营业务利润	676.50	1015.51	5472.01	184.41	2447.43
加: 其他业务利润	2591.01	2861.03			
减: 存货跌价损失					
营业费用					
管理费用	1090.02	1448.90	1767.46	27.34	1072.37
财务费用	-16.48	-27.97	-33.41	42.37	29.37
其他					
三、营业利润	2193.98	2455.60	3737.96	30.53	1345.68
加: 投资收益	-34.00	12.54			
补贴收入					
营业外收入	2.28	0.02	7.26	78.47	25.68
其他					
减: 营业外支出	3.23	0.25	6.49	41.80	0.31
其他支出					
加: 以前年度调整					
四、利润总额	2159.03	2467.90	3738.73	31.59	1371.06
减: 所得税	773.93	1247.49	1388.67	33.95	703.28
减: 少数股东损益					
加: 未确认的投资损失					
五、净利润	1385.11	1220.41	2350.06	30.26	667.78
加: 年初未分配利润	147.83	1394.43	2492.79	310.64	
其他转入					
其他调整因素					
六、可供分配的利润	1532.94	2614.84	4842.86	77.74	667.78
减: 提取法定盈余公积	138.51	122.04	235.01	30.26	
提取法定公益金					
七、可供股东分配的利润	1394.43	2492.79	4607.85	81.78	667.78
减: 应付优先股股利					
提取任意盈余公积					
应付普通股股利					
转作股本的普通股					
股利					
其他					
八、未分配利润	1394.43	2492.79	4607.85	81.78	667.78

附件 3-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 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	21564.21	29572.54	42056.10	39.65	30250.23
收到的税费返还					25.62
收到的其他与经营活动有关的现金	2.07	33.05	7391.11	5882.03	30.68
现金流入小计	21566.28	29605.60	49447.22	51.42	30306.53
购买商品、接受劳务支付的现金	14930.39	21491.61	39728.77	63.12	17540.96
经营租赁所支付的现金					
支付给职工以及为职工支付的现金	2185.13	3176.95	4927.53	50.17	3226.12
支付的各项税费	1524.99	2249.80	1706.11	5.77	2314.84
支付的其他与经营活动有关的现金	2643.54	1781.07			12132.63
现金流出小计	21284.05	28699.42	46362.41	47.59	35214.55
经营活动产生的现金流量净额	282.22	906.17	3084.81	230.61	-4908.02
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金	76.00	12.54			
取得投资收益所收到的现金					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	0.28	0.22			
收到的其他与投资活动有关的现金					
现金流入小计	76.28	12.76			
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	165.77	407.74	407.06	56.70	278.77
投资所支付的现金	110.00				575.00
支付的其他与投资活动有关的现金					
现金流出小计	275.77	407.74	407.06	21.49	853.77
投资活动产生的现金流量净额	-199.49	-394.99	-407.06	42.85	-853.77
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收权益性投资所收到的现金			1500.00		
发行债券所收到的现金					
借款所收到的现金					2500.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	16.48				69.81
现金流入小计	16.48		1500.00	853.90	2569.81
偿还债务所支付的现金					
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金			39.41		
支付的其他与筹资活动有关的现金					42.88
现金流出小计			39.41		42.88
筹资活动产生的现金流量净额	16.48		1460.59	841.29	2526.93
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	99.22	511.18	4138.35	545.83	-3234.86

附件 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 9 月
一、将净利润调节为经营活动的现金流量					
净利润	1385.11	1220.41	2350.06	30.26	667.78
加: 少数股东损益					
减: 未确认的投资损失					
加: 计提的资产减值准备					
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐					
固定资产折旧	71.48	95.12	153.04	46.32	158.06
无形资产摊销	11.58	13.73	6.66	-24.14	13.00
长期待摊费用摊销					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	0.21	0.10			
待摊费用减少(减:增加)					
预提费用增加(减:减少)					
固定资产报废损失					
财务费用	-16.48				42.88
投资损失(减:收益)	34.00	-12.54			
递延税款贷项(减:借项)					-464.28
存货的减少(减:增加)	749.41	-10.18	4.92	-91.89	-2.88
经营性应收项目的减少(减:增加)	-3524.80	-5909.81	932.28		-4049.07
经营性应付项目的增加(减:减少)	1571.72	5484.47	-555.66		-1273.51
其他		24.87	193.51		
经营活动产生的现金流量净额	282.22	906.17	3084.81	230.61	-4908.02
二、现金及现金等价物净增加情况					
货币资金的期末余额	1583.16	2094.34	6232.69	98.42	2997.83
减: 货币资金的期初余额	1483.94	1583.16	2094.34	18.80	6232.69
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	99.22	511.18	4138.35	545.83	-3234.86

附件 4 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	19.11	8.54	17.31	14.45
存货周转次数(次)	903.46	924.09	1379.61	738.40
总资产周转次数(次)	2.41	2.53	3.37	1.19
现金收入比(%)	108.42	115.41	90.95	129.04
盈利能力				
主营业务利润率(%)	3.40	3.96	11.83	10.44
总资本收益率(%)	57.54	33.64	31.43	--
净资产收益率(%)	57.54	33.64	31.43	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	23.68
资产负债率(%)	70.85	69.75	51.59	66.48
偿债能力				
流动比率(%)	133.39	134.38	181.19	135.90
速动比率(%)	133.04	134.02	180.87	135.73
经营现金流动负债比(%)	4.82	10.84	38.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	0.00	0.00	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.00	0.00	0.00	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.00	0.00	0.00	--
本期集合票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.86	0.99	1.50	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	8.29	11.39	19.02	11.66
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.11	0.35	1.19	-1.89
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.03	0.20	1.03	-1.89

注：2009 年数据未经审计。

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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	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
本期集合票据偿债能力	
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度
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 / 本期集合票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期集合票据到期偿还额
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 / 本期集合票据到期偿还额

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

信用等级公告

联合[2009] 528 号

联合资信评估有限公司通过对广州天赐高新材料股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

广州天赐高新材料股份有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广州天赐高新材料股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广州天赐高新材料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，未因广州天赐高新材料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广州天赐高新材料股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、广州天赐高新材料股份有限公司主体长期信用等级自 2009 年 12 月 25 日至 2010 年 12 月 24 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
二零零九年十二月二十五日



广州天赐高新材料股份有限公司

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: 2009 年 12 月 25 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 9 月
资产总额(万元)	22246.15	25506.85	29431.08	36654.58
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	13951.49	18503.73	21089.02	22568.21
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	1295.55	1207.00	4257.61	8328.29
营业收入(万元)	45163.49	29013.07	28494.62	23957.52
利润总额(万元)	2779.16	4995.25	3509.02	2961.36
EBITDA(万元)	3717.98	5650.57	4596.41	--
经营性净现金流(万元)	-1092.55	3900.77	1978.78	2758.73
营业利润率(%)	19.76	30.55	30.46	30.74
净资产收益率(%)	19.06	22.77	13.14	--
资产负债率(%)	37.29	27.46	28.34	38.43
全部债务资本化比率(%)	8.50	6.12	16.80	26.96
流动比率(%)	200.61	269.57	227.65	171.35
全部债务/EBITDA(倍)	0.36	0.21	0.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	26.16	--	26.44	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.93	1.41	1.15	--

注: 公司从 2007 年开始执行《企业会计准则(2006)》。2009 年数据未经审计。表中 2006 年数据为 2007 年年初调整数。

分析师

谢凌艳 张晓斌
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.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对广州天赐高新材料股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为国内领先的化妆品原料生产企业,在行业地位、生产规模、研发技术、政策支持等方面具备一定的竞争优势;同时,联合资信也注意到受宏观经济环境变化、行业政策变动、原材料价格波动等因素的影响,公司面临一定的经营风险。

公司九江天赐项目投资支出大,对外融资需求增加。但锂离子电池材料产业链的完善,有助于降低生产成本,公司销售收入和盈利能力有望得到提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司是国内领先的化妆品原料生产企业,在中国个人护理原料市场占有率排名第一。
2. 公司拥有较强的研发实力,化妆品原料、锂离子电池材料系列产品附加值高。
3. 公司作为高新技术企业,享受优惠的所得税税率和政府补助政策。
4. 公司新建九江天赐项目扩大生产规模,进一步延伸锂离子电池材料产业链,有助于降低生产成本,提高盈利能力。

关注

1. 受宏观经济、行业政策变动和原材料价格波动的影响,公司面临一定的经营风险。
2. 公司投资支出扩大,融资需求增加;有息债务增长较快,债务结构不合理。
3. 公司期间费用占营业收入比重较大。
4. 公司经营活动产生的现金流净额波动性较大。

一、主体概况

广州天赐高新材料股份有限公司（以下简称“公司”或“天赐高新”）成立于2000年6月，系由广州市天赐高新材料科技有限公司（以下简称“天赐科技公司”）于2007年11月23日整体变更成立。天赐科技公司由徐金富（持股85%）、徐金林（持股5%）、林飞（持股5%）、李兴华（持股5%）出资成立，注册资本人民币600万元。2007年8月4日天赐科技公司股东会同意原股东向新股东转让部分股权，转让完成后，天赐科技公司股东为21位自然人，注册资本为8000万元。2007年11月23日，经广州市工商行政管理局核准，天赐科技公司依法整体变更为股份有限公司。公司实际控制人为徐金福，持股73.87%。

截至2009年9月底，公司内设制造供应部采购部、日化材料事业部、电池材料事业部、研究院、采购部、财务部、人力资源部、企业管理部等8个职能部门，拥有全资及控股子公司4家（见附件7）。

公司经营范围：研究、制造、批发、零售有机硅材料、锂离子电池材料、日用精细化工产品、表面活性剂、添加剂（易制毒化学品及危险化学品除外）；经营本企业自产产品及相关技术的出口业务；经营本企业生产、科研所需的原辅料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进出口业务（国家法律法规禁止、规定前置及专营专控的商品、项目及技术除外）；国内商业及物资供销业（国家法律法规规定前置及专营专控的商品或项目除外）。

截至2008年底，公司合并资产总额29431.08万元，所有者权益合计21089.02万元（其中少数股东权益1181.11万元）；2008年实现营业收入28494.62万元，净利润2770.17万元（归属于母公司所有者的净利润2766.03万元）。

截至2009年9月底，公司合并资产总额36654.58万元，所有者权益合计22568.21万元

（其中少数股东权益895.54万元）；2009年1~9月，公司实现营业收入23957.52万元，净利润2422.28万元（归属于母公司所有者的净利润2329.13万元）。

公司注册地址：广州市黄埔区云埔工业区东诚片康达路8号；法定代表人：徐金富。

二、本期集合票据概况

公司拟发行集合票据4000万元，期限3年。

1. 补充营运资金

天赐高新近年来业务发展稳定，财务稳健。本次发行集合票据所募资金约1000万元将用于补充流动资金，主要用于母公司购买原材料。2008年和2009年，天赐高新采购原材料六氟磷酸锂、丙二胺、DMC的支出分别达到7122万元和5847万元。天赐高新补充营运资金后，可以有效地缓解的流动资金压力，为天赐高新发展提供有力保障，保证经营活动平稳进行，提升市场竞争力，综合效益明显。

2. 7000t/a 锂电池和动力电池材料项目

1000万元用于子公司九江天赐高新材料有限公司的7000t/a锂电池和动力电池材料项目。该项目总投资为17815.6万元，其中自有资金9015.6万元，经江西省湖口县发展和改革委员会备案，项目编号：3604293940071031013。目前项目已投入5500万元，正在九江开始建设，主要用于研发和生产汽车、电脑、手机用锂电池电解质和电解液，预计项目建成后将成为天赐高新收入的新增长点。

3. 偿还银行贷款

天赐高新发行本期集合票据募集资金在补充营运资金和项目投资之余将用于偿还天赐高新现有短期负债，改善长、短期债务结构，降低融资成本，提高直接融资比例。本次集合

票据募集的资金计划约 2000 万元用于偿还母公司短期债务，改善负债结构。

三、行业分析

公司专业从事日用化工材料、锂离子电池材料、有机硅材料等领域的科研、生产与服务。

1. 个人护理原料业

①行业现状

随着中国经济的持续快速发展和消费者可支配收入的大幅提高，个人护理用品已从奢侈品变成了日常生活中不可或缺的必需品。根据 Euromonitor 公司的调查结果显示，在消费者购买力持续增强的推动下，全球个人护理用品市场快速增长，以增长速度最快的亚洲地区为例，2002~2006 年的 5 年间，在亚洲的中国、印度和韩国个人护理产品的复合年增长率分别达到 12.1%、8.4% 和 6.7%。2009 年，世界个人护理用品市场需求旺盛，全球市场现已达到约 1500 亿美元，其中欧洲约占 37%、亚洲 29%、北美 22%、拉美 9%、其他地区 3%。亚洲个人护理用品市场已经占全球市场的 1/3。据美国《化学周刊》日前所作的综合分析，美国、西欧和日本的个人护理化学品行业在其增长较慢的市场中是增长最快的行业，特别是头发护理和皮肤保养用品的需求增长明显。在全球范围内，通过并购、新产品开发，尤其是通过技术创新，个人护理用品行业正在加大投入和加快发展。

个人护理用品中的专用原料能够赋予产品独特的性能，在通常情况下这些专用原料在市场中受到的价格压力要比普通原料小很多。目前中国市场的本土个人护理原料供应商有 1000 多家，主要面向中低端市场。进入中国的国外品牌有几百家，主要针对中高端市场，占据着大约 70% 到 80% 的市场份额。

个人护理用品原料市场的竞争较分散，但是有一些公司凭借自己的优势产品及完整业务模式，在某些具体的产品领域占据着统治地

位，比如巴斯夫和帝斯曼公司在维生素市场、道康宁公司在硅产品市场处于领先地位。

目前个人护理原料发展态势主要包括以下几个方面：（1）天然原料占主导，包括美国在内的发达国家对天然成分产品的需求在增长。个人护理品中的洗护和护肤品以天然原料为主打，如萃取鲜果、花卉、草本、菜蔬等纯天然植物。预计至 2009 年底，活性组分，包括维生素、植物提取物和多糖的需求量，年增长率将超过 5%。（2）功能性原料需求增长迅猛。随着人民生活水平的提高、个人护理意识的增强和需求的增长，个人消费品在未来几年内的销售攀升情况极有可能带动个人护理原料市场以两位数的增长速度发展。另外行业日渐成熟规范，生存环境和人口结构的改变也会带动功能性个人护理原料用量的增长。（3）本土化趋势明显。个人护理品消费者的需求变化和业内的激烈竞争迫使个人护理品厂商不断更新其产品类型；而配方的更新将需要更多具有新功能和新特点的成分。同时，客户对服务和物流的关注度普遍提高，对技术创新也有更高的期待。因此一些国际化个人护理品公司希望扩大其原料的本土化，寻求性价比更高的本土供应商。

②行业关注

个人护理原料行业的部分原材料含原油成分，近年来原油价格的不断上涨使整个行业承受较大的成本压力；行业发展受原油价格波动的影响较大。

个人护理用品安全质量问题日益受到重视，特定成分引发过敏甚至致癌的可能性和国内一些产品的低质量都是业内普遍存在的问题。安全、质量、高效是未来个人护理用品的发展趋势。

宏观经济环境的变化对个人护理用品行业产生一定的影响。经济发展势头良好，人民生活水平的提高扩大了个人护理用品的消费需求，并促使个人护理用品的功能性和技术性创新；而在金融危机环境下，一定程度上抑制

了全球个人护理用品消费需求的增长。

③行业政策

个人护理用品已成为日常生活必需品，近年来政府加强了行业规范管理，针对产品质量、卫生监督和禁用有害物质等问题制定了一系列的法规和管理办法。相关的规定、管理办法包括《化妆品产品生产许可证换（发）证实实施细则》、《化妆品卫生行政许可检验规定》、《化妆品卫生监督条例》、《化妆品标识管理规定》等。2007 年卫生部发布了《化妆品卫生规范》，将化妆品中禁用物质（原料及杂质）增至 1286 种，并将卫生部 2005 年发布的《染发剂原料名单》纳入到规范的限用原料名单中，同年卫生部还发布了《国际化妆品原料标准中文名称目录》。

④行业发展

除原有清洁保湿功能外，符合绿色、环保的要求，及具备保健、祛皱等功能性原料、基质原料将是个人护理原料行业发展的趋势。中国地广人多，消费能力强，对化妆品的需求量正逐步上升。中国目前是亚洲第二、世界第八大消费地区，在中国宏观经济快速发展的大环境下，个人护理品销售持续攀升，平稳发展，持续保持每年 10% 以上的增长幅度。2008 年国际原油价格暴涨使日化原料水涨船高，其增幅已超过利润微薄的日化企业的承受范围，国产原料由于其优异的性价比，受到国内、国际厂商的青睐；而且受金融危机的影响，各生产厂商对成本的控制更为关注，中国本土企业的发展前景看好。

总体看，近年来随着人民生活水平的提高，个人护理用品市场快速增长，行业监督管理也逐渐规范。在金融危机背景下，国产个人护理原料成本优势较为明显，随着中国宏观经济的发展，消费能力趋强，中国本土个人护理原料厂商发展前景较好。同时也应注意到，个人护理原料行业易受宏观经济、行业政策变动和原料价格波动等因素的影响，存在一定的经营风险。

2. 有机硅产业

有机硅是化工生产的基础原料。有机硅产品有很好的耐高、低温性能，用途极为广泛。

目前，全球有机硅市场规模为 90 亿美元，其消费构成为：橡胶、树脂、涂料、纤维、纸张、化妆品等化工关联行业占 40%，电子电气占 20%，土木建筑占 20%，其他占 20%。

全球有机硅生产主要集中在北美、西欧和日本。目前全球有五大有机硅单体生产商，即美国的道康宁公司(Dow Corning)、美国的通用电器公司(GE)、德国的瓦克公司(Wacker)、日本信越公司和法国的罗地亚公司(Rhodia)，他们所占全球的市场份额分别为 37%、19%、13%、14%和 5%。

经过近年来的发展，中国已成为世界有机硅产业基地。世界有机硅生产巨头已悉数进入中国，并与中国企业相互重组。目前国内从事有机硅生产的上市公司主要有 3 家，分别是浙江新安化工集团股份有限公司、蓝星化工新材料股份有限公司和江苏宏达新材料股份有限公司。中国在建的有机硅产能约有 40 万吨，预计到 2010 年国内企业的产能将达 120 万吨/年，加上道康宁在张家港建设的 40 万吨/年装置，总产能将达到 160 万吨。需要注意的是，世界上已开发出 1 万多种有机硅产品，已经投放市场的有 5000 多种，但中国只能生产 500 多种。国内有机硅企业应该通过进一步提高产品质量、加大产品深加工比例、拓宽深加工产品种类以及提高资源循环利用水平等方式保持产品盈利水平，提高企业竞争能力。

受金融危机影响，2008 年有机硅价格下跌。根据中国化工信息网公布的数据，有机硅中间体（DMC）在 2008 年底最低跌至 17000 元/吨。2009 年第二季度以来，房地产和建筑业在政府一系列政策扶持的推动下快速复苏，从而拉动了国内有机硅市场的复苏，自 2009 年 8 月底以来有机硅产品价格不断上调。2009 年 10 月份，有机硅价格强劲上涨，均价 23000 元/吨，环比上涨 13% 左右。

联合资信认为,由于有机硅产品自身的优良特性和广泛的消费用途,中国的有机硅产品仍有广阔的市场空间,规模化生产商持续占有主导地位。此外,因有机硅产业链下游空间广阔,规模较大的单体生产企业拥有向下游延伸的资源保障能力和规模优势,竞争优势将更加明显。但同时,联合资信也关注到,中国有机硅行业近年来投资趋热,产能迅速增长已经对产品销售和市场价格构成了阶段性冲击。

3. 电解液产业

电解液,是由电解质盐、有机溶剂和添加剂组成的导电液体,是锂离子电池的关键材料,其性能决定着电池的容量、循环寿命、成本、安全性等。

全球锂离子电池需求巨大,目前全球手机、笔记本电脑、数码相机用锂离子电池分别占锂离子电池总量的 49%、36%和 4%。2008 年,全球锂离子电池电解液总共消耗约 10,000 万吨左右。近年来,全球锂离子电池电解液产业发展平稳,锂电池电解液主要生产国家集中在日本、中国和韩国三地。

在政府扶持政策的推动下,近年来中国锂离子电池产业化发展迅速,已形成了从上游产品、原料制造、设备制造、电池加工和出口贸易以及下游产品的完整产业链。目前国内电池生产商电解液配套也已基本实现国产化。国内从事锂电池电解液的生产企业主要有张家港市国泰华荣化工新材料有限公司、东莞杉杉电池材料公司、珠海市赛纬电子材料有限公司和天赐高新等十余家。影响中国锂电池电解液发展的因素主要在于上游原材料的供应,目前核心原材料生产企业主要为日本公司,多数电解液生产企业核心原材料依赖进口,只有少数企业能够自给。

中国积极组织锂离子电池关键材料和技术的研究与开发,“九五”、“十五”期间均将其列为国家高技术(863)计划重大专项,国家计委和科技部把锂离子电池产业化作为优先发

展的高技术产业化重点领域。根据《轻工业调整和振兴规划》(以下简称《规划》),在 2009-2011 年期间中国将大力推进关键技术创新与产业化,其中包括新能源电池关键技术、设备的创新与产业化。《规划》计划建立重点行业公共技术创新服务平台,建立粮油、电池、皮革行业国家工程技术研究中心。

预计到 2013 年全球锂离子电池市场需求量将达到 39.9 亿颗,年增率将超过 20%。未来市场增量要看动力锂电池市场,特别电动汽车一旦兴起,将带来电解液的爆发性增长。科技部部长万钢在“2008 中国绿色能源汽车发展高峰论坛”给出了中国新能源汽车的发展目标:到 2012 年,国内有 10%新生产的汽车将是节能与新能源汽车。预计动力型锂离子电池电解液发展方向是提高动力型锂离子电池安全性、循环寿命等,加快锂离子电池在电动自行车和电动汽车上的应用进程,加快锰酸锂、磷酸铁锂、电解液、隔膜等新材料的研究和产业化。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司专业从事日用化工材料、锂离子电池材料、有机硅材料等领域的科研、生产与服务。公司是中国目前主要的日用化工表面活性剂、乳化硅油、乳化剂和锂离子电池电解液的生产商之一。公司在中国个人护理原料市场占有率排名第一。公司是国内十余家锂电池电解液主要生产企业之一,其锂电池电解液产品质量和研发力量均处于国内领先地位。

公司 2002 年底公司通过 ISO9001: 2000 质量管理体系,2004 年通过 ISO14001 环境体系、OHSAS18001 职业健康安全体系认证。2005 年荣获广州市政府授予的“广州市百强民营企业”称号;2007 年荣获“全国优秀民营科技企业民营科技发展贡献奖”;2005 年、2008 年荣获广州市科技局颁发的“高新技术企业认定书”。

2. 人员素质

公司董事长徐金富先生, 46 岁, 化学硕士、中欧国际工商管理学院 EMBA, 双硕士学位, 曾任广州市道明化学有限公司经理、广州市天赐高新材料科技有限公司总经理, 现任公司董事长。公司总经理陈汛武先生, 47 岁, 中欧国际工商管理学院 EMBA, 西北轻工业学院(今陕西科技大学)轻化工硕士, 双硕士学位, 曾任浙江造纸工业学校讲师、中国宝洁(P&G)工程经理和厂长、苏州宝洁纸品有限公司总经理兼厂长、宁波方太厨具有限公司集成厨房事业部总经理, 现任公司总经理。

截至 2008 年底, 公司职工总数 521 人。按年龄构成划分, 30 岁以下占 71.21%, 31~50 岁占 28.79%; 按学历划分, 大专以上学历占 47.79%; 按岗位构成划分, 管理人员占 24.57%、研发人员占 9.98%、生产和销售人员占 65.45%。

总体来看, 公司高级管理人员专业素质较高、熟悉公司业务及发展方向; 以中青年员工为主, 员工素质符合生产经营现状。

3. 技术水平

公司注重产品的技术研发与产品创新工作, 经广州市经贸委、广州市科技局、广州市发展改革委员会批准, 公司于 2005 年组建广州市天赐精细化学品工程技术研究开发中心。目前公司拥有 30 多名专业技术人员从事化妆品原料、锂离子电池材料系列产品的研发工作, 每年均有一批科技含量高、附加值高的新产品问世, 形成了产品群体优势。近年来公司自主研发了领先的醚化剂生产技术、渗透汽化膜分离工艺(用于阳离子聚合物的生产); 从美国引进了电解液关键原材料——六氟磷酸锂的生产技术等非公开专有技术, 与哈尔滨工业大学合作开发的锂离子电池正极材料——磷酸铁锂已进入中试阶段, 其他自主开发的技术已获得国家专利 2 项, 另有 16 项专利申请已获国家专利局受理; 通过省级技术鉴定产品

8 项, 应用于工业化规模生产的技术成果达到 17 项。公司的技术中心已经成为国内化妆品原料行业技术水平较高的研发机构之一。

公司与国内高校和科研院所保持良好的合作关系, 与中科院上海有机所、清华大学、浙江大学、中山大学、华南理工大学等院校进行多项技术合作。

4. 外部环境

税收方面, 公司 2009 年 3 月被认定为广东省 2008 年第一批高新技术企业, 有效期 3 年。按照相关规定, 公司在认定有效期内, 按 15% 的比例征收所得税。

政策支持方面, 公司是高新技术中小企业, 研发实力强, 政府对于高科技项目给予一定的补助和科学技术经费。2008 年公司获得政府补助共计 638.07 万元。

五、管理分析

1. 治理结构

公司的股东大会是最高权力机构, 决定公司的经营方针和投资计划, 选举、更换董事及监事。股东大会由董事长主持, 董事长不能履行职务或不履行职务时, 由半数以上董事共同推举的一名董事主持。

公司设董事会, 对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成, 其中独立董事 3 名; 设董事长一人, 由公司董事担任, 由董事会以全体董事的过半数选举产生和罢免。公司设总经理一名, 由董事会聘任或者解聘; 总经理对董事会负责, 主持公司的生产经营管理工作, 每届任期三年, 连聘可以连任。公司设董事会秘书, 由董事长提名, 经董事会聘任或解聘。

公司设监事会, 由 3 名监事组成, 其中职工代表监事 1 名, 设监事会主席 1 名, 由全体监事过半数选举产生。

2. 管理体制

公司建立了较为完善的内控管理体系和管理制度。生产质量管理方面，公司制定了《标准品、对照品、标准液、滴定液的管理》、《化验室的安全管理》、《测试方法有效性鉴定作业指导》等制度；投融资管理方面，公司制定了《融资与对外担保管理办法》、《对外投资管理制度》；财务管理方面，公司制定了统一的会计核算制度、内部控制及风险管理制度，主要包括《信用管理制度》、《应收账款管理制度》、《预算管理制度》、《资金和票据管理制度》、《资金安全管理规定》等管理制度。

公司 2007 年完成股份制改造，内部管理运作规范，未来公司将继续完善组织机构设置，提高管理水平。

六、经营分析

1. 经营现状

2007 年公司实现营业收入 29013.07 万元，较 2006 年下降幅度较大，主要是因为公司不再合并广州市天赐三和环保工程有限公司（以下简称“三和环保”）营业收入所致。2008 年尤其是下半年以来受金融危机影响，公司业务板块销售有所下滑，2008 年公司实现营业收入 28494.62 万元。公司主导产品为个人护理原料、有机硅和电解液，分别占主营业务收入的 65.48%、13.95%和 13.15%。从下表可看出，公司主营业务突出，收入构成较稳定。

表1 2006~2009年9月公司营业收入构成情况

主要产品	2009 年 1~9 月		2008 年		2007 年		2006 年	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
个人护理原料	15073	62.91	18658	65.48	19874	68.50	18310	74.17
有机硅	3495	14.59	3974	13.95	3773	13.00	3264	13.22
电解液	3184	13.29	3747	13.15	3802	13.10	2293	9.29
其他	2206	9.21	2116	7.43	1563	5.39	818	3.31
合计	23958	100.00	28495	100.00	29013	100.00	24685	100.00

注：1) 资料来源：公司提供； 2) 2006年其他产品收入不含三和环保的环保工程收入。

从主营业务盈利情况看，2006~2008 年，公司营业利润率分别为 19.76%、30.55%和 30.46%，公司盈利能力较好。

2009 年 1~9 月，公司实现营业收入 23957.52 万元，较上年同期有所增长。

2. 原材料采购

公司所需原材料主要包括天然植物油（棕榈油、椰子油等）、天然木纤维、天然瓜尔胶、玉米淀粉、电解质等。公司主要原材料如天然植物油、玉米淀粉等一定程度上受气候、石油价格波动和供求关系的影响，原材料市场价格呈波动性，公司购买原材料议价能力有限。鉴于此，公司与主要原材料供应商建立了战略合作关系，稳定原材料供应和价格，具有良好的信用关系。

目前，公司原材料供应商主要有日本东

工、蓝星化工新材料股份有限公司江西星火有机硅厂、飞翔化工(张家港)有限公司、山东东岳有机硅材料有限公司和浙江合盛硅业有限公司等，上述五大供应商采购金额约占总采购金额的 43%，进口原材料约占 20%。公司信誉良好且与原材料供应商保持长期合作关系，原材料供应相对较稳定。

3. 生产经营

公司自设立以来主要从事硅油、温和表面活性剂、阳离子聚合物和功能型添加剂等化妆品原料系列产品的研究、生产和销售，该系列产品主要用作洗发水、护发素、沐浴露和洗面奶等化妆品的添加剂。目前公司能提供洗发水所需 80%以上的个人护理原料产品，已是国内领先的化妆品原料生产企业。中国是目前世界

上洗发水生产量和销售量最高的国家，也是增长幅度较高的国家。目前中国有超过 2000 家的洗发水生产企业，国内市场上洗发水的品牌超过 3000 个。

公司是国内第一家生产化妆品用透明硅油的企业，目前在国内企业中市场份额最大。公司在硅油的聚合反应中采用特殊的催化剂，所得到的产品聚合度高，分子量分布窄，无气味，获得国家重点新产品称号。温和表面活性剂中月桂酰谷氨酸钠目前国外仅有日本味之素公司生产，公司是国内第一家掌握该生产技术的企业。公司可以按客户要求提供个性化配方建议和生产建议；拥有国内最为全备的实验设备，可为客户提供配方检测、原料检测。目前公司个人护理原料产品主要由遂昌天赐高新材料科技有限公司经营。

公司于 2002 年投资设立了广州天赐有机硅科技有限公司开始了液体硅橡胶系列产品的研究、生产和销售，拥有自主知识产权，该系列产品主要用作模具制造、电子封装、电力电器绝缘和纸张隔离等用途。

公司凭借在配制有机溶剂方面多年的经验，于 2005 年开始研制生产锂离子电池电解液，该产品是制造锂离子电池的主要原材料。公司电解液生产技术在国内外同行业中处于领先水平，低生产成本优势明显。功能型电解液由数种溶剂、添加剂和电解质盐混配而成，对原材料的纯度和水分含量有更高要求，公司在提高原材料纯度要求的同时，能够独立合成和提纯特殊的溶剂，有效地避开了供应商短缺的问题。公司开发出多种满足动力电池需要的功能型电解液，在锂离子电池的高温、低温、倍率和容量发挥等性能上均有突破，可以满足各种客户的需求。

2007 年以来，公司个人护理原料产品和有

机硅产品产能有所扩大。公司主要产品是根据订单进行生产，个人护理原料产品有少部分安全库存。2008 年，公司生产个人护理原料产品 12000 吨，有机硅产品 1400 吨，电解液 450 吨。

表2 2007~2009年9月公司主要产品产销情况

产品类别	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
个人护理原料	产能 (吨)	14000	15000
	产量 (吨)	13000	12000
	销量 (吨)	12300	12290
	销售额 (万元)	19874	18658
有机硅	产能 (吨)	2000	2000
	产量 (吨)	1100	1400
	销量 (吨)	1091	1455
	销售额 (万元)	3773	3974
电解液	产能 (吨)	600	600
	产量 (吨)	480	450
	销量 (吨)	482	425
	销售额 (万元)	3802	3747

资料来源：公司提供

4. 产品销售

公司主要产品以直接销售为主，辅以经销商方式，配合以完善的售前售后服务。公司以优于国际主要竞争对手但高于国内一般竞争对手的价格，形成优质的性价比，围绕客户的个性化配方配备齐全的配套产品。公司日化材料主要客户包括广东拉芳家化有限公司、广东名臣有限公司、霸王（广州）有限公司和佛山市圣芳(联合)有限公司等个人护理用品厂商，2008 年公司前五大客户销售额合计占总销售额的 50.91%，较 2007 年有所下降。公司电解液主要销售客户包括深圳市中凯兴能源科技有限公司、深圳市比克电池有限公司和深圳邦凯新能源股份有限公司等。

公司主要客户生产个人护理用品所需原材料均需外购，公司产品性价比较高，销售渠道相对稳定。近年来，公司调整国内销售网络，积极开拓国际客户，国内、国际销售网络基本完善。同时通过布局全球销售网络，公司对主要客户的依赖程度逐渐降低，基本形成了一批优质大客户群。

表3 2007~2009年9月公司前五大客户情况

客户名称	2007 年		2008 年		2009 年 9 月	
	销售额 (万元)	占比 (%)	销售额 (万元)	占比 (%)	销售额 (万元)	占比 (%)
广东拉芳家化有限公司	7445	37.46	4424	23.71	3664	24.31

广东名臣有限公司	778	3.91	1412	7.57	757	5.02
霸王(广州)有限公司	901	4.54	1363	7.30	927	6.15
佛山市圣芳(联合)有限公司	1435	7.22	1360	7.29	710	4.71
中山市芬娜日用化工有限公司	993	4.99	941	5.04	745	4.94
合计	11552	58.13	9500	50.91	6803	45.13

资料来源：公司提供

公司个人护理原料产品市场占有率达到18%左右，2008年销售收入达18658万元。从销售区域分布上看，国内销售约占90%，主要集中在珠江三角洲（约占80%）、江浙沪及北方地区；国外出口约占10%，主要集中在美国市场。公司高倍率系列、高温系列的电解液一

直独占高端市场，价格高于市场5%~10%，市场占有率约7%，全部内销。公司有机硅产品技术水平与国外公司相当，远优于现有的国内公司，销售价格低于国外公司20%以上，竞争优势明显。

表4 公司主要竞争对手情况

主要厂商	市场份额	竞争优势	竞争劣势
道康宁	硅油系列占30%以上	原研专利品牌形象、一定的技术优势	价格高
陶氏	阳离子纤维素占70%左右	原研专利品牌形象、技术优势	价格高
罗地亚	表面活性剂占20%	品牌形象、技术优势	价格高
诺誉	卡波树脂占98%；增稠剂占60%	原研专利持有者，卡波市场国际占有率排名前列	价格高
上海高维	国内温和表面活性剂占15%，市场份额正在萎缩	国内最早个人护理原料生产厂商之一，部分产品技术居于国内领先水平	公司动荡，科研、技术、销售中高层人员不稳定，几年来因环保问题与政府管理部门关系交恶
天赐高新	公司规模、科研实力、产品性价比与售前售后服务居于国内领先	与国际竞争对手相比，良好价格优势，与国内厂商相比，产品技术优势与良好售前、售后技术服务	相对国内市场价格较高。在国际市场上还需跨越不同国家地区的营销布局门槛。

资料来源：公司提供

受金融危机影响，2009年上半年公司销售收入和利润下滑幅度较大，进入三季度以来，主要业务板块同比、环比增长强劲，累计前三季度销售额同比实现了6%的增长；随着国际大客户业务取得突破，出口业务增长良好，前三季度订单已经较2008年全年总量增长达到30%。

公司自07年以来承担了较大的汇率风险，国际贸易中，公司采用日元结算购进部分原材料，主要采用美元结算销售产品，但近年人民币和日元升值压力大，升值趋势明显，导致承担汇率变换双重风险。近年来，公司积极研究控制汇率风险，包括加强了对汇率变化趋势的预测、和银行积极探讨套期保值等措施。

5. 经营效率

2006~2008年，公司资产总额年均增长15.02%，所有者权益年均增长22.95%。

2006~2008年，公司总资产周转次数和销售债权周转次数逐年下降，2008年分别为1.04

次和4.05次；存货周转次数随着存货的增加呈下降趋势，三年平均值为5.45次，2008年为3.74次。总体看，公司目前整体资产经营效率一般。

6. 未来发展

公司总体发展战略：2010年底前实施核心产品专业化深度发展战略，推动国际市场营销成长，在实现市场稳定快速发展的基础上，不断加大在研发上的资源投入和发展力度，使得公司在各个核心业务上获得领先的产品线研发竞争力，并快速有效地转化为国际高品质的规模生产。经过10年的努力，使公司成为行业中最具竞争力的国际知名企业。

公司未来计划投资21115.60万元用于改造生产技术和扩大产能，投资集中在个人护理原料产品和锂离子电池材料业务板块，主要投资项目参见下表。公司设立九江天赐高新材料有限公司（以下简称“九江天赐”），投资建设项目1和2，其中项目1是公司重点投资项

目，主要用于研发和生产汽车、电脑、手机用锂电池电解质和电解液，延伸公司电池材料业务产业链，降低生产成本，为国家鼓励开发项

目。截至 2009 年底，公司已投入项目资金 6650 万元，预计项目 2 和 3 于 2010 年投产。

表5 2010~2012年公司投资计划（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	资金来源		2010	2011	2012
			自有	贷款			
1、7000t/a 锂电池和动力电池材料	17851.60	5500	9015.6	8800	3000	5607	3708.6
2、2000t/a 化妆品水溶性聚合物树脂项目	2300	1000	1500	800	1300		
3、15000 吨/年表面活性剂和 5000 吨/年挥发性硅油	1000	150	1000	-	850		
合 计	21115.60	6650	11515.6	9600	5150	5607	3708.6

注：1）资料来源：公司提供；2）项目2、3均为生产洗发水原料。

公司预测未来三年年销售增长率不低于 40%，销售利润率逐年提高，主要依据：1）公司经过近两年的组织等系列变革，已经为实现下一阶段高速发展奠定了基础，2）九江天赐已掌握核心技术、产品市场前景良好、盈利能力优秀的产品生产装置，并即将投产，将极大的提升公司销售规模及盈利能力，3）公司积极国际市场，并已取得重大突破，预期未来三年销售将大幅增长，销售的大规模增长还依赖于未来新产品销售的增长。

总体看，公司主营业务规模继续扩大，产业链延伸有助于降低生产成本，公司未来发展前景较好。同时也应注意到，公司未来几年投资支出较大，产品易受行业供求关系及原材料价格波动的影响，公司经营预测存在不确定性。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2006~2008 年财务报表经北京京都天华会计师事务所有限责任公司（后更名为北京京都天华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。公司 2009 年 9 月份数据未经审计。公司从 2007 年开始执行《企业会计准则（2006）》，并对 2006 年财务数据进行了追溯调整。

2007 年，公司设立遂昌天赐高新材料科技有限公司（公司持股 100%）；收购杭州天成化工有限公司 55%股权（收购后成为公司全资

子公司），并纳入合并范围；转让三和环保 67.18%股，不再纳入合并范围。2008 年公司合并范围未发生变化。2009 年杭州天成化工有限公司处于清算阶段，不纳入 2009 年前三季度财务报表合并范围。

截至 2008 年底，公司合并资产总额 29431.08 万元，所有者权益合计 21089.02 万元，其中少数股东权益 1181.11 万元；2008 年实现营业收入 28494.62 万元，净利润 2770.17 万元（归属于母公司所有者的净利润 2766.03 万元）。

截至 2009 年 9 月底，公司合并资产总额 36654.58 万元，所有者权益合计 22568.21 万元（其中少数股东权益 895.54 万元）；2009 年 1~9 月，公司实现营业收入 23957.52 万元，净利润 2422.28 万元（归属于母公司所有者的净利润 2329.13 万元）。

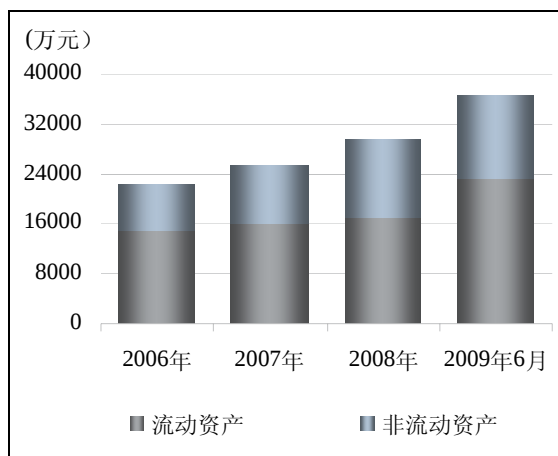
2. 资产质量

2006~2008 年，公司资产规模稳定增长，资产总额年复合增长率为 15.02%。截至 2008 年底，公司资产总额 29431.08 万元，较上年增长 15.39%，主要源于货币资金、在建工程 and 无形资产的增加。公司资产构成中流动资产占 58.24%，非流动资产占 41.76%；和 2007 年相比，流动资产占比下降了 4.87 个百分点。

2006~2008 年，公司流动资产年复合增长率为 7.83%。截至 2008 年底，公司流动资产 17141.32 万元，其中货币资金、应收账款和存货占比较大，分别占 20.13%、33.98% 和

34.96%。

图 1 2006~2009 年 9 月公司资产构成情况



资料来源：公司提供

2006~2008 年，公司货币资金年复合增长率为 34.75%，主要源于银行存款的增加。截至 2008 年底，公司货币资金 3450.53 万元，较上年大幅增长，主要为银行存款（占 85.69%）、银行承兑汇票保证金存款和信用保证金存款等其他货币资金（占 9.84%）。

截至 2008 年底，公司应收账款账面余额 6257.80 万元，较上年有所下降。从账龄分布看，主要为 1 年以内的应收账款，占 94.24%；欠款金额前五名总计占应收款总额的 38.99%，主要为应收货款。公司计提坏账准备 432.50 万元，计提比例为 6.91%，计提较充分。

截至 2008 年底，公司其他应收款账面余额 778.65 万元，主要为公司的业务前期垫款；其中 1 年以内的占 76.78%，欠款金额前五名总计占其他应收款总额的 33.44%。公司计提坏账准备 76.69 万元，计提比例为 9.85%。

截至 2008 年底，公司存货 5992.71 万元，较上年增长 31.77%，主要是应对原材料涨价增加原材料库存所致；其中原材料占 56.89%、库存商品占 34.49%、在产品占 5.99%。公司存货未出现减值情形，未计提跌价准备。

2006~2008 年，公司非流动资产年均增长 27.97%。截至 2008 年底，公司非流动资产 12289.76 万元，较上年增长 30.61%，主要为固

定资产（占 61.72%）、在建工程（占 13.31%）和无形资产（占 22.73%）。

截至 2008 年底，公司固定资产原价 10092.42 万元，较上年增长 14.80%，其中房屋及建筑物占 41.03%、机器设备占 51.02%、运输及其他设备占 7.95%。公司固定资产累计折旧 2507.77 万元，未计提减值准备。

截至 2008 年底，公司在建工程 1635.95 万元，较上年大幅增长，为扩大生产进行的厂房及生产线改建投入所致，主要包括九江工厂土地基建、聚合物生产线和有机硅厂房等项目。

截至 2008 年底，公司无形资产账面价值 2793.64 万元，较上年大幅增长，主要是九江天赐土地使用权增加所致；其中土地使用权占 99.80%。截至 2008 年底，公司所有权受到限制的资产合计 2881.51 万元，主要用于银行短期借款抵押担保和应付票据及信用证保证金。

表 6 2008 年底所有权受到限制的资产情况

资产类别	价值（万元）	备注
固定资产	2126.29	银行短期借款抵押
应收账款	425.60	银行短期借款质押
货币资金	339.62	应付票据及信用证保证金
合计	2881.51	

资料来源：公司年报

截至 2009 年 9 月底，公司资产总额 36654.58 万元，其中流动资产占 63.68%，非流动资产占 36.32%。公司流动资产 23343.45 万元，较 2008 年底增长 36.18%，主要源于货币资金、应收账款和预付款项的增长。公司非流动资产 13311.14 万元，较上年增长 8.31%，主要是在建工程和无形资产增加所致。

总体看，公司资产构成稳定；流动资产中应收账款账龄较短，存货中以原材料和库存商品为主；固定资产主要包括机械设备和房屋建筑物。公司整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

2006~2008 年，公司所有者权益年复合增

长率为 22.95%。截至 2008 年底，公司所有者权益 21089.02 万元，较上年增长 13.97%，主要源于未分配利润的增加；归属于母公司所有者权益 19907.91 万元，其中实收资本占 40.19%、资本公积占 36.26%、盈余公积占 2.09%、未分配利润占 21.46%；资本公积 7218.80 万元，主要是公司整体变更为股份公司时净资产折股溢价。截至 2008 年底，公司少数股东权益 1181.11 万元。

截至 2008 年底，公司负债合计 8342.06 万元，较上年增长 19.12%，其中流动负债占 90.26%，非流动负债占 9.74%。和 2007 年底相比，公司流动负债占比上升了 4.99 个百分点。

截至 2008 年底，公司流动负债合计 7529.81 万元，较上年增长 26.10%，主要源于短期借款的增加；流动负债构成中主要为短期借款（占 45.79%）、应付票据（占 10.75%）、应付账款（占 20.73%）和其他应付款（占 10.94%）。

截至 2008 年底，公司短期借款 3448.00 万元，其中抵押借款 3000 万元，应收账款质押借款 448 万元。公司应付票据 809.61 万元，较上年减少 32.93%，主要是上期票据到期承兑付款所致。公司应付账款 1560.59 万元，较上年减少 49.93%，主要是本期增加对供应商付款所致；其中 1 年以内的应付账款占 93.48%。

截至 2008 年底，公司非流动负债 812.24 万元，主要为专项应付款（占 73.11%）。公司专项应付款 593.80 万元，主要为纳米气相二氧化硅工业化应用、加成型电力专用硅橡胶等项目的应付款。

截至 2008 年底，公司债务总额为 4257.61 万元，全部为短期债务。

2006~2008 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均呈波动趋势，三年平均值分别为 29.87% 和 11.94%。受短期借款增加的影响，2008 年公司资产负债率和全部债务资本化比率均有所上升，分别为 28.34% 和 16.80%。

截至 2009 年 9 月底，公司所有者权益 22568.21 万元，较 2008 年底增长 7.01%；少数股东权益 895.54 万元。

截至 2009 年 9 月底，公司负债合计 14086.38 万元，较 2008 年底大幅增长；和 2008 年底相比，流动负债占比上升 6.45 个百分点。公司流动负债 13622.94 万元，较 2008 年底增长 80.92%，主要源于短期借款、应付票据和应付账款的增加。

截至 2009 年 9 月底，公司债务总额 8328.29 万元，较 2008 年底大幅增长。公司资产负债率和全部债务资本化比率分别上升至 38.43% 和 26.96%。

总体看，公司负债以流动负债为主，债务结构不合理；有息债务增长快，债务负担较轻。

4. 盈利能力

2007 年公司实现营业收入 29013.07 万元，较 2006 年下降幅度较大，主要是因为公司不再合并三和环保营业收入所致。2008 年尤其是下半年以来受金融危机影响，公司业务板块销售有所下滑，全年实现营业收入 28494.62 万元，较上年下降 1.79%；营业成本 19702.64 万元，较上年下降 1.65%。2008 年，公司在国内外销售网络、组织结构、员工福利等方面加大投入，致使销售费用和管理费用有所增加，期间费用合计 5867.26 万元，占营业收入的 20.94%。

2008 年，公司实现营业利润 2720.19 万元，较上年有所下降，主要源于营业收入的下降和期间费用的大幅增加；营业外收入 851.44 万元，主要是以前年度政府补助项目完工结转的专项应付款、政府补助和本期收到江西湖口县财政局退回超标收取的耕地占用税；利润总额 3509.02 万元。

从盈利指标看，2006~2008 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均呈波动趋势，2008 年分别为 30.46%、11.62% 和 13.14%。

2009 年 1~9 月，公司实现营业收入 23957.52 万元，较上年同期有所增长；营业利润 2742.96 万元，利润总额 2961.36 万元。公司营业利润率较 2008 年底略有上升，为 30.74%。

总体看，公司主营业务盈利能力较强，期间费用占营业收入比重较大。随着销售网络布局和组织结构调整的完成，未来公司盈利能力有望进一步提升。

5. 现金流

经营活动方面，2008 年公司经营活动产生的现金流入量为 32750.96 万元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金。2006 年~2008 年，公司经营活动产生的现金流量净额呈波动态势，2008 年为 1978.78 万元。从收入实现质量看，2006 年~2008 年公司严控信用政策，现金收入比率逐年上升，2008 年为 112.13%，三年平均值为 109.91%，现金回流质量尚可。

投资活动方面，2006~2008 年公司投资活动产生的现金流出年均增长 53.21%，主要是购建固定资产支付的现金增加所致。2006~2008 年，公司投资活动现金流量净额分别为 844.65 万元、-4542.05 万元和 -3190.69 万元。

2006~2008 年，公司筹资活动前产生的现金流量净额均为负数，分别为 -247.91 万元、-641.29 万元和 -1211.90 万元。公司外部融资需求较大。

筹资活动方面，2006~2008 年公司筹资活动现金流净额由负转正，分别为 -2747.83 万元、311.54 万元和 3368.29 万元，主要是借款所收到的现金增加所致。

2009 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流净额分别为 2758.73 万元、-3703.33 万元和 3305.86 万元。

总体看，公司经营活动产生的现金流量净额存在一定的波动性；随着九江天赐锂离子电池材料系列项目、卡波树脂生产项目等工程的

推进，对外融资需求加大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2006~2008 年公司流动比率和速动比率均呈现波动性，三年平均值分别为 234.82 % 和 162.72 %，2008 年底分别为 227.65% 和 148.06%；2008 年公司经营现金流动负债比为 26.28%。公司短期偿债能力良好。

从长期偿债能力指标看，2008 年公司实现的 EBITDA 4596.41 万元；EBITDA 利息倍数为 26.44 倍，公司利息支付能力很强。2008 年公司全部债务/EBITDA 为 0.93 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力强。

截至 2009 年 9 月底，公司共获得银行借款授信额度 9000 万元，未使用授信额度 2000 万元。

截至 2009 年 9 月底，公司无对外担保事项、无诉讼案件和或有负债。

八、本期集合票据偿债能力分析

1. 本期集合票据对公司现有债务的影响

公司拟于 2010 年发行集合票据 4000 万元，占公司 2009 年 9 月底全部债务的 48.03%，对公司债务影响大。以 2009 年 9 月底财务数据为基础，不考虑其他因素进行测算，本期集合票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 44.49% 和 35.33%，债务负担有所加重，但仍处于合理范围内。

2. 本期集合票据偿还能力分析

2008 年，公司 EBITDA 为 4596.41 万元，为本期拟发行总额度的 1.15 倍，覆盖程度较高；现金类资产合计 3797.90 万元，为本期拟发行总额度的 0.95 倍。公司经营活动产生的现金流入量和经营性净现金流分别为本期拟发行总额度的 8.19 倍和 0.49 倍，经营活动产生的现金流入量对本期集合票据保障程度较好。

总体看，公司对本期集合票据的偿还能力较强。

九、综合评价

公司是国内领先的化妆品原料生产企业，在中国个人护理原料市场占有率排名第一；拥有较强的研发实力，化妆品原料、锂离子电池材料系列产品附加值高；作为高新技术企业，享受优惠的所得税税率和政府补助政策。公司主营业务突出，盈利能力较强，但期间费用占营业收入比重较大。目前公司整体资产质量良好；有息债务增长较快，债务结构不合理；经营活动产生的现金流量净额具有波动性；EBITDA 对全部债务的保护能力强。

公司九江天赐项目投资支出大，外部融资需求增加。公司个人护理原料和锂离子电池材料等产品产量将进一步扩大，锂离子电池材料产业链的完善，有助于降低生产成本；开展和国际大客户的合作，销售收入和盈利能力有望得到提升。

总体看，公司主体信用风险一般。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 9 月
流动资产：					
货币资金	1900.35	1575.15	3450.53	34.75	5844.47
交易性金融资产					
应收票据	209.59	749.76	347.36	28.74	37.73
应收账款	5340.50	7158.73	5825.30	4.44	7766.73
预付款项	1048.04	1187.93	802.21	-12.51	2584.56
应收利息					
应收股利					
其他应收款	2743.47	775.52	701.96	-49.42	1165.58
存货	3473.93	4547.94	5992.71	31.34	5943.87
一年内到期的非流动资产					0.51
其他流动资产	25.42	102.57	21.24	-8.59	
流动资产合计	14741.30	16097.60	17141.32	7.83	23343.45
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	143.84			--	
投资性房地产					
固定资产	4868.46	7034.56	7584.65	24.82	7564.29
在建工程	625.86	350.34	1635.95	61.68	2379.95
工程物资	36.10			--	69.35
固定资产清理					21.30
无形资产	1441.97	1550.76	2793.64	39.19	2991.93
开发支出					
商誉		33.95	33.95	--	33.95
长期待摊费用	226.04	225.16	142.95	-20.48	188.11
递延所得税资产	162.58	214.49	98.61	-22.12	75.93
其他非流动资产					-13.68
非流动资产合计	7504.85	9409.25	12289.76	27.97	13311.14
资产总计	22246.15	25506.85	29431.08	15.02	36654.58

附件 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 9 月
流动负债：					
短期借款			3448.00	--	7000.00
交易性金融负债					
应付票据	1295.55	1207.00	809.61	-20.95	1328.29
应付账款	3430.50	3116.80	1560.59	-32.55	2105.94
预收款项	902.95	168.69	258.07	-46.54	0.10
应付职工薪酬	101.92	102.43	344.97	83.98	525.81
应交税费	560.96	502.71	284.55	-28.78	440.14
应付利息					
应付股利					396.07
其他应付款	1056.34	873.85	824.03	-11.68	1043.18
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					783.39
流动负债合计	7348.23	5971.47	7529.81	1.23	13622.94
非流动负债：					
长期借款					
应付债券					
长期应付款					
专项应付款	914.52	967.58	593.80	-19.42	425.00
预计负债					
递延所得税负债	31.92	64.07	38.44	9.75	38.44
其他非流动负债			180.00	--	
非流动负债合计	946.43	1031.64	812.24	-7.36	463.44
负债合计	8294.66	7003.12	8342.06	0.29	14086.38
所有者权益：					
实收资本（或股本）	8000.00	8000.00	8000.00	0.00	8000.00
资本公积	85.00	7218.80	7218.80	821.56	7218.80
减：库存股					
盈余公积	1023.09	94.57	415.54	-36.27	415.54
未分配利润	3910.92	1828.52	4273.58	4.53	6038.33
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	13019.01	17141.89	19907.91	23.66	21672.67
少数股东权益	932.48	1361.84	1181.11	12.54	895.54
所有者权益合计	13951.49	18503.73	21089.02	22.95	22568.21
负债和所有者权益 总计	22246.15	25506.85	29431.08	15.02	36654.58

附件2 利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~9 月
一、营业收入	45163.49	29013.07	28494.62	-20.57	23957.52
减: 营业成本	36158.65	20033.44	19702.64	-26.18	16481.95
营业税金及附加	81.50	116.70	111.60	17.02	111.45
销售费用	812.92	692.77	1398.88	31.18	1163.36
管理费用	2963.49	4147.84	4370.95	21.45	3372.80
财务费用	213.97	-42.12	197.43	-3.94	133.64
资产减值损失	626.01	-829.15	-7.07	--	
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)					
投资收益 (损失以“—”号填列)	-1243.08	41.22		--	48.65
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	11.43	41.22		--	
汇兑收益 (损益以“—”号添列)					
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	3063.88	4934.81	2720.19	-1.39	2742.96
加: 营业外收入	3.83	128.45	851.44	1391.28	225.50
减: 营业外支出	22.16	68.01	62.62	68.10	7.10
其中: 非流动资产处置损失		8.21	5.75	--	
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	3045.55	4995.25	3509.02	12.37	2961.36
减: 所得税费用	386.19	781.85	738.85	38.32	539.08
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	2659.36	4213.40	2770.17	7.59	2422.28
其中: 归属于母公司所有者的净利润	1968.86	4037.33	2766.03	27.46	2329.13
少数股东损益	690.50	176.07	4.14	-92.26	93.15
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益	0.25	0.50	0.35	28.31	
(二) 稀释每股收益	0.25	0.50	0.35	28.31	

附件3 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 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	47890.21	31561.52	31950.51	-18.32	23587.17
收到的税费返还					20.51
收到其他与经营活动有关的现金	1340.06	1721.41	800.44	-22.71	6185.04
经营活动现金流入小计	49230.27	33282.93	32750.96	-18.44	29792.73
购买商品、接受劳务支付的现金	44689.01	23828.75	22392.67	-29.21	14465.74
支付给职工以及为职工支付的现金	966.22	1389.37	2525.53	61.67	2368.18
支付的各项税费	1302.63	2313.44	2520.75	39.11	1904.26
支付其他与经营活动有关的现金	3364.97	1850.60	3333.22	-0.47	8295.82
经营活动现金流出小计	50322.82	29382.17	30772.17	-21.80	27034.00
经营活动产生的现金流量净额	-1092.55	3900.77	1978.78	--	2758.73
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	2069.47			--	
取得投资收益收到的现金					674.39
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		9.40	2.13	--	12.78
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	135.34			--	0.70
投资活动现金流入小计	2204.81	9.40	2.13	-96.89	687.87
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1113.82	4382.90	3192.82	69.31	3450.82
投资支付的现金					925.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		146.03		--	
支付其他与投资活动有关的现金	246.35	22.53		--	15.38
投资活动现金流出小计	1360.17	4551.45	3192.82	53.21	4391.20
投资活动产生的现金流量净额	844.65	-4542.05	-3190.69	--	-3703.33
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金		316.08		--	
取得借款收到的现金	50.00		10557.43	1353.10	10425.00
收到其他与筹资活动有关的现金	1507.87		2064.29	17.00	
筹资活动现金流入小计	1557.87	316.08	12621.72	184.64	10425.00
偿还债务支付的现金	1807.45		7109.43	98.33	5448.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金			358.86	--	1171.14
支付其他与筹资活动有关的现金	2498.26	4.54	1785.14	-15.47	500.00
筹资活动现金流出小计	4305.71	4.54	9253.43	46.60	7119.14
筹资活动产生的现金流量净额	-2747.83	311.54	3368.29	--	3305.86
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			-1.85	--	
五、现金及现金等价物净增加额	-2995.74	-329.75	2154.54	--	2361.26
加: 期初现金及现金等价物余额	4281.87	1286.12	956.38	-52.74	3483.22
六、期末现金及现金等价物余额	1286.12	956.38	3110.92	55.53	5844.47

附件 4 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	8.14	4.31	4.05	--
存货周转次数(次)	10.41	4.99	3.74	--
总资产周转次数(次)	2.03	1.22	1.04	--
现金收入比(%)	106.04	108.78	112.13	98.45
盈利能力				
营业利润率 (%)	19.76	30.55	30.46	30.74
总资本收益率(%)	16.63	21.38	11.62	--
净资产收益率(%)	19.06	22.77	13.14	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	8.50	6.12	16.80	26.96
资产负债率(%)	37.29	27.46	28.34	38.43
偿债能力				
流动比率(%)	200.61	269.57	227.65	171.35
速动比率(%)	153.33	193.41	148.06	127.72
经营现金流动负债比(%)	-14.87	65.32	26.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	26.16	--	26.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.36	0.21	0.93	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.19	-0.53	-0.28	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.74	--	-6.97	--
本期集合票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.93	1.41	1.15	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	12.31	8.32	8.19	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.27	0.98	0.49	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.06	-0.16	-0.30	--

注：公司从 2007 年开始执行《企业会计准则（2006）》。2009 年数据未经审计。

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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	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
本期集合票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期集合票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期集合票据到期偿还额
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/本期集合票据到期偿还额

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

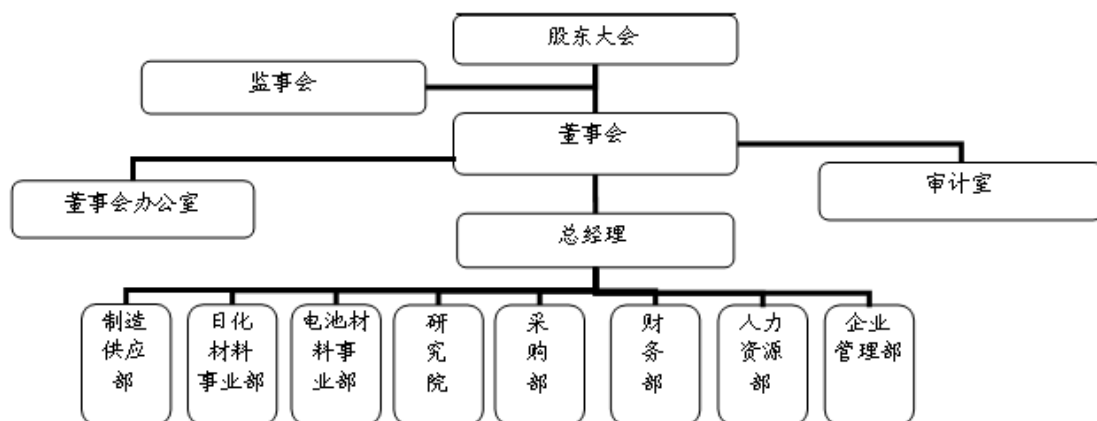
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司组织机构图



附件 7 公司全资及控股子公司情况

公司名称	注册地	性质	注册资本 (万元)	经营范围	公司投 资额 (万元)	公司持 股比例 (%)	公司表决 权比例 (%)
广州市汉普医药有限公司 （“汉普医药”）	广州	有限责任	2000	制药及销售	1514	75.72	75.72
广州天赐有机硅科技有 限公司(“有机硅”)	广州	有限责任	1100	精细化工生 产、销售	693	63	63
遂昌天赐高新材料科技 有限公司(“遂昌天赐”)	遂昌	有限责任	200	精细化工生 产、销售	200	100	100
九江天赐高新材料有限 公司(“九江天赐”)	九江	有限责任	3000	精细化工生 产、销售	3000	100	100

附件 8 主体长期信用等级设置及其含义

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

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