

信用等级公告

联合[2010] 125 号

联合资信评估有限公司通过对浙江省诸暨市 2010 年度中小企业集合票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

浙江省诸暨市 2010 年度中小企业集合票据

优先级票据信用等级为

A-1

普通级票据信用等级为

B

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年三月十九日



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）与债券发行人（包括步森集团有限公司、浙江盾安精工集团有限公司、丰球集团有限公司、太子龙控股集团有限公司、天洁集团有限公司、浙江袜业有限公司、雄风集团有限公司、浙江永新集团有限公司）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。

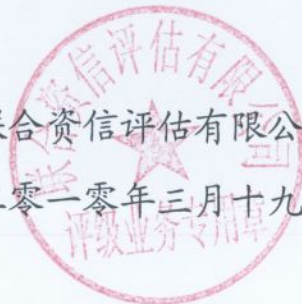
四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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、浙江省诸暨市 2010 年度中小企业集合票据信用等级自本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

二零一零年三月十九日



浙江省诸暨市2010年度中小企业集合票据 信用评级报告

债券概况及信用等级

产品名称	注册额度	额度占比	期限	信用等级
优先级	5.94 亿元	90.00%	1 年	A-1
普通级	0.66 亿元	10.00%	1 年	B

发行人及承诺收购人主体长期信用等级

债券发行人	评级结果	
	信用等级	评级展望
1 步森集团有限公司	A ⁻	稳定
2 浙江盾安精工集团有限公司	A ⁺	稳定
3 丰球集团有限公司	A ⁻	稳定
4 太子龙控股集团有限公司	BBB ⁺	稳定
5 天洁集团有限公司	BBB ⁺	稳定
6 浙江袜业有限公司	BBB	稳定
7 雄风集团有限公司	BBB ⁺	稳定
8 浙江永新集团有限公司	BBB ⁻	稳定
承诺收购人	信用等级	评级展望
中国东方资产管理公司	AAA	稳定

评级时间：2010 年 3 月 19 日

分析师

李志博 刘雪城 黄 滨 吕明远 张 华
赵广辉 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

诸暨市是浙江省下辖的 22 个县级市之一，近年来凭借灵活的经济体制和较为优越的区位条件，社会经济整体实现了持续、快速发展，经济总量已位于全国县市排名前列。浙江省和诸暨市政府重视中小及民营经济发展，不断优化创业政策环境，促进了当地民营经济的发展，中小及民营企业整体规模和实力不断增强，并已经形成较为明显的产业集群，成为拉动诸暨市地方经济持续增长的重要力量。

本期集合票据共有 8 家发行主体，均为诸暨市地区民营骨干企业，多数企业在经营规模、技术研发、渠道建设、质量品牌等方面已初步形成了一定竞争优势，8 家企业主体长期信用等级均在投资级以上。同时，联合资信也关注到本期集合票据参与企业所在地区和行业相对集中，且存在较大规模互保，整体相关性较高。

本期集合票据分为优先级票据和普通级票据两部分，其中优先级票据由中国东方资产管理公司（以下简称“东方资产”）提供远期收购承诺，东方资产资本实力很强，有效提升了优先级票据的信用水平。但是本期集合票据中的普通级票据未采用外部增信措施，其还本付息能力较低，有一定的违约风险。

优势

1. 诸暨市是浙江省最具经济活力的县市之一，地方政府也历来高度重视中小及民营企业发展，良好的外部经济及政策环境为中小企业成长提供了有力支持。
2. 本期集合票据发行人的主体长期信用等级均在投资级以上。近年来，在不利宏观经济环境下，各发行人经营及财务状况表现良好，具备一定抗风险能力。

3. 作为本期集合票据优先级票据的承诺收购人，东方资产资本实力很强，能够有效提升本期集合票据优先级票据本息偿还的安全性。

关注

1. 本期集合票据的发行人全部为中小企业，经营状况相对较易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响。
2. 本期集合票据由 8 家中小民营企业发行人组成，企业之间存在业务发展不均衡的情况，其中某些企业的兑付能力有可能发生变化。
3. 本期集合票据发行人所属行业相对集中，且彼此之间存在较大规模互保，整体关联度较高。
4. 本期集合票据中的普通级票据未采取外部增信措施，还本付息能力较低，有一定的违约风险。

一、本期集合票据概况

浙江省诸暨市 2010 年度中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”）由浙商银行股份有限公司（以下简称“浙商银行”）组织牵头，由 8 家诸暨市中小民营企业（以下简称“联合发行人”）按照“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”方式共同发行。本期集合票据计划注册发行总额度 6.60 亿元（各发行人及发债规模见表 1），期限 1 年，各联合发行人仅负责偿还各自对应发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金，对其他联合发行人本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金不承担连带责任。

表 1 债券发行人及发债额度

单位：万元

债券发行人		发债额度
1	步森集团有限公司	8000
2	浙江盾安精工集团有限公司	20000
3	丰球集团有限公司	12000
4	太子龙控股集团有限公司	6000
5	天洁集团有限公司	8000
6	浙江袜业有限公司	3000
7	雄风集团有限公司	5000
8	浙江永新集团有限公司	4000
合计		66000

本期集合票据分为分为优先级票据和普通级票据两部分，发行额度分别占总额度的 90.00% 和 10.00%，其中优先级票据采用第三方承诺收购方式增信。相关协议约定，优先级票据持有人始终优先于普通级票据持有人获得本息偿付，且只有在优先级票据本息得到全额兑

付后，再得以兑付普通级票据本息；除此之外，本期集合票据还设置了由中国东方资产管理公司（以下简称“东方资产”）为优先级票据持有人提供远期收购承诺，如联合发行人未能足额支付全部优先级票据，则将由东方资产无条件对优先级票据持有人持有的尚未兑付部分集合票据进行全额受让收购。

二、经营环境

1. 诸暨市经济社会发展概况

本期集合票据 8 家发债企业全部来自浙江省诸暨市。诸暨市是浙江省所属的 22 个县级市之一，全市幅员面积 2311 平方公里，下辖现辖 27 个镇乡（街道），468 个行政村，全市总人口为 106 万人。诸暨市地处长江三角洲南翼，浙赣铁路、杭金衢高速公路、杭金公路贯穿全境，距上海 200 公里，杭州 90 公里，萧山国际机场 60 公里，诸暨至温州永嘉高速公路（北线）建成通车，诸暨至绍兴高速公路正在兴建，区位优势明显。优越的交通条件对诸暨市的经济发展起到积极的促进作用。

近年来，诸暨市经济总量保持持续增长，如表 2 所示，2006~2008 年，诸暨市地区生产总值三年复合增长率达到 14.73%，其中第二、三产业增加值复合增长率分别为 14.03% 和 17.18%。2008 年，诸暨市地区生产总值为 495.89 亿元，在全国百强县中排名第 11 位，其中，二、三次产业增加值合计占比达到 93.9%，经济结构持续优化。根据诸暨市统计局初步统计，2009 年度诸暨市区域内 GDP 总值估算为 527.50 亿元，同比增长 9.5%，继续保持较快增长。2009 年，诸暨市位列全国百强县排名第 13 位。

表 2 诸暨市 2006~2008 年经济发展情况

单位：亿元、%

项 目	2006 年		2007 年		2008 年		复合增长率 (平均值)
	数值	增幅	数值	增幅	数值	增幅	
地区生产总值	376.76	13.3	440.21	14.3	495.89	9.5	14.73
第一产业增加值	25.21	3.3	28.52	3.4	30.21	3.9	9.47

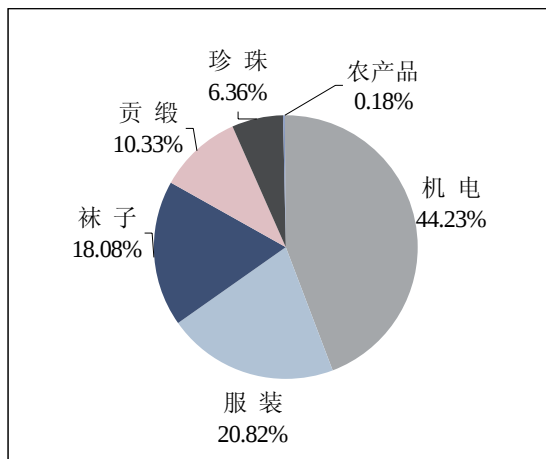
第二产业增加值	234.01	12.8	271.93	15.3	304.29	9.9	14.03
工业增加值	215.89	13.4	249.80	15.6	279.17	10.5	13.72
建筑业增加值	18.12	6.4	22.13	11.7	25.12	2.1	17.74
第三产业增加值	117.54	16.6	139.76	14.9	161.39	10.0	17.18
人均地区生产总值(元)	35659	15.9	41584	14.1	46689	9.2	14.43
进出口总额(万美元)	246518	50.5	346573	40.6	444597	28.3	34.29
出口额(万美元)	202463	50.4	261954	29.4	353605	35.0	32.16
三次产业结构	6.7:62.1:31.2		6.5:61.8:31.7		6.1:61.4:32.5		

注：1、资料来源：诸暨市 2006、2007、2008 统计年鉴

2、2008 年进出口额为自营出口额

诸暨市出口导向型经济特点明显，据海关统计，2008 年全市进出口总额 444597 万美元，比上年增长 28.3%，其中，自营出口额 353605 万美元，增长 35.0%，自营出口超 500 万美元以上的企业达 148 家，比上年增加 32 家。其出口产品结构主要以机电（纺织机、刺绣机等）、服装及袜子等为主。2009 年，在国际宏观经济形势持续低迷的大环境下，诸暨市块状经济及集群效应发挥作用，诸暨市出口额同比仅下降 9.14%，远低于全国和浙江省跌幅（全国外贸出口同比下降 16.0%，浙江全省下降 13.8%），成为绍兴市出口总额下降幅度较小的地区之一。

图 1 2008 年出口产品结构



资料来源：诸暨市 2008 年统计年鉴

如表 3 所示，2006~2008 年，诸暨市固定资产投资三年复合增长率达到 11.36%，保持较高的增长速度。同期，用于基础设施建设方面的投资三年复合增长率达到 18.17%，其增长速度高于固定资产总投资的增速。在房地产投资

方面，受金融危机导致的整个行业景气度下滑的影响，2008 年房地产投资有所波动，且房地产市场受国家宏观经济政策影响较大，其未来发展具有一定的不确定性。

表3 2006~2008年诸暨固定资产投资情况

单位：亿元

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	复合增长率 (%)
固定资产投资	165.16	185.55	204.83	11.36
房地产投资	25.81	37.95	22.21	-7.24
城市基础设施投资	43.04	41.06	60.10	18.17

资料来源：诸暨市 2006、2007、2008 统计年鉴。

财政收入方面，2006年以来，在诸暨市区域经济高速发展的带动下，其财政收入快速增长，地方可支配收入水平显著提高。2008年诸暨市地方可支配收入总计达到了62.23亿元，三年复合增长率为89.11%（存在统计口径的差异，2006年没有统计基金收入）。诸暨市财政收入快速增长主要得益于诸暨市近年来纺织服装、装备制造、五金等工业对增值税、所得税、城建税的促进，以及建筑业和第三产业发展对营业税、契税和土地增值税方面的贡献。根据诸暨市统计局初步统计，2009年度诸暨市实现财政收入54.69亿元，同比增长8.7%，其中中央收入25.12亿元，地方收入29.57亿元，分别同比增长5.5%和11.5%，地方财政保持了较好增长。

2. 政策环境及发展现状

中国政府历来高度重视中小及民营经济发展，“十五”期间，中国扶持和促进中小企业发展的第一部专门法律——《中华人民共和国中

小企业促进法》(以下简称《促进法》)正式颁布实施,广大中小及民营企业进入了一个里程碑式的发展阶段。2008年以来,国内外经济金融形势振荡多变、国际市场快速萎缩,为避免国际金融危机对国内民营经济造成过大冲击,中央政府密集出台了一系列针对中小企业的发展举措和政策,陆续颁布了《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》(国办发〔2008〕126号)、《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》(国发〔2009〕36号)等政策文件,其中对营造有利于中小企业发展的良好环境,缓解中小企业融资困难,加大对中小企业的财税扶持力度以及加快中小企业技术进步和结构调整等方面都作了具体说明和指导,对帮助中小企业克服困难,转变发展方式,实现又好又快发展具有积极意义。

地方中小企业扶持政策方面,浙江省民营经济发达,并且地方政府也一直高度关注区域内中小企业和民营企业的发展,近年来相继出台了《浙江省促进中小企业发展条例》、《浙江省人民政府关于促进中小企业加快创业创新发展的若干意见》、《关于大力推进高新技术产业化的决定》、《关于进一步加快民营科技企业发展的若干意见》等扶持措施,从资金支持、创业扶持、创新与发展推动、融资与担保、创业教育和培训、服务和引导以及权益保护等方面,完善中小企业创业发展环境。

得益于灵活的经济体制和良好的政策扶持环境,浙江省及其下属县市已成为中国民营经济最为发达的地区之一。根据浙江省工商行政管理局统计数据,截至2009年12月底,浙江省在册内资私营企业共有56万多户,同比增长10.16%,且自2009年2月份以来,新设私营企业户数连续11个月保持同比增长,平均增速34.85%,其中12月全省新设私营企业11139户,同比增长达119.70%。目前,浙江省个体私营经济占GDP比重已超过70%,并成为出口贸易的主要力量。2009年,浙江省民营企业累计出口732.3亿美元,同比下降8.6%,小于同期

全省外贸出口总体降幅5.2个百分点,占同期全省出口总值的55.1%,民营企业出口占比在全国各省市名列第一。

浙江省民营企业主要集中在第二产业和第三产业,辖区各地政府根据自身优势培养龙头企业带动地方经济,相对形成产业集群。浙江省现拥有年产值超亿元“块状经济”区块601个,总产出占全省工业的64%，“块状经济”的发展为民营企业快速发展提供了坚实的基础。作为浙江省经济较为发达的县市,诸暨市目前已经形成以袜业、纺织服装、机电、五金及珍珠业等为核心的15大重点块状产业,共有工商登记注册的个体工商企业10万余家,年产值超过200亿元,先后被命名为“中国袜业之都”、“中国珍珠之都”、“中国名品衬衫之乡”、“长三角最具投资价值县市”等称号。

总体看,中央及地方政府高度重视中小企业及民营经济发展,不断优化政策和创业环境,为中小及民营企业经营发展创造了良好的外部环境,民营经济已经成为地方经济发展的重要组成部分。

三、发行人主体基本概况

本期集合票据参与发行主体共计8家,各企业主要财务数据见附件1。

1. 步森集团有限公司

步森集团有限公司(以下称“步森集团”)前身为1984年成立的诸暨市百树服装厂,经过多次股权和名称变化变更至此。截至2009年9月底,步森集团注册资本6668万元;出资人为14名自然人,其中王建霞、陈建飞、陈建国、陈能恩、王建军的出资比例分别为12.39%、11.85%、11.85%、11.20%和10.71%,其余出资人出资比例均低于9%。步森集团主要股东系亲属关系,除黄乐英,梁成辉和叶红英外,其他股东为一致行动人。

步森集团经营范围为实业投资、经销建筑

材料、研究开发和生物制品等；目前步森集团主要经营业务为服装的生产销售。

截至 2009 年 9 月底，步森集团下属控股子公司 7 家；公司本部设有办公室、财务部、投资发展部、人力资源部、信息部、企业文化部等职能部门。

截至 2008 年底，步森集团合并资产总额 95182.75 万元，所有者权益（不含少数股东权益）35607.52 万元；2008 年实现主营业务收入 102184.74 万元，利润总额 10374.45 万元。

截至 2009 年 9 月底，步森集团资产总额 99206.80 万元，所有者权益（不含少数股东权益）40545.27 万元；2009 年 1~9 月实现营业收入 73687.26 万元，利润总额 7093.08 万元。

步森集团注册地址：浙江省诸暨市枫桥镇枫北路；法定代表人：陈建飞。

2. 浙江盾安精工集团有限公司

浙江盾安精工集团有限公司（以下简称“盾安精工”）是盾安控股集团有限公司（以下简称“盾安集团”）所属的子公司。经过历次增资，截至 2008 年底，公司注册资金 17000 万元，其中盾安集团出资 10065.50 万元，持股 59.21%；周才良、方建良等 18 位个人股东出资 6934.50 万元，合计持股 40.79%。盾安集团创建于 1996 年，经营范围包括实业投资，对集团内部的投资、控股、资产管理、资本运作，销售中央空调主机及末端设备、制冷配件、炉具及热水器配件、水暖阀门与管件、家用电器、环保仪器设备、货物进出口。目前盾安集团已发展成一家集装备制造（包括制冷配件、中央空调、民用阀门）、民爆化工、房地产开发、资源与能源开发等产业并行发展的企业集团，股东为姚氏俩兄弟。

盾安精工经营范围：生产和销售空调配件、汽车农机配件、电子设备及配件、五金配件、燃气具配件；经销家用电器、建筑装潢材料、金属材料、化工产品、文教用品；经营进出口业务。

截至 2009 年 9 月底，盾安精工设供应部、制造部、技术部、品管部、信息中心、设备管理部、营销中心、营运管理部、财务中心、期货部及人力资源中心 11 个职能部门；盾安精工拥有 3 家子公司，分别为浙江盾安人工环境设备股份有限公司（股票代码 002011.SZ，以下简称“盾安环境”）、上海盾安金属材料有限公司（以下简称“盾安金属”）和诸暨鼎信创业投资有限公司（以下简称“鼎信创投”）。

截至 2008 年底，盾安精工资产总额 314264.62 万元，所有者权益（含少数股东权益）130365.39 万元；2008 年公司实现营业收入 630153.47 万元，利润总额 34329.07 万元。

截至 2009 年 9 月底，盾安精工资产总额 429814.00 万元，所有者权益（含少数股东权益）222344.47 万元；2009 年 1~9 月公司实现营业收入 563332.55 万元，利润总额 31620.03 万元。

盾安精工注册地址：浙江省诸暨市店口工业区；法定代表人：周才良。

3. 丰球集团有限公司

丰球集团有限公司（以下简称“丰球集团”）前身是成立于 1986 年的浙江诸暨水泵厂。1994 年 4 月，公司改制为浙江丰球集团，2003 年变更为现名“丰球集团有限公司”。历经数次资本变更，截至 2009 年底，丰球集团注册资本 12300 万元，其中自然人何智慧先生持有公司 80% 的股权，是丰球集团的控股股东，何学昊先生持有公司 20% 的股权，何智慧与何学昊为父子关系。

丰球集团经营范围包括：生产销售水泵、电机及配件、农业机械、机械电器设备及配件、塑料制品；加工销售：铸件；经销：钢材、日用百货、针纺织品、工艺品（除金银）花卉；水泵电机技术咨询。目前，丰球集团主要从事水泵产品的生产和销售。

丰球集团内设生产运作部、综合办公室（含人力资源部）、工程技术部、质量控制部、供应部、进出口部、国内销售部、财务部、安全环

保部等 9 个职能部门。截至 2009 年底，丰球集团拥有控股公司 3 家，分别是浙江丰球泵业股份有限公司（持股 79.41%）、浙江丰球进出口有限公司（持股 90.10%）、浙江丰球房地产有限公司（持股 66.00%）。

截至 2008 年底，丰球集团合并资产总额为 124702.79 万元，所有者权益（含少数股东权益）为 49580.17 万元（其中少数股东权益 1650.09 万元）。2008 年，丰球集团实现主营业务收入 149691.85 万元，利润总额 14980.71 万元。

截至 2009 年 9 月底，丰球集团合并资产总额为 131038.73 万元，所有者权益（含少数股东权益）为 53556.22 万元（其中少数股东权益 2009.53 万元）。2009 年 1~9 月，丰球集团实现主营业务收入 118045.51 万元，利润总额 13274.96 万元。

丰球集团注册地址：诸暨市暨阳街道浣纱南路 143 号；法定代表人：何智慧。

4. 太子龙控股集团有限公司

太子龙控股集团有限公司（以下简称“太子龙集团”）前身是浙江太子龙服饰有限公司，由王培火与蔡惠东（王培火之妻）2 名自然人于 1995 年 9 月出资组建，原注册资金 6738 万元，王培火现金出资 4379.7 万元，占比 65%；蔡惠东现金出资 2358.3 万元，占比 35%。2007 年 5 月，公司注册资本增至 8088 万元，王培火现金出资 5257.2 万元，占比 65%；蔡惠东现金出资 2830.8 万元，占比 35%。

太子龙集团经营范围包括：对外投资；制造、销售：服装、服饰、皮革制品、玩具、钓具、纺织品、五金、电器、钟表、日用品、机械产品、文具、鞋帽、日用百货；科技开发；林木、园艺作物、花木的种植，牲畜、家禽的养殖；从事货物及技术的进出口业务。

太子龙集团主营业务为服装加工与销售业务。太子龙集团下设总经理办公室、信息管理部、人力资源部、财务管理部、行政中心、营销中心、生产管理中心和研发中心等共 26 个职

能部门。截至 2009 年 9 月底，太子龙集团拥有全资及控股子公司 6 家，分别是浙江太子龙文化传播有限公司、浙江太子龙服饰股份有限公司、浙江太子龙实业发展有限公司、诸暨龙太子服饰有限公司、浙江凡恩服装设计有限公司和安徽太子龙实业发展有限公司。

截至 2008 年底，太子龙集团合并资产总额为 57787.27 万元，所有者权益为 26335.13 万元（其中含少数股东权益 2360.00 万元）。2008 年，太子龙集团实现主营业务收入 60450.29 万元，利润总额 6698.60 万元。

截至 2009 年 9 月底，太子龙集团合并资产总额为 69282.89 万元，所有者权益合计为 30494.83 万元（其中少数股东权益 2860.00 万元）。2009 年 1~9 月，太子龙集团实现主营业务收入 50807.27 万元，利润总额 5604.31 万元。

太子龙集团注册地址：浙江诸暨璜山；法定代表人：王培火。

5. 天洁集团有限公司

天洁集团有限公司（以下简称“天洁集团”）成立于 1982 年，其前身为诸暨县新乐机械模具厂，1999 年改制为浙江天洁机械集团有限公司，2000 年 12 月更为现名。截至 2008 年底，天洁集团注册资本 21800 万元，股东是以边建光父子为代表的边氏家族，实际控制人为边建光。

天洁集团经营范围：环保设备、水泥机械、造纸机械、压力容器、起重机械、钢材、建材、机械电机、环保设备安装、废旧金属回收、烟气脱硫设备及配件的制造、销售安装。天洁集团主要产品包括环保设备、矽钢坯及矽钢片（冷、热轧）。

截至 2009 年 9 月底，天洁集团下属主要全资子公司 6 家，控（参）股子公司 11 家；天洁集团本部下设总裁办、财务部、安全监察室、策划管理部等 13 个职能部门。

截至 2008 年底，天洁集团资产总额 195897.00 万元，所有者权益（含少数股东权益）71053.51 万元；2008 年天洁集团实现主营业务

收入 195619.85 万元，利润总额 11636.50 万元。

截至 2009 年 9 月底，天洁集团资产总额 228897.26 万元，所有者权益（含少数股东权益）80417.23 万元；2009 年 1~9 月天洁集团实现主营业务收入 139578.27 万元，利润总额 10262.67 万元。

天洁集团注册地址：诸暨市牌头镇；法定代表人：边宇。

6. 浙江袜业有限公司

浙江袜业有限公司（以下简称“浙江袜业”）前身是诸暨市织成有限公司，成立于 1996 年。2005 年 6 月浙江袜业注册资本由 3080 万元增至 6580 万元，持股比例分别为：洪冬英占 42.10%；赵祖海占 4.71%；赵箭兵占 53.19%（洪冬英与赵祖海系夫妻，赵箭兵系儿子）。2007 年浙江袜业拟以丹吉娅作为主打品牌进军国内市场，由丹吉娅集团有限公司（以下简称“丹吉娅集团”）收购公司 100% 股权，浙江袜业股东变更为丹吉娅集团，成为法人独资有限公司。丹吉娅集团的股权结构为：洪冬英占 39%，赵祖海占 10%，赵箭兵占 51%，洪冬英为丹吉娅集团和公司的实际控制人。

浙江袜业经营范围：袜子、手套及其它针纺织品、轻纺原料、服装的生产经销；从事货物及技术的进出口业务（国家法律法规禁止、限制经营的除外）。

截至 2008 年底，浙江袜业设办公室、财务部、生产部、计划部、外贸部、内贸部、人力资源部等职能部门，控参股企业共 2 家。

截至 2008 年底，浙江袜业资产总额为 71921.54 万元，所有者权益合计为 36679.95 万元。2008 年，浙江袜业实现主营业务收入 62361.22 万元，利润总额 5769.95 万元。

截至 2009 年 9 月底，浙江袜业资产总额为 86730.20 万元，所有者权益合计为 40506.10 万元。2009 年 1~9 月，浙江袜业实现营业收入 49421.03 万元，利润总额 4653.18 万元。

浙江袜业注册地址：诸暨市大唐镇袜业园

区联谊路 189 号；法定代表人：洪冬英。

7. 雄风集团有限公司

雄风集团有限公司（以下简称“雄风集团”）成立于 2000 年 10 月 20 日，原名为浙江雄风电器有限公司，由自然人陈金迪、郭飞霞、赵叶炳、陈金根、施戈、高堃、袁征宇等 7 名自然人共同出资 1580 万元组建；2004 年 3 月公司注册资本增加至 8798 万元；2004 年 4 月，公司更名为浙江雄风实业集团有限公司；2006 年 8 月除陈金迪以外其他股东将所持股份全部转让给郭飞霞；2007 年 4 月公司更为现名。截至 2009 年 9 月底，雄风集团注册资本为 8798 万元，其中陈金迪持有 75%，其妻子郭飞霞持有 25%，陈金迪为公司实际控制人。

雄风集团是一家区域性综合商贸流通企业，目前主营业务包括家电零售连锁、超市连锁、百货商场以及家电批发业务。

截至 2008 年底，雄风集团资产总额 139986.51 万元，所有者权益 62102.65 万元（少数股东权益-69.47）；2008 年雄风集团实现主营业务收入 95659.15 万元，利润总额 4905.14 万元。

截至 2009 年 9 月底，雄风集团资产总额 148612.03 万元，所有者权益 63080.73 万元（少数股东权益 54.42 万元）；2009 年 1~9 月雄风集团实现主营业务收入 74252.87 万元，利润总额 1274.03 万元。

雄风集团注册地址：浙江省诸暨市陶朱街道诸三路 100 号；法定代表人：陈金迪。

8. 浙江永新集团有限公司

浙江永新集团有限公司（以下称“永新集团”）前身系 1995 年成立的诸暨市新义实业有限公司，是经诸暨市工商行政管理局批准成立的企业法人单位，由金银焕、金炳棋、金光琦、俞柯萍和胡春娃 5 位自然人共同出资 5018.00 万元组建。2003 年，永新集团变更为现名。2009 年 3 月，永新集团增资扩股至 8000.00 万元，

原股东俞柯萍和胡春娃分别将所持股份转让给金炳棋和金光琦。截至 2009 年底，永新集团注册资本 8000.00 万元，其中金银焕持股 20.00%，金炳棋持股 40.00%，金光琦持股 40.00%，永新集团实际控制人为金银焕家族。

永新集团经营范围包括：生产销售合纤丝、针纺织品（除专项规定）、服装；经销化纤原料（除危险物品）、五金机械配件、工艺品、建材、日用百货；从事货物及技术进出口业务；目前，永新集团主要从事氨纶包覆纱和锦纶产品的生产和销售。

截至 2009 年 9 月底，永新集团下属控股子公司 3 家，全部纳入合并报表范围；永新集团本部设有董事长办公室、总经理办公室、财务部和销售部 4 个职能部门，在职员工 318 人。

截至 2008 年底，永新集团合并资产总额 34570.96 万元，所有者权益（含少数股东权益）16437.51 万元；2008 年，永新集团实现主营业务收入 43040.01 万元，利润总额 2958.02 万元。

截至 2009 年 9 月底，永新集团合并资产总额 43180.04 万元，所有者权益（含少数股东权益）22307.19 万元；2009 年 1~9 月，永新集团实现主营业务收入 45551.35 万元，利润总额 2514.64 万元。

永新集团注册地址：诸暨大唐工业园区；法定代表人：金银焕。

四、发行主体信用状况及相关性分析

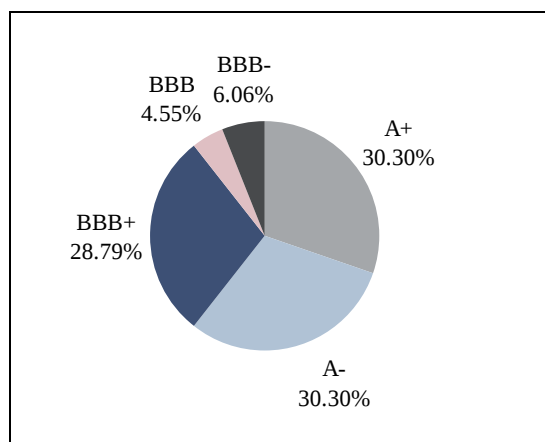
本期集合票据共有 8 家发行企业，全部为诸暨市地区骨干民营企业，多数企业在经营规模、技术研发、渠道建设、质量品牌等方面已初步形成了一定竞争优势，并在细分行业中享有较高的知名度。近年来，各发行人在稳定的区域社会经济环境以及积极的政策扶持背景下，保持了较好的经营和财务状况，整体信用水平质量良好（见表 4）。各发行人主体信用状况的详细分析详见附件中相关发行人的《主体长期信用评级报告》。

从发行人信用等级分布看，本期集合票据发行企业的主体长期信用等级全部在投资级以上，从 BBB-至 A+范围区间分布，其中 A 级别范畴企业 3 家，BBB 级别范畴企业 5 家，分布重心主要集中在 BBB 和 BBB+两个信用等级上，两者企业家数合计占比达 50.00%。从各信用级别对应的发行金额分布看（见图 2），本期集合票据发行金额主要集中在 A+、A-和 BBB+级别上，其占比分别为 30.30%、30.30%和 28.79%，合计占比为 89.39%，而 BBB 和 BBB-级别对应的发行金额则相对较小，仅占 4.55%和 6.06%。但联合资信也关注到本期集合票据 A+级别企业只有一家，且发债额度占比较大，风险相对集中，其未来偿债能力的变化，可能会对本期集合票据第三方收购前的还本付息能力产生较大影响。

表 4 发债企业主体长期信用状况

序号	债券发行人	信用等级	评级展望
1	步森集团有限公司	A-	稳定
2	浙江盾安精工集团有限公司	A+	稳定
3	丰球集团有限公司	A-	稳定
4	太子龙控股集团有限公司	BBB+	稳定
5	天洁集团有限公司	BBB+	稳定
6	浙江袜业有限公司	BBB	稳定
7	雄风集团有限公司	BBB+	稳定
8	浙江永新集团有限公司	BBB-	稳定

图 2 各信用级别发行额度分布



资料来源：联合资信整理

从各发行主体的相关性看，本期集合票据 8 家发债企业所涉行业相对集中（见表 5），其中涉及纺织服装行业的发债企业有 4 家，涉及机械设备制造行业的企业有 3 家，另有 1 家企业涉及贸易流通行业。总体看，8 家发债企业所属行业存在一定关联度，行业风险较为集中。另外，由于历史遗留原因，诸暨市当地民营企业存在较为普遍的互保情况，本期集合票据发债企业均存在较大规模的对外担保，2009 年底对外担保比率从 28.09%到 135.35%之间分布，其中担保比率超过 50%的有 5 家，较大规模的互保一方面增强了所在地区民营企业的融资能力，提高了单一企业的抗风险能力，但从另一方面这种互保也客观增加了系统风险，区域内个别企业的信用危机可能会导致地区整体企业信用质量的恶化。总体看，本期集合票据 8 家发债主体所在地区和行业相对集中，且存在较大规模互保，整体关联度较高。

表 5 发债企业所涉及细分行业分布

债券发行人	细分行业	行业大类
1 步森集团有限公司	自有品牌服装	纺织服装
2 太子龙控股集团有限公司	自有品牌服装	
3 浙江袜业有限公司	男女袜	
4 浙江永新集团有限公司	氨纶包覆纱	
5 丰球集团有限公司	潜水泵	机械设备制造
6 天洁集团有限公司	电除尘环保设备	
7 浙江盾安精工集团有限公司	空调配件	
8 雄风集团有限公司	家电连锁销售	贸易流通

资料来源：联合资信整理

五、本期集合票据偿债保障措施分析

1. 发行方案及交易结构概况

本期集合票据计划注册发行总额度为 6.60 亿元，期限为 1 年，分为优先级票据和普通级票据两部分，其注册发行额度分别占总额度的 90.00%和 10.00%。根据相关协议约定，优先级票据持有人始终优先于普通级票据持有人获得本息偿付，且只有在优先级票据本息得到全额兑付后，再兑付普通级票据本息。本期集

合票据拟由东方资产为优先级票据持有人提供远期收购承诺，如联合发行人未能足额支付全部优先级票据，则将由东方资产无条件对优先级票据持有人持有的尚未兑付部分集合票据进行全额受让收购。

在本期集合票据兑付日前 20 个工作日，债券远期收购承诺人东方资产和开户行浙商银行将分别书面通知参与集合票据联合发行的各发行人，敦促其作好偿付资金安排，及时预留或筹措资金，履行还本付息义务。参与联合发行的各发行人应将各自应偿还款项足额划付至偿债资金专用账户，偿付资金一经划拨，各发行人不得要求退回。在兑付日前第 7 个工作日，如参与联合发行的个别或全部发行人未能将各自应偿付的优先级票据利息和本金足额划至偿债资金专用账户，债券远期收购承诺人东方资产应启动债券收购的预案，在兑付日前第 3 个工作日无条件对全部优先级票据进行全额收购。

2. 收购承诺条款

根据东方资产签署的《东方资产管理有限公司关于浙江省诸暨市 2010 年度中小企业集合票据之优先级票据的收购承诺函》（以下简称“《承诺收购函》”）内容，东方资产作出下述不可撤销收购承诺摘要：

（1）收购标的

承诺函的收购标的为全部的优先级票据（以下简称“标的票据”）。

标的票据的发行期限为 365 日，还本付息方式在到期日一次性兑付。

（2）收购义务

在发生以下任一事件时，优先级票据持有人有权要求东方资产收购标的票据：

①根据募集说明书的规定，在兑付日（T）前的第 7 个工作日（T-7 个工作日之日），联合发行人在各自的专项偿债基金账户中的资金的总和不足以兑付全部优先级票据；

②在集合票据存续期内，如集合票据持有

人大会（债权人大会）根据募集说明书的规定通过关于提前兑付集合票据的议案，而在债权人大会通过的提前兑付日（T）前的第7个工作日（T-7个工作日之日），联合发行人在各自的专项偿债基金账户中的资金的总和不足以兑付全部优先级票据。

（3）收购日

在发生上述第2.1条所述的有关事件后，东方资产应当在兑付日/提前兑付日（T）前的第3个工作日（T-3个工作日之日）之日，（以下简称“收购日”）无条件收购标的票据。

（4）收购价格

收购价格标的票据的收购价格等于计算至兑付日标的票据的本金、利息以及罚息（如有）、复利（如有）、违约金（如有）、损害赔偿金（如有）的总和（以下简称“收购价款”）。

东方资产应当在兑付日/提前兑付日（T）前的第4个工作日（T-4个工作日之日）之日将全部收购价款划入集合票据登记机构或主承销商指定的账户。

（5）标的票据的转让或出质

集合票据持有人依法将集合票据转让或出质给第三人的，不影响东方资产在本承诺函下对标的票据的收购义务。

（6）集合票据发行条款的变更

经集合票据有关主管部门及注册机构和集合票据持有人会议批准，集合票据利率、期限等事项发生变更时，需经东方资产的同意，否则东方资产有权不履行标的票据的收购义务。

（7）违约

①违约事件

发生下列任一事件，构成东方资产在本承诺函下的违约事件：东方资产未按本承诺函约定收购标的票据；东方资产未按本承诺函约定支付收购价款；东方资产提供虚假材料或隐瞒重要经营财务事实的。

②违约的后果与责任

如东方资产未按照本承诺函约定支付全部收购价款的，自兑付日起，东方资产应向尚未

获偿的标的票据持有人每日支付（尚未兑付部分）收购价款总额万分之二点一（0.21%）的违约金，直至尚未获偿的标的票据得到足额兑付。

3. 承诺收购人主体长期信用状况

东方资产主体长期信用评级报告见附件。

东方资产成立于1999年10月，是经国务院及中国人民银行批准成立、具有独立法人资格的国有独资金融企业；注册资本100亿元人民币，由财政部全额拨入。

东方资产经营范围：收购并经营金融机构剥离的本外币不良资产；本外币债务追偿，对所收购本外币不良贷款形成的资产进行租赁、置换、转让与销售；本外币债务重组及企业重组；本外币债权转股权及阶段性持股，资产证券化；资产管理范围内的上市推荐及债券、股票承销；发行金融债券，商业借款；向金融机构借款和向中国人民银行申请再贷款等，经中国银行业监督管理委员会等监管机构批准的其他业务活动。

截至2009年末，东方资产在全国26个中心城市设有25家办事处和1家经营部，负责所辖区域的资产管理、经营、处置等工作。东方资产还拥有东兴证券股份有限公司、东方金诚国际信用评估有限公司、上海远东资信评估有限公司、中国外贸金融租赁有限公司、北京东方中和数据咨询有限公司、百年人寿保险股份有限公司等金融平台。

总体看，东方资产拥有强大的股东背景，在完成阶段性的政治使命后，初步明确了商业化的发展方向；东方资产具备不良资产处置方面的专业优势，同时奠定了向金融控股公司发展的业务基础。但由于改革方案尚未明确，东方资产未来转型方式及结果存在一定的不确定性，同时多元化的综合经营方向也对东方资产治理水平、风险管理、人力资源等方面提出更高要求。

经联合资信评估有限公司评定，东方资产

主体长期信用等级为 AAA，该评级结论反映了东方资产的综合代偿能力极强。

4. 债权保护条款评价

本期集合票据通过内部结构化分层和外部第三方承诺收购方式增信，建立了相对完善的偿债保证制度。其中，针对优先级票据部分，东方资产管理公司提供了不可撤销的远期收购承诺。从《承诺收购函》设置条款分析，东方资产对本期集合票据中的优先级票据的本金、利息以及可能产生的违约金、损害赔偿金等均作了明确的收购保证，具有较强的操作性和法律约束力。东方资产作为财政部全额出资设立的国有独资金融企业，拥有很强的政府背景和资本实力，其收购承诺能够有效提升本期优先级票据的信用水平。但是，联合资信也关注到，本期集合票据中的 0.66 亿元额度的普通级票据未设置任何形式的偿债保障措施，任意一家发债企业产生的任意金额违约都将会导致该部分票据的违约，考虑到发行主体相关性以及发行主体的信用等级等因素，联合资信认定本期普通级票据信用等级为 B，其还本付息能力较低，有一定的违约风险。

关注到本期集合票据发债主体所在地区和行业相对集中，且存在较大规模互保，整体关联度较高。

本期集合票据分为优先级票据和普通级票据两部分，其中优先级票据拟由东方资产提供远期收购承诺，东方资产资本实力很强，有效提升了优先级票据的信用水平。但是本期集合票据中的普通级票据未采用外部增信措施，其还本付息能力较低，有一定的违约风险。

六、综合评价

近年来，诸暨市经济整体保持了持续、快速的发展势头，社会经济发展水平位于全国和浙江省县市排名前列。浙江省和诸暨市政府重视中小及民营经济发展，不断优化政策创业环境，促进了当地民营经济的发展，中小及民营企业整体规模和实力不断增强，并已经形成较为明显产业集群，成为拉动诸暨市地方经济持续增长的重要力量。

本期集合票据共有发行主体 8 家，均为诸暨市地区民营骨干企业，多数企业在经营规模、技术研发、渠道建设、质量品牌等方面已初步形成了一定竞争优势，8 家发行企业主体长期信用等级均在投资级别以上。但是，联合资信也

附件 1 8 家债券发行人的主要财务数据

序号	企业名称	项 目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
1	步森集团有 限公司	资产总额(万元)	66345.36	72669.02	95182.75	99206.80
		所有者权益 (不含少数股东权益)(万元)	24921.37	28758.12	35607.52	40545.27
		长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
		全部债务(万元)	16096.00	17565.00	28508.00	28993.00
		主营业务收入 (营业收入)(万元)	120259.38	130273.21	102184.74	73687.26
		利润总额 (万元)	9209.84	8836.00	10374.45	7093.08
		EBITDA(万元)	12356.62	11255.72	13550.33	--
		经营性净现金流(万元)	6057.76	9008.06	6225.42	--
		主营业务利润率 (营业利润率)(%)	17.34	17.72	21.04	21.32
		净资产收益率(%)	29.07	21.02	23.49	--
		资产负债率(%)	59.20	57.19	56.47	56.79
		全部债务资本化比率(%)	37.29	36.08	40.76	40.34
		流动比率(%)	123.61	117.78	113.77	123.67
		全部债务/EBITDA(倍)	1.30	1.56	2.10	--
		EBITDA 利息倍数(倍)	12.87	11.40	8.22	--
		EBITDA/本期发债额度(倍)	1.54	1.41	1.69	--
2	浙江盾安精工 集团有限公司	资产总额(万元)	141893.66	312569.79	314264.62	429814.00
		所有者权益 (不含少数股东权益)(万元)	61975.02	134733.08	130365.39	222344.47
		长期债务(万元)	4300.00	10875.00	3575.00	15200.00
		全部债务(万元)	55900.00	110550.42	140251.91	146242.26
		主营业务收入 (营业收入)(万元)	202511.69	380175.63	630153.47	563332.55
		利润总额 (万元)	25926.21	35967.63	34329.07	31620.03
		EBITDA(万元)	28731.60	40745.09	41600.66	--
		经营性净现金流(万元)	32387.15	26809.08	30806.13	--
		主营业务利润率 (营业利润率)(%)	20.71	17.57	10.49	10.07
		净资产收益率(%)	34.07	20.91	21.56	--
		资产负债率(%)	56.32	56.90	58.52	48.27
		全部债务资本化比率(%)	47.42	45.07	51.83	39.68
		流动比率(%)	125.78	134.19	126.75	166.50
		全部债务/EBITDA(倍)	1.95	2.71	3.37	--
		EBITDA 利息倍数(倍)	10.24	8.53	5.72	--

		EBITDA/本期发债额度(倍)	1.44	2.04	2.08	--
3	丰球集团有限公司	资产总额(万元)	69833.37	92268.28	124702.79	131038.73
		所有者权益 (不含少数股东权益)(万元)	27185.86	35843.27	47930.08	51546.70
		长期债务(万元)	359.00	7000.00	7000.00	7000.00
		全部债务(万元)	28349.00	47990.00	69960.00	72240.00
		主营业务收入(万元)	101242.28	124799.22	149691.85	118045.51
		利润总额(万元)	8837.44	11770.79	14980.71	13274.96
		EBITDA(万元)	12680.61	16881.69	20504.61	--
		经营性净现金流(万元)	1612.94	-6398.57	7295.80	6467.43
		主营业务利润率(%)	14.29	15.00	15.73	16.11
		净资产收益率(%)	22.21	23.59	25.46	--
		资产负债率(%)	59.95	60.63	60.24	59.13
		全部债务资本化比率(%)	50.34	56.92	58.52	57.43
		流动比率(%)	104.29	130.78	132.06	141.27
		全部债务/EBITDA(倍)	2.24	2.84	3.41	--
		EBITDA 利息倍数(倍)	5.96	4.99	5.67	--
		EBITDA/本期发债额度(倍)	1.06	1.41	1.71	--
4	太子龙控股集团 有限公司	资产总额(万元)	31477.54	43393.94	57787.27	69282.89
		所有者权益 (含少数股东权益)(万元)	17930.59	22023.76	26335.13	30494.83
		长期债务(万元)	0.00	5000.00	7250.00	7250.00
		全部债务(万元)	11950.40	19216.10	29560.80	34050.00
		主营业务收入 (万元)	45398.81	49130.18	60450.29	50807.27
		利润总额(万元)	4649.94	4835.94	6698.60	5604.31
		EBITDA(万元)	5757.74	6518.15	9569.65	--
		经营性净现金流(万元)	1636.63	-2011.43	3357.59	-5688.84
		主营业务利润率(%)	15.37	15.94	22.73	23.11
		净资产收益率(%)	16.86	14.05	18.85	--
		资产负债率(%)	43.04	49.25	54.43	55.99
		全部债务资本化比率(%)	39.99	46.60	52.89	52.75
		流动比率(%)	139.65	160.03	131.91	108.78
		全部债务/EBITDA(倍)	2.08	2.95	3.09	--
		EBITDA 利息倍数(倍)	10.50	6.55	5.97	--
		EBITDA/本期发债额度(倍)	0.96	1.09	1.59	--
5	天洁集团有限 公司	资产总额(万元)	138394.26	187114.71	195897.00	228897.26
		所有者权益 (不含少数股东权益)(万元)	50153.3	65675.02	71053.51	80417.22
		长期债务(万元)	6000.00	20500.00	17000.00	10595.00
		全部债务(万元)	66269.57	103559.45	110518.00	118993.43

		主营业务收入 (营业收入)(万元)	150250.78	189680.05	195619.85	139578.27
		利润总额 (万元)	9679.28	15673.59	11636.50	10262.67
		EBITDA(万元)	15512.17	26911.55	26371.05	--
		经营性净现金流(万元)	7394.32	5133.44	9027.93	--
		主营业务利润率 (营业利润率)(%)	11.26	9.18	9.48	13.43
		净资产收益率(%)	16.36	23.37	15.73	--
		资产负债率(%)	63.76	64.90	63.73	64.87
		全部债务资本化比率(%)	56.92	61.19	60.87	59.67
		流动比率(%)	110.76	122.09	118.51	119.52
		全部债务/EBITDA(倍)	4.27	3.85	4.19	--
		EBITDA 利息倍数(倍)	4.33	3.68	2.70	--
		EBITDA/本期发债额度(倍)	1.41	2.45	2.40	--
6	浙江袜业有限 公司	资产总额(万元)	49212.39	56991.28	71921.54	86730.20
		所有者权益(万元)	26317.50	32119.24	36679.95	40506.10
		长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
		全部债务(万元)	22415.20	24859.61	35046.44	45500.67
		主营业务收入 (营业收入)(万元)	46214.64	55405.76	62361.22	49421.03
		利润总额 (万元)	4258.72	4831.40	5769.95	4653.18
		EBITDA(万元)	5815.93	6903.17	7954.28	--
		经营性净现金流(万元)	5932.25	4621.06	6364.50	--
		主营业务利润率 (营业利润率)(%)	17.18	16.65	16.74	17.64
		净资产收益率(%)	10.85	11.01	12.43	--
		资产负债率(%)	46.52	43.64	49.00	53.30
		全部债务资本化比率(%)	46.00	43.63	48.86	52.90
		流动比率(%)	132.90	144.21	140.69	139.00
		全部债务/EBITDA(倍)	3.85	3.60	4.41	--
		EBITDA 利息倍数(倍)	5.99	6.22	7.10	--
		EBITDA/本期发债额度(倍)	1.94	2.30	2.65	--
7	雄风集团有限 公司	资产总额(万元)	66969.00	86214.28	139986.51	148612.03
		所有者权益(含少数股东权益)(万元)	16667.98	26476.31	62102.65	63080.73
		长期债务(万元)	18418.00	23998.00	28497.00	37607.00
		全部债务(万元)	42113.00	53648.00	72648.00	83667.00
		主营业务收入(万元)	73416.40	86248.86	95659.15	74252.87
		利润总额 (万元)	2717.56	3848.81	4905.14	1274.03
		EBITDA(万元)	5819.27	7555.40	10203.75	--
		经营性净现金流(万元)	4000.46	5352.51	8449.38	6192.23

		主营业务利润率 (%)	12.96	13.87	16.63	14.21
		净资产收益率(%)	11.03	10.01	5.97	--
		资产负债率(%)	75.11	69.29	55.64	57.55
		全部债务资本化比率(%)	71.64	66.96	53.91	57.01
		流动比率(%)	112.57	119.22	120.46	121.89
		全部债务/EBITDA(倍)	7.24	7.10	7.12	--
		EBITDA 利息倍数(倍)	3.66	4.03	3.25	--
		EBITDA/本期发债额度(倍)	1.16	1.51	2.04	--
8	浙江永新集团 有限公司	资产总额(万元)	22288.84	26949.35	34570.96	43180.04
		所有者权益(含少数股东权益)(万元)	11810.51	14018.46	16437.51	22307.19
		长期债务(万元)	1300.00	1300.00	1300.00	1300.00
		全部债务(万元)	9970.00	12630.00	17590.56	18583.00
		主营业务收入(万元)	26399.71	36227.18	43040.01	45551.35
		利润总额 (万元)	2479.47	2696.66	2958.02	2514.64
		EBITDA(万元)	3286.38	3877.07	4434.56	--
		经营性净现金流(万元)	1701.43	2963.33	5136.38	--
		主营业务利润率(%)	15.44	14.01	13.07	8.73
		净资产收益率(%)	16.76	15.75	14.39	
		资产负债率(%)	47.01	47.98	52.45	48.34
		全部债务资本化比率(%)	45.77	47.39	51.69	45.45
		流动比率(%)	105.24	120.32	128.01	125.62
		全部债务/EBITDA(倍)	3.03	3.26	3.97	--
		EBITDA 利息倍数(倍)	9.15	6.35	5.18	--
		EBITDA/本期发债额度(倍)	0.82	0.97	1.11	--

附件 2-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 2-2 短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

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

附件 3~10 各发行人主体长期信用报告

联合资信评估有限公司关于 浙江省诸暨市 2010 年度中小企业集合票据的 跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期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（包括步森集团有限公司、浙江盾安精工集团有限公司、丰球集团有限公司、太子龙控股集团有限公司、天洁集团有限公司、浙江袜业有限公司、雄风集团有限公司、浙江永新集团有限公司）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及收购方的相关资料）。集合票据发行人或者收购方如发生重大变化，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收购方的经营管理状况及相关信息，如发现集合票据发行人或收购方出现重大变化，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
二零一零年三月十九日



信用等级公告

联合[2010] 126 号

联合资信评估有限公司通过对步森集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

步森集团有限公司司
主体长期信用等级为
A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年三月十九日

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）与步森集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与步森集团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，未因步森集团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步森集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、步森集团有限公司主体长期信用等级自 2010 年 3 月 19 日至 2011 年 3 月 18 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年三月十九日

步森集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: A⁻

评级展望: 稳定

评级时间: 2010 年 3 月 19 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 9 月
资产总额(万元)	66345.36	72669.02	95182.75	99206.80
所有者权益(不含少数股东权益)(万元)	24921.37	28758.12	35607.52	40545.27
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	16096.00	17565.00	28508.00	28993.00
主营业务收入(营业收入)(万元)	120259.38	130273.21	102184.74	73687.26
利润总额(万元)	9209.84	8836.00	10374.45	7093.08
EBITDA(万元)	12356.62	11255.72	13550.33	--
经营性净现金流(万元)	6057.76	9008.06	6225.42	--
主营业务利润率(营业利润率)(%)	17.34	17.72	21.04	21.32
净资产收益率(%)	29.07	21.02	23.49	--
资产负债率(%)	59.20	57.19	56.47	56.79
全部债务资本化比率(%)	37.29	36.08	40.76	40.34
流动比率(%)	123.61	117.78	113.77	123.67
全部债务/EBITDA(倍)	1.30	1.56	2.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.87	11.40	8.22	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.54	1.41	1.69	--

注: 2009 年数据未经审计, 涉及的利息支出不含资本化部分。

分析师

刘雪城

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(以下称“联合资信”)对步森集团有限公司(以下称“公司”)的评级,反映了其在国内服装行业中在生产规模、产品结构、品牌知名度等方面所具备的优势,同时联合资信也关注到应收款和存货金额大、负债结构不合理、投资规模大等因素给公司偿债能力带来的负面影响。

考虑到公司服装较高的知名度和良好的规模效应,以及多元化发展所带来的经营风险分散等因素,公司未来有望平稳发展;联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 中国是服装生产和消费大国,公司具有较高的市场知名度和较好的品牌形象,拥有完善的销售渠道,产品具有价格竞争力。
2. 公司经营西服、衬衫、夹克等服装产品,结构较为合理,生产规模大。
3. 公司多元化发展,目前的对外投资产业经营状况良好,盈利能力较强。

关注

1. 服装行业竞争激烈,受金融危机影响,出口形势较为严峻。
2. 公司存货、应收账款规模大,其他应收款额度高。
3. 公司负债结构不合理,短期债务余额高。
4. 公司服装产品结构调整及百货业务经营模式调整对收入和利润有一定影响,自 2008 年以来,投资收益对利润贡献程度高。
5. 公司对外担保额度大,担保比率较高。

一、主体概况

步森集团有限公司（以下称“公司”或“步森集团”）前身为 1984 年成立的诸暨市百树服装厂，经过多次股权和名称变化变更至此。截至 2009 年 9 月底，公司注册资本 6668 万元；出资人为 14 名自然人，其中王建霞、陈建飞、陈建国、陈能恩、王建军的出资比例分别为 12.39%、11.85%、11.85%、11.20%和 10.71%，其余出资人出资比例均低于 9%。公司主要股东系亲属关系，除黄乐英，梁成辉和叶红英外，其他股东为一致行动人。

公司经营范围为实业投资、经销建筑材料、研究开发和生物制品等；目前公司主要经营业务为服装的生产销售。

截至 2009 年 9 月底，公司下属控股子公司 7 家；公司本部设有办公室、财务部、投资发展部、人力资源部、信息部、企业文化部等职能部门。

截至 2008 年底，公司合并资产总额 95182.75 万元，所有者权益（不含少数股东权益）35607.52 万元；2008 年实现主营业务收入 102184.74 万元，利润总额 10374.45 万元。

截至 2009 年 9 月底，公司资产总额 99206.80 万元，所有者权益（不含少数股东权益）40545.27 万元；2009 年 1~9 月实现营业收入 73687.26 万元，利润总额 7093.08 万元。

公司注册地址：浙江省诸暨市枫桥镇枫北路；法定代表人：陈建飞。

二、本期集合票据概况

本期集合票据计划发行总额度为 66000 万元，期限为 1 年，其中公司拟申报发行额度 8000 万元，募集资金主要用于补充公司营运流动资金需求。

三、行业分析

1. 行业概况

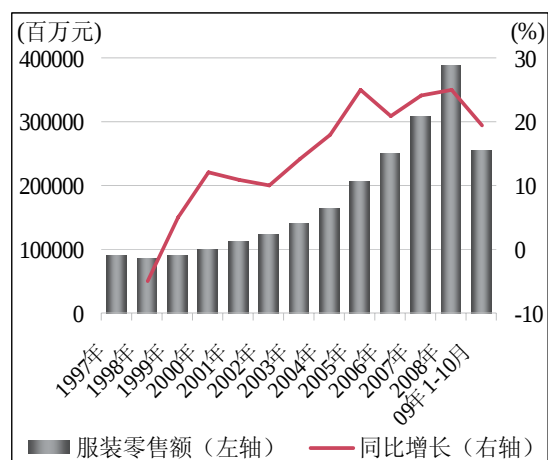
行业运行冷热不均，服装行业相对较好

纺织服装行业是典型的劳动密集型行业，受人民币升值、劳动力成本上升的影响，尤其是 2008 年 9 月全球金融危机向实体经济蔓延，纺织服装行业景气度显著下滑。国家统计局数据显示，2008 年 1~11 月，规模以上纺织服装企业（包括纺织专用设备制造业、化纤制造业、纺织业、服装制造业）实现收入 3.02 万亿元，同比增长 13.79%；利润总额 1061.05 亿元，同比下降 1.77%；但服装制造业表现相对较好，2008 年 1~11 月，服装制造业实现收入 0.75 万亿元、利润 280 亿元，同比分别增长 17.21%和 13.02%。

2009 年以来，纺织服装行业在出口退税率调整、拉动内需等政策扶持下，行业逐步复苏；特别是自 2009 年 6 月份以来，好转趋势更为明显。2009 年 1~8 月，国内规模以上纺织服装企业实现营业收入 22260 亿元、利润总额 830.9 亿元，分别同比增长 6.06%和 14.35%；其中服装子行业实现收入 6077 亿元，利润总额 269.1 亿元，分别同比增长 16.1%和 27.4%

国内服装零售有所回升

图 1 国内规模以上企业服装零售额变化



资料来源：CEIC

随着居民生活水平的提高，服装消费进入

高速增长阶段，1997~2008 年复合增长率为 14.22%。2008 年在金融危机蔓延导致的一系列负面因素影响下，服装零售额依然达到 25% 的增速，2008 年限额以上企业服装零售总额达 3776 亿元。但 2009 年一季度国内服装零售额增幅环比回落 10 个百分点至 15.18%，与出口相比，国内服装零售额对金融危机的反应滞后约 6~9 个月。2009 年下半年开始，纺织服装消费恢复平稳向上的格局。2009 年 1~10 月，限额以上企业服装零售实现 2557 亿元，同比增长 19.43%；10 月份单月，限额以上企业服装零售实现 303 亿元，同比增长 22.68%。

2. 行业政策

出口退税政策

为缓解国际贸易争端压力以及促进纺织行业产业结构调整，中国政府多次下调纺织品出口退税，2007 年 7 月，服装、鞋帽、箱包等纺织品出口退税率由 13% 下调至 11%，粘胶纤维出口退税率由 11% 下调至 5%。2008 年下半年以来，为缓冲国际贸易环境恶化对国内纺织产业的冲击，国家税务总局和财政部先后 4 次上调出口退税比例。2009 年 4 月 1 日起，纺织品、服装的出口退税率提高到 16%，较 2007 年底提高 5 个百分点。在行业景气周期下滑的情况下，出口退税比例的提高在很大程度上缓解了企业面临的经营压力。

纺织工业振兴规划

2009 年 2 月，国务院常务会议审议并原则通过了《纺织工业振兴规划》，振兴规划主要涉及扩大消费、加强技术改造和自主品牌建设、加快淘汰落后产能、优化区域布局、加大财税金融支持等内容。上述规划有助于行业长期的结构调整和产业升级，短期内对行业运行的改善作用不明显。

3. 未来发展

出口继续平稳复苏，高增长难再现

中国纺织品服装的出口前景取决于两个

方面：一是未来全球纺织品服装需求变化，二是中国纺织品服装出口额占全球贸易额比重变动。考虑到传统市场的服装消费需求增长有限；新兴市场尽管增速较快，但由于占比很低，对全球贸易额贡献不会太大，加上金融危机的影响，预计未来全球纺织品服装贸易额增速会较前几年出现下滑。

中国纺织品服装出口额占全球贸易额比重变动则取决于中国纺织业在劳动力价格、原材料、汇率、政策及贸易环境等方面的竞争力变化。尽管劳动力成本相对其他国家上涨较快，人民币升值压力依然存在，但凭借丰富的生产资源、庞大的生产规模以及完善的产业配套，中国纺织业的国际竞争力依然明显。随着全球经济的复苏，未来 3-5 年内行业出口预计维持在 5%-8% 的增长。

国内消费是未来发展的主要推动力

国内经济受危机影响相对较小，居民对未来预期及消费意愿逐步走强，未来行业重心将逐步转移至国内，中长期看国内消费市场将是未来行业发展的主要推动力。

按照发达国家经验，人均收入超过 3000 美元消费将进入新的提升阶段。2008 年中国城镇居民人均可支配收入为 1.58 万元，五年复合增长率为 13.25%，农村居民现金收入 5737 元，五年复合增长率为 16.95%。2008 年城镇人口占总人口比重为 45.68%，较 1980 年提高 26.29 个百分点。考虑到城乡居民在服装消费能力上的巨大差异，城镇化的进程将催生大量的服装消费需求。

国内品牌服装发展空间巨大

随着经济发展、消费升级，消费者对品牌的青睐是必然趋势，也将促使国内纺织服装行业由制造加工业型向技术创新、品牌零售转变。品牌和渠道处于价值链的高端，在国内纺织服装行业品牌尚处于培育阶段，但与大量加工企业相比，已体现出远超行业平均水平的盈利能力，2009 年国内上市公司中品牌服装企业经营仍保持了相对较高的增长。中国品牌服装

处于成长阶段，相比海外企业，缺乏顶级品牌发展的底蕴，而以中端品牌为主，配合以渠道辅佐，更加适合我国现阶段消费水平及行业发展境况，规模扩张仍是当前品牌服装企业发展的主旋律。同时，随着城镇化的推进，在二、三线城市具备较大网络的品牌服装企业，将更具发展空间。

总体上，中国纺织服装行业已开始初步复苏，但发展环境仍较为严峻，但拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司拥有衬衫生产线 18 条、西服生产线 3 条、西裤生产线 11 条，面料预缩机、验布机、拉布机、裁布机、粘合机、平缝机、包缝机等各类机器设备 2000 多台；具有年产 500 万件衬衫、30 万套西服、250 万条西裤的生产能力，同时还具有年产领带 50 万条、T 恤、内衣各 20 万件的生产能力。

根据中国服装行业协会 2009 年 4 月发布的数据，2008 年公司销售收入、利润总额、销售利润率等指标分别列全国服装行业百强企业第 33 位、第 41 位和第 86 位。

总体上，公司规模优势较为明显。

2. 企业品牌

2000 年，公司“步森”商标被认定为“中国驰名商标”；2005 年在世界品牌大会评出的“中国 500 最具价值品牌”中，“步森”品牌以 8.13 亿元列第 445 位。“步森”品牌在 2005～2006 年度被认定为“中国出口名牌”，2006 年被认定为“浙江名牌产品”、“最具市场竞争力品牌”，2007 年“步森”牌衬衫、裤子被认定为“中国名牌产品”，2008 年“步森”被认定为“浙江省知名商号”。

2008 年，公司签署了影视明星黄晓明作为

品牌代言人，奠定了步森年轻、时尚的品牌基础。

总体上，公司具有较高的市场知名度和较好的品牌形象。

3. 人员素质

公司董事会成员及经理人员共 15 人，大部分具有大专及以上学历，并具有在公司长期工作的经历。

公司董事长陈建飞，45 岁，本科学历，曾任浙江水利水电技工学校教师，1996 年起开始在公司任职，先后任副总经理、总经理、2009 年 10 月起任公司董事长。

公司总经理陈建国，48 岁，中专学历，先后任浙江步森裤业有限公司总经理、四川利万步森水泥有限公司总经理及董事长，2009 年 10 月起任公司总经理。

截至 2009 年 9 月底，公司员工总数 2124 人，其中大专及以上学历人员 116 人，超过 98% 的员工年龄在 50 岁以下，超过 83% 的员工为生产人员。

总体上，公司员工整体素质一般，但符合行业的生产特点，基本可以满足生产经营的需要；随着公司发展，公司仍需引进和培养外贸拓展、品牌策划、开发设计等专业人才。

五、管理分析

公司股东会为公司的最高权力机构，14 名股东中的寿彩凤、陈建飞、陈建国等 11 名股东系寿氏家族成员，为一致行动人。

公司设董事会，目前成员 7 人，设董事长和副董事长各 1 人；公司经理层设总经理 1 人，副总经理 3 人；监事会成员 3 人，设监事会主席 1 人，其中股东代表 2 人，职工代表 1 人。

公司本部为管理机构，所有业务均在下属企业，公司主要通过人员和资金的管理来对下属企业进行控制。除下属控股公司浙江步森服饰股份有限公司（以下称“步森股份”）按上

市公司标准进行严格管理外，其余控股公司的资金全部由公司本部财务部进行统一管理；公司非服装业务大部分处于外省区，公司主要通过派驻部分管理人员并借助企业所在地管理人员等方式对其进行管理。

步森股份为拟上市公司，是公司服装业务的经营载体，其严格按照相关规定完善公司内控制度，制定了系列规章制度。

采购与付款，步森股份设有专门机构对物资采购进行计划管理，建立供应商筛选与排序指标体系，并严格验收入库标准，以保障原辅材料质量和付款安全。

财务管理方面，步森股份对销售收款、成本费用、存货、固定资产、票证文件等均明确了相关的计量、记录原则和方法。

为防范财务风险和维护股东利益，步森股份严格控制对外担保，所有担保事项均由董事长亲笔签批；明确关联交易范围，并根据交易额的大小明确各级管理机构的审查权限。

资金管理方面，步森股份对资金支付的凭证标准进行了明确，并规定了支付限额的相应审批权限；对外投资，均须作出可行性报告，投资方案经董事会通过后由董事长审批。

总体上，公司已基本建立起法人治理结构，下属主要企业的内控制度较为健全，较为分散的股权结构也有利于权力制衡以及有助于提升决策的科学性；但公司目前未实现所有权和经营权的分离，人员在不同机构的重合度高，母子公司管理体制尚未完全形成，内控制度仍需改进。

六、经营分析

公司主要业务为服装的生产销售、商场经营以及房地产开发等。

近年公司收入有所波动，主要原因是公司百货业务经营模式调整；2008年实现主营业务收入102184.74万元，其中服装收入占43.34%，百货收入占37.65%。

表1 公司收入分类（单位：亿元）

产品	2006年	2007年	2008年	2009年1~9月
服装	3.71	4.17	4.43	3.19
百货	6.65	8.46	3.85	2.96
房产	1.29	0.33	1.94	1.20
其他	0.37	0.06	0.00	0.01
合计	12.02	13.02	10.22	7.37

注：合计数与公司收入总额有差异，系四舍五入引起。

资料来源：公司提供。

1. 服装业务

服装业务是公司的主营业务，具体经营全部由步森股份承担，产品包括衬衫、西服、西裤、夹克衫、领带、内衣等。

公司服装业务所需原料主要为各类面料，公司所在的浙江省及周边江苏省均为纺织产品大省，原料供应充分，具有保障性。公司所需面料种类繁多，供应商较为分散，其中较大的供应商包括浙江金秋纺织有限公司、江苏华西村股份有限公司等。

公司目前拥有衬衫生产线18条、西服生产线3条、西裤生产线11条，产能规模大。公司的产品开发自2005年开始转型，产品结构得到合理调整，西服、夹克、针织等产品比重开始增加，目前公司服装已由传统的单一正装品牌较为成功地转型为时尚、动感、舒适的经典男装品牌，产品体系基本形成。由于产品整体结构正在由正装向休闲装、中低档向中高档调整，以及国际金融危机的负面影响，公司衬衫和西裤产品产量有明显下降（表2）。

表2 公司主要服装产品产量情况

（单位：万件/万套）

产品	2006年	2007年	2008年	2009年1~9月
衬衫	379.20	364.99	333.18	190.80
西裤	144.09	118.78	104.64	60.21
西服	23.20	23.89	24.40	16.53

资料来源：公司提供。

公司服装产品销售平均约有80%在国内市场，约20%在国外市场。

国内市场销售主要以区域代理商（加盟

店)为主,比例超过 90%;公司每年在 4 月和 10 月组织两次订货会,各加盟商根据需要对产品下定单,首期支付 30%的定金;根据加盟条款,加盟商的订单不可退,但有 1%左右的调货空间。近年公司对市场体制进行了改革,成立了区域性营销中心,加强对市场的管理;同时,公司大规模发展和改造专卖店,并发展了一批上规模、上档次的旗舰店,其中 2008 年公司新发展专卖店 164 家,改造老店 40 家;通过市场的发展、调整和改革,公司内销网络更加健全。

国外市场销售以自主品牌为主,比例约为 70%,近年公司对出口产品结构及地区结构均进行了调整,出口产品重心转移至西服、夹克等中高档产品,出口地区则由中东、非洲等地逐渐转移至俄罗斯、澳大利亚、南美等地区;由于自主品牌服装占比高,公司在国际金融危机中所受影响相对较小,出口业务相对平稳。

表 3 公司近年服装产品出口情况
(单位:万美元)

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1~9 月
出口额	1510	1369	1410	1044

资料来源:公司提供。

总体上,公司服装业务具有较大的生产规模,较为完善的销售渠道,整体经营状况正常;目前公司产品结构处于调整期,短期经营受到一定影响,存货和应收款需要控制;同时,服装品牌积淀是一个长期的过程,需要公司长期的投入,服装款式流行速度快的特点也要求公司在产品设计开发方面进一步加强。

2. 非服装业务

公司非服装业务主要包括百货业务、房地产业务,以及参股的水泥业务。

公司百货业务由呼伦贝尔市步森百货大楼有限公司(以下称“呼贝百货”)和满洲里市扎赉诺尔步森百货有限公司(以下称“扎诺百货”)经营。2003 年公司并购原海拉尔第一

百货大楼并改制为呼贝百货,2004 年公司对呼贝百货营业场所进行全面装修改造,目前,呼贝百货大楼建筑面积 2.6 万平方米,分设为百货、男装、女装、针织、鞋帽、超市等 8 个专业商场,经营品类约 6 万种。扎诺百货于 2009 年对原有超市和部分老楼进行拆除和扩建改造,于 2009 年 11 月完工交付使用,成为满洲里地区最大的集休闲购物为一体的大厦。公司百货业务经营模式集中于商场租赁、扣点、超市自营等,与一般百货商场的经营模式基本一致;但公司百货业务所处区域独特,在地方零售行业中经营规模大,知名度大,近年整体经营状况相对较好。自 2008 年开始,公司对百货大楼内的经营模式进行调整,部分区域的销售由原来百楼大货统一收款改为租赁商户自收,所以收入规模有明显下降,但对公司实际收取的租赁费用没有明显影响。

公司房地产业务是公司多元化发展的业务之一,步升花园项目是在诸暨当地开发的别墅型高档社区,已开发结束;滨河景苑项目是公司在呼伦贝尔收购商场时产生的土地基础上开发的住宅项目,目前已进入扫尾阶段。未来,公司仍可能在安徽等地开发房地产项目,但目前无明确进展。

公司参股四川利万步森水泥有限公司(以下称“利森水泥”)和达州利森水泥有限公司(以下称“达州水泥”)各 35%的比例。公司参股的水泥运营主体均位于四川省,于 2005 年开始投产,随后不断对外扩张,2007 年~2008 年先后投建了年产 150 万吨和 200 万吨的水泥生产线。近年随着建筑市场的繁荣,以及四川灾后重建对水泥需求的增长,公司参股的水泥业务快速发展,2008 年公司参股的水泥业务实现销售额 5.45 亿元。

总体上,公司非服装业务整体表现较好。

3. 经营效率

2006~2008 年公司资产总额和所有者权益年均复合增长 19.78%和 19.53%;受百货业

务经营模式调整影响，主营业务收入有所波动，年均复合增长率为-7.82%；利润总额年均复合增长率为 6.13%。

2006~2008 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波动，三年平均值分别为 7.36 次、7.57 次和 1.63 次，2008 年分别为 6.03 次、5.80 次和 1.22 次。

总体上，公司整体经营效率正常。

4. 未来发展

公司未来仍将以服装为核心主业，力争步森股份的尽快上市；同时保持百货业务和水泥投资业务的稳定经营。

目前公司正在进行以及计划的建设项目主要集中于服装板块。

表 4 公司未来主要投资项目情况

(单位：亿元)

项目	总投资	已投入	2010 年	2011 年
销售网络建设	1.10	0.11	0.69	0.30
夹克生产线	0.50	0.12	0.38	--
服装研发中心	0.20	--	0.15	0.05
西服生产线改造	0.43	--	0.23	0.20
合计	2.23	0.23	1.45	0.55

资料来源：公司提供。

公司根据未来市场变化对未来两年的经营数据进行了简单预测。公司预计未来两年的服装、百货等业务均具有一定的稳定性；房地产业务将适时开展，短期内对公司整体经营规模不会产生明显影响，因此公司预计未来两年的收入和利润数据将可能保持在 2008 年~2009 年左右的水平上。

表 5 公司未来经营情况预测

(单位：亿元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年
预计营业收入	10.80	11.00	11.00
预计利润总额	0.90	0.95	0.95
预计所有者权益	4.30	4.35	4.38
预计资产总额	9.65	9.70	9.72

资料来源：公司提供。

由于公司未来两年仍有较大规模的投入，预计公司的债务负担可能有所上升；若步森股份上市成功，债务压力可能减轻。

七、财务分析

公司提供的 2006~2008 年财务报表均经诸暨天阳会计师事务所有限公司审计，其中 2007~2008 年报表具有标准无保留意见的审计结论，2006 年报表具有带强调事项段的无保留意见审计结论。2006 年审计结论中强调的事项是：纳入合并范围的呼伦贝尔市步森百货大楼有限公司和满洲里扎赉诺尔步森百货有限公司未进行审计。公司提供的 2009 年 9 月报表未经审计。

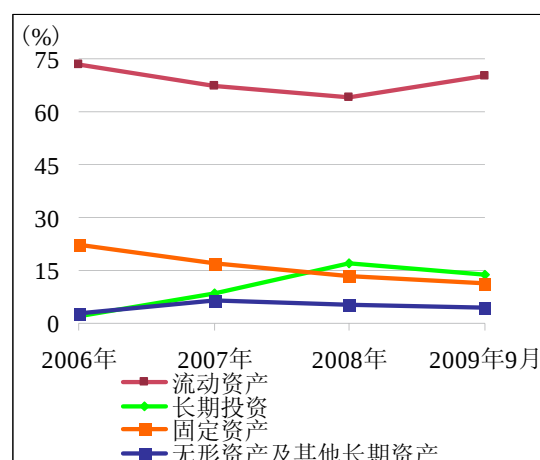
公司执行企业会计制度，报表合并范围无重大变化。

截至 2008 年底，公司合并资产总额 95182.75 万元，所有者权益（不含少数股东权益）35607.52 万元；2008 年实现主营业务收入 102184.74 万元，利润总额 10374.45 万元。

截至 2009 年 9 月底，公司资产总额 99206.80 万元，所有者权益（不含少数股东权益）40545.27 万元；2009 年 1~9 月实现营业收入 73687.26 万元，利润总额 7093.08 万元。

1. 资产质量

图 2 近年公司各资产所占比重变化

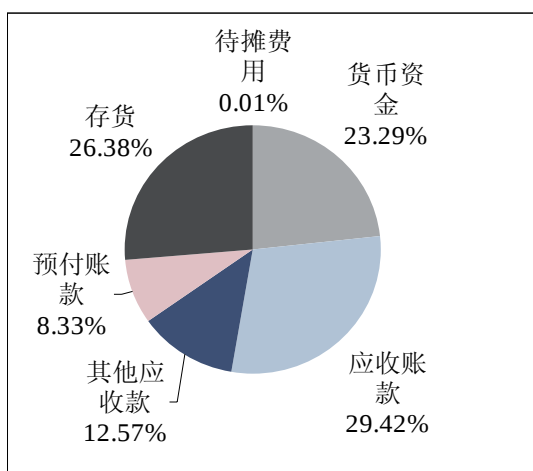


资料来源：根据公司报表整理。

2006~2008 年公司资产总额年均复合增长 19.78%，2008 年底为 95182.75 万元；资产结构有一定变化，但流动资产仍是主要部分，2008 年底占比 64.03%。

2006~2008 年公司流动资产所占比重逐年小幅下降，但仍是主要部分，2008 年底流动资产余额为 60948.90 万元；流动资产内部结构变化不大，以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主。

图 3 2008 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司报表整理。

2006~2008 年公司应收账款年均增长 7.63%，2008 年底为 17929.65 万元。对 2008 年底应收账款余额账龄分析，一年以内的占 72.47%，一年以上二年以内的占 26.76%；应收账款账龄偏长。2008 年底公司对应收账款计提的坏账准备余额为 648.33 万元，平均计提比例为 3.49%。

2006~2008 年公司其他应收款年均下降 20.14%，2008 年底为 7660.48 万元，主要是利森水泥和其他个人的暂借款，公司其他应收款余额大。

2006~2008 年公司存货年均增长 14.18%，2008 年底为 16080.48 万元；其中服装用材料及库存商品占 60.18%，房地产开发成本占 33.44%。2008 年底公司对存货计提的减值准备余额为 555.99 万元，平均计提比例为 3.34%。

2006~2008 年公司长期股权投资年均复

合增长 237.73%，2008 年底为 15718.06 万元，主要是对利森水泥和达州水泥的投资。2008 年公司在水泥业务上获得的投资收益为 4515.23 万元，投资回报率高。

2006~2008 年公司固定资产年均下降 10.55%，2008 年底为 11481.21 万元；公司固定资产中房屋建筑物占 77.73%，平均成新率为 70.77%；机器设备占 13.12%，平均成新率为 44.96%。

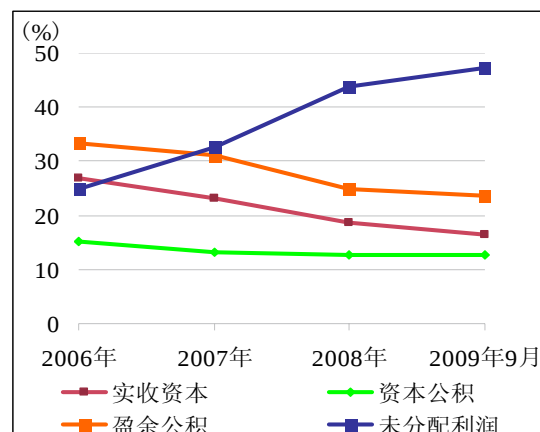
2006~2008 年公司无形资产年均增长 51.73%，2008 年底为 3901.99 万元，其中土地使用权占 73.53%。

2009 年 9 月底，公司资产总额 99206.80 万元，较 2008 年底增长 4.23%；资产结构无重大变化。2009 年 9 月底公司应收账款仍较为分散，但类别仍集中于各服装专卖店及服装经销商；其他应收款仍然集中于利森水泥及个人的暂借款。

总体上，公司应收款项及存货占比高，机器设备成新率较差，但长期股权投资质量较好；公司整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

图 4 近年公司所有者权益构成变化



资料来源：根据公司报表整理。

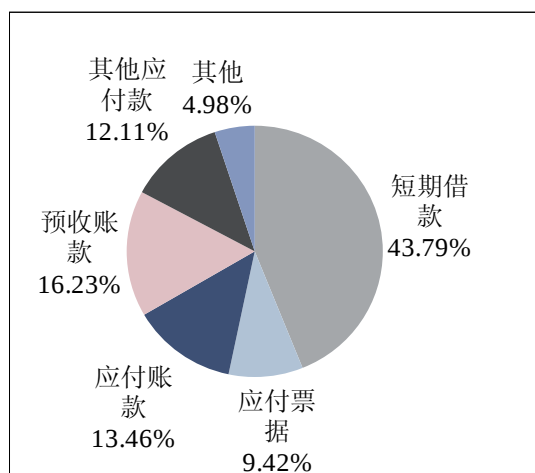
2006~2008 年公司所有者权益年均增长 19.53%，2008 年底为 35607.52 万元，增长主要来自盈利；所有者权益结构有较大变化，2008 年底，公司实收资本与资本公积合计占

31.38%，盈余公积占 24.91%，未分配利润占 43.71%，公司所有者权益稳定性较差。

2009 年 9 月底，公司所有者权益 40545.27 万元，较 2008 年底增长 13.87%，增长主要来自盈利。

公司负债高度集中于流动负债，其中流动负债又集中于短期借款、应付账款、预收账款和其他应付款；2008 年底流动负债和负债总额分别为 53569.85 万元和 53749.45 万元。

图 5 2008 年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司报表整理。

公司应付账款主要集中于服装生产所需的原辅料采购款，2008 年底应付账款 7212.37 万元，主要债权人包括诸暨市枫桥广野织造厂、浙江金秋纺织有限公司、江苏华西村股份有限公司等。

公司预收账款主要是预收的房地产销售款和服装产品定金，2008 年底预收账款 8693.27 万元。

公司其他应付款主要是公司的各类暂借款，以及各类押金和保证金等，2008 年底其他应付款余额为 6487.43 万元。

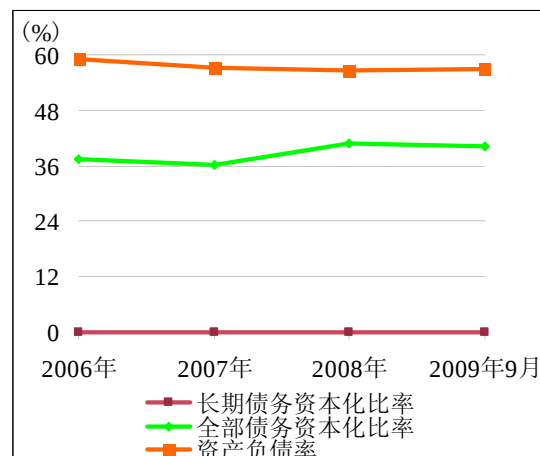
2009 年 9 月底，公司负债总额 56335.03 万元，较 2008 年底增长 4.81%；负债结构无明显变化。

2006~2008 年公司总体负债水平略有下降，有息债务略有上升；2008 年底资产负债率为 56.47%，全部债务资本化比率为 40.76%。

2009 年 9 月底公司负债比率指标与 2008 年底相比无明显变化。

总体上，公司负债高度集中于流动负债，负债结构不合理，债务负担正常。

图 6 近年公司负债指标变化



资料来源：根据公司报表整理。

3. 盈利能力

2006~2008 年公司主营业务收入年均下降 7.82%，2008 年实现 102184.74 万元；主营业务利润率逐年提高，2008 年为 21.04%。分业务类别看，服装业务毛利水平较为平稳，三年平均毛利率约为 24%。

2006~2008 年公司营业费用和管理费用增幅不大，财务费用则因银行借款增加而明显增长；近三年公司期间费用合计占主营业务收入比重平均约为 12%。

2006~2007 年度投资收益及营业外收支等非经常性损益对公司利润影响程度不大，2008 年在水泥业务投资上取得较好收益，使非经常性损益对利润总额的贡献程度上升至约 41%。

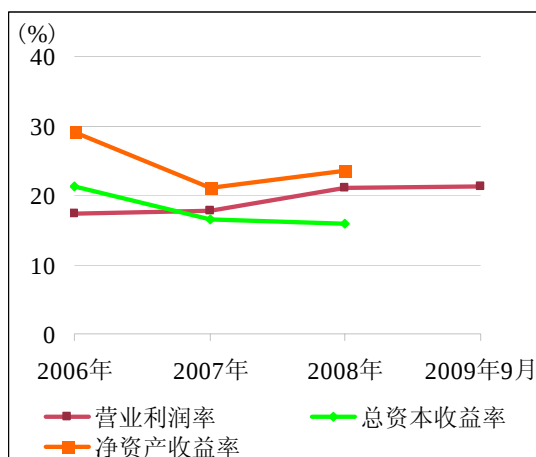
2009 年 1~9 月公司实现营业收入 73687.26 万元，占 2008 年全年水平的 72.11%；营业利润率较 2008 年全年水平略有上升，为 21.32%，营业利润率上升原因之一是公司对服装产品结构调整，有意提升中高档产品的销售比重。同时，由于营业费用和管理费用的上升，以及较好的投资收益，非经常损益对利润总额

的贡献比例上升至 50%以上。

2006~2008 年公司利润总额有所波动，2008 年实现 10374.45 万元；2009 年前三季度实现 7093.08 万元。

总体上，公司经营相对平稳，服装产品结构调整和百货业务经营模式调整对收入和利润有一定影响，投资收益对公司利润影响程度大；盈利指标有所波动，但仍处于较好水平。

图 7 近年公司盈利能力指标变化



资料来源：根据公司报表整理。

4. 现金流量

2006~2008 年公司销售商品提供劳务收到的现金随收入波动而波动，2008 年实现 110419.36 万元。公司现金收入比指标整体有所提高，三年平均值为 108.25%，2008 年为 108.06%，公司收入的现金实现质量正常。公司经营活动获取净现金的能力保持稳定，2006~2008 年公司经营活动累计产生现金净流入 21291.23 万元，其中 2008 年净流入 6225.42 万元。

2006~2008 年公司因对百货业务进行固定资产改造，以及对水泥业务的投资等事项，导致一定量的现金净流出；2006~2008 年公司投资活动累计产生现金净流出 7143.75 万元，其中 2008 年净流出 3000.68 万元。

2006~2008 年公司整体投资规模不大，经营活动具有较为稳定的现金净流入，公司筹资活动的资金流入流出主要用于满足流动资金

需求；2006~2008 年公司筹资活动累计产生现金净流出 3973.73 万元，其中 2008 年净流入 4233.91 万元。

总体上，公司目前的经营活动获取现金净额的能力较为稳定，资本支出规模一般，对外筹资压力不大。

5. 偿债能力

2006~2008 年公司流动比率和速动比率有所下降，三年平均值分别为 118.39%和 88.73%，2008 年分别为 113.77%和 83.76%；2009 年 9 月指标值分别上升至 123.67%和 96.00%。考虑到公司应收账款、存货的周转速度，以及短期借款占比较高的因素，公司目前的短期偿债能力一般。

2006~2008 年公司债务和财务费用快速增长，利润总额有所波动；公司 EBITDA 利息倍数呈下降趋势，由 2006 年的 12.87 倍下降至 2008 年的 8.22 倍；全部债务/EBITDA 指标逐年上升，三年平均值为 1.66 倍，2008 年为 2.10 倍；公司对全部债务保护能力较好。

截至 2009 年 9 月底，公司对外担保余额 10000 万元，担保比率为 28.09%；被担保方盾安控股集团有限公司与公司为互保关系，目前经营正常。

截至 2009 年 11 月底，公司获得各家银行的授信总额 3.47 亿元，已使用 2.55 亿元，公司有一定间接融资渠道。

八、本期集合票据偿债能力分析

公司计划发行 8000 万元一年期集合票据（以下称“本期票据”），发行额占 2009 年 9 月底公司短期债务余额的 27.59%，本期票据的发行对公司债务结构有较大影响。

以 2009 年 9 月底财务数据为基础，不考虑其他因素变化，本期短期融资券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 62.18%和 45.98%，公司债务负担有所

加重。

2006~2008 年公司 EBITDA 平均值为 12387.56 万元，2008 年为 13550.33 万元，分别是本期票据额度的 1.55 倍和 1.69 倍，对本期票据的保障能力较高。

九、综合评价

中国是服装生产大国，在国际市场上影响力大；但行业竞争激烈，品牌和渠道成为行业竞争的关键；同时，受金融危机影响，服装出口受阻。随着居民生活水平的提高，服装消费进入高速增长阶段，国内市场潜力巨大。

公司服装生产能力大，产品结构较好，具有较高的市场知名度，近年服装业务发展稳定。公司百货业务所处地理位置独特，在地方具有较高的竞争力；投资的水泥业务回报率较好。

目前，公司资产整体质量一般，综合盈利能力较好，整体偿债能力正常。

总体上，公司主体长期信用风险较低。

附件 1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
流动资产				
货币资金	3750.88	7267.67	14193.77	11377.83
应收票据	0.00	23.34	0.00	0.00
应收账款	15476.32	15951.27	17929.65	22052.54
其他应收款	12011.50	10187.82	7660.48	11746.99
预付账款	3411.21	4065.17	5079.48	8734.57
应收出口退税	233.82	0.00	0.00	0.00
存货	12333.39	11445.64	16080.48	15533.86
待摊费用	1332.04	4.58	5.05	0.00
流动资产合计	48549.16	48945.50	60948.90	69445.80
长期投资				
长期股权投资	1378.00	6296.80	15718.06	12928.82
长期债权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房产	0.00	0.00	542.39	620.23
长期投资合计	1378.00	6296.80	16260.45	13549.05
固定资产				
固定资产原价	18714.47	17580.40	18187.01	18346.45
减：累计折旧	4363.79	5435.92	6705.80	7735.32
固定资产净值	14350.68	12144.48	11481.21	10611.14
减：固定资产减值准备	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产净额	14350.68	12144.48	11481.21	10611.14
工程物资				
在建工程	316.61	323.20	1346.20	740.95
固定资产清理				
待处理固定资产损失				
固定资产合计	14667.29	12467.68	12827.41	11352.09
无形资产及其他资产				
无形资产	1694.84	3743.21	3901.99	3655.57
长期待摊费用	56.07	957.51	935.03	900.26
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	1750.91	4700.72	4837.02	4555.83
递延税项				
递延税款借项(递延所得税负债)	0.00	258.32	308.97	304.03
资产总计	66345.36	72669.02	95182.75	99206.80

附件 2 合并资产负债表（负债及权益）

（单位：人民币万元）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
流动负债				
短期借款	15000.00	15340.00	23460.00	25460.00
应付票据	1096.00	2225.00	5048.00	3533.00
应付账款	6173.42	6290.13	7212.37	9640.33
预收账款	5751.96	2476.68	8693.27	9186.35
应付工资	985.11	1549.64	1960.58	1240.11
应付福利费	833.24	129.02	2.98	0.00
应付股利(未付利润)	315.76	312.73	11.57	405.34
应付利息	0.00	0.00	0.00	11.80
应交税金	491.59	2080.80	583.95	546.77
其他应交款（其他未交款）	13.61	84.82	109.69	0.00
其他应付款	8541.85	11067.57	6487.43	6131.72
预提费用	72.95	0.00	0.00	0.00
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	39275.49	41556.40	53569.85	56155.43
长期负债				
长期借款				
应付债券				
其他长期负债				
长期负债合计				
递延税项贷款(递延所得税负债)	0.00	0.00	179.60	179.60
负债合计	39275.49	41556.40	53749.45	56335.03
少数股东权益	2148.50	2354.50	5825.79	2326.50
所有者权益				
实收资本	6668.00	6668.00	6668.00	6668.00
资本公积	3776.93	3776.93	4505.09	5136.00
盈余公积	8307.08	8974.94	8869.00	9626.50
未分配利润	6169.35	9338.25	15565.43	19114.78
股东权益合计	24921.37	28758.12	35607.52	40545.27
负债和所有者权益合计	66345.36	72669.02	95182.75	99206.80

附件 3 合并利润表

(单位：人民币万元)

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
主营业务收入	120259.38	130273.21	102184.74	73687.26
减：主营业务成本	98868.57	105551.22	79880.02	57531.84
主营业务税金及附加	543.82	1639.67	801.92	447.24
主营业务利润	20847.00	23082.33	21502.80	
加：其他业务利润	341.18	368.86	59.26	0.00
减：营业费用	5110.86	6869.61	6846.45	6038.06
管理费用	5991.77	6898.34	6712.69	5281.01
财务费用	1090.05	1113.54	1865.43	1049.09
营业利润	8995.49	8569.70	6137.50	
加：投资收益	0.00	217.00	4093.21	3641.60
补贴收入	93.13	232.24	0.00	0.00
营业外收入	179.99	22.96	526.74	166.54
减：营业外支出	58.77	205.90	200.54	55.08
其他支出	0.00	0.00	182.45	0.00
利润总额	9209.84	8836.00	10374.45	7093.08
减：所得税	964.04	1825.33	947.74	809.31
少数股东损益	999.94	966.98	1061.18	0.00
净利润	7245.85	6043.69	8365.53	6283.77

注：2009 年 9 月报表采用新准则格式，与 2006～2008 年列同一表为方便比较。

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

	2006 年	2007 年	2008 年
一、经营活动产生的现金流量:			
销售商品、提供劳务收到的现金	126177.01	145620.73	110419.36
收到的税费返还	78.22	309.67	93.43
收到其他与经营活动有关的现金	19893.83	28996.14	2433.62
经营活动现金流入小计	146149.06	174926.54	112946.41
购买商品、接受劳务支付的现金	110202.68	138926.21	79010.57
支付给职工以及为职工支付的现金	6331.89	6693.17	6965.52
支付的各项税费	2652.85	3114.72	5916.52
支付其他与经营活动有关的现金	20903.88	17184.38	14828.38
经营活动现金流出小计	140091.30	165918.48	106720.99
经营活动产生的现金流量净额	6057.76	9008.06	6225.42
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	0.00	341.00	0.00
取得投资收益收到的现金			
处置固定、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1004.39	77.40	43.13
收到其他与投资活动有关的现金	236.35	411.00	745.00
投资活动现金流入小计	1240.74	829.40	788.13
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1944.79	1372.75	1942.52
投资支付的现金	242.00	1497.66	963.30
支付其他与投资活动有关的现金	411.00	745.00	883.00
投资活动现金流出小计	2597.79	3615.41	3788.81
投资活动产生的现金流量净额	-1357.05	-2786.01	-3000.68
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	18000.00	19340.00	48477.89
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	4.12	39.54
筹资活动现金流入小计	18000.00	19344.12	48517.43
偿还债务支付的现金	22180.00	18020.00	40357.89
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1005.91	4345.86	3895.40
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	30.23
筹资活动现金流出小计	23185.91	22365.86	44283.52
筹资活动产生的现金流量净额	-5185.91	-3021.73	4233.91
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	-0.95
五、现金及现金等价物净增加额	-485.21	3200.31	7457.70

附件 4-2 合并现金流量表（补充资料）

（单位：人民币万元）

	2006 年	2007 年	2008 年
1、将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	7245.85	6043.69	8365.53
加：少数股东损益	999.94	966.98	1061.18
计提的资产损失准备	355.50	429.98	182.45
固定资产折旧	1440.74	1356.96	1367.95
无形资产摊销	230.40	45.47	122.09
长期待摊费用摊销	515.72	29.64	37.48
待摊费用减少	576.06	406.63	-0.47
预提费用增加	12.11	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-174.86	-57.99	-41.49
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.79
财务费用	1007.88	1068.63	1105.91
投资损失	0.00	-217.00	-3476.09
递延税款贷项	0.00	-71.32	-133.53
存货的减少	7213.86	413.89	-1231.38
经营性应收项目的减少	-15992.51	-8074.59	-679.43
经营性应付项目的增加	2650.37	6722.46	29.23
其他	-23.31	-55.35	-484.81
经营活动产生的现金流量净额	6057.76	9008.06	6225.42
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动：			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3、现金及现金等价物净增加情况：			
现金的期末余额	3750.88	6522.87	13310.77
减：现金的期初余额	4236.09	3322.56	5853.07
加：现金等价物的期末余额			
减：现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	-485.21	3200.31	7457.70

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)	7.77	8.28	6.03	--
存货周转次数(次)	8.02	8.88	5.80	--
总资产周转次数(次)	1.81	1.87	1.22	--
现金收入比(%)	104.92	111.78	108.06	--
盈利能力				
主营业务利润率(营业利润率)(%)	17.34	17.72	21.04	21.32
总资本收益率(%)	21.33	16.43	15.83	--
净资产收益率(%)	29.07	21.02	23.49	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0	0	0	0
全部债务资本化比率(%)	37.29	36.08	40.76	40.34
资产负债率(%)	59.20	57.19	56.47	56.79
偿债能力				
流动比率(%)	123.61	117.78	113.77	123.67
速动比率(%)	92.21	90.24	83.76	96.00
经营现金流动负债比(%)	15.42	21.68	11.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.87	11.13	8.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.30	1.60	2.10	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.29	0.27	0.11	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	4.90	4.78	1.96	--
本期票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.54	1.41	1.69	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	18.27	21.87	14.12	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.08	0.11	0.08	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.59	0.78	0.40	--

注：2006 年周转率指标计算采用当年数，2009 年数据未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
本期票据偿债能力	
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[2010] 127 号

联合资信评估有限公司通过对浙江盾安精工集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

浙江盾安精工集团有限公司
主体长期信用等级为
 A^{+}

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年三月十九日

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）与浙江盾安精工集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与浙江盾安精工集团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，未因浙江盾安精工集团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浙江盾安精工集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、浙江盾安精工集团有限公司主体长期信用等级自 2010 年 3 月 19 日至 2011 年 3 月 18 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年三月十九日

浙江盾安精工集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: A⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2010年3月19日

财务数据

项目	2006年	2007年	2008年	09年9月
资产总额(亿元)	14.19	31.26	31.43	42.98
所有者权益(亿元)	6.20	13.47	13.04	22.23
长期债务(亿元)	0.43	1.09	0.36	1.52
全部债务(亿元)	5.59	11.06	14.03	14.62
营业收入(亿元)	20.25	38.02	63.02	56.33
利润总额(亿元)	2.59	3.60	3.43	3.16
EBITDA(亿元)	2.87	4.07	4.16	--
经营性净现金流(亿元)	3.24	2.68	3.08	--
营业利润率(%)	20.71	17.57	10.49	10.07
净资产收益率(%)	34.07	20.91	21.56	--
资产负债率(%)	56.32	56.90	58.52	48.27
全部债务资本化比率(%)	47.42	45.07	51.83	39.68
流动比率(%)	125.78	134.19	126.75	166.50
全部债务/EBITDA(倍)	1.95	2.71	3.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.24	8.53	5.72	--
EBITDA/本期发行额(倍)	1.44	2.04	2.08	--

注: 2009年9月报表未经审计。

分析师

张 华 刘雪城

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”)对浙江盾安精工集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为中国制冷配件行业的龙头企业,在行业地位、产能规模、技术水平及融资渠道等方面的优势;同时联合资信也关注到原材料价格大幅波动、公司客户集中度较高、对外担保金额大及债务规模呈上升趋势等因素对公司经营及信用水平的不利影响。

未来几年,公司计划继续加大对传统制冷配件项目投建,并开始涉足新能源领域,启动多晶硅项目。该项目符合国家产业政策及环保要求,具备较强的市场竞争力和抗风险能力,但多晶硅项目投资规模及产品价格波动较大,存在一定的市场竞争压力。综合看,公司未来几年在制冷配件行业仍将保持较强竞争力,联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司是全球最大的截止阀生产基地,在制冷配件行业的规模和技术水平优势明显。
2. 公司是中国第一家为核电站配套生产核级冷水机组的企业。
3. 公司直接、间接融资渠道通畅,同时,子公司盾安环境作为海螺型材第二大股东,可变现金融资产规模大。

关注

1. 公司主要为空调制造企业提供制冷配件,客户集中度较高。
2. 公司产品所需原材料主要是铜,近年铜价大幅波动,相应影响公司生产成本。
3. 多晶硅项目计划投资规模较大,面临产品价格波动及市场竞争压力。
4. 公司债务规模呈上升趋势;对外担保比率高,存在一定的或有负债风险。

一、主体概况

浙江盾安精工集团有限公司(以下简称“公司”或“盾安精工”)是盾安控股集团有限公司(以下简称“盾安集团”)所属的子公司。经过历次增资,截至 2008 年底,公司注册资金 17000 万元,其中盾安集团出资 10065.50 万元,持股 59.21%;周才良、方建良等 18 位个人股东出资 6934.50 万元,合计持股 40.79%。盾安集团创建于 1996 年,经营范围包括实业投资,对集团内部的投资、控股、资产管理、资本运作,销售中央空调主机及末端设备、制冷配件、炉具及热水器配件、水暖阀门与管件、家用电器、环保仪器设备、货物进出口。目前盾安集团已发展成一家集装备制造(包括制冷配件、中央空调、民用阀门)、民爆化工、房地产开发、资源与能源开发等产业并行发展的企业集团,股东为姚氏俩兄弟(详见附件 1)。

公司经营范围:生产和销售空调配件、汽车农机配件、电子设备及配件、五金配件、燃气具配件;经销家用电器、建筑装潢材料、金属材料、化工产品、文教用品;经营进出口业务。

截至 2009 年 9 月底,公司设供应部、制造部、技术部、品管部、信息中心、设备管理部、营销中心、营运管理部、财务中心、期货部及人力资源中心 11 个职能部门;公司拥有 3 家子公司,分别为浙江盾安人工环境设备股份有限公司(股票代码 002011.SZ,以下简称“盾安环境”)、上海盾安金属材料有限公司(以下简称“盾安金属”)和诸暨鼎信创业投资有限公司(以下简称“鼎信创投”)。

截至 2008 年底,公司资产总额 314264.62 万元,所有者权益(含少数股东权益)130365.39 万元;2008 年公司实现营业收入 630153.47 万元,利润总额 34329.07 万元。

截至 2009 年 9 月底,公司资产总额 429814.00 万元,所有者权益(含少数股东权益)222344.47 万元;2009 年 1~9 月公司实现营业

收入 563332.55 万元,利润总额 31620.03 万元。

公司注册地址:浙江省诸暨市店口工业区;
法定代表人:周才良。

二、本期集合票据概况

本期集合票据计划发行总额度为 66000 万元,期限为 1 年,其中公司拟申报发行额度 20000 万元(以下简称“本期债券”),其中 10000 万元用于母公司置换贷款,10000 万元用于母公司补充公司营运流动资金需求。

三、行业分析

公司主要从事制冷产品的设计、生产和销售,目前已形成以制冷配件和制冷设备两大类业务为主的制冷产品体系。公司的生产经营与空调及制冷配件行业发展状况密切相关。

1. 空调行业

近 10 年来,中国空调产业发展迅猛,空调行业的工业总产值和销售收入都经历了持续的增长,目前已形成了珠三角、长三角、环渤海三大空调生产基地。中国空调的产量已占到世界总产量的 70%以上,已成为全球最大的空调生产基地。需求方面,国内空调需求近年来基本维持强劲态势;同时,伴随着国内市场的扩大,空调出口也在迅速增长,空调出口额占家电产品出口总额的比重不断提高。2004 冷冻年度,空调出口量首次超过内销量,与国内销售形成了齐头并进的格局。

根据中华商务网统计数据显示,2008 年冷冻年度国内空调行业虽受地震、南方普降大雨、凉夏等因素影响,使得自当年 5 月份开始内销量开始下降,但 2008 年整个冷冻年度的空调产销量增幅仍均在 10%左右,其中总产量达 6993 万台,同比增长 9.26%,内销总量达 3104 万台,同比增长 10.1%。2008 年冷冻年度空调出口也保持了稳中有升,共出口空调 3759 万台,同比

增长 15.3%。进入 2009 年冷冻年度，由于金融危机加深，空调内外销量及价格受需求疲软及原材料价格快速下调影响呈持续下滑态势。

为扭转这一趋势，以促进包括空调产业在内的家电产业平稳发展，国家有关部门自 2008 年底来，先后出台了一系列政策及措施，具体如下：

表 1 2008 年底以来出台涉及空调行业的政策情况

日期	政策	政策主要内容
2008-12	家电下乡	从 2009 年 2 月 1 日起，家电下乡在原来 14 个省市的基础上，开始向全国推广，产品也从过去的 4 个增到 8 个，除了之前推出的“彩电、冰箱、手机、洗衣机”之外，本次家电下乡又新增了摩托车、电脑、热水器和空调。它们和彩电等产品同样享受国家 13% 的补贴。各个省市可以根据各地区不同的需求在这 4 个产品中选择 2 个进行推广。
2009-5	家电以旧换新	家电以旧换新补贴范围，包括电视机、冰箱（冰柜）、洗衣机、空调、电脑等 5 类。试点省市交售上述 5 类产品并购买上述 5 类新产品的消费者，包括单位和个人，均可按新家电销售价格的 10% 给予补贴，同时考虑到财政承受能力等因素，也设置了补贴上限。
2009-5	节能产品惠民工程	通过财政补贴方式对能效等级 1 级或 2 级以上的 10 大类高效节能产品进行推广应用，涉及空调、冰箱、洗衣机等。
2009-6	出口退税	从 6 月 1 日起再度提高了部分商品的出口退税率，其中空调、电动真空吸尘器、彩色卫星电视接收机等产品出口退税率提高至 15% 外，多数家电整机的出口退税率都调高至 17%。

资料来源：各政府网站，联合资信整理

在高效空调补贴、家电以旧换新等国家相关政策的促进及房地产快速复苏的推动下，空调行业下滑态势得以企稳回升。据行业在线统计数据显示，2009 年全年空调销量达到 3745 万台，同比增长 25.8%。

行业竞争方面，根据赛诺市场研究统计，在国内市场上，空调品牌按内销量（含在中国

经营的合资、独资企业）基本分为三大阵营，第一阵营为内销量在 300 万台以上，包括格力、美的、海尔三大品牌；第二阵营为内销量处于 100~300 万台，包括海信、奥克斯、春兰、志高、科龙、长虹、松下七个品牌；第三阵营为内销量在 100 万台以下，包括上述品牌以外的其他品牌。受近几年原材料价格大幅波动、国家强制实行空调能效限定值、主流品牌实施积极主动的营销策略等因素的影响，以格力、美的、海尔组成的第一阵营的国内市场份额不断扩大，2009 年冷冻年度，市场向龙头企业集中的态势更加明显，根据中华商务网的统计显示，2009 年 1~10 月，第一阵营的国内市场份额合计扩大至 72.38%。

未来空调市场需求情况方面，空调行业的需求状况与房地产行业景气与否密切相关。近来，国家为了控制房价过快增长，已对房地产行业实施相关调控，房地产行业短期内将受到一定程度影响，进而影响到空调行业的需求。出口方面，目前欧美经济仍处缓慢复苏阶段，欧美房地产业有望进一步好转，空调出口预计将随之逐渐复苏。

长期来看，空调未来需求主要受气候变化、人均收入和城镇化水平等因素影响。全球气候变暖已为共识，平均气温持续升高将加剧未来全球空调消费的增长；从国际上来看，当人均 GDP 处于 3000~5000 美元时，人们的消费质量会上一个台阶。随着人们生活水平的提高，消费观念不断更新，温度适宜的环境正成为众多消费者的追求，从而增加对空调的需求；随着中国城镇化步伐的加快，空调行业仍有较大潜在的增长空间。

2. 制冷配件行业

制冷配件包括种类较多，主要以阀门类产品为主（数量和销售收入）。各类阀门属于空调生产不可或缺的必备件，其中又以截止阀和四通阀为阀门类产品的主导产品。

随着空调行业集中度的提高，空调制造企

业对阀门类生产企业的规模、技术和资金承受能力提出了更高的要求，导致阀类生产企业的集中度也在不断提高，目前国内生产空调用阀类产品的企业有几十家，但只有少数几家具有规模化生产能力。就国内制冷配件行业主导产品截止阀和四通阀而言，目前市场的集中度高，基本已经形成了以盾安精工和浙江三花股份有限公司（简称“三花股份”）为主的竞争格局，两家企业拥有阀门类产品市场的 70%以上的市场份额。

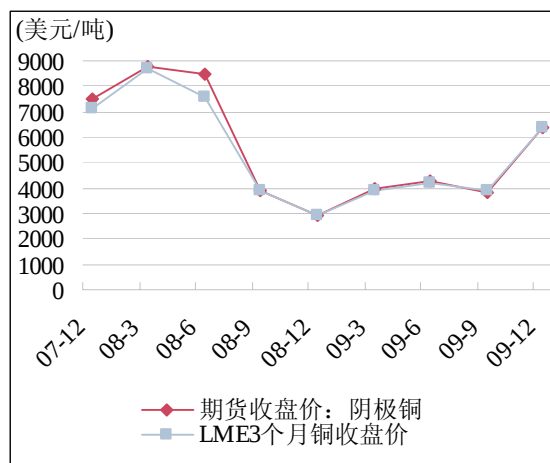
集中度高的市场格局使得盾安精工和三花股份在主导产品中具有较强的议价能力，从而有效地保证了市场领先企业获得相对合理的市场价格和产品毛利。

3. 原材料情况

空调及其配件的主要原材料为铜。其中空调产品中铜材占总成本的 25%左右，空调配件中铜材占比不一，但整体较高，集中在 50~70%之间。

铜是重要的基础工业原材料，广泛应用于国民经济各个领域，其中消耗量占比较大的行业有电力和家电行业，电力行业占 53%，家电行业占 18%。中国不但是铜的消费大国，也是其生产大国。根据国家统计局公布数据显示，2008 年，全国生产精炼铜 378.93 万吨，产量占了全球总产量的 1/5。

图 1 LME 和上海期铜价格走势



资料来源：联合资信整理

近年来国际铜价波动较大，LME 期铜价格从 2001 年的 1335 美元/吨升至 2008 年 3 月的 8685 美元/吨，但受美国次贷危机影响，2008 年下半年铜价大幅回落，跌至 2008 年底的 2895 美元/吨，2009 年上半年，铜价宽幅震荡，并于 2009 年三季度开始重回升势。

四、基础素质

1. 企业规模

公司前身为成立于 1987 年的诸暨市店口振兴弹簧厂。经过 20 多年的发展，公司整体实力大大增强，已发展为国内制冷产业的优秀企业，其中制冷配件业务已确立了行业领先地位。

目前，公司是全球最大的截止阀生产基地、截止阀行业标准的起草单位、国家重点高新技术企业、中国制冷配件行业的龙头企业。公司下属核心子公司盾安环境是一家专业生产空调器制冷配件及电制冷式中央空调主机和末端设备等产品的上市公司。盾安环境于 2004 年 7 月在深圳证券交易所挂牌交易，并于 2007 年 12 月向公司定向发行 9000 万股股票购买制冷配件资产，从而完成盾安旗下制冷产业的整体上市。2009 年 9 月，盾安环境非公开发行 5000 万股股票，共募集资金 5.13 亿元，主要用于制冷配件的产能扩张。截至 2009 年 9 月底，盾安环境总股本 32236.38 万股，公司持股 48.34%。另外，盾安环境是芜湖海螺型材科技股份有限公司（股票代码 000619.SZ，简称“海螺型材”）第二大股东，截至 2009 年 9 月底，持有海螺型材 3395.45 万股无限售条件流通股（法人股），该部分股权成本 16740.01 万元，按照 2009 年 9 月 30 日 12.02 元收盘价计算的公允价值为 40813.31 万元。

公司厂区占地面积 57.25 万平方米，建筑面积 18.92 万平方米，拥有总装生产线 13 条、四通阀装配线 9 条、平衡块生产线 5 条、储液器生产线 7 条、切焊线 5 条、火焰焊线 4 条，可年产截止阀 6000 万余套、平衡块 3000 万只、

储液器 3000 万只、四通阀 4000 万只，空调末端产品 65600 套。公司截止阀、储液器、管路件系列产品的产销量稳居行业第一，截止阀市场占有率达 45% 以上，规模优势明显。

公司拥有年产 1700 套中央空调主机产能。同时，公司中央空调向核电、机房空调等领域的专业化、特种化转型取得突破，2009 年 1 月，公司中标秦山核电厂扩建项目（方家山核电工程）、福建福清核电厂一期工程两个项目，从而结束了中国核电站制冷设备全部由国外厂家生产机组垄断的局面。2009 年 6 月，公司中标广东阳江核电厂工程 LOT12C 项目。2009 年 12 月，公司中标海南昌江核电站一期项目，将为该项目提供 4 台 DEL 核级冷水机组。作为国内唯一可以全系列参加核电站空调项目投标的特种空调生产企业，中标 DEL 核级冷水机组项目，标志着公司在核电空调领域已处于领先地位。

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、总经理周才良先生，现年47岁，MBA，高级经济师。周才良先生多年来一直从事企业管理工作，1982年~1986年任诸暨市第一汽配厂供销科长、副厂长；1986年~1995年任诸暨店口陶家五金厂厂长；1995年~1998年任浙江盾安机械有限公司副总经理；1998年~2000年任宁波大榭开发区华益实业有限公司总经理；2000年至今任公司董事长兼总经理。

截至2009年9月底，公司拥有员工6384人，其中生产人员占84.18%，大专以上学历占21.57%。公司员工以生产人员为主，符合生产企业的特点。

3. 外部环境

公司位于具有“中国南方五金城”之称的诸暨市店口镇，地处诸暨、绍兴、萧山三个经济发达县市交界之处，水陆交通十分便捷。“中国南方五金城”始建于1994年，占地面积1.5

平方公里，经营户2010家，主要经营汽车配件、制冷配件、船舶配件、农机配件、水暖管件等八大类2700余种产品，销售网络覆盖全国和中东、欧洲及日本等30多个国家和地区，是全国主要的五金产品集散地之一。

总体看，公司地处五金产品集散地，拥有较好的市场和配送条件。

4. 技术水平

公司已掌握截止阀全部核心制造技术，其技术水平已达到了国际同行业的领先水平，氦检技术、免酸洗及内孔滚压工艺的应用确保截止阀性能的稳定及技术的领先；已掌握包括电磁线圈的设计技术、阀本体的设计，各配件的加工、检测等四通阀的核心技术；已开发出钢管加两端盖焊接和旋压式储液器。

公司研发的单元式空气调节机、风冷涡旋式冷水（热泵）机组二种产品通过中标认证中心的中国节能产品认证；生产的单元式空气调节机、冷水机组两大系列产品入选中国节能产品政府采购清单；高效节能型“满液式螺杆冷水机组”在内的多项科技成果已逐步形成产业化生产。

总体分析，公司作为中国制冷配件行业的龙头企业，其众多制冷配件产品在行业中竞争优势明显；作为中国第一家为核电站配套生产核级冷水机组的企业，公司已取得明显先入优势。

五、管理体制和内部控制

公司已按《中华人民共和国公司法》（以下简称“公司法”）、《公司章程》和其他有关法律、法规的规定建立了股东会、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融资计划。公司董事会成员7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。

公司下设供应部、制造部、技术部、品管部、信息中心、设备管理部、营销中心、营运管理部、财务中心、期货部及人力资源中心 11 个职能部门。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，公司设有供应部、制造部及技术部，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：《预算管理标准》、《货币资金管理标准》、《资金考核管理规定》、《网上银行管理规定》、《备用金借支、报销管理规定》、《资本性项目管理标准》、《财务报销管理标准》、《固定资产管理规定》、《无形资产管理规定》以及《会计核算细则》，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。

在套期保值业务方面，公司建立了《套期保值业务管理制度》，其规定套期保值业务以规避风险为目的，不得进行投机和套利交易。公司进行套期保值业务，须提交公司董事会审议批准，套期保值数量原则上不得超过实际现货

交易的数量；期货持仓时间与现货保值所需的计价期相匹配，签订现货合同后，相应的套期保值头寸持有时间原则上不得超出现货合同规定的时间或该合同实际执行的时间。

公司设有人力资源中心，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，管理制度较为健全；内部机构设置完善、职责明确，生产、销售、行政、财务四大职能分设负责机构，各部门之间协调运作，可较好满足公司目前发展需要。

六、生产经营

1. 经营现状

公司主营空调配件、中央空调主机及末端产品生产和销售，以及弯管、接头、有色金属贸易，形成了以制冷配件和金属贸易为主的两大业务板块。制冷配件、空调主机及末端产品的生产销售由盾安环境负责，金属套期保值主要由盾安环境负责，铜贸易由盾安金属负责。公司主要业务板块营业收入及毛利润情况见表 2，可以看出，随着金属贸易业务的启动及扩张，2006 年~2009 年前三季度，公司营业收入在制冷配件和制冷设备收入下滑情况下实现了稳步增长；公司实现收入构成中，制冷配件和制冷设备收入占比呈缩小趋势，2008 年实现收入构成中，制冷配件和设备占 41.12%，金属贸易（含套期保值）占 58.88%；盈利方面，制冷配件板块盈利能力相对较强，且相对稳定。

表 2 公司主要业务板块营业收入和增长情况（单位：亿元、%）

项目	2006 年		2007 年			2008 年			2009 年 1~9 月	
营业收入	金额	占比	金额	占比	增长率	金额	占比	增长率	金额	占比
制冷配件、空调主机及末端产品	20.25	100.00	26.91	70.80	32.91	25.91	41.12	-3.73	15.90	28.23
弯管、接头、有色金属贸易	--	--	11.10	29.20	--	37.11	58.88	234.20	40.43	71.77
营业收入合计	20.25	100.00	38.02	100.00	87.73	63.02	100.00	65.75	56.33	100.00
毛利润	金额	占比	金额	占比	增长率	金额	占比	增长率	金额	占比
制冷配件、空调主机及末端产品	4.26	100.00	4.73	69.75	11.03	4.70	69.75	-0.74	3.63	63.05

弯管、接头、有色金属贸易	--	--	2.05	30.25	--	2.04	30.25	-0.75	2.13	36.95
毛利润合计	4.26	100.00	6.78	100.00	59.19	6.73	100.00	-0.74	5.76	100.00

资料来源：公司提供

2. 制冷配件及制冷设备板块

公司制冷配件及制冷设备板块经营主体为盾安环境，2008 年，盾安环境实现销售收入 25.91 亿元，毛利润 4.70 亿元，其中制冷配件占 87.61%，制冷设备占 12.39%；2009 年 1~9 月份，盾安环境实现营业收入 15.90 亿元，毛利润 3.63 亿元。

原材料采购方面，制冷配件及制冷设备板块原材料主要是铜棒、铜管，两者采购金额合计占采购总金额的 64%左右。

表 3 原材料采购情况

名称	采购量(万吨)				采购金额(万元)			
	06	07	08	09年前 三季度	06	07	08	09年前 三季度
铜棒	1.29	1.86	1.72	1.19	47741	79000	70544	47961
铜管	0.47	0.80	0.71	0.49	25677	41304	34342	29346
钢	0.91	1.45	1.08	0.81	3855	6283	6010	4152

资料来源：公司提供

公司采购供应商相对较为集中，2008 年，前 5 大供应商采购额合计占公司总采购额的 62.66%。公司与各供应商合作多年，原材料供应稳定。

为了控制采购成本，公司所需原材料统一由供应部组织采购；为了控制铜产品价格大幅波动产生的经营风险，公司根据客户的实际需求制定采购计划，根据定单情况锁定原材料价

格。原材料结算以现汇及承兑为主。公司生产周期短，而且在制冷配件产品方面有较强的定价权、较强的议价能力和成本转嫁能力，因此原材料价格波动对公司经营影响较小。

表 4 原材料主要供应商情况（2008 年）

	供应商名称	占比(%)
1	宁波金田铜业有限公司	15.22%
2	宁波长宇电器实业有限公司	14.62%
3	玉环县博远铜业有限公司	12.24%
4	中铝上海铜业有限公司	10.40%
5	富阳金鼎有色金属材料有限	10.18%
	合计	62.66%

资料来源：公司提供

制冷配件

公司主导产品为制冷配件，包括截止阀、四通阀、储液器、平衡块、管路件等，主要产品产销情况参加表 5。2006 年~2009 年前三季度，公司主要制冷配件产量和销量逐年稳步增长，产销率也均维持在 90%以上；产能方面，公司截止阀和储液器产能利用较为充分，尤其是截止阀，2008 年其利用率达到 95.05%。2009 年 9 月，为了进一步提高公司产品市场占有率，巩固和提升其在冷配行业的领先地位，盾安环境非公开发行 A 股 5000 万股，募集资金 5.13 亿元用于截止阀、四通阀、储液器和空调系统集成管路组件等扩能建设项目。

表 5 公司主要制冷配件及产销情况

产品		2006 年	2007 年	2008 年	变动率	2009 年 1-9 月	2009 年前三季度/2008 年
截止阀	产能(万套)	3000	5000	6000	41.42	6000	--
	产量(万套)	2789	4993	5703	43.00	4359	76.43
	销量(万套)	3061	4772	5318	31.81	4103	77.15
四通阀	产能(万套)	1000	2000	3000	73.21	4000	--
	产量(万套)	899	1471	1702	37.59	1554	91.30
	销量(万套)	873	1351	1607	35.68	1493	92.91
储液器	产能(万套)	2000	3000	3000	22.47	3000	--
	产量(万套)	1451	2116	2405	28.74	1911	79.46
	销量(万套)	1405	2165	2296	27.83	1732	75.44

资料来源：公司提供

公司产品主要为内销，占 93.79%，目前出口比例低。公司已在全国各大中城市建立了 50 多个配货销售中心，拥有一支有较强市场意识和开拓能力的营销队伍。公司制冷配件系列产品主要面向各空调制造企业，与全球主要的空调制造企业形成了长期战略合作关系，现有客户主要有珠海格力电器股份有限公司和美的集团有限公司等。2006 年~2008 年，随着空调制造行业进一步向珠海格力电器股份有限公司和美的集团有限公司两寡头集中，两者从公司采购制冷配件的比重也进一步提高，2008 年，两者采购制冷配件合计超过公司制冷配件销售额的一半之多。

制冷设备

公司制冷设备包括中央空调主机及末端产品，制冷设备业务目前尚处行业中上水平，与优秀制冷企业相比存在一定差距。2008 年公司确立了向特种制冷领域转型的战略，在核电和机站、机房空调两个细分市场取得了突破，已中标泰山核电站扩建项目中的两个冷水机组（价值 1700 万元）和福建福清核电站一期工程，从而为产业转型奠定了良好的基础。由于公司是中国第一家为核电站配套生产核级冷水机组的厂家，先入优势明显。

3. 金属贸易板块

公司金属贸易板块主要业务为铜期货的套期保值，经营主体以盾安环境为主，盾安金属为辅，盾安金属主要以铜贸易为主。盾安金属是由盾安精工与汪余粮先生于 2007 年 11 月共同投资设立的有限责任公司，注册资本 3000 万元，盾安精工占比 90%。盾安金属依托盾安精工的资金、技术、客户关系及原材料需求优势而成立，主营电解铜等金属材料的购销业务，同时服务于盾安精工各生产基地的原材料需求。

公司套期保值流程如下：①由相关子公司填写“套期保值专项资金审批表”交至财务中心，由财务中心负责确保计划内资金的准备和

供应；②盾安环境根据已签订的冷配及设备合同和库存情况，确定需保值的订单，填制“期货操作申请报告”上报营运管理部审核后转发期货部；③期货部根据“期货操作申请报告”及期市行情，对保值方案提出建议；④主管领导对方案进行审批并下达指令，由营运管理部通知期货部执行并反馈；⑤相关子公司根据现货采购或产品销售情况提出平仓意见，填制“期货平仓通知单”上报营运管理部，由营运管理部审核后上报主管领导批准；⑥主管领导批准后，由营运管理部通知期货部执行并反馈。

截至 2009 年 11 月 30 日，公司期货套期保值交易累计平仓亏损 259.95 万人民币，期货持仓浮动盈利 434.52 万人民币，公司持有套期保值合约情况参见下表。

表 6 公司持有套期保值合约情况

（单位：吨、万元）

标的物	方向	数量	到期时间	持仓均价	市价	盈亏
电解铜	卖	185	2009.12.	5.55	5.48	12.21
电解铜	卖	206	2009.12.	5.55	5.50	11.33
电解铜	卖	170	2010.01	5.55	5.48	11.22
小计		561				34.76
电解铜	买	134	2009.12.	5.11	5.48	50.12
电解铜	买	210	2010.01	5.07	5.50	89.04
电解铜	买	150	2010.01	5.07	5.50	63.60
电解铜	买	219	2010.02	5.07	5.48	90.45
电解铜	买	258	2010.02	5.07	5.48	106.55
小计		971				399.76
合计						434.52

注：时间截至为 2009 年 11 月 30 日，资料来源：公司提供

在套期保值风险控制方面，公司规定期货部在具体操作过程中需认真核对操作指令，并及时按指令进行操作。操作完成后，期货部应及时将操作指令与操作结果进行复核，发现异常情况或问题应及时以书面形式上报主管领导，并提出解决方案；主管领导分析、判断后书面下达指令给营运管理部，由营运管理部通知期货部，期货部依据新的指令进行操作。在期货价格发生剧烈波动时，期货部应及时进行分析，并将有关信息及时通报相关人员。在每月 3 号前，期货部必须提供期货操作总结和月结帐单上报主管领导和财务中心。各子公司申

请的套期保值业务产生的平仓盈亏及因保值交易所占用的保证金利息，由期货部按月核算并上报财务中心审核，由财务中心及时与各子公司结算。

2008 年，盾安金属实现销售收入 37.11 亿元，毛利润 2.04 亿元；2009 年，盾安金属着力于业务领域及市场范围的拓展，并同时开展了电解铜的进口业务。2009 年 1~9 月份，盾安金属实现营业收入 40.43 亿元，毛利润 2.13 亿元。

总体看，公司从事的期货套期保值业务有利于规避原材料价格大幅波动风险，但如果严格执行套期保值的管理制度和操作办法，进行超买、超卖、投机，期货业务也会带来较大的风险。

4. 创业投资

鼎信创投创立于 2008 年 7 月，是盾安精工下属全资子公司，其主要从事创业投资业务，注册资本 5000 万，法人代表周才良。截至 2009 年 9 月底，鼎信创投投资的项目只有郑州煤矿机械集团有限公司（下称“郑煤机集团”），总投资 3924.53 万元（占比 15%）。

郑煤机集团现有各类机电设备 3075 台，具备加工、板件下料、铆焊、铸、锻、热处理、电镀、模具制作、制氧及各类机电大修等综合能力。截至 2008 年底，郑煤机集团现有总资产 12.30 亿元，占地 67 万平方米，年产值 15 亿，是国家煤炭行业设计生产液压支架的大型骨干企业、国家二级企业，机械工业全国 500 强企业之一。

郑煤机集团目前正在筹划国内 A 股上市计划，公司对郑煤机集团的投资将在郑煤机集团成功上市后，通过市场退出。

公司暂无其他创投计划。

5. 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、存货周转次数及总资产

周转次数均在波动中有所提升，三年平均值分别为 6.86 次、6.35 次和 1.66 次，2008 年公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为 8.23 次、8.30 次和 2.01 次；总体看，公司经营效率有所提高。

6. 未来投资

公司 2009 年~2011 年主要投资项目见表 6。可以看出，公司 2010 年及 2011 年投资规模较大，存在一定资金压力；投资项目主要有年产 3000 吨多晶硅项目、热力膨胀阀项目、家用空调系统集成管路件项目、方阀、四通阀建设项目以及截止阀、四通阀扩能建设项目，其中年产 3000 吨多晶硅项目投资规模较大。

多晶硅最初主要用于半导体领域，自 2004 年以来，随着光伏产业的发展，多晶硅主要应用于太阳能电池光伏产业。

从多晶硅的供给来看，全球主要包括以 hemlock 为代表的 7 家传统厂商、以 hoku 为代表的 11 家国际新进入者以及以江西赛维为代表的 32 家国内进入者。近年来行业暴利使得国际国内多晶硅项目纷纷上马。根据国际国内的多晶硅项目建设情况，预计 2009-2010 年全球多晶硅产量可达 10.7 万吨和 17.2 万吨，分别同比增长 73.4%和 60.5%。从国内项目建设进展看，2007 年洛阳中硅、新光硅业、江苏中能、东汽峨嵋等四家企业共生产 1130 吨高纯度多晶硅，其中洛阳中硅约占总产量的 45%。2008 年，永祥、宜昌南玻、江苏顺大、大全集团、顺大、江苏中能、赛维等一批多晶硅生产项目投入生产，2008 年全年产量约 4100 吨。截至 2008 年底，已投产的项目包括宜昌南玻、亚洲硅业、宁夏阳光（公司下属子公司）、江苏顺大、江苏中能等，产能合计约 1.16 万吨，将陆续在 2009 年释放。

从多晶硅的需求看，近 10 年来太阳能光伏产业保持着 30%以上的高速发展，最近 5 年更是在 40%以上的增长，2008 年受金融危机的影响，光伏产业增速回落至 20%以内。2009 年 3

月 26 日财政部、住房和城乡建设部共同推出了《关于加快推进太阳能光电建筑应用的实施意见》，《意见》的推出，标志着中国政府启动国内太阳能市场迈出了关键的一步，将有效缓解光电产品国内应用不足以及金融危机造成全球太阳能需求增速大幅下滑的预期。目前全球的光伏设备市场，晶体硅电池占据 95% 以上的份额，特别是并网光伏发电项目，几乎全部采用晶体硅电池。2008 年全球多晶硅需求量约 7 万吨，其中半导体级多晶硅需求量在 2.1 万吨左右，太阳能级多晶硅需求量为 4.95 万吨左右，预计 2009-2010 年半导体级多晶硅需求量复合增长 3%，需求量分别为 2.2 万吨和 2.3 万吨；太阳能级多晶硅需求量分别为 5.6 万吨和 6.5 万吨。预计 2009 年和 2010 年半导体级和太阳能级多晶硅需求量合计分别为 8 万吨和 9 万吨左右。较低的技术壁垒、良好的市场预期和高额的利润空间推动了多晶硅产能的大幅增长。

从多晶硅市场价格看，自 2004 年以来受晶体硅太阳能电池需求拉动而出现供不应求，致使多晶硅价格自 2003 年约 35 美元/公斤持续上涨至 2008 年 400 美元/公斤，自 2008 年四季度以来，由于金融危机的影响，欧美等发达经济体均减少了对下游光伏产业的投资计划，加之前期投资的大量项目陆续在 2008 年底开始释放产能，多晶硅价格开始步入下行通道，截至 2009 年 6 月底，多晶硅价格已跌至 80 美元/公斤，基本接近盈亏平衡点。

2009 年 8 月 26 日国务院常务会议指出，多晶硅等新兴产业出现重复建设倾向，将对多晶硅项目提高审批门槛。2009 年 9 月底，国务院批转了发改委等部门《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》的通知，将钢铁、水泥、多晶硅等行业列入产能过剩行业，其中对于多晶硅行业，提出“要集中有效资源，支持企业提高关键环节和关键部件自主创新能力，积极开展产业化示范，防止投资过热和重复建设，引导有序发展”。目

前中国多晶硅在建产能约 8 万吨/年，该项政策出台，有助于抑制多晶硅产能的扩张势头，促进整体行业健康发展。

从多晶硅行业未来发展看，根据外经贸部发布的二季度最新数据显示：光伏产业二季度营收与盈利规模增速的回暖态势略好于预期，主要因素是 2009 年 4 月起多晶硅价格在全球范围内的反弹，高价原料库存在海外市场需求略有回暖的背景下得以部分消化，此外国内“金太阳工程”和“BIPV 示范项目申报”也推升光伏市场需求攀升预期。此外，国家新能源产业振兴规划即将出台，太阳能将是此次新能源产业振兴规划的另一大受益板块。

总体来看，多晶硅价格的大幅波动使得原有的获利空间受到大幅挤压，导致大量新建产能难以获得预期收益。但从长远看，在能源供应稀缺的大背景下，光伏产业仍具备广阔的发展空间，作为其重要原料的多晶硅仍具有良好的市场前景。

公司年产 3000 吨多晶硅项目位于乌拉特后旗呼和温都尔镇西，距呼和温都尔镇中心 3 公里，项目占地 1000 亩（属规划工业用地）。该项目采用改良西门子法生产工艺，融会贯通美国、德国和俄罗斯等国具有国际先进水平的技术，建成后单位产品电耗为 200 千瓦时/千克，优于国内同行业企业，单位产品综合能耗为 90.37 吨标准煤，处于国内领先水平，达到世界先进水平。该项目总投资为 18.82 亿元。其中：建设投资为 17.01 亿元，流动资金为 1.81 亿元，项目资金将通过自筹及贷款解决，其中自筹 6.00 亿元，银行贷款 12.82 亿元。公司预计建成投产后，正常年份销售收入 10.77 亿元，平均年总成本 7.56 亿元，平均年利润总额 3.11 亿元。

目前该项目已获国家发改委批文，其经营班子及主要技术骨干已配备到位。公司与当地政府已签订该项目土地购置意向协议，并已交纳保证金。

表 7 公司 2009 年~2011 年主要投资项目（单位：万元）

项目名称	建设期	总投资	资金已投入情况(截至 2009 年底)	2010 年	2011 年
多晶硅项目	2 年	188200	15000	100,495	72705
家用空调系统集成管路件项目	1 年	12320	5720.60	6599.40	/
方阀、四通阀建设项目	1 年	12394	5017.51	7376.49	/
低温冷藏换热器扩能建设项目	1 年	5405	1277.27	4127.73	/
四通阀配套用主阀体、线圈建设项目	1 年	9908	5733.86	4174.14	/
储液器、家用空调系统集成管路组件扩能建设项目	1 年	5958	2020.5	3937.50	/
截止阀、四通阀扩能建设项目	1 年	10287	2768.23	7518.77	/
热力膨胀阀建设项目	1 年	20266	547.83	19718.17	/
合计	/	264738	38085.80	153947.20	72,705

资料来源：公司提供

总体来看，公司作为中国制冷配件行业的龙头企业，其产销量近几年保持逐年稳步增长，各制冷配件产品竞争力进一步增强，尤其是截止阀、储液器、管路件等系列产品，多年稳居行业第一。但随着制冷配件行业竞争加剧，目前主要依靠大规模低成本建立的竞争优势不可持续，未来公司需通过优化产品结构，重点发展高附加值的产品，向以技术、资源整合为核心竞争力的创新型经营模式转型；公司在制冷设备，尤其是特种制冷设备方面取得突破，从而为公司的制冷设备奠定了良好的发展基础；公司金属贸易业务营业收入规模增长较快，但毛利润增长乏力，另外，公司从事的期货交易业务，风险大，存在较大损失的可能性；公司未来投资主要集中在多晶硅项目上，该项目技术先进，符合国家产业政策及环保要求，经济评价效益良好，具备较强的市场竞争力和抗风险能力，但多晶硅项目投资规模较大，其产品价格波动较大，市场竞争压力较大。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2006 年~2008 年财务报表已经诸暨天宇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。2009 年三季度财务报表未经审计。

公司 2007 年执行财政部 2006 年颁布的《企业会计准则》（下称“会计新准则”）格式，并

于 2008 年首次执行会计新准则，以下涉及 2006 年财务数据为 2007 年期初调整数或上年数。

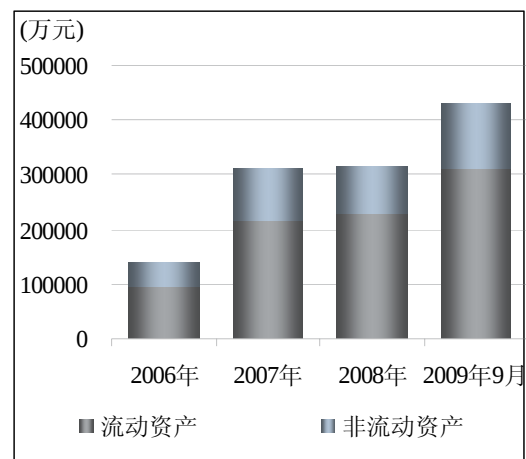
截至 2008 年底，公司资产总额 314264.62 万元，所有者权益（含少数股东权益）130365.39 万元；2008 年公司实现营业收入 630153.47 万元，利润总额 34329.07 万元。

截至 2009 年 9 月底，公司资产总额 429814.00 万元，所有者权益（含少数股东权益）222344.47 万元；2009 年 1~9 月公司实现营业收入 563332.55 万元，利润总额 31620.03 万元。

2. 资产构成

2006 年~2008 年，公司资产总额年均增长 48.82%，其中流动资产年均增长 54.75%，非流动资产年均增长 35.98%；截至 2008 年底，公司资产总额 314264.62 万元，其中流动资产占 72.48%，非流动资产占 27.52%。

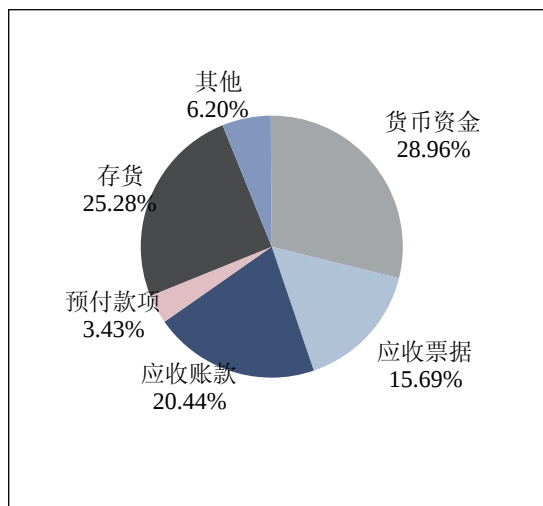
图 2 公司资产构成及增长情况



资料来源：公司年报

截至 2008 年底，公司流动资产 227765.98 万元，主要以货币资金、存货、应收账款、应收票据为主。

图 3 公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

截至 2008 年底，公司货币资金 65972.12 万元，主要以银行存款（占 40.44%）和其他货币资金（59.52%）为主，其中其他货币资金主要是银行承兑汇票等各类保证金；应收票据 35741.52 万元，全部为银行承兑汇票；应收账款为 46553.27 万元，其中 1 年期以内占 91.99%，欠款单位主要有珠海格力电器股份有限公司、巨石集团有限公司等，计提坏账准备 3219.75 万元；其他应收款 14106.90 万元，其中 1 年期以内占 77.03%，主要是应收重庆田野建设集团有限公司的土地转让款、应收预缴海关增值税以及应收国产设备退税等，计提坏账准备 285.00 万元；存货为 57568.19 万元，存货主要以原材料和产成品为主，二项分别占 51.83%和 45.06%，计提存货减值准备 1290.29 万元。

截至 2008 年底，公司非流动资产 86498.64 万元，其中固定资产占 44.44%（主要是房屋建筑物、机器设备等），无形资产占 25.21%（土地使用权占 96.06%），可供出售金融资产占 19.63%（全部是持有的芜湖海螺型材科技股份有限公司 3395.45 万股无限售流通股），长期股权投资占 4.54%（全部是对郑州煤矿机械有限

公司的投资）。

截至 2009 年 9 月底，公司资产总额 429814.00 万元，较 2008 年底大幅增长 36.77%，主要是受盾安环境非公开发行募集资金 5.13 亿元，从而导致货币资金大幅增加所致；资产构成中，流动资产占 72.86%，非流动资产占 27.14%，基本与 2008 年底一致。

总体分析，公司资产以流动资产为主，流动资产中货币资金、存货、应收账款、应收票据占比较高；非流动资产主要以固定资产和无形资产为主；整体资产质量尚可。

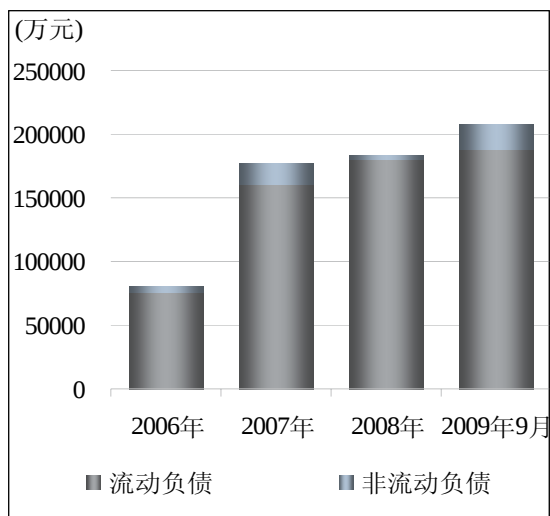
3. 负债及所有者权益

截至 2008 年底，公司所有者权益 130365.39 万元，其中少数股东权益 58319.68 万元；归属于母公司所有者权益中，主要以未分配利润、实收资本和盈余公积为主，分别占 52.99%、23.60%和 14.63%，归属于母公司所有者权益稳定性较差。截至 2009 年 9 月底，公司所有者权益 222344.47 万元，较 2008 年底大幅增长 70.55%，主要是盾安环境成功非公开发行所致。

截至 2008 年底，公司负债合计 183899.22 万元，主要是流动负债（占 97.72%）；流动负债主要由短期借款、应付票据和应付账款为主，分别占流动负债的 60.13%、15.93%和 13.41%。截至 2009 年 9 月底，公司负债合计 207469.54 万元，较 2008 年底上升 12.82%，主要是应付账款及长期借款增加所致。

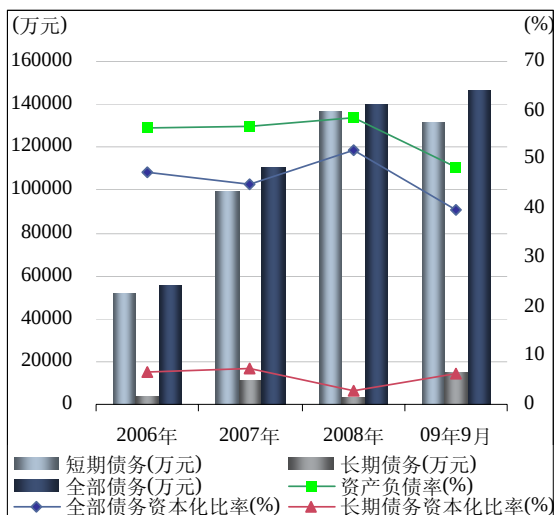
2006 年~2008 年，公司有息债务年复合增长 58.40%。截至 2008 年底，公司有息债务 140251.91 万元，主要是短期债务（占 97.45%），债务结构有待改善。截至 2009 年 9 月底，公司有息债务为 146242.26 万元，较 2008 年底增长 4.27%。

图4 公司负债构成



资料来源：公司年报

图5 公司债务及变动情况



资料来源：公司年报

2006年~2008年，公司资产负债率、全部债务资本化比率整体保持较为合理水平，2008年分别为58.52%和51.83%；2009年9月底，受盾安环境非公开发行股票影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率指标较2008底有所改善，分别为48.27%和39.68%，公司债务负担有所减轻。

总体看，公司债务以流动负债为主，债务结构有待改善；目前，公司债务负担较轻，但公司未来投资规模较大，随着项目的投建，债

务负担上升压力明显。

4. 盈利能力

受金属贸易业务规模快速增长影响，2006年~2008年，公司营业收入增长较快，年复合增长76.40%，2008年为630153.47万元；公司营业成本年复合增长87.71%，高于营业收入增长幅度。2006年~2008年，公司制冷配件及制冷设备板块毛利率波动中有所上升，但由于受金属贸易毛利率持续走低影响，公司营业利润率呈下降趋势，三年分别为20.71%、17.57%和10.49%。

表8 公司各板块毛利率情况（单位：%）

项 目	2006	2007	2008	09年1~9月
制冷配件、空调主机及末端产品	21.04	17.58	18.14	22.83
弯管、接头、有色金属贸易	--	18.47	5.50	5.27
合计	21.04	17.83	10.68	10.23

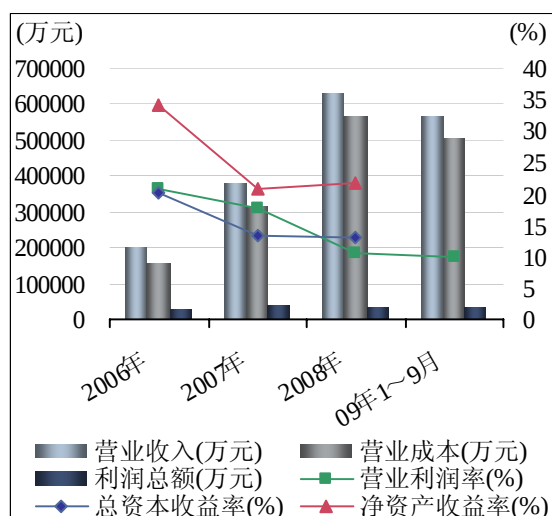
资料来源：公司提供

2006年~2008年，公司期间费用所占营业收入的比重分别为8.53%、7.95%和5.09%，呈逐年递减态势。

2006年~2008年，公司营业外收入和投资收益均保持较低水平，2008年分别为1758.50万元和932.50万元，分别占当年利润总额5.12%和2.72%。公司营业外收入主要是土地使用权处置收益（724.75万元）和政府补助（600.00万元）；公司投资收益主要是期货套期保值收益。

从盈利指标看，2006年~2008年，公司总资产收益率有所下降，净资产收益率在波动中有所下降，2008年分别为13.07%和21.56%，但总体看，目前公司盈利能力较强。

图6 公司盈利情况



资料来源：公司年报

2009年1~9月，公司实现营业收入563332.55万元，利润总额31620.03万元，净利润26212.07万元，分别为2008年的89.40%、92.11%和93.24%，2009年1~9月公司收入及盈利能力较2008年有所提升。

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，2006年~2008年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为32387.15万元、26809.08万元和30806.13万元，经营活动获取现金能力较强。

从投资活动看，2006年~2008年公司投资项目较多，且大多数项目处于投建阶段，投资活动呈现现金净流出，分别为-19782.43万元、-11028.91万元和-7521.26万元。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入主要是银行借款，筹资活动现金流出主要表现为借款的还本付息，2006年~2008年筹资活动产生的现金流量净额分别为-13347.04万元、13951.44万元和1478.12万元。

总体看，公司经营活动获取现金能力较强，

对外投资规模较大，筹资活动主要表现为净流入，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126.75%和94.71%，2009年9月底分别为166.50%和129.12%；2006年~2008年，公司经营现金流动负债比在波动中有所减小，2008年为17.14%。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28731.60万元、40745.09万元和41600.66万元；公司EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA均保持较好水平，2008年分别为5.72倍和3.37倍。公司对全部债务保障程度较高。

公司与国内各银行建立了较稳固的合作关系。截至2009年9月底，公司获得各银行授信193200万元，其中75227万元未使用。

截至2009年9月底，公司对外担保91962万元（均为互保），占所有者权益41.37%，对外担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

表9 公司对外担保情况（截至2009年9月底）

单位	金额（万元）
大东南集团有限公司	13500
海亮集团有限公司	11000
回音必集团有限公司	3500
暨阳机电有限公司	6500
浙江华都纺织	2000
天洁集团有限公司	5000
洁丽雅集团有限公司	10000
浙江联顺道路筑养科技有限公司	4480
步森集团有限公司	3000
浙江袜业有限公司	9200
中义集团有限公司	13100
露笑集团有限公司	10682
合计	91962

资料来源：公司提供

八、本期集合票据偿债能力分析

公司本期债券发行额占2009年9月底公司短期债务余额的15.26%、全部债务余额的13.68%，本期债券的发行对公司债务结构影响

较小。

以2009年9月底财务数据为基础，不考虑其他因素变化，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50.57%和42.78%，公司债务负担加重。

2006～2008年公司EBITDA平均值为37025.78万元，2008年为41600.66万元，分别是本期债券额度的1.85倍和2.08倍，对本期债券的保障能力较强。

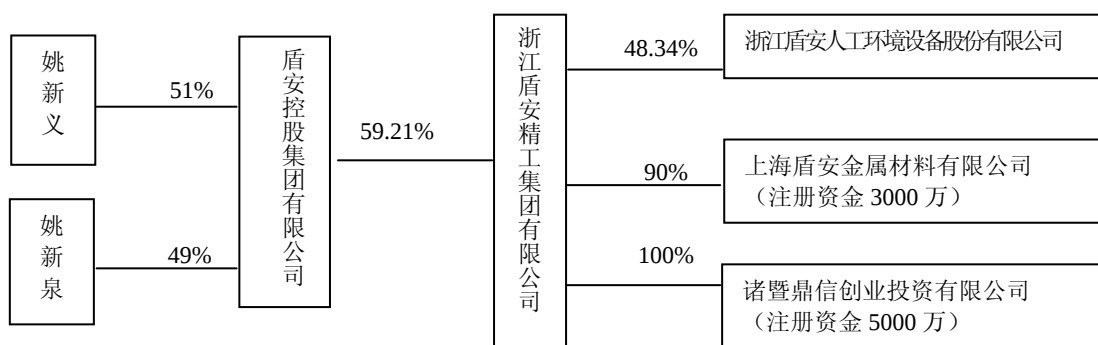
九、综合评价

空调及制冷配件行业整体已由成长期转向成熟期，行业重组步伐加快，集中度进一步提高，市场份额向龙头企业集中明显。作为制冷配件行业龙头企业，公司处于良好的竞争地位。

近年来受益于空调及制冷配件行业较快增长，公司产销量逐年稳步增长，资产及收入均实现较快增长；公司各制冷配件产品市场竞争力得以增强，截止阀、储液器、管路件等系列产品，多年稳居行业第一，规模优势突出；通过多年积累及研发，公司技术水平也得到提升。

目前，公司债务结构以短期债务为主，债务负担适宜，但未来投资规模较大，对外融资需求相应上升；公司整体盈利能力较强，对全部债务保障能力较强。总体看，公司整体信用风险较低。

附件 1 公司股权结构图



附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 9 月
流动资产：					
货币资金	11176.87	40986.03	65972.12	142.95	124682.01
交易性金融资产	2603.51				
应收票据	7952.18	14103.61	35741.52	112.00	23680.32
应收账款	27822.01	56773.45	46553.27	29.35	62305.90
预付款项	8740.78	6823.40	7817.16	-5.43	12340.82
应收利息		14.25	6.82		948.61
应收股利					
其他应收款	4881.57	18360.81	14106.90	70.00	18894.32
存货	31849.39	78113.75	57568.19	34.44	70300.76
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	89.14	200.28			
流动资产合计	95115.45	215375.59	227765.98	54.75	313152.73
非流动资产：					
可供出售金融资产		36976.50	16977.27		40813.36
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	733.80	0.00	3924.53	131.26	3924.53
投资性房地产		953.25	919.84		894.78
固定资产	38832.04	35786.26	38444.09	-0.50	40747.07
在建工程	2349.55	407.50	3356.27	19.52	6504.60
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	4802.40	22085.61	21802.44	113.07	22524.30
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	60.42	356.20	70.63	8.12	144.10
递延所得税资产		628.89	734.51		839.48
其他非流动资产			269.06		269.06
非流动资产合计	46778.21	97194.20	86498.64	35.98	116661.27
资产总计	141893.66	312569.79	314264.62	48.82	429814.00

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 9 月
流动负债：					
短期借款	36600.00	76812.78	108050.00	71.82	102772.65
交易性金融负债					
应付票据	15000.00	20862.64	28626.91	38.15	28269.60
应付账款	10516.57	44376.73	24103.26	51.39	40314.17
预收款项	143.90	4040.98	1655.95	239.23	4997.25
应付职工薪酬	1965.91	2168.48	2104.11	3.46	3449.72
应交税费	2251.98	1312.70	3530.16	25.20	1959.12
应付利息		9.63	71.10		16.35
应付股利	4250.00	1535.76	6377.88	22.50	3565.53
其他应付款	4890.28	7384.18	5077.13	1.89	2738.26
预计负债					
一年内到期的非流动负债		2000.00			
其他流动负债			102.64		
流动负债合计	75618.64	160503.88	179699.15	54.16	188082.65
非流动负债：					
长期借款	4300.00	10875.00	3575.00	-8.82	15200.00
应付债券					
长期应付款					108.11
专项应付款		212.60	121.71		
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债		6245.23	503.36		4078.78
其他非流动负债					
非流动负债合计	4300.00	17332.83	4200.07	-1.17	19386.89
负债合计	79918.64	177836.71	183899.22	51.69	207469.54
所有者权益：					
实收资本(或股本)	17000.00	17000.00	17000.00		17000.00
资本公积	311.04	15187.48	6323.22	350.88	32883.10
减：库存股					
盈余公积	8767.39	10292.96	10543.31	9.66	10543.31
未分配利润	31024.26	27754.37	38179.18	10.93	53173.57
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	57102.68	70234.81	72045.71	12.32	113599.99
少数股东权益	4872.34	64498.27	58319.68	245.97	108744.48
所有者权益合计	61975.02	134733.08	130365.39	45.04	222344.47
负债和所有者权益总计	141893.66	312569.79	314264.62	48.82	429814.00

附件 3 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	202511.69	380175.63	630153.47	76.40	563332.55
减: 营业成本	159733.16	312349.11	562828.00	87.71	505747.27
营业税金及附加	837.97	1040.33	1237.82	21.54	876.64
销售费用	6403.83	13000.28	10639.41	28.90	7888.47
管理费用	8521.41	13940.79	14075.50	28.52	11476.56
财务费用	2357.39	3272.73	7357.51	76.66	6237.88
资产减值损失		-1807.70	1805.03		495.39
加: 公允价值变动收益					
投资收益	1315.43	2485.79	932.50	-15.80	-233.64
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	25973.37	40865.88	33142.71	12.96	30376.70
加: 营业外收入	152.85	591.94	1758.50	239.19	1770.46
减: 营业外支出	200.01	5490.18	572.14	69.13	527.12
其中: 非流动资产处置损失		19.33			
三、利润总额	25926.21	35967.63	34329.07	15.07	31620.03
减: 所得税费用	4814.33	7798.42	6216.86	13.64	5407.97
四、净利润	21111.89	28169.21	28112.21	15.39	26212.07
其中: 归属于母公司的净利润	19196.54	15255.68	17386.03	-4.83	14994.39
少数股东损益	1915.34	12913.53	10726.18	136.65	11217.67

附件 4 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(%)
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	227908.22	418120.97	637818.63	67.29
收到的税费返还	95.15	347.66	755.66	181.81
收到其他与经营活动有关的现金	8928.52	67828.67	82723.22	204.39
经营活动现金流入小计	236931.90	486297.29	721297.51	74.48
购买商品、接受劳务支付的现金	169959.18	340459.68	568711.23	82.93
支付给职工以及为职工支付的现金	11675.54	16413.23	21625.64	36.10
支付的各项税费	13261.84	9976.82	20327.85	23.81
支付其他与经营活动有关的现金	9648.19	92638.49	79826.67	187.64
经营活动现金流出小计	204544.75	459488.22	690491.39	83.73
经营活动产生的现金流量净额	32387.15	26809.08	30806.13	-2.47
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	219.66	641.03	5778.91	412.92
取得投资收益收到的现金	1315.43	1585.13	932.50	-15.80
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	31.70	131.08	4251.28	1058.06
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		660.00		
投资活动现金流入小计	1566.79	3017.23	10962.68	164.52
购建固定资产、无形资产等支付的现金	18348.30	9721.28	13964.86	-12.76
投资支付的现金	2914.47	3350.00	4148.20	19.30
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	86.45	974.86	370.89	107.13
投资活动现金流出小计	21349.22	14046.14	18483.95	-6.95
投资活动产生的现金流量净额	-19782.43	-11028.91	-7521.26	-38.34
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金		-333.48	3.57	
取得借款收到的现金	44010.00	134180.08	140668.62	78.78
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	508.75	4240.78	1242.84	56.30
筹资活动现金流入小计	44518.75	138087.37	141915.04	78.54
偿还债务支付的现金	51610.00	88967.30	117231.40	50.71
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6205.00	20629.41	22695.29	91.25
支付其他与筹资活动有关的现金	50.79	14539.23	510.22	216.94
筹资活动现金流出小计	57865.79	124135.93	140436.92	55.79
筹资活动产生的现金流量净额	-13347.04	13951.44	1478.12	
四、汇率变动对现金的影响	-10.35	77.56	223.11	
五、现金及现金等价物净增加额	-752.67	29809.16	24986.09	
加: 期初现金及现金等价物余额	11929.54	11176.87	40986.03	85.36
六、期末现金及现金等价物余额	11176.87	40986.03	65972.12	142.95

附件 5 主要财务指标

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)	5.66	5.36	8.23	6.86	--
存货周转次数(次)	5.02	4.00	8.30	6.35	--
总资产周转次数(次)	1.43	1.22	2.01	1.66	--
现金收入比(%)	112.54	109.98	101.22	106.11	--
盈利能力					
营业利润率(%)	20.71	17.57	10.49	14.66	10.07
总资本收益率(%)	20.29	13.43	13.07	14.63	--
净资产收益率(%)	34.07	20.91	21.56	23.87	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	6.49	7.47	2.67	4.87	6.40
全部债务资本化比率(%)	47.42	45.07	51.83	48.92	39.68
资产负债率(%)	56.32	56.90	58.52	57.59	48.27
偿债能力					
流动比率(%)	125.78	134.19	126.75	128.79	166.50
速动比率(%)	83.66	85.52	94.71	89.75	129.12
经营现金流动负债比(%)	42.83	16.70	17.14	22.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.24	8.53	5.72	7.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.95	2.71	3.37	2.89	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.23	0.14	0.17	0.17	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	4.49	3.30	3.20	3.49	--
本期债券偿债能力					
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.44	2.04	2.08	1.94	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	11.85	24.31	36.06	27.70	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.62	1.34	1.54	1.50	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.63	0.79	1.16	0.94	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

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

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

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

信用等级公告

联合[2010] 128 号

联合资信评估有限公司通过对丰球集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

丰球集团有限公司
主体长期信用等级为
A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年三月十九日

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）与丰球集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与丰球集团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，未因丰球集团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丰球集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、丰球集团有限公司主体长期信用等级自 2010 年 3 月 19 日至 2011 年 3 月 18 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年三月十九日



丰球集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: A⁻

评级展望: 稳定

评级时间: 2010 年 3 月 19 日

财务数据

项目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 9 月
资产总额(亿元)	6.98	9.23	12.47	13.10
所有者权益(亿元)	2.80	3.63	4.96	5.36
长期债务(亿元)	0.04	0.70	0.70	0.70
全部债务(亿元)	2.83	4.80	7.00	7.22
主营业务收入(亿元)	10.12	12.48	14.97	11.80
利润总额(亿元)	0.88	1.18	1.50	1.33
EBITDA(亿元)	1.27	1.69	2.05	--
经营性净现金流(亿元)	0.16	-0.64	0.73	0.65
主营业务利润率(%)	14.29	15.00	15.73	16.11
净资产收益率(%)	22.21	23.59	25.46	--
资产负债率(%)	59.95	60.63	60.24	59.13
全部债务资本化比率(%)	50.34	56.92	58.52	57.43
流动比率(%)	104.29	130.78	132.06	141.27
全部债务/EBITDA(倍)	2.24	2.84	3.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.96	4.99	5.67	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.06	1.41	1.71	--

注: 公司 2006 年-2009 年 9 月财务报表采用的是旧会计准则, 2009 年 9 月财务报表未经审计。

分析师

赵广辉 李志博

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.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”) 对丰球集团有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了其作为浙江地区水泵生产和组装企业, 在生产规模、研发实力、品牌等方面具有的优势。同时, 联合资信也关注到泵行业竞争激烈, 公司债务规模持续增长以及对外担保比率高等因素给公司经营与发展带来的负面影响。

国内持续强劲的固定资产投资, 对泵产业整体形成良好支撑。公司未来将继续围绕主业发展, 伴随规划投建生产线的达产, 公司整体经营实力有望得到进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司是浙江地区规模较大的水泵的生产和组装企业, 具备一定规模优势。
2. 公司是国家重点高新技术企业和浙江省高新技术企业, 研发实力较强。
3. 公司注重产品质量控制, 产品声誉度较高, 细分市场竞争力较强。
4. 公司生产经营规模不断扩大, 主营业务收入持续增长, 保持了较强的盈利能力。

关注

1. 中国国内泵制造行业集中度低, 竞争激烈。
2. 公司与关联公司之间的其他应收款规模较大。
3. 公司债务规模持续增长, 债务期限结构不尽合理。
4. 公司经营活动现金流净额规模较小且波动大。
5. 公司对外担保金额大, 担保比率达到 72.75%, 存在一定或有负债风险。

一、主体概况

丰球集团有限公司（以下简称“丰球集团”或“公司”）前身是成立于 1986 年的浙江诸暨水泵厂。1994 年 4 月，公司改制为浙江丰球集团，2003 年变更为现名“丰球集团有限公司”。历经数次资本变更，截至 2009 年底，公司注册资本 12300 万元，其中自然人何智慧先生持有公司 80% 的股权，是公司的控股股东，何学昊先生持有公司 20% 的股权（见表 1），何智慧与何学昊为父子关系。

表 1 截至 2009 年底公司股权结构表

股东名称	出资额 (万元)	持股比例 (%)
何智慧	9840	80%
何学昊	2460	20%

资料来源：公司提供

企业经营范围包括：生产销售水泵、电机及配件、农业机械、机械电器设备及配件、塑料制品；加工销售：铸件；经销：钢材、日用百货、针纺织品、工艺品（除金银）花卉；水泵电机技术咨询。目前，公司主要从事水泵产品的生产和销售。

公司内设生产运作部、综合办公室（含人力资源部）、工程技术部、质量控制部、供应部、进出口部、国内销售部、财务部、安全环保部等 9 个职能部门。截至 2009 年底，公司拥有控股公司 3 家，分别是浙江丰球泵业股份有限公司（持股 79.41%）、浙江丰球进出口有限公司（持股 90.10%）、浙江丰球房地产有限公司（持股 66.00%）。

截至 2008 年底，公司合并资产总额为 124702.79 万元，所有者权益（含少数股东权益）为 49580.17 万元（其中少数股东权益 1650.09 万元）。2008 年，公司实现主营业务收入 149691.85 万元，利润总额 14980.71 万元。

截至 2009 年 9 月底，公司合并资产总额为 131038.73 万元，所有者权益（含少数股东权益）为 53556.22 万元（其中少数股东权益

2009.53 万元）。2009 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 118045.51 万元，利润总额 13274.96 万元。

公司注册地址：诸暨市暨阳街道浣纱南路 143 号；法定代表人：何智慧。

二、本期募集资金用途

本期集合票据计划发行总额度为 66000 万元，期限为 1 年，其中公司拟申报发行额度 12000 万元，募集资金全部用于置换银行贷款。

三、行业分析

1. 泵的定义及应用领域

泵是把原动机的机械能转换成流体介质的动能、势能并实现流体介质输送的机械，在家庭供排水、农林灌溉、市政、工业、国防军工等领域均有大量应用。

泵的产品种类繁多，按传输介质分类，可分为水泵、气泵、真空泵等；按驱动形式分类，可分为电动机驱动泵、涡轮机驱动泵、内燃机驱动泵、蒸汽驱动泵、气或液驱动泵等；按应用领域分，可分为小型家用泵、电力工业用泵、石油化工用泵、矿山用泵、城市给排水用泵、农业灌溉和排水用泵、轻工业用泵、水利建设用泵以及飞机、火箭和船用泵等。

2. 世界泵行业

行业现状

世界泵行业为成熟行业，市场增长相对稳定。近年来，世界泵行业需求年均增长率在 4.5% 左右。据 Mcilvaine 公司的统计，全球大约有 1 万家泵制造商，2008 年，全球泵行业的市场容量约为 320 亿美元，预计到 2010 年将达到 360 亿美元。就世界泵行业来说，泵的品种约有 5000 多个，行业已向产品多样化、机电一体化、高科技、高可靠性、长寿命等方面发展，其中泵的可靠性、寿命及监控系统的技

术水平逐渐成为用户选购时考虑的重点因素。

竞争格局

世界泵行业竞争激烈，但行业集中度较高。根据 Mcilvaine 公司的《Pump World Markets》统计，前 5 名制造厂商的产值约占世界泵业总产值的 22%，前 10 名约占 30.90%。世界前 10 名泵业生产厂商的市场占有率见表 2。

表2 世界前10名泵业厂商的市场占有率

排名	企业名称	占有率 (%)
1	美国ITT (ITT)	6.30
2	美国福斯 (Flowserve)	3.82
3	丹麦格兰富 (Grundfos)	3.74
4	日本荏原 (Ebrar)	3.70
5	德国KSB (KSB)	3.33
6	瑞士苏尔寿 (Sulzer)	2.53
7	英国威尔 (Weir)	2.26
8	德国威乐 (Wilo)	2.16
9	美国IDEX (IDEX)	1.58
10	美国滨特尔 (Pentair)	1.48
合计		30.90

资料来源：Pump World Markets

发展趋势

世界泵行业发展趋势主要体现在：①竞争日益加剧，一些主要制造厂商的制造技术已经达到相当成熟的完善水平，产品有很高的知名度和市场占有率；②行业垄断趋势不断加强，主要制造厂商开始推行集团化的合作发展战略；③不断开拓新的市场范围和领域，各大泵制造厂商努力拓展高速成长的中国市场。

3. 中国泵行业

行业现状

自改革开放以来，中国经济的高速增长和市场的全球化，引发了对泵产品的巨大需求。目前，中国已发展成为世界最大的泵生产国，形成了具备相当生产规模和技术水平的生产体系，是全球泵产品重要生产基地。

据中国农业机械协会排灌机械分会统计，2008 年中国泵行业（规模以上企业）实现工业总产值约 849.61 亿元，较 2007 年增长 40.58%，实现累计利润总额 47.19 亿元，较 2007 年增长 44.20%。其中国内农业与水利、建筑业、石

油化工、电力行业、船舶工程、矿业、冶金工业以及环保等市场的高速增长和一系列重大工程建设（如南水北调、奥运工程）是推动国内泵行业持续增长的主要力量。但值得注意的是从 2008 年底开始，受国际金融危机影响，中国泵行业景气度逐步呈现下滑趋势，2009 年上半年，泵行业实现累计工业总产值和利润总额分别同比下降 5.8% 和 17.9%。

水泵方面，近几年中国水泵行业发展迅速，工业产值由 2005 年的 166 亿元增加到 2008 年的 312 亿元，年均增长速度为 23.41%。根据中国通用机械工业协会泵业分会 143 个会员企业上报资料统计，2008 年水泵行业完成工业总产值 312.2 亿元左右，工业销售产值 293.1 亿元，同比增长分别为 17.6% 和 17.2%；工业增加值为 83.1 亿元，同比增长 15.1%。2008 年底，世界金融危机进一步蔓延，水泵企业生产增速减缓，出口额下显著降。2009 年二季度开始，在国家 4 万亿投资等一揽子经济刺激政策的带动下，水泵行业开始呈现回暖。

竞争格局

相对于国外企业，中国泵行业发展时间较短，行业集中度较低。目前，中国共有各类泵生产厂商 6000 多家（规模以上企业），尽管厂商众多，但企业规模普遍偏小，生产技术与产品质量较差，产品主要集中于中低端市场，盈利能力较差。目前，中国泵行业形成了多个具有特色的生产基地，代表性企业在各自的产品领域具有较强的竞争优势。

表3 中国泵行业竞争格局

产品类型	生产基地	代表企业
小型泵	浙江温岭	利欧股份有限公司
工业泵	沈阳	沈阳水泵厂、长沙水泵厂
耐酸泵	大连	大连耐酸泵厂、大连二耐
杂质泵	石家庄	石家庄工业泵厂
不锈钢泵	江苏靖江	--
管道泵	上海	上海凯泉泵业集团公司
潜污泵	江苏、浙江	江苏亚太泵阀有限公司、丰球集团
电站泵	上海	上海KSB

资料来源：中国农业机械协会排灌机械分会

从行业竞争格局来看，尽管部分国有泵企

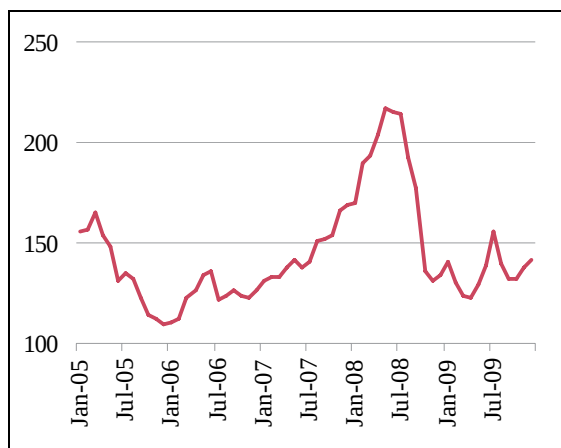
业在其优势产品领域具有较强的竞争力，但总体而言，国有泵企业的市场份额逐渐萎缩。新型民营企业机制灵活、市场意识及创新意识强、运营效率高，在国内泵产品市场上迅速崛起，成为影响行业发展的重要力量。外资企业则借助资金、技术、品牌等方面的优势，抢占国有企业因市场萎缩而让出的市场空间，迅速扩大市场份额，逐渐成为高、精、尖产品领域的领导力量。

上游原材料

钢材和铜是生产水泵产品的主要原材料，二者合计占成本的比重在 30~50%，钢材主要是水泵外壳钢铁铸件原材料，铜主要是水泵电机铜线原材料，因而水泵行业对钢材以及铜的价格变动较为敏感。

钢材方面，受原材料价格大幅上涨及下游需求影响，2008 年上半年以前，国内钢材价格继续一路走高；但 2008 年下半年，国内外各种钢材价格出现大幅下跌；进入 2009 年，钢材价格波动幅度较大，但仍处于低位徘徊。

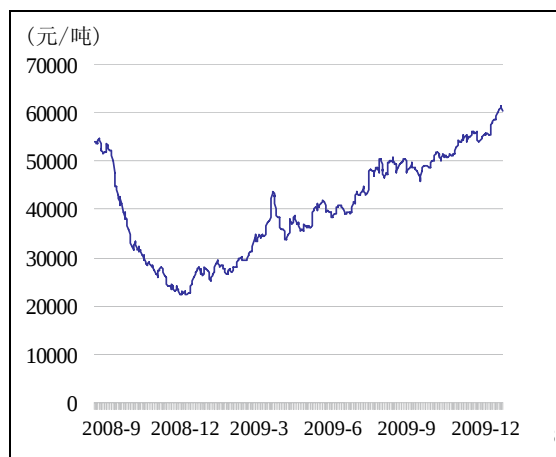
图1 钢材价格综合指数



资料来源：www.mysteel.com

铜方面，2008 年上半年以前，国内铜价不断走高；但 2008 年下半年，国内铜的价格出现大幅下跌；进入 2009 年，铜的价格波动幅度较大，但总体开始由低位回升。

图2 2008年4季度以来沪铜的期货收盘价



资料来源：上海期货交易所

下游市场

水泵是一种重要的通用机械，其产品和技术广泛用于工业、农业领域，也是国际贸易的重要产品。工业方面主要应用于火电、核电、石油开采、石油化工、城市供水、环保等；农业领域主要用于各类水利工程、农业灌溉等。中国经济仍将以较快速度保持增长，国家都把高新农业发展列入经济发展目标，而且越来越重视环保和生活质量，因此，中国对水泵的需求必将持续增长。未来几年随着中国石油化工、化学工业的大力发展，泵的需求将保持较快的增长态势。

根据国家统计局统计，2008 年全社会实现固定资产投资 148167.25 亿元，同比增长 26.1%，固定资产投资继续在高位运行。尽管 2008 年下半年以来，受到国际金融危机的影响，但由于国家扩大基础设施投资规模的拉动，中国机械行业继续呈现快速发展的势头。2009 年 1~11 月，全社会固定资产投资 168634.21 亿元，同比增长 32.1%。随着各地项目陆续开工，基建的拉动效应得到体现，从而带动了机械和水泵行业的回暖。

发展趋势

中国水泵行业发展空间巨大，水泵在中国是应用很广泛的通用机械产品，据不完全统计，中国每年泵产品的产值在400亿元以上，

每年全国发电量的20~25%要消耗在水泵产品上。根据预测,“十一五”期间,中国水泵行业将以25%的平均速度发展。水泵产品国内市场占有率,“十一五”期间预计可达到92%。由于国家注重重大工程国产化率的提高,因此,火电、核电和“三大化工”中的重点产品市场占有率预计可达80~85%。联合资信注也意到,由于国内企业规模普遍偏小,生产技术与产品质量与外资企业均有较大差距,加之外资企业的进入,行业竞争将进一步加剧。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司主要从事水泵产品的生产和组装业务,是中国泵业十强企业以及中国机械工业100强企业。目前,公司占地面积30多万平方米、建筑面积20万平方米,在职员工732名。公司已具备年产各种泵类产品90万台(套)的生产能力,主导产品有WQ型系列潜水排污泵,WQH型系列涡壳式潜水混流泵等高档环保产品,市场占有率超过30%。公司是浙江省“五个一批”重点骨干企业,并且浙江省绿色企业、浙江省信用示范企业等荣誉称号。公司综合实力位居2009年诸暨市前三十强工业规模企业第22位,是中国泵业十强企业、中国机械工业100强企业。

总体看,公司具备一定规模优势和行业竞争力。

2. 技术研发及品牌质量

公司注重技术研发,是国家重点高新技术企业和浙江省高新技术企业。下属的水泵研究所是浙江省级技术中心。截至2009年底,公司已累计完成5项国家级火炬和星火项目,完成10多项浙江省级重点建设项目和技术创新项目,并获省级和国家级科技进步奖8项,获得绍兴市、诸暨市科技成果奖30多项。公司产品系列中已有8只水泵被认定为国家级新产品,18只水泵产品被浙江省科技厅认定为高新技

术产品。由于公司在行业的科技实力和影响力,公司作为主要起草人制定了《污水污物潜水电泵》等6项国家标准,累计获得专利21项。

公司产品质量较好,从原材料采购到每个加工环节,均严格坚持国际水准的工艺要求和质量标准,在同行业中率先通过了ISO9001国际质量体系认证、ISO14001环境管理体系认证,并通过了国际UL、GS、CE产品认证和清洁生产审核。公司“丰球”商标是中国驰名商标,“丰球”泵类产品为国家免检产品、中国出口名牌和浙江名牌产品,产品声誉度较高,远销美国、澳大利亚等70多个国家和地区。

3. 人员素质

公司董事长何智慧先生,1958年1月出生,中共党员,浙江大学工商管理学院硕士毕业,研究生学历,具有工程师、高级经济师职称,是澳门科技大学工商管理硕士,复旦大学环境经济研究中心研究员,中国科技研究交流中心研究员。何智慧先生1975年1月~1983年3月在诸暨泌湖农机厂从事企业管理工作;1983年4月~1994年3月任诸暨水泵厂厂长;1994年4月至今任公司董事长。

截至2009年9月底,公司拥有在职员工732人。按文化程度划分,初中及以下学历的占6.56%,高中和中专学历的占56.83%,大专以上学历的占36.61%。按年龄划分,30岁以下的占24.04%,30~50岁的占69.54%,50岁以上的占6.42%。按专业划分,管理人员占5.19%,研发人员占4.10%,生产人员占73.22%,销售人员占17.49%。

总体看,公司领导人素质较高,行业经验丰富,管理能力较强;公司人员结构合理,符合制造业企业特点,能够满足生产经营活动需要。

五、管理体制

1. 治理结构

公司按照《公司法》以及其他有关法规的

要求，逐步建立了现代企业制度，完善了法人治理结构。公司设有股东会、董事会和监事会。董事会是生产经营的决策机构，由 3 名董事组成，设董事长 1 人，是公司法人代表；公司监事会由 3 名监事组成，全部为职工代表监事，监事会设主席 1 名。公司设总经理 1 人，副总经理若干，由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、总工程师、董事会秘书和财务负责人为公司高级管理人员。总经理对董事会负责，负责日常的经营管理并接受董事会和监事会的监督。公司董事长和总经理分别为何智慧和何智锋，二人为兄弟关系。

总体看，公司是已经初步形成了董事会、监事会和经理层运行的格局，但公司所有权和经营权尚未完全分离，仍具有一定家族企业特点，法人治理结构有待进一步完善。

2. 管理制度

为保障公司的正常运转，公司制定了一系列管理制度，并在实施过程中根据实际情况不断进行修改、补充和完善。

财务管理方面，公司制订了完整的财务管理制度，包括资金管理、财务预算、成本费用控制、资产管理、费用报销、财务人员管理、进出口结算、会计报告等方面；另外，公司还针对生产、供应和销售等具体的财务工作制订了一系列具体流程。

对子公司管理方面，公司在项目投资、银行贷款、资金筹措和投资支出等方面实行集中管理，子公司则是经营实体。公司对子公司实行资金预算管理和业务资金收支两条线的管理，公司向子公司委派财务主管人员，并对子公司各个负责人实行考核制度。

采购、生产和销售方面，公司原材料采购、生产管理和产品销售主要是由其子公司全面负责。子公司均设立了健全的采购和生产部

门，其负责公司的原材料采购和产品生产；各个生产车间制定了完整工作流程和责任交接机制，并制定了详细的制度，以确保生产的连续性和有效性。公司制订了安全生产管理制度，涉及采购、运输、生产、仓库、发货等，这些制度的实施为公司安全生产管理提供了有力保障。子公司设立销售部门，专门负责公司各个产品的销售和货款结算业务。销售部门根据公司的信用政策开展公司对外的产品销售和结算等业务，并根据各自具体产品销售业务分别制定销售管理、信用审批、货款结算、客户服务以及考核的具体制度和机制。

总体看，公司内部管理层级较为分明，管理制度较为健全，内控机制相对完善。

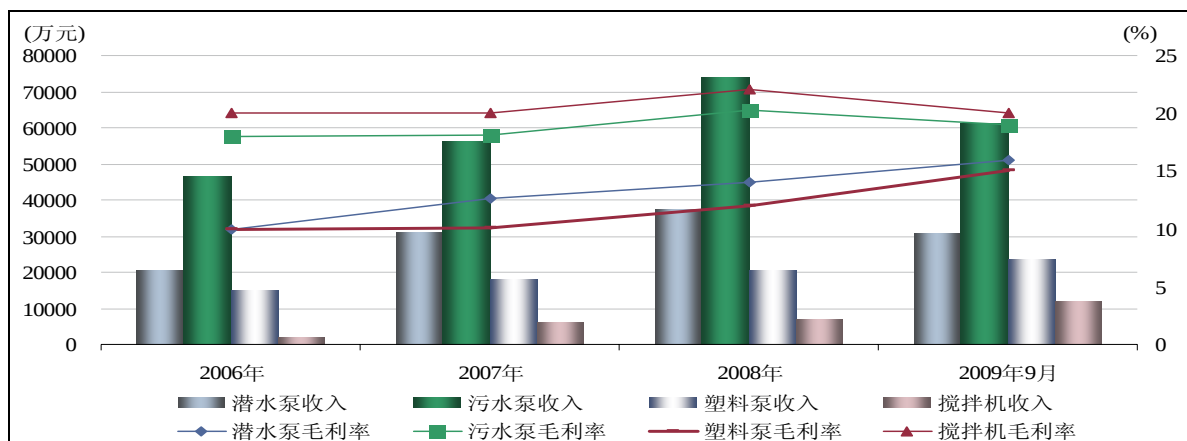
六、生产经营

1. 经营概况

公司主要从事水泵产品的加工和组装业务，主要水泵产品包括：潜水泵、污水泵、塑料泵和搅拌机，其中污水泵收入是公司产品中最主要的收入来源。从收入增长情况来看，2006~2008 年，伴随着生产经营规模的扩大，公司各水泵产品收入均实现了较快增长，并带动整体主营业务收入的快速增长，年均增长 21.60%，2008 年为 149691.85 万元，水泵业务收入占主营业务收入的比重为 98.96%。从毛利率来看，目前，公司水泵产品的毛利率大致在 15%~20%之间，产品盈利水平一般。2008 年公司主营业务利润率为 15.73%，较前两年略有提高。2009 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 118045.51 万元，占 2008 年全年的 78.86%，主营业务利润率为 16.11%，产销形势稳定。

总体看，近年来公司生产经营规模不断扩大，销售收入快速增长，业务盈利水平有所上升，整体经营情况良好。

图3 公司主营业务收入中主要产品的收入和毛利率情况



资料来源：公司提供

2. 原材料采购

公司主要原材料为铸件、定子、电缆以及硅钢片、生铁、生铝等，原材料结算方式主要为现金和银行承兑汇票。从采购量来看，随着公司产品产量的不断上升和型号不断向大型发展，公司定子和铸铁件的采购量较大且呈增长趋势。

2006~2008年，公司定子的采购量分别为1240吨、1268吨和1480吨；2009年1~9月，公司定子采购量为1690吨，是2008年全年的114.19%。公司定子的采购价格保持相对稳定。

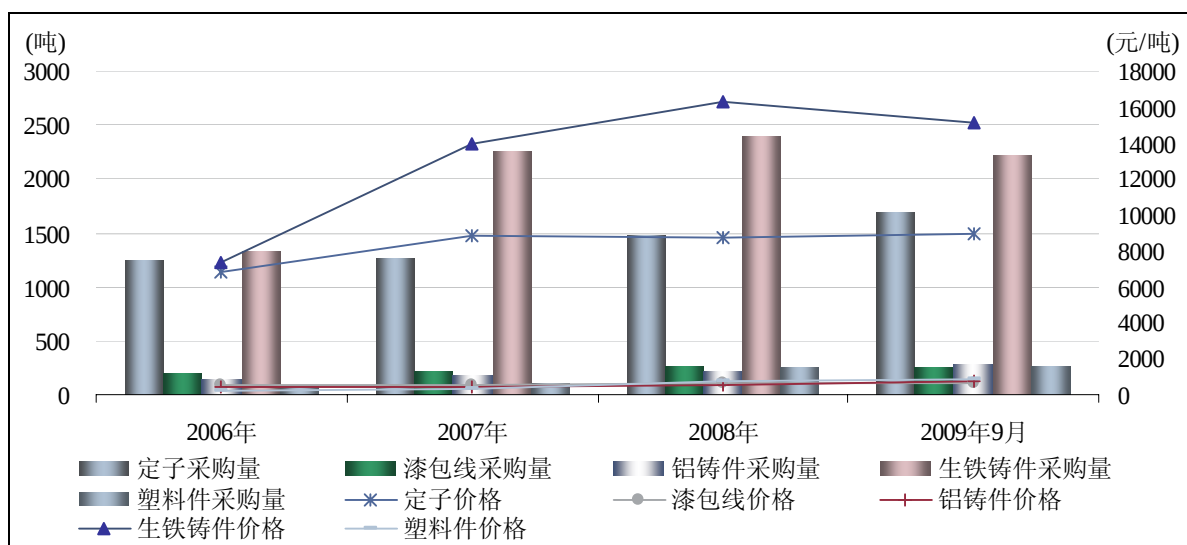
2006~2008年，公司铸铁件的采购量分别为1327吨、2258吨和2391吨；2009年1~9

月，公司采购量为2219吨，是2008年全年的92.81%，预计2009年将超过2008年。2006~2008年，公司铸铁件的采购价格大幅上升，2009年1~9月则略有下降。

公司主要的采购商有乐清大荆、嵊州天天、上海鑫之、杭州永欣、临安千禧、杭州铁利、杭州新达尔、浙江润通和建德新安江等企业，原材料供应商相对分散。

总体看，伴随着公司产品产量的不断上升和产品不断向大型号发展，公司原材料采购量也呈现增长趋势，采购价格整体先扬后抑，与同期市场价格走势基本吻合。

图4 公司原材料采购情况



资料来源：公司提供

3. 产品生产

公司以定单来决定生产，生产流程主要分为：电机组件制造、不锈钢和塑料件拉伸、棒采热处理等，并通过部分外购件进行组装制造水泵，其中大型水泵主要依靠外购电机、铸铁件和核心部件来进行组装（如附件 1-2）。

公司拥有 CNCV-700 数控加工中心 4 个、J76-200 高速压力机 8 台、数控车床 41 台、冷室压铸机 3 台、J82-4 硅钢片纵剪机组 4 套、电机铁芯高速冲模 12 组、摩擦焊机 2 台、电子定子液压氩弧焊机 4 台、冲床 20 台、磨床 34 台 VR-05 点胶机 4 台、超音波清洗机 3 台、自动给汤机 2 台、空压机 8 台、KOCO 螺柱焊机 7 台、钻床 18 台、铣床 19 台等设备。

2006~2008 年，伴随着生产规模的扩大，公司水泵产量不断增长，分别为 34 万台（套）、39 万台（套）和 42 万台（套）；2009 年 1~9 月公司水泵产量为 32 万台（套），占 2008 年全年的 76.19%，增长速度放缓。

总体看，公司产品产量不断增长，增长速度有所放缓，产能尚未完全释放，未来产量仍有较大增长空间。

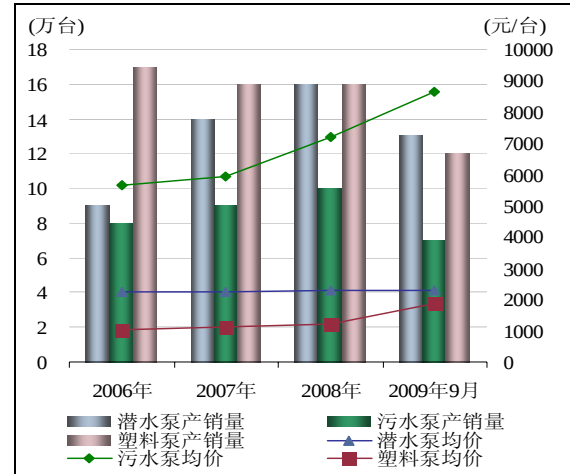
4. 产品销售

公司销售模式分为两种：大型水泵采取订单销售模式，标准化的小水泵采取批量生产后代理销售，以代销经营网点和几个大型农机公司为主，结算方式主要为现金和银行承兑汇票。

从产品销售结构看，2007 年，公司调整了产品结构，减少了盈利能力较弱产品的规模，导致近三年公司潜水泵和污水泵的销售量持续上升，而塑料泵产品则呈现下降趋势；2009 年 1~9 月，公司潜水泵、污水泵和塑料泵的销售量占 2008 年全年的比重分别为 81.25%、70.00%和 75.00%。价格方面，2006~2009 年 9 月，公司潜水泵和塑料泵的销售价格保持平

稳，而污水泵在产品向大型化发展的影响下销售价格不断上升。

图 5 公司产品产销情况



资料来源：公司提供

从产品销售区域看，近年来，公司产品对内销售和对外出口比重大致相当，2008 年国内销售额和国外出口额占比分别为 55.00%和 45.00%。公司国内销售地区主要集中在浙江、上海以及重庆等地，国外出口主要集中在美国、墨西哥以及澳大利亚等国家，其中公司对浙江和美国的销售额分别占总销售收入的比重为 24.69%和 27.78%，是主要的两大销售地区。2009 年 1~9 月，受国外需求放缓影响，公司出口占比略有下降，为 39.99%。

从产品销售对象集中度看（参见表 4），2006 年至 2009 年 1~9 月，公司销售收入的前 5 名客户集中度分别为 52.1%、65.49%、48.9%和 51.8%，客户相对集中。公司与这些客户的销售结算模式主要是定期结算或月结算，具体结算周期主要根据订单量多少来确定，一般在 45 天~90 天，少部分小客户采取定金结算模式或款到发货的模式。

总体看，近年来公司产品结构不断优化，单套产品价格有所上升，产品附加值有所提高，整体销售情况良好。

表4 公司前5名客户情况

客户名称	主要销售产品	2006年		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(%)	销售额(万元)	占比(%)
美国水泵与系统公司	潜水泵	28260	27.9	34114	27.3	33005	22.0	23100	19.6
上虞市水务物资贸易	污水泵	5460	5.4	6810	5.5	7190	4.8	8600	7.3
苏州丰宇环保设备	污水泵	8800	8.7	13570	10.9	13990	9.3	14110	12.0
上海械诺机械进出口公司	潜水泵	3560	3.5	5241	4.2	8383	5.6	7023	5.9
广州第一水泵厂	潜水泵 塑料泵	6682	6.6	8386	6.07	10810	7.2	8250	7.0

资料来源：公司提供

5. 房地产

公司房地产产业经营主体主要是子公司——浙江丰球房地产有限公司，2006~2009年9月，房地产收入分别为1596.34万元、226.82万元、1563.70万元和1785.96万元，收入在公司的比重较小。另外，公司控制人何智慧参股贵州丰球房地产有限公司（占比5%）和丰球集团（淮安）房地产有限公司（占比5%）。

浙江丰球房地产有限公司

浙江丰球房地产有限公司注册资本2000万元，其中丰球集团有限公司出资1320万元，出资比例66%；诸暨市丰球铸造有限公司出资30万元，出资比例1.5%；石晓瑜出资500万元，出资比例25%；何学昊出资60万元，出资比例3%；何泽昊出资90万元，出资比例4.5%。

公司开发的丰球桃园项目位于诸暨城西南，总占地面积4.26万平方米，为开发排屋项目，第一、二期已结束，第三期由于拆迁问题还未动工，该地块公司于2004年12月买入，当时买入价为60万元/亩，目前市场拍卖价格在700万元/亩左右，周边同类房产售价在12000元/平方米。预计未来，公司将根据拆迁进度和自身财务资金状况适时进行第三期开发，第三期预计总投资在5000万元左右。

贵州丰球房地产有限公司

贵州丰球房地产有限公司（原名凯里市丰球房地产开发有限公司）成立于2003年7月，注册资本2000万元，公司控制人何智慧参股

占比9%，主要从事房地产开发经营、建筑材料经销、道路绿化配套等项目，土地及项目简介如下：

丰球绿都项目：该项目占地面积16.6万平方米，成交地价为5030万元，总投资约2.3亿元（含一期、二期投资及土地款）。项目分4期进行开发，一期工程项目占地3.2万平方米，建筑面积6.5万平方米，项目投资6500万元，实现销售收入1亿元、利润3000万元，于2006年6月交付使用；二期工程项目占地面积64257.6平方米，建筑销售面积11万平方米，项目投资9600万元，实现销售收入2亿元、利润8000万元，于2007年6月交付使用；丰球绿都三期、四期目前尚在规划中，预计三期、四期完工后可实现利润1亿元以上。

新天地32层商住楼项目：总投资1.3亿元，占地面积7333平方米，土地价格20万元/亩，建筑面积8.23万平方米。该项目于2009年8月22日开盘，共382套房产，目前已认购341套，销售收入7000多万元，按目前每平方米4000元的售价，预计项目净利润8000万元左右。

原凯里磁材厂土地房产项目：占地面积11.87公顷，挂牌成交3280万元，另外支付650万元设备补偿费，承诺投资5000万元，目前该块土地尚未进行开发。

丰球集团（淮安）房地产有限公司

丰球集团（淮安）房地产有限公司，注册资本7000万元，公司控制人何智慧参股占比6%，具有二级房地产开发资质（核准暂定贰

级)，主要对“丰球-白鹭湖幸福阳光”房产项目进行开发。

“丰球-白鹭湖幸福阳光”房产项目位于江苏淮安市清河区，北靠占地 1800 亩的古黄河生态公园和曲折蜿蜒的古黄河，西邻宽 200 米的绿化带和白鹭湖山庄，东、南面紧挨总灌区绿化带，人居环境优越，到市中心有 46 米宽的和平东路直通，约 6 分钟车程。该项目一期建设用地 231.06 亩，建筑占地面积 3.91 万平方米，总建筑面积（不含地下室面积）23.14 万平方米（政府安置房项目），其中小高层住宅 5.56 万平方米、多层住宅 13.17 万平方米、排屋别墅 1.46 万平方米、商业 2.43 万平方米，容积率 1.3，建筑密度 25%，绿地率 35% 以上，总户数 1587 户，该项目现已全面完工，实现销售收入 8 亿多元、利润总额 1.6 亿元。

总体看，公司及其控制人涉足房地产行业，未来房地产项目投资规模一般，考虑到公司及其控制人下属房地产公司土地获取成本较低，房地产业务对公司形成的财务风险相对可控。

6. 经营效率

2006~2008 年，公司销售债权周转次数三年平均值为 14.24 次，2008 年为 15.29 次，公司销售债权周转效率不断提高，且处于较好水平；公司存货周转次数三年平均值为 5.47 次，2008 年为 5.18 次，公司存货周转效率较好；

2006~2008 年，公司总资产周转次数三年平均值为 1.44 次，2008 年为 1.38 次。总体看，公司资产周转效率较好。

7. 项目投资和未来发展

公司水泵产业未来发展目标明确，就是“做强、做精、做大、做久”水泵产业，不断优化产品结构、整合各种资源、创新管理机制，全面提高公司的综合竞争力。从长远目标来看，公司计划到 2015 年，实现年销售收入 25 亿。从 2010 年目标来看，公司计划实现销售收入 20.10 亿元，实现利润总额 1.97 亿元。

2009~2011 年，公司水泵产业计划投资额度分别为 7000 万元、25300 万元和 12000 万元。公司的主要投资项目包括潜水多级切割泵生产线、柴油机泵生产线、小型坑式泵生产线、搅拌切割泵生产线等；其中潜水多级切割泵生产线 2009 年投资 7000 万元，2010 年计划投资 17600 万元；柴油机泵生产线 2010 年开工，计划投资 7700 万元；小型坑式泵生产线和搅拌切割泵生产线则要 2011 年以后进行投资，总投资为 12000 万元，且投资规模将根据公司具体财务状况来落实。

总体看，公司发展目标明确，投资项目清晰，整体投资规模适中。预计未来几年，随着全球经济的企稳回升，公司水泵产业有望保持稳定增长态势。

表 5 公司项目投资情况

单位：万元

项目名称	项目概况	建设期	总投资	2009 年	2010 年	2011 年
潜水多级切割泵生产线	年产 2.5 万台	一年	24600	7000	17600	
柴油机泵生产线	年产 3000 台	一年	7700		7700	
小型坑式泵生产线	年产 2000 台	二年	5500			5500
搅拌切割泵生产线	年产 2500 台	二年	6500			6500
合计			44300	7000	25300	12000

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2006~2008 年度财务报表，采用旧会计准则，以上报表均经诸暨天阳会计师事务所有限公司审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2009 年 9 月财务报表未经审计。

截至 2008 年底，公司合并资产总额为 124702.79 万元，所有者权益（含少数股东权益）为 49580.17 万元（其中少数股东权益 1650.09 万元）。2008 年，公司实现主营业务收入 149691.85 万元，利润总额 14980.71 万元。

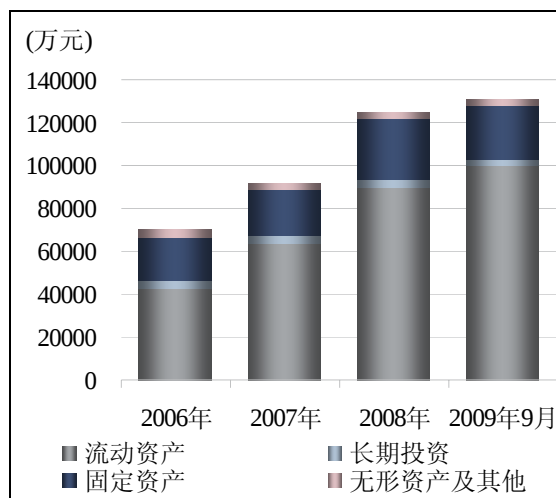
截至 2009 年 9 月底，公司合并资产总额为 131038.73 万元，所有者权益（含少数股东权益）为 53556.22 万元（其中少数股东权益 2009.53 万元）。2009 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 118045.51 万元，利润总额 13274.96 万元。

2. 资产质量

2006~2008 年，伴随着生产经营规模的扩张，公司合并资产总额快速增长，分别为 69833.37 万元、92268.28 万元和 124702.79 万元，年均增长 33.63%。截至 2008 年底，公司资产总额中流动资产占 72.06%，长期投资占 2.87%，固定资产占 22.40%，无形资产及其他占 2.67%，公司资产构成以流动资产为主。

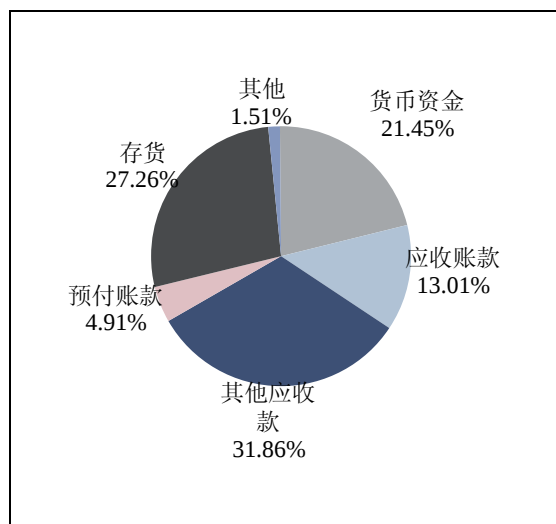
2006~2008 年，公司流动资产分别为 43097.70 万元、63832.48 万元和 89864.56 万元，年均增长 44.40%，流动资产快速增长，主要是公司货币资金、其他应收款和存货增长所致。

图 6 公司资产构成情况



资料来源：公司审计报告

图 7 2008 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2006~2008 年，在经营活动现金回流和大规模筹资活动的带动下，公司货币资金快速增长，分别为 7921.14 万元、9537.95 万元和 21096.14 万元，年均增长 63.20%，2008 年底货币资金主要是银行存款，占比 99.97%。

2006~2008 年，公司应收账款分别为 8377.27 万元、9534.05 万元和 10042.46 万元，年均增长 9.49%，应收账款有一定幅度增长，主要是公司生产规模扩张需要更多的应收账款支持所致；2008 年底公司应收账款账龄在 1 年以内的占 99.00%，可回收性较好。

2006~2008 年，公司预付账款分别为 5917.27 万元、15354.29 万元和 5849.59 万元，年均增长-0.57%，预付账款波动幅度较大；2008 年底公司预付账款账龄在 1 年以内的占 97.95%。

2006~2008 年，公司存货分别为 15126.23 万元、21238.98 万元和 27013.05 万元，年均增长 33.64%，主要是由于产销规模扩大导致原材料和产成品库存增加所致。2008 年底公司存货主要由原材料（占 39.74%）和产成品（占 57.44%）构成。

2006~2008 年，公司其他应收款分别为 3779.59 万元、5838.14 万元和 24005.22 万元，年均增长 152.02%，其他应收款快速增长，主要是与关联企业之间的往来款，其中欠款金额较大的公司包括：诸暨市中翔丰球置业有限公司（占 43.74%）、祥生实业集团有限公司（占 16.67%）、凯里磁材有限公司（占 13.31%）、美国丰球公司（占 6.34%）、杭州达明贸易有限公司（占 5.39%）、墨西哥丰球公司（占 5.18%）和贵州磁材厂（占 5.02%），其中诸暨市中翔丰球置业有限公司和祥生实业集团有限公司都以房地产和施工建筑为主业。从账龄结构分析，公司 1 年以内的其他应收款占比 99.71%，账龄较短，但实际回收很大程度上取决于欠款单位投产房产项目的运营情况和进度，存在一定不确定性。

2006~2008 年，公司固定资产总额快速增长，分别为 19658.10 万元、21498.25 万元和 23503.72 万元，年均增长 9.34%，主要是公司为扩大规模而投资建设厂房所致。截至 2008 年底，公司固定资产原值为 35134.35 万元，主要由房屋的建筑物（占 64.71%、成新率 71.57%）和机器设备（占 30.64%、成新率 63.28%）构成，固定资产整体成新率较高，为 66.90%。截至 2008 年底，公司在建工程为 4427.31 万元，为诸暨新厂区和庙坞新厂房。

截至 2009 年 9 月底，公司合并资产总额较 2008 年底略有增长，为 131038.73 万元，增

幅 5.08%，主要是应收账款和其他应收款增加所致，公司资产结构整体变化不大。

总体看，公司资产以流动资产为主，整体流动性适宜。

3. 负债及所有者权益

负债

2006~2008 年，受银行长期借款和短期借款快速增长的影响，公司负债总额快速增长，分别为 41868.50 万元、55939.86 万元和 75122.62 万元，年均增长 33.95%；2008 年底公司流动负债占负债的 87.25%，长期负债占负债的 12.75%。公司负债以流动负债为主，债务期限结构不尽合理。

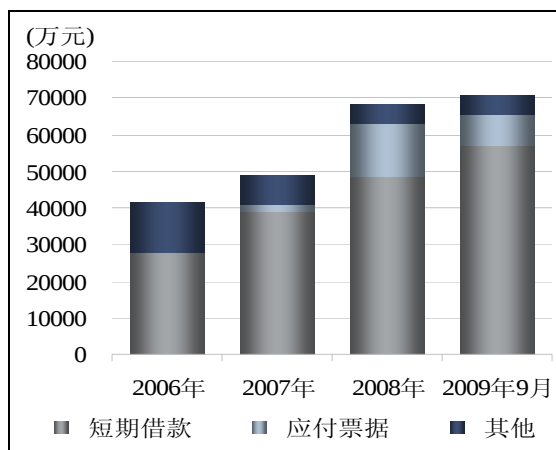
2006~2008 年，公司短期借款快速增长带动公司流动负债快速增长，分别为 41325.53 万元、48809.89 万元和 68046.65 万元，年均增长 28.32%；2008 年底公司流动负债主要由短期借款（占 71.22%）和应付票据（占 21.31%）构成。公司负债以流动负债为主，期限结构不尽合理。

2006~2008 年，公司短期借款快速增长，分别为 27990.00 万元、38990.00 万元和 48460.00 万元，年均增长 31.58%，主要是公司为扩大生产经营规模投资建设厂房而增加银行短期贷款所致。

2006~2008 年，公司应付票据快速增长，分别为 0 万元、2000.00 万元和 14500.00 万元，主要原因是在宏观经济不景气的背景下，客户收款政策收紧，公司需要采用大量的应付票据进行结算，同时导致应付账款大幅下降。

2009 年 9 月底，尽管公司应付票据下降到 8250.00 万元，较 2008 年底下降 42.11%，公司短期借款进一步增加到 56990.00 万元，较 2008 年底增长 17.60%，导致公司流动负债和负债总额略有上升，分别增长 3.58%和 3.14%。公司债务负担略有上升。

图8 公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2006~2008年，公司资产负债率和全部债务资本化比率处于小幅波动状态，三年平均值分别为60.30%和56.40%，2008年底分别为60.24%和58.52%。2009年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别略有下降，为59.13%和56.40%。

总体看，公司债务负担总体变化不大，整体债务负担较重；公司债务期限结构不尽合理。

所有者权益

2006~2008年，在公司增资和自身未分配利润积累的基础上，公司所有者权益（含少数股东权益）快速增长，分别为27964.87万元、36328.42万元和49580.17万元，年均增长32.78%；截至2008年底，公司归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占25.66%）、资本公积（占9.54%）、盈余公积（占8.71%）和未分配利润（占59.52%）构成，公司所有者权益稳定性一般。

2009年9月底，公司所有者权益（含少数股东权益）为53556.22万元，较2008年底增长8.02%，主要是公司未分配利润积累所致。

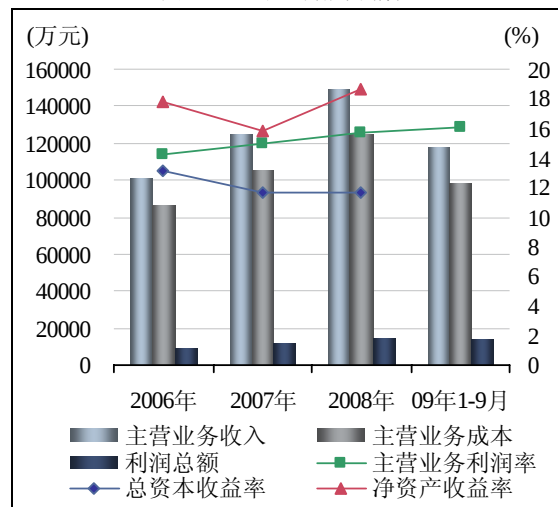
4. 盈利能力

2006~2008年，伴随着生产经营规模的扩大，公司主营业务收入和主营业务成本快速增

长，年均增长分别为21.60%和20.49%，2008年分别为149691.85万元和125090.59万元；受主营业务成本增长速度低于主营业务收入增长速度的影响，公司主营业务利润年均增长27.60%，高于主营业务收入增长速度；在期间费用年均增幅与营业收入基本同比例增长（25.29%）的影响，公司营业利润、利润总额和净利润快速增长，年均增长分别为29.33%、30.20%和42.17%，2008年分别为14193.97万元、14980.71万元和12202.22万元。

2006~2008年，尽管受2008年国际金融危机的影响，公司不断调整产品结构，提高产品附加值，公司主营业务利润率、总资产收益率和净资产收益率均呈小幅增长趋势，三年平均值分别为15.22%、14.87%和24.85%，2008年为15.73%、14.61%和25.46%。

图9 公司盈利能力情况



资料来源：公司审计报告

2009年1~9月，公司主营业务收入为118045.51万元，占2008年全年主营业务收入的78.85%；公司营业利润率为16.11%，较2008年主营业务利润率略有上升。

总体看，伴随着生产经营规模的扩大，公司主营业务收入快速增长，公司主营业务利润率呈上升趋势，整体盈利能力处于较好水平。

5. 现金流

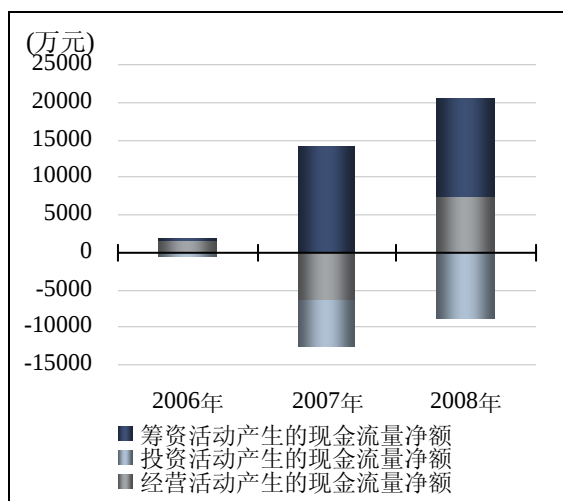
从经营活动来看，2006~2008年，伴随着

公司生产规模的扩大和主营业务收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入快速增长，年增长率分别为 21.10% 和 19.92%，2008 年分别为 148471.23 万元和 155352.29 万元；受原材料价格下降的影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金年均增长 5.13%，2008 年为 105560.57 万元。2008 年，公司支付的其他经营活动现金流出大幅增长，为 136.61%，主要是与关联企业的往来款增加所致。近三年，公司经营活动现金净额波动较大，分别为 1612.94 万元、-6398.57 万元和 7295.80 万元。从收入实现质量看，2006~2008 年，公司现金收入比分别为 100.00%、117.00% 和 99.18%，现金收入的实现质量一般。

从投资活动来看，2006~2008 年，公司投资活动现金流出和投资活动产生的现金净流出量年均增长分别为 147.90% 和 283.89%，2008 年分别为 14899.85 万元和 8785.14 万元，主要是公司进行固定资产投资所致。2006~2008 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 1016.82 万元、-12532.30 万元和 -1489.34 万元，公司经营活动现金流量基本可以满足投资的资金需求。

2006~2008 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 213.43 万元、14149.12 万元和 13047.54 万元，筹资净流入规模显著增大。

图 10 公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

总体看，伴随公司生产经营规模不断扩大，公司经营性现金流入持续增长，但受关联企业往来款增加的影响，公司经营活动现金净额规模较小且波动较大；公司经营活动现金流量无法全部满足投资的资金需求，公司对外存在一定筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2006~2008 年，公司流动比率和速动比率有所上升，三年平均值分别为 126.12% 和 85.90%，2008 年底为 132.06% 和 92.37%，2009 年 9 月底进一步上升至 141.27% 和 102.75%；从经营活动现金流分析，2006~2008 年，公司经营活动净现金流波动较大，经营现金流动负债比率分别为 3.90%、-13.11% 和 10.72%。总体看，公司短期偿债能力指标较好，但公司流动资产中其他应收款和存货占比较大，经营活动净现金流不稳定，公司存在一定短期资金周转的压力。

从长期偿债指标来看，2006~2008 年，公司 EBITDA 分别为 12680.61 万元、16888.42 万元和 20504.61 万元，年均增长 27.16%；公司 EBITDA 利息倍数分别为 5.96 倍、4.99 倍和 5.67 倍，三年平均值为 5.52 倍，EBITDA 对利息保障程度一般；公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 2.24 倍、2.84 倍和 3.41 倍，三年平均值为 3.01 倍。近三年，由于公司其他应收款的快速增长，导致同期公司经营活动净现金流规模偏小且呈现较大波动。公司其他应收款中房地产关联企业的欠款较为集中，其款项回收很大程度上取决于这些欠款企业经营房产项目的销售进度以及资金回笼情况。公司较大规模的其他应收款以及经营活动现金流的波动对公司实际偿债能力存在一定影响，公司对全部债务的保护能力一般。

2009 年 9 月底，公司对外担保合计 37500 万元，整体担保比率 72.75%，其中对浙江海亮股份有限公司（以下简称“浙江海亮”）的担保额占比 74.67%，分布相对集中，存在一定或

有负债风险。目前被担保企业生产经营正常。

表 6 2009 年 9 月底公司对外担保情况

被担保企业	担保金额（万元）
浙江海亮股份有限公司	28000
浙江大东南集团有限公司	7000
雄风集团股份有限公司	2500
合计	37500

资料来源：公司提供

浙江海亮成立于 2001 年，注册资本 40010 万元，是一家以铜及铜合金的研制开发、生产和销售和服务为主业的境内上市公司（股票代码：002203）。浙江海亮是全球大型合金铜管生产企业之一，其研制开发的铜管、铜棒等产品被广泛用于空调制冷、建筑水道、装备制造等行业。除传统铜加工主业外，浙江海亮母公司海亮集团有限公司（以下简称“海亮集团”）还涉足房地产、金属贸易、矿产开发、基础教育以及商业百货等行业，海亮集团现为中国房地产百强企业。截至 2009 年 9 月底，浙江海亮资产总额 42.70 亿元，净资产 14.45 亿元，2009 年 1~9 月实现销售收入 43.77 亿元，利润总额 1.50 亿元。

浙江大东南集团有限公司（以下简称“大东南集团”）成立于 1975 年，以生产塑料薄膜和各种规格的塑料包装袋等塑料制品为主业，是世界塑料制品业 500 强企业。曾先后获得“全国 500 家综合效益最优工业企业”、“全国塑料包装制品行业龙头企业”、“全国乡镇企业出口创汇二十强企业”、“国家级重点高新技术企业”、“中国名牌产品”、“中国驰名商标”等荣誉。大东南集团现有职工 2200 人，资产总额 29.60 亿元。

雄风集团股份有限公司（以下简称“雄风集团”）成立于 2002 年，注册资本 8798 万元，是一家区域性综合商贸流通企业，目前主营的业态包括家电零售连锁、超市连锁、百货商场以及家电批发业务。截至 2009 年 9 月底，雄风集团资产总额 14.86 亿元，所有者权益 6.33

亿元；2009 年 1~9 月实现主营业务收入 7.43 亿元，利润总额 0.13 亿元。

2009 年 9 月底，公司获得各家银行授信总额度为 91000 万元，已使用额度 62990 万元，尚未使用的 23500 万元，公司拥有一定融资渠道。

八、本期集合票据偿债能力分析

公司计划发行 12000 万元一年期集合票据（以下称“本期集合票据”），发行额占 2009 年 9 月底公司全部债务和负债总额的 16.61% 和 15.49%，本期集合票据的发行对公司债务结构有较大影响。

以 2009 年 9 月底财务数据为基础，不考虑其他因素变化，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 62.56% 和 61.13%，公司债务负担有所加重。

2009 年 9 月底，公司现金类资产（货币资金+短期投资+应收票据）为 21358.52 万元，是本期集合票据发行额度的 1.78 倍，公司现金类资产对本期债券的保障能力较好；2006~2008 年，公司 EBITDA 分别为 12680.61 万元、16888.69 万元和 20504.61 万元，分别是本期集合票据额度的 1.06 倍、1.41 倍和 1.71 倍，对本期集合票据的保障能力一般；2008 年，公司经营活动现金流入量和经营活动产生的现金流量净额分别为 155352.29 万元和 7295.80 万元，分别为本期集合票据发行额度的 12.95 倍和 0.61 倍。总体看，公司对本期集合票据的偿付能力较强。

九、综合评价

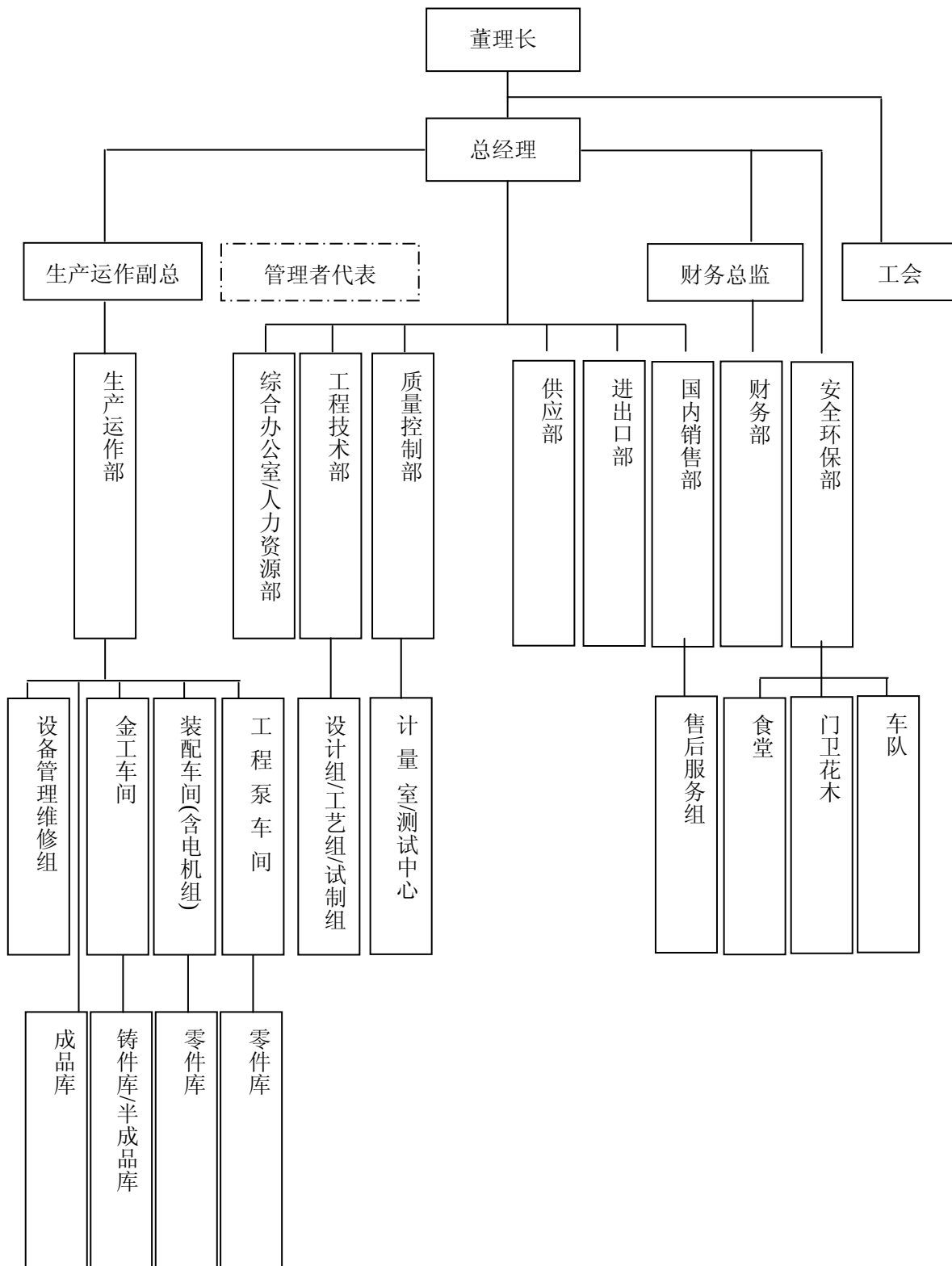
公司目前是浙江地区规模较大的水泵制造企业，在产品质量和产品知名度等方面具备优势。尽管近年来水泵行业竞争激烈，国际市场需求减弱，但公司凭借其稳健的经营模式、

较好的产品质量，不断调整产品结构，提高产品附加值，实现了良好的经营业绩。

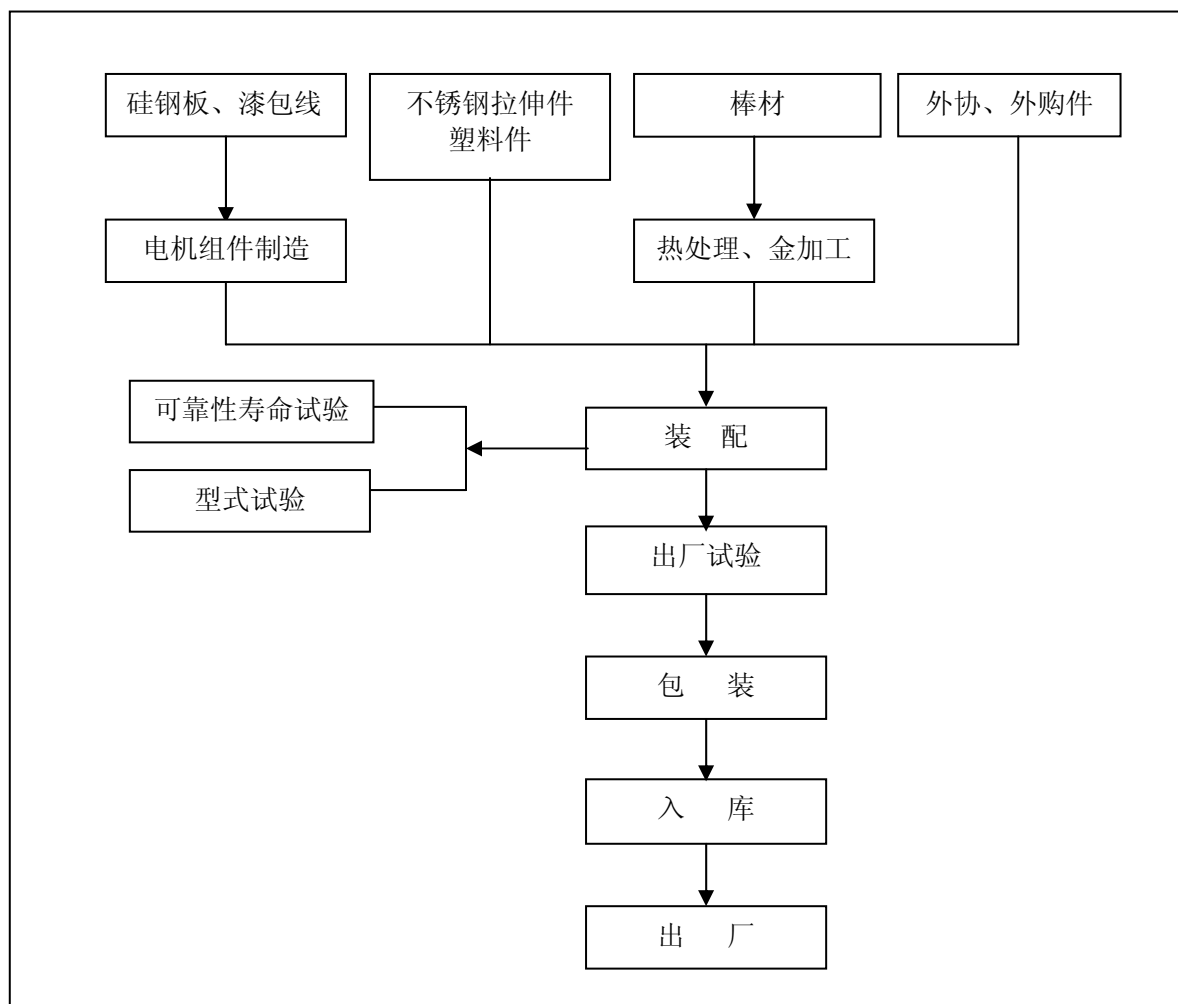
公司资产以流动资产为主，资产流动性适宜。近年来，伴随着生产经营规模的扩大，公司主营业务收入快速增长，主营业务利润率呈上升趋势，盈利能力保持了较好水平。目前，公司整体债务负担较重，整体偿债能力一般。

总体看，公司主体长期信用风险较低。

附件 1-1 公司组织结构图



附件 1-2 公司水泵生产工艺流程图



附件 2-1 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	7921.14	9537.95	21096.14	63.20	21358.52
短期投资					
应收票据					
应收股利					
应收利息					
应收账款	8377.27	9534.05	10042.46	9.49	12949.89
其他应收款	3779.59	5838.14	24005.22	152.02	31722.48
预付账款	5917.27	15354.29	5849.59	-0.57	4890.48
期货保证金					
应收补贴款	1170.69	1502.25	1020.83	-6.62	675.52
应收出口退税					
存货	15126.23	21238.98	27013.05	33.64	27147.15
待摊费用	6.73		10.45	24.59	0.00
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	798.77	826.82	826.82	1.74	826.82
流动资产合计	43097.70	63832.48	89864.56	44.40	99570.86
长期投资					
长期股权投资	3577.60	3577.60	3577.60	0.00	3577.60
长期债权投资					
长期投资合计	3577.60	3577.60	3577.60	0.00	3577.60
减：长期投资减值准备					
加：合并价差					
长期投资净额	3577.60	3577.60	3577.60	0.00	3577.60
固定资产					
固定资产原值	27657.83	31221.81	35134.35	12.71	38993.30
减：累计折旧	7999.73	9723.56	11630.63	20.58	16635.42
固定资产净值	19658.10	21498.25	23503.72	9.34	22357.88
固定资产净值减值准备					
固定资产净额	19658.10	21498.25	23503.72	9.34	22357.88
工程物资					
在建工程			4427.31		2223.13
固定资产清理					
待处理固定资产净损失					
固定资产合计	19658.10	21498.25	27931.03	19.20	24581.01
无形资产及其他资产					
无形资产	3356.74	3356.74	3329.60	-0.41	3309.25
长期待摊费用					
其他长期资产					
无形资产及其他资产合计	3379.97	3359.94	3329.60	-0.75	3309.25
递延税项					
递延税项借项					
资产总计	69833.37	92268.28	124702.79	33.63	131038.73

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 9 月
流动负债					
短期借款	27990.00	38990.00	48460.00	31.58	56990.00
应付票据		2000.00	14500.00	!	8250.00
应付账款	6420.51	3359.13	2013.49	-44.00	850.26
预收账款	2560.35	1153.71	441.49	-58.47	899.52
应付工资	62.19	99.50	82.27	15.02	70.30
应付福利费	770.03	787.16	801.64	2.03	596.00
应付利润（股利）					
应交税金	1626.54	633.51	872.89	-26.74	762.63
其他未交款	23.37	22.24	24.64	2.69	33.69
其他应付款	1872.47	1708.54	850.23	-32.62	2030.11
预提费用	0.07	56.10			
预计负债					
一年内到期的长期负债					
其他流动负债					
流动负债合计	41325.53	48809.89	68046.65	28.32	70482.51
长期负债					
长期借款	359.00	7000.00	7000.00	341.57	7000.00
应付债券					
长期应付款	183.97	129.97	75.97	-35.74	0.00
专项应付款					
其他长期负债					
长期负债合计	542.97	7129.97	7075.97	261.00	7000.00
递延税项					
递延税项贷款					
负债合计	41868.50	55939.86	75122.62	33.95	77482.51
少数股东权益	779.01	485.14	1650.09	45.54	2009.53
所有者权益					
实收资本	12300.00	12300.00	12300.00	0.00	12300.00
资本公积	3418.80	3418.80	3418.80	0.00	3418.80
盈余公积	2880.44	3122.90	3684.14	13.09	3684.14
其中：法定公益金					
未分配利润	8586.62	17001.58	28527.14	82.27	32143.75
未确认的投资损失（以“-”号填列）					
外币报表折算差额					
所有者权益合计	27185.86	35843.27	47930.08	32.78	51546.70
负债及所有者权益合计	69833.37	92268.28	124702.79	33.63	131038.73

附件 3 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~9 月
一、主营业务收入	101242.28	124799.22	149691.85	21.60	118045.51
减: 主营业务成本	86157.71	105506.43	125090.59	20.49	98137.07
主营业务税金及附加	617.90	578.23	1047.32	30.19	894.70
加: 代购代销收入					
二、主营业务利润	14466.67	18714.55	23553.94	27.60	19013.74
加: 其他业务利润	26.70	75.95	71.21	63.30	196.47
减: 营业费用	1810.71	1872.73	1962.05	4.10	1586.01
管理费用	1724.72	2731.32	3266.75	37.63	2066.31
财务费用	2472.34	3527.74	4202.38	30.37	3161.80
其他					
三、营业利润	8485.60	10658.72	14193.97	29.33	12396.08
加: 投资收益	228.48	706.25	437.86	38.43	765.25
补贴收入	211.96	49.79	444.45	44.81	83.51
营业外收入	8.22	476.51	34.46	104.82	79.98
其他					
减: 营业外支出	96.82	120.47	130.03	15.89	49.86
其他支出					
加: 以前年度调整					
四、利润总额	8837.44	11770.79	14980.71	30.20	13274.96
减: 所得税	2800.35	3315.31	2778.49	-0.39	2042.45
减: 少数股东损益	779.01	485.14	1650.09	45.54	2009.53
加: 未确认的投资损失					
五、净利润	6037.09	8455.49	12202.22	42.17	11232.51

附件 4-1 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	101242.28	146015.08	148471.23	21.10	135663.85
收到的税费返还	6636.41				428.82
收到的其他与经营活动有关的现金	156.65	602.25	6881.06	562.76	5575.79
经营活动产生的现金流入小计	108035.35	146617.33	155352.29	19.92	141668.46
购买商品、接受劳务支付的现金	95175.31	133442.53	105560.57	5.31	121431.39
支付给职工以及为职工支付的现金	974.10	1447.99	1442.52	21.69	1262.14
支付的各项税费	3997.65	4936.60	5921.26	21.70	2980.10
支付的其他与经营活动有关的现金	6275.34	13188.78	35132.14	136.61	9527.40
经营活动产生的现金流出小计	106422.41	153015.90	148056.49	17.95	135201.03
经营活动产生的现金流量净额	1612.94	-6398.57	7295.80	112.68	6467.43
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金	1600.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
取得投资收益所收到的现金	228.48	706.25	6114.70	417.32	765.25
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金					
收到的其他与投资活动有关的现金					
投资活动产生的现金流入小计	1828.48	706.25	6114.70	82.87	765.25
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	2424.60	3563.98	8339.85	85.46	1634.42
投资所支付的现金		3276.00	6560.00		
支付的其他与投资活动有关的现金					
投资活动产生的现金流出小计	2424.60	6839.98	14899.85	147.90	1634.42
投资活动产生的现金流量净额	-596.12	-6133.73	-8785.14	283.89	-869.17
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资所收到的现金					
借款所收到的现金	2020.00	18000.00	25970.00	258.56	37081.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	2497.90				
筹资活动产生的现金流入小计	4517.90	18000.00	25970.00	139.75	37081.00
偿还债务所支付的现金	4300.00		8500.00	145.75	34801.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金		3502.74	4036.81		7615.89
支付的其他与筹资活动有关的现金	4.47	348.14	385.66	828.47	0.00
筹资活动产生的现金流出小计	4304.47	3850.88	12922.46	73.27	42416.89
筹资活动产生的现金流量净额	213.43	14149.12	13047.54	681.87	-5335.89
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	1230.25	1616.81	11558.19	206.51	262.38

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(%)	2009 年 1~9 月
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动					
债务转为资本					
一年内到期的可转换公司债券					
融资租入固定资产					
其他					
二、将净利润调节为经营活动的现金流量					
净利润	6037.09	8455.49	12202.22	42.17	11232.51
加: 未确认的投资损失(以“+”号填列)					
加: 少数股东损益					
计提的资产减值准备					
固定资产折旧	1588.72	1723.83	1907.07	9.56	5004.78
无形资产摊销	125.55				
长期待摊费用摊销					
待摊费用减少(减:增加)	3.23	6.73	-10.45		10.45
预提费用增加(减:减少)	-7.48	56.03	-56.10	173.82	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)					49.86
固定资产报废损失					
财务费用	2472.34	3527.74	4202.38	30.37	2428.93
投资损失(减:收益)	-228.48	-706.25	-437.86	38.43	-765.25
递延税款贷项(减:借项)	-119.99	20.03	3.20		0.00
存货的减少(减:增加)	-2447.14	-6112.75	-5774.07	53.61	-134.10
经营性应收项目的减少(减:增加)	-7746.54	-10593.80	8996.29		-5265.62
经营性应付项目的增加(减:减少)	1621.01	-2468.01	-10442.14		-6094.14
其他	314.64	-307.61	-3294.75		0.00
经营活动产生的现金流量净额	1612.94	-6398.57	7295.80	112.68	6467.41
三、现金及现金等价物净增加情况					
现金的期末余额	120.34	139.80	8596.14	745.19	21358.52
减: 现金的期初余额	2257.86	120.34	4537.95	41.77	21096.14
现金等价物的期末余额	7800.80	9398.15	12500.00	-	0.00
减: 现金等价物的期初余额	4433.03	7800.80	5000.00	-	0.00
现金及现金等价物净增加额	1230.25	1616.81	11558.19	206.51	262.38

附件 5 主要财务指标

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)	12.09	13.94	15.29	14.24	--
存货周转次数(次)	5.70	5.80	5.18	5.47	--
总资产周转次数(次)	1.45	1.54	1.38	1.44	--
现金收入比(%)	100.00	117.00	99.18	104.69	114.93
盈利能力					
主营业务利润率(%)	14.29	15.00	15.73	15.22	16.11
总资本收益率(%)	15.88	14.62	14.61	14.87	--
净资产收益率(%)	22.21	23.59	25.46	24.25	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	1.27	16.16	12.37	11.29	11.56
全部债务资本化比率(%)	50.34	56.92	58.52	56.40	57.43
资产负债率(%)	59.95	60.63	60.24	60.30	59.13
偿债能力					
流动比率(%)	104.29	130.78	132.06	126.12	141.27
速动比率(%)	67.69	87.26	92.37	85.90	102.75
经营现金流动负债比(%)	3.90	-13.11	10.72	2.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.96	4.99	5.67	5.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.24	2.84	3.41	3.01	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.04	-0.26	-0.02	-0.08	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.48	-3.70	-0.41	-1.22	--
本期债券偿债能力					
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.06	1.41	1.71	1.49	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	9.00	12.22	12.95	11.94	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.13	-0.53	0.61	0.17	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.08	-1.04	-0.12	-0.36	--

注：公司 2006 年-2009 年 9 月财务报表采用的是旧会计准则，2009 年 9 月财务报表未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

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

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

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

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，企业主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

信用等级公告

联合[2010] 131 号

联合资信评估有限公司通过对太子龙控股集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

太子龙控股集团有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年三月十九日



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.lianhecredit.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）与太子龙控股集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与太子龙控股集团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，未因太子龙控股集团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太子龙控股集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、太子龙控股集团有限公司主体长期信用等级自 2010 年 3 月 19 日至 2011 年 3 月 18 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一零年三月十九日



太子龙控股集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: BBB⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2010年3月19日

财务数据

项目	2006年	2007年	2008年	09年9月
资产总额(万元)	31477.54	43393.94	57787.27	69282.89
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	17930.59	22023.76	26335.13	30494.83
长期债务(万元)	0.00	5000.00	7250.00	7250.00
全部债务(万元)	11950.40	19216.10	29560.80	34050.00
主营业务收入(万元)	45398.81	49130.18	60450.29	50807.27
利润总额(万元)	4649.94	4835.94	6698.60	5604.31
EBITDA(万元)	5757.74	6518.15	9569.65	--
经营性净现金流(万元)	1636.63	-2011.43	3357.59	-5688.84
主营业务利润率(%)	15.37	15.94	22.73	23.11
净资产收益率(%)	16.86	14.05	18.85	--
资产负债率(%)	43.04	49.25	54.43	55.99
全部债务资本化比率(%)	39.99	46.60	52.89	52.75
流动比率(%)	139.65	160.03	131.91	108.78
全部债务/EBITDA(倍)	2.08	2.95	3.09	--
EBITDA利息倍数(倍)	10.50	6.55	5.97	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.96	1.09	1.59	--

注: 公司采用旧会计准则, 三年均无借款资本化利息; 2009年3季度财务数据未经审计。

分析师

黄滨 李志博

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.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”)对太子龙控股集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其在生产规模、产品质量、渠道建设、盈利能力、品牌知名度等方面的优势。虽然原材料价格攀升、服装加工行业竞争日益激烈对公司产生不利影响,但公司凭借其较强的价格转移能力,以及稳定增长的销售渠道,盈利能力保持增长;公司产品全部内销,较好地规避了人民币升值和全球经济增长下滑所致的服装出口下降风险。同时,公司借助发展动漫产品推出了童装系列,高端品牌建设也取得一定成效,品牌形象有所提升。但联合资信也关注到公司近两年投资规模加大,资本性支出较多,债务负担有所加重,经营性现金流净额波动较大等因素对公司信用水平的不利影响。

公司服装加工业务有望保持稳定增长态势,未来浙江萧山和安徽瑶海的产业园建成后,公司生产能力将有所提高,有助于整体收益水平的提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 国家实施扩张性货币政策和刺激消费政策,保证了国内消费市场的稳定增长,对公司服装产品在国内市场的销售起到了积极的作用。
2. 公司是长三角地区具有一定知名度的服装品牌运营商,在生产规模、产品质量、渠道建设等方面优势明显。
3. 公司较强的价格转移能力有效化解了成本上涨压力,稳定增长的国内销售渠道有力拉动了业绩的增长,盈利能力在同行业中处于较高水平。

4. 童装和高端品牌的推出有助于丰富公司产品系列，提升公司品牌形象。

关注

1. 纺织服装行业景气度下滑、原材料及劳动力成本攀升、服装加工行业竞争激烈，对公司经营产生不利影响。
2. 公司近年来投资规模较大，资本性支出增加，债务负担重。
3. 公司经营性现金流净额波动较大。
4. 公司对外担保比率高，存在一定或有债务风险。
5. 直营店的迅速扩张对公司管理能力提出一定挑战。

一、主体概况

太子龙控股集团有限公司（以下简称“太子龙集团”或“公司”）前身是浙江太子龙服饰有限公司，由王培火与蔡惠东（王培火之妻）2名自然人于1995年9月出资组建，原注册资金6738万元，王培火现金出资4379.7万元，占比65%；蔡惠东现金出资2358.3万元，占比35%。2007年5月，公司注册资本增至8088万元，王培火现金出资5257.2万元，占比65%；蔡惠东现金出资2830.8万元，占比35%。

企业经营范围包括：对外投资；制造、销售：服装、服饰、皮革制品、玩具、钓具、纺织品、五金、电器、钟表、日用品、机械产品、文具、鞋帽、日用百货；科技开发；林木、园艺作物、花木的种植，牲畜、家禽的养殖；从事货物及技术的进出口业务。

公司主营业务为服装加工与销售业务。公司下设总经理办公室、信息管理部、人力资源部、财务管理部、行政中心、营销中心、生产管理中心和研发中心等共26个职能部门。截至2009年9月底，公司拥有全资及控股子公司6家，分别是浙江太子龙文化传播有限公司、浙江太子龙服饰股份有限公司、浙江太子龙实业发展有限公司、诸暨龙太子服饰有限公司、浙江凡恩服装设计有限公司和安徽太子龙实业发展有限公司。

截至2008年底，公司合并资产总额为57787.27万元，所有者权益为26335.13万元（其中含少数股东权益2360.00万元）。2008年，公司实现主营业务收入60450.29万元，利润总额6698.60万元。

截至2009年9月底，公司合并资产总额为69282.89万元，所有者权益合计为30494.83万元（其中少数股东权益2860.00万元）。2009年1~9月，公司实现主营业务收入50807.27万元，利润总额5604.31万元。

公司注册地址：浙江诸暨璜山；法定代表人：王培火。

二、本期集合票据概况

本期集合票据计划发行总额度为66000万元，期限为1年，其中公司拟申报发行额度6000万元，募集资金主要用于补充公司营运流动资金需求。

三、行业分析

公司主营业务为西服、茄克、裤子等中高档男装的生产和销售，属纺织服装行业中的服装子行业。

1. 行业概况

行业形势有所好转，纺织与服装子行业盈利相对较好

纺织服装行业是典型的劳动密集型行业，受人民币升值、劳动力成本上升和全球金融危机的影响，尤其是2008年9月全球金融危机向实体经济蔓延，纺织服装行业景气程度显著下滑。国家统计局数据显示（见表1），2008年1~11月，规模以上纺织服装企业（包括纺织专用设备制造业、化纤制造业、纺织业、服装制造业）实现收入3.02万亿元，同比增长13.79%；利润总额1061.05亿元，同比下降1.77%；其中企业亏损金额达到227.5亿元，同比增加99.85%。从子行业看，纺织专用设备制造业和化纤制造业亏损较为严重，是导致行业负增长的主因，而纺织和服装子行业盈利相对较好，尤其是服装行业利润增速达到13.02%。

2009年以来，纺织服装行业在出口退税率调整、拉动内需等国家利好政策扶持下，体现出好转趋势。2009年1~8月，国内规模以上纺织服装企业实现营业收入22260亿元、利润总额830.9亿元，分别同比增长6.06%和14.35%；2009年1-5月的统计数据显示纺织服装行业开始扭转2008年4季度以来的下滑局面，5-8月行业运行情况进一步好转，收入和利润总额增幅分别提高了3.28个和12.28个百分点；其中服装子行业实现收入6077亿元，

利润总额 269.1 亿元，分别同比增长 16.1%和 27.4%；纺织子行业实现收入 13768 亿元，利润总额 492.6 亿元，分别同比增长 5.1%和 5.2%；化纤子行业实现收入 2415 亿元，同比下降 8.85%，利润总额 69.2 亿元，增长 46.8%。

表 1 2008 年 1~11 月纺织服装行业盈利情况

分类	收入 (万亿元)	同比增长 (%)	利润 (亿元)	同比增长 (%)	毛利率 (%)	同比增 减 (个 百分 点)
纺织专用设备制造业	0.05	-6.43	27.47	-40.56	13.6	-0.76
化纤制造业	0.36	5.84	135.49	-74.89	6.2	-2.37
纺织业	1.86	14.75	617.65	9.28	10.61	0.18
服装制造业	0.75	17.21	280.44	13.02	14.05	-0.14
全行业	3.02	13.79	1061.05	-1.77	10.99	-0.17

资料来源：国家统计局

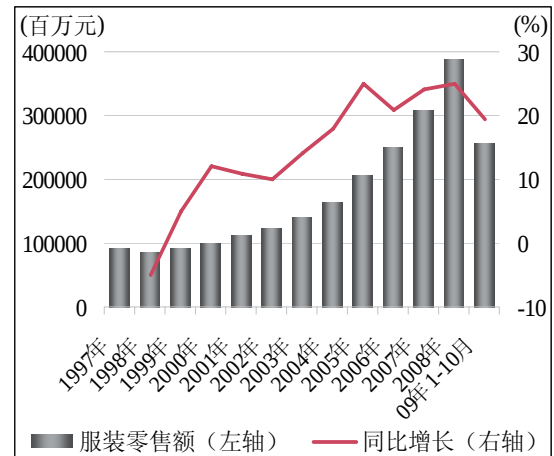
国内消费：服装零售额有所回升

随着居民生活水平的提高，服装消费进入高速增长阶段，2008 年限额以上企业服装零售总额达 3776 亿元，1997~2008 年复合增长率为 14.22%（见图 1）。从数据看，2008 年在金融危机蔓延导致的一系列负面因素打击下，服装零售额依然达到 25% 的增速，然而其高增长未能在 2009 年延续，一季度国内服装零售额增幅环比回落 10 个百分点至 15.18%，与出口相比，国内服装零售额对金融危机的反应滞后约 6~9 个月。2009 年下半年开始，随着国内居民消费意愿和消费能力的恢复，纺织服装消费恢复平稳向上的格局。2009 年 1~10 月，限额以上企业服装零售实现 2557 亿元，同比增长 19.43%；10 月份单月，限额以上企业服装零售实现 303 亿元，同比增长 22.68%。

与其他消费品相比，服装在整个消费品零售额中所占的比重是逐渐下降的，近年来稳定在 15% 左右，相对于占比上升的消费品，如汽车、书籍音像制品等，反映出消费升级的趋势。从消费特点上讲，休闲化、品牌化、个性化的特征明显，服装面料也更加强调舒适性、功能

性及环保性。

图 1 国内规模以上企业服装零售额变化



资料来源：CEIC

2. 行业政策

出口退税政策

2005 年~2007 年，为了缓解国际贸易争端压力，以及促进纺织行业产业结构调整，中国政府多次下调纺织品出口退税，2007 年 7 月，服装、鞋帽、箱包等纺织品出口退税率由 13% 下调至 11%，粘胶纤维出口退税率由 11% 下调至 5%。2008 年下半年以来，为缓冲国际贸易环境急剧恶化对国内纺织产业的冲击，国家税务总局和财政部已先后 4 次上调出口退税比例。从 2009 年 4 月 1 日起，纺织品、服装的出口退税率提高到 16%，较 2007 年底提高 5 个百分点。在中国纺织行业景气周期持续下滑的情况下，出口退税比例的提高能够在一定程度上缓解纺织企业面临的困难。

纺织工业振兴规划

2009 年 2 月，国务院常务会议审议并原则通过了《纺织工业振兴规划》，振兴规划主要涉及：①统筹国际国内两个市场，积极扩大消费；②加强技术改造和自主品牌建设，重点支持纺纱织造、印染、化纤等行业技术进步；③加快淘汰落后产能，制定和完善准入条件，淘汰能耗高、污染重等落后生产工艺和设备；④优化区域布局，推动和引导纺织服装加工企业向中西部转移；⑤加大财税金融支持，将纺织

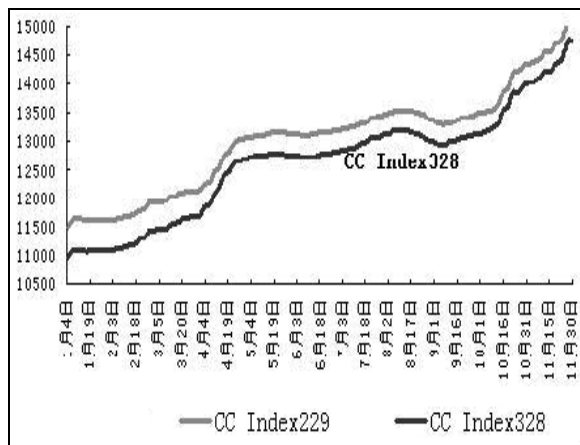
品服装出口退税率由 14% 提高至 15% (后又提高至 16%)。

3. 行业关注

原材料价格波动对纺织服装行业成本控制和盈利有一定负面影响

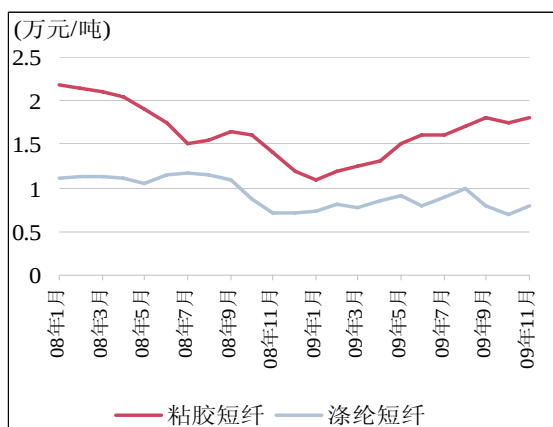
2009 年下半年以来, 由于市场对经济复苏导致的需求上升抱有预期, 纺织服装企业习惯通过囤货实现利润最大化, 另外买涨不买跌的心理也导致整个市场库存经常处于急剧变化之中。棉花、粘胶短纤和涤纶短纤三大原料, 其价格受行业供需、国家收储政策及石油价格走势影响。

图 2 2009 年国棉 328 和 229 价格走势对比



资料来源：中国棉花交易网

图 3 2008~2009 年粘胶短纤和涤纶短纤价格走势



资料来源：第一纺织网

棉花方面, 2009 年初国家大力收储, 棉价

涨势明显, 一度超越 1.3 万元/吨; 5 月起国家开始放储, 6 月初国棉 328 报收 1.29 万元/吨; 四季度受新疆棉运输困难、抛储暂停等多种因素影响, 国内棉花行情持续走高, 国棉 328 于 11 月底收于 14731 元/吨, 创下近年新高, 当月涨幅达到 5.05% (见图 2)。短纤方面, 受原油走势上扬影响, 粘胶短纤的价格从 09 年 3 月份启动进入上升通道, 到 6 月份已上涨至 16000 元/吨, 11 月至 17650 元/吨。涤纶短纤价格 11 月维持强势上涨, 突破万元大关, 11 月底报收于 10150 元/吨 (见图 3)。总体看, 原材料价格波动的不确定性是影响行业盈利的不利因素之一。

纺织服装出口贸易低位运行

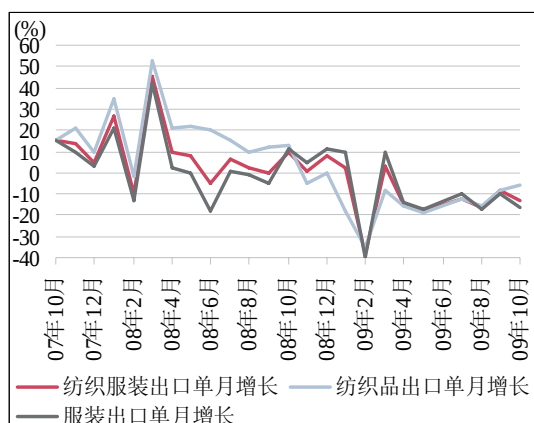
中国纺织行业外向型企业较多, 出口规模较大, 但由于品牌文化、技术实力、设计能力等方面同服装产业发达的国家相比存在较大差距, 整体产品附加值相对较低, 出口竞争力主要依靠成本优势。自 2005 年 7 月汇率改革以来, 人民币持续升值造成出口企业成本优势下降, 出口增速显著下滑。

2008 年下半年以来, 由于美国次贷危机引发全球金融动荡进一步加剧, 欧、美、日等发达经济体接连下调经济增长预期, 中国纺织服装产品出口出现下滑态势。2008 年中国纺织服装出口 1896.24 亿美元, 同比增长 7.98%, 增幅同比下降 11.42 个百分点。欧盟、美国、日本、香港是中国纺织服装出口最多的目的地, 2008 年以上四地合计占中国纺织服装出口总额的 56%。

2009 年以来, 受主要目的地经济持续低迷、货币贬值等多重因素的影响, 中国纺织品出口业务较上年同期大幅下滑。2009 年 1~10 月, 纺织服装累计出口 1312 亿美元, 同比下降 12.08%, 其中纺织品出口 497 亿美元, 同比下降 12.52%, 服装出口 815 亿美元, 同比下降 11.80%。从单月数据看, 10 月份单月, 纺织服装出口 141 亿美元, 同比下降 13.21%, 其中纺织品出口 55 亿美元, 同比下降 5.78%,

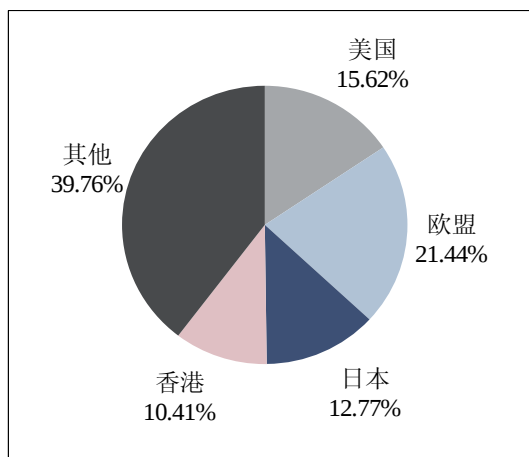
服装出口 86 亿美元，同比下降 16.37%，因服装在行业出口中所占比重较大，带动整体降幅拉大。从出口市场看（见图 5），欧、美、日仍是主要出口地区，加上香港转出口贸易，占行业总出口约 60%，其中欧盟占比最高。总体看，受海外经济低迷、消费下滑影响，纺织服装出口贸易仍持续低位运行。

图 4 纺织品和服装月度出口增长情况



资料来源：第一纺织网

图 5 2009 年 1-10 月纺织服装行业出口市场情况



资料来源：第一纺织网

4. 未来发展

出口继续平稳复苏，高增长难再现

中国纺织品服装的出口前景取决于两个方面：一是未来全球纺织品服装需求变化，二是中国纺织品服装出口额占全球贸易额比重变动。考虑到传统市场的服装消费需求增长有限；新兴市场尽管增速较快，但由于占比很低，

对全球贸易额贡献不会太大，加上金融危机的影响，预计未来全球纺织品服装贸易额增速会较前几年出现下滑。中国纺织品服装出口额占全球贸易额比重变动则取决于中国纺织业在劳动力价格、原材料、汇率、政策及贸易环境等方面的竞争力变化。尽管劳动力成本相对其他国家上涨较快，人民币升值压力依然存在，但凭借丰富的生产资源、庞大的生产规模以及完善的产业配套，中国纺织业的国际竞争力依然明显。随着 2007、2008 年对欧盟和美国配额相继取消，未来中国纺织品服装出口占全球贸易额的比重仍能继续提升。但考虑到此前中国占比已接近 40%，加之贸易环境继续改善的空间已经不大，出口份额提升的速度会比较缓慢。随着全球经济的复苏，未来 3-5 年内行业出口应能维持 5%-8% 的增长，但纺织服装业出口黄金期已过，往年 20% 以上的高速增长再难实现。

国内消费是未来行业发展的主要推动力

国内经济受危机影响相对较小，居民对未来预期及消费意愿逐步走强，未来行业重心将逐步转移至国内，中长期看国内消费市场将是未来行业发展的主要推动力。

中国居民收入的提高使消费能力大幅提高。按照发达国家经验，人均收入超过 3000 美元消费将进入新的提升阶段。2008 年城镇居民人均可支配收入为 1.58 万元，五年复合增长率为 13.25%，农村居民现金收入 5737 元，五年复合增长率为 16.95%。2008 年城镇人口占总人口比重为 45.68%，较 1980 年提高 26.29 个百分点。考虑到城乡居民在服装消费能力上的巨大差异，城镇化的进程将催生大量的服装消费需求。

国内品牌服装发展空间巨大

随着经济发展、消费升级，消费者对品牌的青睐是必然趋势，也将促使国内纺织服装行业由制造加工业型向技术创新、品牌零售转变。当前国内市场竞争激烈，销售渠道成为较高的进入门槛。品牌和渠道处于价值链的高

端，在国内纺织服装行业品牌尚处于培育阶段，但与大量加工企业相比，已体现出远超行业平均水平的盈利能力，2009年国内上市公司中品牌服装企业经营仍保持了相对较高的增长。中国品牌服装处于成长阶段，相比海外企业，缺乏顶级品牌发展的底蕴，而以中端品牌为主，配合以渠道辅佐，更加适合我国现阶段消费水平及行业发展境况，规模扩张仍是当前品牌服装企业发展的主旋律。同时，农村市场孕育着巨大消费潜力，随着城镇化的推进，如七匹狼、美邦等在二、三线城市具备较大网络的品牌服装企业，将更具发展空间。

总体看，中国纺织服装行业已开始初步复苏，但发展环境仍较为严峻。预计未来纺织服装行业将进入新一轮洗牌周期，在这一阶段中，拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司主要从事服装加工与销售业务。公司原有位于浙江诸暨璜山的生产车间，占地13亩，其自制产值占公司整体销售的8%左右，另有位于安徽瑶海经济开发区的核心贴牌企业生产中心，占地面积100亩，目前已全面结顶并完成外墙装修，将于2010年全面投入使用；还有位于萧山江东工业园区的公司综合办公楼、生产中心、后勤中心，一期占地58亩，建筑面积59577平方米，已于2009年10月正式投入运行。

公司旗下主打品牌“太子龙”男装，并于2006年借助动漫产品推出了童装系列“龙太子”和“龙贝贝”品牌，于2008年5月针对白领高端市场推出“77”品牌。公司主打产品为中高档茄克衫、棉装、T恤衫、西服等，年生产能力500万件（套），产品100%内销，整体以“虚拟经营为主”，即绝大多数产品是采用“贴牌”方式实现供货。截至2009年9月底，公司

在国内已有2500多个加盟终端，营销网络遍布大半中国区疆域。

公司是浙江诸暨服装生产加工行业的龙头厂商之一，为当地政府重点鼓励支持企业。截至2008年底，公司已连续五年荣获“全国服装行业双百强”和“中国民营企业500强”，并被《福布斯》杂志认定为“中国最具成长潜力的100家企业”。“太子龙”品牌先后荣获“中国服装行业竞争力前十强”、“休闲服销售量前十强”、“中华民族品牌30强”、“中国驰名商标”和“国家免检产品”。

总体看，公司具有较强的规模优势、品牌优势和企业影响力。

2. 人员素质

公司董事长王培火先生，45岁，高级经济师。1995年至2006年任太子龙服饰有限公司董事长兼总经理；2006年至今任公司董事长；目前还担任浙江省服装行业协会副会长、浙江省民营经济研究会副会长、浙江省连锁经营协会副会长等职务；并连续当选为诸暨市人大代表、绍兴市人大代表。曾先后获得“中国服饰业最具影响力的企业家”、“浙江省首届杰出青年民营企业家”、“绍兴市优秀企业家”、“诸暨市首届十大杰出青年”、“中国优秀企业文化领袖”、“全国纺织企业家创业奖”、“第十四届全国管理创新二等奖”、“中国经济百名杰出人物”、“中国品牌建设十大杰出企业家”等荣誉。

公司总经理蔡惠东女士，42岁，大专学历。历任公司销售中心总经理兼副董事长、公司总经理兼副董事长，现担任浙江男装商会副会长。获得的荣誉包括“2008年中国十大品牌女性”、“中国十大杰出营销经理人”、“中国杰出营销策划能手”、“全国纺织优秀思想政治工作者”、“蒙代尔—世界经理人成就奖”、“中国品牌建设十大优秀经理人”等。

截至2009年9月底，公司共有在职员工3127人。按文化程度划分，初中及以下学历的占10.23%，高中和中专学历的占32.87%，大

专学历的占 32.65%，本科及以上学历的占 24.25%；按专业划分，生产人员占 45.67%，销售人员占 42.40%，研发人员占 7.07%，管理人员占 4.86%；按年龄划分，30 岁以下的占 33.03%，30~50 岁的占 51.04%，50 岁以上的占 15.93%。

总体看，公司人员结构合理，符合服装制造业特点，能够满足生产经营活动需要。

四、管理体制

1. 治理结构

公司股东为 2 个自然人，王培火持有公司 65%的股份，蔡惠东持有公司 35%的股份，王培火为公司实际控制人。

公司依据《中华人民共和国公司法》以及其他有关法律、行政法规及《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；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。董事会由股东会选举产生，对股东会负责，由 5 名董事组成，设董事长 1 人。监事会由 3 名监事组成，设召集人 1 人，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。公司设经理 1 人，副经理若干，由董事会聘任或解聘，经理对董事会负责，负责公司的日常经营与管理工作。

总体看，公司已经初步形成了股东会、董事会、监事会和经理层分层管理的运营格局。公司股东王培火先生任公司董事长和法定代表人，公司股东蔡惠东女士任公司总经理，二人对公司整体经营有决定性的地位，公司所有权与经营权未实现分离。

2. 管理制度

公司下设总经理办公室、信息管理部、人力资源部、财务管理部、行政中心（项目管理部、行政管理部、企管部、基建部、法务部）、营销中心（客户部、终端支援部、区代部、团购部、营销一部、营销二部、营销三部、营销四部）、生产管理中心（物流部、品质管理部、面料采购部、OEM采购部、直属工厂）、研发中心（设计开发部、品牌部、陈列设计部、终端设计部）共 26 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。

为保障公司的正常运转，公司制定了一系列管理制度，并在实施过程中根据实际情况进行修改、补充、完善。

财务管理方面，公司制订了完整的财务管理制度，包括资金管理、财务预算、成本费用控制、资产管理、费用报销、财务人员管理等方面；公司已建立了统一的结算平台和财务软件平台，对下属分公司实行收支两条线，子公司实行现金统一结算与调度，对下属公司均实行财务人员委派与集团公司审计。

投融资和对外担保管理方面，公司在项目投资、银行贷款、资金筹措和投资支出等方面均由集团公司统一调配，贷款实行统借统还，分子公司无权进行对外投融资以及对外担保。

在生产质量管理方面，公司已通过 ISO 质量管理认证体系认证，并且拥有完善的检验设备，公司内部实验室以从源头材料对质量进行控制，质量管理部进行 QC 与 QA 质量检查程序，另外还与外部质量技术监督部门合作，建立了抽检与外部监督制度。

人力资源管理方面，公司制定了《薪资与绩效考核管理办法》，明确各类别岗位的薪资构成与考核体系，考核结果与员工的绩效工资、奖金等挂钩。

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。

五、生产经营

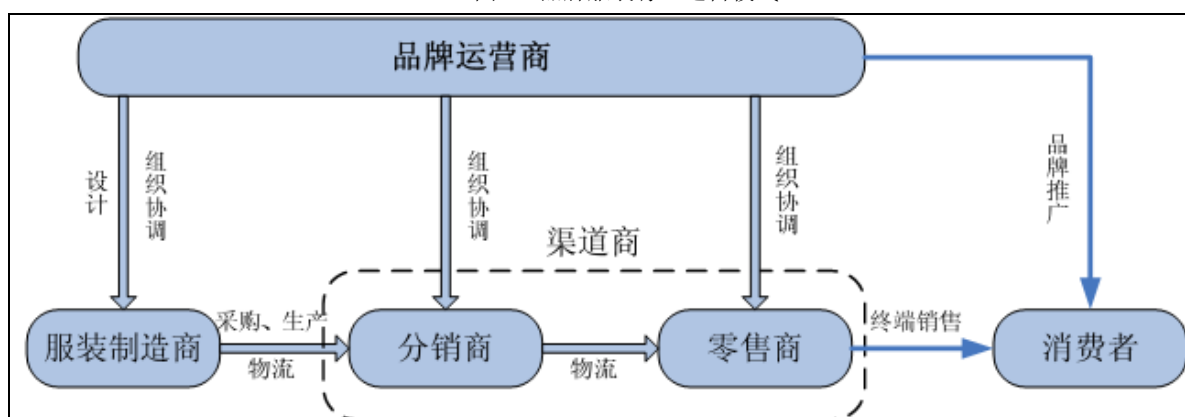
1. 经营概况

公司主要从事服装加工与销售业务，目前已逐步由单一的生产加工企业向品牌运营商过渡，主要服装产品约 90% 采取 OEM 外包方式生产，另有约 10% 的高端品牌由公司自主生产，销售则通过直营渠道、直线加盟渠道、代理渠道三种形式扩大销售规模。

如图 6 所示，品牌服装产业链由三个职能

体构成：品牌运营商、服装制造商和渠道商，渠道商根据层级的不同又分为分销商和零售商。其中，服装制造商负责面料、辅料的采购，并根据要求完成服装生产；渠道商负责产品的周转并最终销售到消费者手中；品牌运营商是整条产业链的核心，不仅要进行产品的设计、品牌推广，还要负责各职能体之间的组织协调。实际经营过程中，品牌服装公司往往承担了三个职能体中的一种或者几种职能。

图 6 品牌服装行业运营模式



资料来源：第一纺织网

生产方面，公司主要依托浙江太子龙服饰股份有限公司下属的诸暨生产车间、浙江太子龙实业发展有限公司下属的萧山工业园区综合基地和安徽太子龙实业发展有限公司（尚未正式运营）下属的瑶海工业园基地进行生产与加工。销售方面，目前公司本部是最重要的销售实体平台，未来将逐步转移至浙江太子龙服饰股份有限公司进行，童装主要依托诸暨龙太子服饰有限公司销售，“77”高端品牌主要依托浙江凡恩服装设计有限公司销售。

2006~2008 年，随着公司销售渠道的扩张和产品附加值的提升，公司服装加工主营业务

收入快速增长，年均增长 15.39%，2008 年为 60450 万元，其中增长最快的是毛衫。2009 年 1~9 月，公司实现主营业务收入为 50807 万元，相当于 2008 年全年的 84.05%。受益于对供应商管理的不断完善，公司成本控制取得成效，主营业务成本年均增长为 3.05%，增长速度远低于主营业务收入的增长速度；相应净利润年均增长 28.14%，远高于行业平均增长水平。总体看，作为初具规模的服装品牌运营商，公司正处于快速发展期，销售收入和利润水平均增长较快。

表 2 公司主营业务收入构成

分产品	主营业务收入（万元）					主营业务成本（万元）					净利润（万元）				
	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	09 年 9 月	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	09 年 9 月	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	09 年 9 月
西装	5289	5517	6251	8.71	5624	3951	4025	3724	-2.92	3387	352	347	513	20.72	467
茄克	9116	9885	11945	14.47	10116	6810	7212	7116	2.22	6091	607	622	981	27.13	841

毛衫	6074	6731	8856	20.75	7824	4538	4911	5276	7.83	4711	404	424	727	34.15	650
裤子	8721	9428	11715	15.90	10136	6515	6878	6979	3.50	6104	581	594	962	28.68	842
其他	16199	17569	21683	15.70	17107	12100	12818	12918	3.32	10301	1079	1106	1781	28.48	1422
合计	45399	49130	60450	15.39	50807	33914	35844	36013	3.05	30594	3023	3093	4964	28.14	4222

资料来源：公司提供

原材料采购

公司主要原材料为成衣，以及茄克衫、棉装、T恤衫、华服等系列面料。

面辅料采购方面，公司采购渠道主要依托柯桥轻纺市场和石狮面辅料市场，借助市场布行平台，寻找有实力、有质量保证的纺织品厂家。

成衣采购方面，公司主要看重供货商的研

发能力和质量控制能力，其中部分产品为公司自主设计，另外部分由供货商根据公司整体品牌思路设计。公司重视成衣供应商的渠道建设，每年会举行各种产品研讨会，使公司产品与文化得到整合。公司成衣一般进行两次集中采购（春夏、秋冬），鉴于公司对产品时尚性的要求，每年要增加新供应商 10%左右，另有 5%左右的供应商则被淘汰。

表 3 公司主要原材料采购情况

主要原材料 名称	占成本比重	采购量（件、套、米）				采购金额（万元）			
		2006 年	2007 年	2008 年	09 年 9 月	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 9 月
OEM 厂商成衣（件、套）	90%	1419216	1626743	1576067	1372686	32089	33152	34178	24344
直接生产用面辅料（米）	10%	315381	361498	350237	305041	3565	3684	3798	2705

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，公司采购区域主要集中在长三角及周边地区，采购类型主要是成衣。2008 年，公司采购金额前 5 名的厂商采购金额合计 8164 万元，占比 28.34%，集中度一般。

表 4 公司前 5 名原材料采购厂家情况

序列	供应商名称	采购金额（万元）	占比（%）
1	石狮阔尼服装公司	3007	10.44%
2	桐乡星马服饰公司	1999	6.94%
3	温州唐龙	1550	5.38%
4	台州港伯	954	3.31%
5	桐乡耀华	654	2.27%
	合计	8164	28.34%

资料来源：公司提供

总体看，公司与供应商合作关系较好，有较有利的采购条件，且公司信誉良好，供货关系较为稳定，无拖欠供应商款项的情况。

生产与销售

从生产模式看，公司主要是以“虚拟经营为主”，即绝大多数产品是采用“贴牌”方式实现供货。

公司本部自有诸暨璜山生产车间占地 13 亩，另外正在全力建设两大服装基地。一是位于萧山江东工业园区的基地，一期占地 58 亩，建筑面积 59577 平方米，公司已累计投入 12000 万元，已建成包括综合办公楼、生产中心、后勤中心等，并于 2009 年 10 月份开始正式投入运行。萧山基地整合了研发、物流、销售展示、样板生产的一系列资源，是公司的战略指挥中心。根据公司的整体布局，萧山基地已先后迁入了公司下属的浙江太子龙文化传播有限公司与浙江凡恩服装设计有限公司，正在组建的浙江瑞码时尚服饰有限公司也将进入萧山基地。目前，公司自制产值占公司整体销售的 8%左右。

二是位于安徽瑶海经济开发区的瑶海基地，未来将依托安徽太子龙实业发展有限公司

进行运营管理。公司已累计投入资金 7000 万元，占地面积 100 亩，其中 50000 平方生产中心已全面结顶并完成外墙装修，目前正在重点进行配套设施的建设。2000 年以来，公司贴牌需求一直旺盛，逐步形成以常熟夹克、石狮裤子、温州西服、广东 T 恤为主的较为分散的贴牌区域。随着贴牌企业的资源日益紧张，产能扩张存在刚性需求的前提下，公司计划通过安徽工业园区的建设推行园中园的模式。即通过将公司的核心贴牌企业通过厂房租赁以及设备租赁的形式迁入工业园区，公司保证其产能的实现与相应的生产利润，同时公司对产品质量进行集中的一站式管理，既降低公司的跟单运行成本又保证公司产品的货期，有助于提高公司的快速物流反应能力，同时安徽工业园区随着太子龙、九牧王等品牌企业的引入，其产业链环境日益变好，另外安徽较为廉价的劳动力优势有助于降低公司的采购成本。

从质量控制看，公司于 2001 年通过了 ISO9002: 1994 质量管理体系认证，于 2004 年再次通过 ISO9001: 2000 质量管理体系认证，于 2005 年通过了 ISO14001 环境管理体系认证，目前已完成了新旧质量管理体系的转版工作。公司推行 5S 和 QC¹ 标准，从流程、接口、人员各方面不断完善质量管理体系和优化管理：一是对产品面辅料的质量控制。公司拥有功能齐全的产品检查实验室，在开发样衣时首先要对样布进行实验质量分析，在质量部门签署合格分析报告后开发部门方可进行设计研发打样。当产品下单后，无论是自行生产还是 OEM 采购在面辅料合同签订前均应有产前样品进行再次（委托专业的第三方机构）分析，获取合格质量分析报告后方可进行合同签订，在面辅料到位后公司质量管理部门要再次对面辅料进行抽验，否则不得投产。二是对工艺质量控制。公司跟单、放货、验货由三方分离

控制。在 OEM 过程中，公司派出专业的跟单员进行全程跟踪管理，工厂在产品完工准备给公司发出货品之前，公司又会派出其他的质量控制人员进行成品验收，货品到仓后在办理验收前公司还要进行面辅料质量抽检以及工艺检查，检查后不合格产品一律进入次品库等待处理。历年来在国家、省、市各级检测部门的抽检、统检中，“太子龙”所有产品全部达到一等品要求。

从定价模式看，公司采用在自主定价基础上的成本加成方式。公司对每一个产品均有完整的 BOM（（Bill of Material）物料清单）资料，一般在生产前公司产品的成本已经被锁定，根据 BOM 公司在成本基础上乘上一定的倍数作为零售定价依据。

从销售模式看，公司主要采取以销定产，即通过订单确定生产规模，产品销售区域全部是内销，经营风险相对较小。

从销售渠道看，公司主要采用直营渠道、直线加盟渠道、代理渠道三种形式。直营渠道是公司对于杭州、绍兴、诸暨三大市场实行终端直接控制，进行终端样板管理，成为公司重要的盈利模式宣传平台，已成为公司毛利率最高的销售渠道。直线加盟渠道是浙江（除杭州、绍兴、诸暨）、江苏、安徽、江西四省由公司直接拓展与开发加盟商，有助于公司控制终端和分析各种销售数据。在直营体系下，公司采用供货补给制，根据代理与加盟情况以及全国市场的情况对货品进行统一调配平衡销售。代理渠道是除以上省份外公司对其他省份进行授权代理，公司给予一定的折扣，由代理商开发终端加盟，公司负责店铺经营预测、店铺形象设计、由终端支援部门与代理商一起对加盟店长与导购统一培训。在代理体系下，公司采用“订货+补货”策略，订货部分库存风险由代理商承担，另外补货价格高于定货价格也有助于控制过程和提高利润空间。这一渠道虽然降低了毛利，但大幅度节省了管理费用开支，并扩大了销售市场终端。目前代理渠道销量占

¹ “5S”原则，即速度第一原则(SPEED)、系统运行原则(SYSTEM)、承担责任原则(SHOULDER)、真诚沟通原则(SINCERITY)、权威证实原则(STANDARD)；QC（QUALITY CONTROL），即质量控制。

公司总销量的 65%，是公司最主要的销售渠道。截至 2009 年底，公司已发展专卖店与商场专柜 2500 多家，其中加盟专卖店 1700 多家。

从公司产销情况看（见表 5），2006~2009 年 9 月底，公司产销率一直保持在 95% 左右。受纺织服装行业产能过剩、市场竞争激烈以及 2008 年国际金融危机的影响，行业整体景气度下滑，公司各产品产销量也略有下降。但因公司产品全部内销，受国际金融危机引发的实体

经济衰退的影响较小，产销情况相对较好。其中裤子是产销量最高的产品，2008 年销量达到 554692 件，平均售价为 134.17 元/件。公司主要进行中高档服装产品的加工与销售，价格整体水平较高，附加值较高。目前，公司营销网络遍布全国。随着公司品牌知名度的不断提升，以及产品质量的不断提高，公司产品价格呈上升趋势。

表 5 公司产品产销量情况

分产品	产量（件、套）				销量（件、套）			
	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 9 月	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
西装	116993	156016	125984	130558	117803	107671	118147	89200
茄克	241921	279522	268772	234816	243595	257133	252051	215605
毛衫	225168	253187	225120	226947	226726	232908	239248	208380
裤子	485891	560608	554692	494153	489252	515704	520185	453725
其他	506934	558159	576617	438733	510441	513452	540745	402839
合计	1576907	1807492	1751185	1525207	1587817	1626868	1670376	1369749

资料来源：公司提供

表 6 公司产品价格情况

（单位：元/件、套）

名称	2006	2007	2008	2009.9
西装	335.39	373.85	375.18	379.68
茄克	279.56	280.47	282.33	282.52
毛衫	200.14	210.84	220.52	226.10
裤子	133.16	133.38	134.17	134.52
其他	237.06	249.64	238.89	255.71

资料来源：公司提供

从销售集中度来看，2008 年公司前 5 名代理商销售额为 15342 万元，占服装销售收入的比重为 25.38%，其中占比最高的山西太原代理商销售额占公司服装销售收入的 10.91%，总体看，公司客户集中度不高。

总体看，公司服装生产业务规模不断扩大，经营模式主要是 OEM 外包贴牌加工，产品附加值较高，产品价格呈上升趋势。

表 7 公司前 5 名客户服装销售额及占比情况

客户名称	2006 年		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（%）	销售额（万元）	占比（%）
山西太原代理商	5003	11.02%	5512	11.22%	6595	10.91%	5045	9.93%
湖南株洲代理商	2329	5.13%	2594	5.28%	3053	5.05%	2520	4.96%
河南郑州代理商	2102	4.63%	2319	4.72%	2098	3.47%	1590	3.13%
云南昆明代理商	1616	3.56%	1843	3.75%	1940	3.21%	1621	3.19%
北京代理商	1553	3.42%	1783	3.63%	1656	2.74%	1524	3.00%
合计	12603	27.76%	14051	28.60%	15342	25.38%	12300	24.21%

资料来源：公司提供

2. 主要子公司经营

浙江太子龙文化传播有限公司（注册资本

1230 万元，公司持股 60%，以下简称“太子龙文化传播”）成立于 2006 年 10 月，其主要业务是与中宣部合作开发 152 集的大型动漫连续剧《中国古代 100 位科学家的故事》（后改为《龙脉传奇》）。2008 年，太子龙文化传播首期开发的 52 集《龙脉传奇》登陆中央电视台少儿频道动画梦工厂黄金栏目，深获少年儿童的喜爱，并获得广电总局第一批优秀国产动画片奖。

2008 年，公司按照“服装支持动漫，动漫支撑服装”的发展思路，由诸暨龙太子服饰有限公司（注册资本 50 万元，公司持股 60%）进行了童装以及其他衍生产品的开发与销售，先后开发了以“龙太子”为品牌的男童产品与以“龙贝贝”为品牌的女童产品，2008 年共发展销售渠道 57 家，实现销售收入 1400 万元。

浙江凡恩服装设计有限公司（注册资本 1000 万元，公司持股 82%，以下简称“浙江凡恩”）成立于 2008 年 4 月，主要经营“77”男装品牌。浙江凡恩以高端商务白领为消费目标群体，重设计开发与面料质地；销售渠道以一、二线城市的高端商场为销售平台，不参与二、三线品牌以低折扣为手段的促销行为。“77”品牌自 2008 年 5 月面市以来，当年实现销售收入 600 万元。

3. 经营效率

2006 年~2008 年，公司主营业务收入年均增长 15.39%，主营业务成本年均增长 3.05%，公司收入增长速度远超过成本增长速度。随着公司浙江萧山和安徽合肥工业基地建设，公司固定资产和在建工程大幅上涨，相应资产总额快速增加，年均增长了 35.49%。

2006~2008 年，受国内宏观经济环境影响，公司下游代理商出现流动资金紧张的情况，公司的应收账款大幅增长，导致公司销售债权周转次数大幅下降，三年分别为 33.16 次、22.73 次和 18.30 次。同时，公司存货周转次数和总资产周转次数也呈下降趋势，2008 年分别

为 4.13 次和 1.19 次，但仍在合理范围内。总体看，公司整体经营效率一般。

4. 未来发展

公司未来几年的发展战略是“立足主业，适度多元，多品牌多层次发展品牌与运行品牌”，具体将通过以下一系列措施得以实现：

生产方面，一方面，公司将加快杭州萧山工业园区厂区建设，以达到将研发、样本生产、产品展示、仓库物流、销售集于一体的目的，提高运行效率；将新厂区定为一年几度的定货会场地，加强公司实现销售额的主体平台建设，改变以前租用仓库及定货会场地的高额成本。另一方面，公司将继续完成安徽工业园区厂房建设，通过园区建设推行园中园的模式，将公司的核心贴牌企业通过厂房租赁、设备租赁形式迁入工业园区，公司保证其产能的实现与相应的生产利润，同时公司对产品质量进行集中的一站式管理，有助于降低公司的跟单运行成本，保证公司产品的货期，提高物流反应能力。截至 2009 年底，公司对萧山基地和安徽基地已分别累计投入 12000 万元和 7000 万元，占总投资的 80%和 77.78%，随着基地建设的逐步竣工投产，未来投资压力将减轻。

销售方面，公司将积极发展稳定高效的销售模式，大力开拓直营市场与直营业专卖店，适度改变高空广告战略，强调用落地渠道与渠道形象附带推动知名度的宣传。公司未来目标是再建设 150 家直营店，预计总投资 1.5 亿元，随着渠道的拓展，回笼资金将用于直营店的建设和滚动发展。

品牌文化建设方面，一是借助动漫产品与媒体的合作继续推广太子龙品牌。公司未来的宣传与推广将逐步摒弃原来以打开知名度为目的的广告密集轰炸式，而逐步发展成以选择媒体平台与公司文化共生性与包容性为主的公司文化推广与品牌美誉度推广。二是推进多品牌战略。公司以太子龙品牌为核心，先后推出了“龙太子”、“龙贝贝”和“77”品牌，公

司还将于 2010 年针对学生群体以及新就业群体推出以时尚为主线、以廉价为策略、以产品多样性为特征的“瑞玛”品牌。公司意图通过资源整合将以收入水平为分类依据的高、中、低人群，以及以年龄为分类依据的中、青、少、幼人群分类进行品牌推广。

预计未来几年，随着全球经济的企稳回升，公司主导产业服装加工业务有望保持稳定增长态势，未来随着杭州萧山工业园区厂区的完善和安徽工业园区的落成以及直营店的增加，公司生产能力、产品质量和品牌运营能力将有效提高。

表 8 公司投资计划建设一览表

项目名称	主要建设内容	总投资（万元）		2009 年累计投入（万元）	2010 E	2011 E	2012 E
		贷款	自筹				
萧山基地	总部、研发、物流、品牌展示	0	15000	12000	1000	1500	1500
安徽基地	OEM 集合园	0	9000	7000	300	700	1000
渠道建设	直营店 150 家	7500	7500	--	2500	4500	8000
合计	--	7500	31500	19000	3800	6700	10500

资料来源：公司提供

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2006-2008 年度财务报表，采用旧会计准则，以上报表均经诸暨天阳会计师事务所有限公司审计，该事务所对三年报表均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2009 年 9 月财务报表未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2008 年公司为了突出发展主业，对集团公司资产进行了重组。公司原全资子公司浙江太子龙包装有限公司和诸暨太子龙进出口公司由于没有实质性的经营，已注销处理；浙江太子龙投资发展有限公司因经营范围与服装主业无关，公司将原股权按照 1:1 转让给王培火、蔡惠东、王培罗三位自然人；新增了浙江凡恩服装设计有限公司。总体看，公司合并范围变化对公司整体经营影响很小，三年数据具有可比性。

截至 2008 年底，公司合并资产总额为 57787.27 万元，所有者权益（含少数股东权益）为 26335.13 万元（其中少数股东权益 2360.00 万元）。2008 年，公司实现主营业务收入 60450.29 万元，利润总额 6698.60 万元。

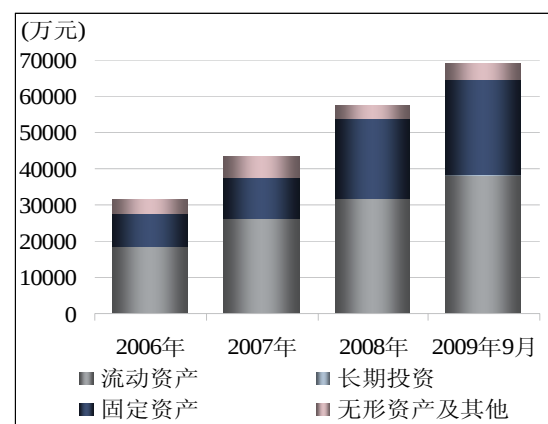
截至 2009 年 9 月底，公司合并资产总额为 69282.89 万元，所有者权益合计为 30494.83

万元（其中少数股东权益 2860.00 万元）。2009 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 50807.27 万元，利润总额 5604.31 万元。

2. 资产质量

2006~2008 年，随着公司经营规模的不断扩张，公司合并资产总额快速增长，年均增长 35.49%。截至 2008 年底，公司资产总额 57787.27 万元，其中流动资产占 55.13%，长期投资占 0.23%，固定资产占 37.41%，无形资产及其他占 7.23%。公司资产以流动资产和固定资产为主。

图 7 公司资产构成情况

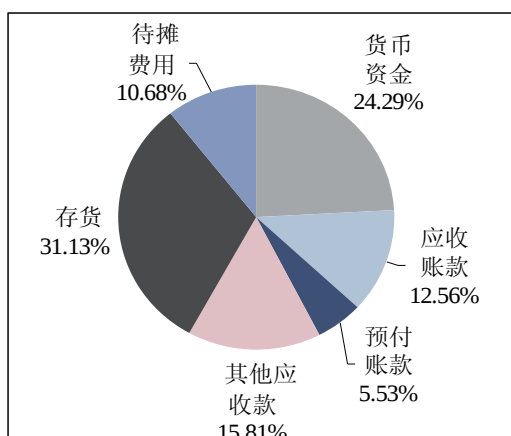


资料来源：公司财务报表

截至 2008 年底，公司流动资产为 31857.62

万元，三年年均增长 30.99%，主要是随着公司经营规模扩张导致的与上下游资金往来规模不断增长，相应的应收款项（应收账款和其他应收款）及预付账款大幅增长所致。截至 2008 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 24.29%）、应收账款（占 12.56%）、其他应收款（占 15.81%）、预付账款（占 5.53%）、待摊费用（占 10.68%）和存货（占 31.13%）。

图 8 2008 年公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报表

2006~2008 年，公司货币资金规模基本保持稳定，2008 年底为 7738.78 万元，其中银行存款占 74.63%，其他货币资金（主要是未到期银行承兑汇票保证金）和现金合计占 25.37%。

2006~2008 年，因销售渠道扩张所致的代理商不断增加，公司应收账款快速增长，年均增长 52.60%。截至 2008 年底，公司应收账款为 4002.40 万元，主要是分布在全国各地的经销代理商、商场和全国各地专卖店的货款等（属于铺底周转资金性质），质量较好。账龄在 1 年以内的占 95.22%，1-2 年的占 4.78%，账龄较短。

2006~2008 年，公司其他应收款快速增长，年均增长 94.49%。截至 2008 年底，公司其他应收款为 5037.48 万元，主要是对关联公司的借款；从账龄看，1 年以内的占 93.60%，1-2 年的占 6.40%，账龄较短，可回收性较好；从集中度看，其他应收款前 5 名合计占其他应收款总额的 96.54%，其中浙江太子龙投资发展

有限公司（以下简称“投资公司”）一家就占总金额的 58.86%，集中度高。投资公司注册资本 2008 万（王培火占 52.05%，蔡惠东占 28.03%，王培罗占 19.92%），经营范围为科技开发、对外投资、房产开发、物业管理和房屋租赁，2008 年起不再纳入公司合并范围。2008 年底，投资公司资产总额 5180.5 万元，负债总额 3147.3 万元，未实现主营业务收入，利润总额为-6.2 万元。投资公司成立至今仅投资了西湖时代广场项目，已竣工；未来尚无其他投资计划。

表 9 2008 年底公司其他应收款情况

公司名称	金额（万元）	占比（%）
浙江太子龙投资发展有限公司	2965	58.86%
浙江东宸控股建设集团有限公司	586	11.63%
浙江八方建设集团有限公司	550	10.92%
浙江大东南建设有限公司	500	9.92%
合肥瑶海工业开发区管理委员会	262.5	5.21%
合计	4863.5	96.54%

资料来源：公司财务报表

2006~2008 年，随着公司 OEM 外包规模的扩大，公司预付账款快速增长，年均增长 93.79%。截至 2008 年底，公司预付账款为 1760.21 万元，主要是预付的服装加工费及面料款，账龄均在 1 年以内。

2006~2008 年，公司存货快速增长，年均增长 50.02%。截至 2008 年底，公司存货为 9916.51 万元（其中原材料占 23.60%、库存商品占 73.06%、在产品占 3.35%），因公司采取以销定产，产品周转正常，尚无积压现象。

2006~2007 年，公司长期股权投资净额 130 万元，主要为公司对大东南科技投资有限公司的股权投资，目前已全部收回。截至 2008 年底，公司长期股权投资净额 134 万元，主要为公司对浙江诸暨农村合作银行的股权投资。

2006~2008 年，公司固定资产合计快速增长，年均增长 56.47%，2008 年底为 21615.47 万元，主要是公司为扩大生产规模而投资建设厂房所致。截至 2008 年底，公司固定资产原值为 14365.37 万元，主要以房屋及建筑物（占

80.63%)、机器设备(占 12.68%)、运输设备(占 4.45%)和电子及其他设备(占 2.24%)为主,累计折旧 4050.02 万元,固定资产净值为 10315.35 万元,固定资产成新率较高,为 71.81%。截至 2008 年底,公司在建工程为 11300.12 万元,全部为新建厂房,其中新综合楼 545.50 万元,萧山江东工业园区 7622.17 万元、安徽合肥工业园 3132.45 万元,公司借款利息均未进行资本化。

2006~2008 年,公司无形资产及其他变化不大。截至 2008 年底,公司无形资产为 2758.41 万元,主要是土地使用权 2754.41 万元;其他长期资产 1175.00 万元,主要是门店家具与门头、模特展示等。

截至 2009 年 9 月底,公司合并资产总额 69282.89 万元,较 2008 年底增长 19.89%,主要是其他应收款、存货和待摊费用增加所致,而货币资金因秋季备货较 2008 年底大幅减少。其中流动资产合计占 55.31%,长期投资占 0.19%,固定资产占 38.14%,无形资产及其他占 6.35%。公司资产仍以流动资产为主。

总体看,公司资产以流动资产为主,流动资产中存货、应收款项比重较大,资产流动性一般。近年来,公司不断投资建设厂房,扩大生产经营规模,其固定资产快速增长,固定资产比重也有所上升。公司整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

负债

2006~2008 年,公司负债总额快速增长,年均增长 52.37%。截至 2008 年底,公司负债总额为 31452.14 万元,其中流动负债占 76.78%,长期负债占 23.22%。

2006~2008 年,公司流动负债增长较快,年均增长 34.78%,主要是公司生产经营规模扩大所致的流动资金需求大增,相应银行贷款增加。截至 2008 年底,公司流动负债 24150.25 万元,其中短期借款为 19500.00 万元,占流动负债的 80.74%。在宏观经济不景气的背景下客

户信用政策收紧,公司因此采用大量应付票据进行结算,截至 2008 年底,公司应付票据为 2810.80 万元,占流动负债的 11.64%。

2007 年以来,公司投资建设厂房所致的银行贷款不断增加,相应长期负债增长较快,年均增长 438.40%。截至 2008 年底,公司长期负债 7301.89 万元,其中长期借款 7250.00 万元,占长期负债的 99.29%。

截至 2009 年 9 月底,公司负债合计 38788.06 万元,较 2008 年底增长 23.32%。截至 2009 年 9 月底,公司流动负债 35229.13 万元,占比较大的是短期借款和其他应付款,占比分别为 76.07%和 9.38%;长期负债 7301.89 万元,科目与 2008 年底相比没有变化。

2006~2008 年,公司资产负债率和全部债务资本化比率均呈上升趋势,2008 年底分别为 54.43%和 52.89%。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 55.99%和 52.75%。

总体看,公司债务规模总量增长较快,债务负担呈上升趋势,短期偿债压力较大,债务结构仍有待改善。

所有者权益

2006~2008 年,公司所有者权益(含少数股东权益)年均增幅为 21.19%。2007 年 5 月 10 日,王培火和蔡惠东分别出资 877.5 万元(占比 65%),472.5 万元(占比 35%),公司注册资本增加至 8088 万元。2008 年底公司所有者权益合计 26335.13 万元,其中股本占 30.71%、资本公积(全部是房地产评估价值溢价)占 10.90%,盈余公积占 33.58%,未分配利润所占 15.85%,少数股东权益占 8.96%。股本和盈余公积所占比重较大,公司所有者权益结构稳定性一般。

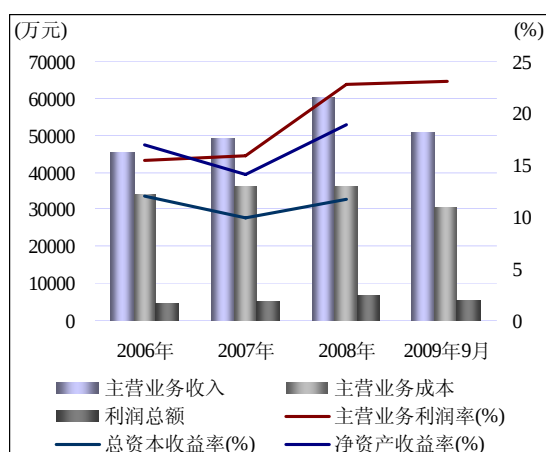
2009 年 9 月底,公司所有者权益(含少数股东权益)为 30494.83 万元,较 2008 年底增长 15.80%,主要是公司本年利润增加所致。

4. 盈利能力

2006~2008 年,随着公司销售渠道的扩张和产品附加值的提升,公司主营业务收入快速增长,年均增长为 15.39%;受益于对供应商管理的不断完善,公司成本控制取得成效,主营业务成本年均增长为 3.05%,增长速度远低于主营业务收入的增长速度。

因公司正处于销售渠道扩张时期,期间费用增幅很快,其中营业费用(含销售折扣、折让)年均增长 56.28%,管理费用年均增长 72.82%,财务费用年均增长 72.21%。受此影响,公司营业利润、利润总额和净利润年均增长分别为 20.55%、20.02%和 28.14%,2008 年分别为 6635.10 万元、6698.60 万元和 4964.08 万元。

图 9 公司盈利能力情况



资料来源: 公司财务报表

从盈利指标看,2006~2008 年,虽然受纺织服装行业产能过剩、市场竞争激烈以及 2008 年国际金融危机的影响,行业整体景气度下滑,但公司抓住机会积极整合渠道,成功转型为品牌运营商,主营业务利润率呈逐年上升趋势,2008 年达到 22.73%;公司总资产收益率和净资产收益率则呈波动上升趋势,2008 年分别为 11.75%和 18.85%。

2009 年 1~9 月,公司主营业务收入为 50807.27 万元,占 2008 年全年主营业务收入的 84.05%;公司主营业务利润率为 23.11%,

与 2008 年基本持平。公司主营业务盈利能力较强。

总体看,随着公司产品产销量规模的扩大和产品附加值的提升,公司主营业务收入快速增长,整体盈利能力较好且逐年上升。

5. 现金流

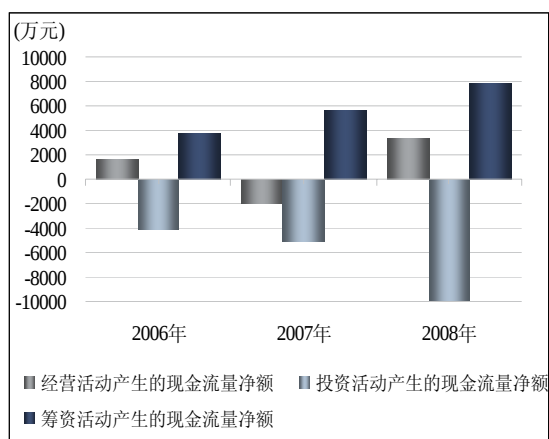
从经营活动来看,2006~2008 年,伴随着公司销售规模的扩大和主营业务收入的增长,公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入快速增长,三年年均增长率分别为 14.41%和 14.33%,2008 年分别为 70213.89 万元和 70626.66 万元;受益于公司对上下游议价能力的提高以及大量使用票据结算,购买商品、接受劳务支付的现金三年年均增幅为 8.84%,2008 年为 56723.65 万元,经营活动现金流出额为 67269.07 万元;虽然 2008 年公司经营活动现金流量净额大幅增加,但三年波动幅度较大,三年分别为 1636.63 万元、-2011.43 万元和 3357.59 万元。主要原因:2007 年公司大力拓展新店 494 家,当年需要赠送道具,自营店需要支付房租、配置存货,相关新店前期铺底资金实际回流需要隔年,因此 2007 年经营性现金流出大幅增加,而 2008 年新店正常运营后的现金回流和营业收入大幅增加使经营性现金流入量大增。从收入实现质量看,2006~2008 年,公司现金收入比指标较为稳定,三年分别为 118.16%、112.40%和 116.15%,现金回流质量正常。

从投资活动来看,2006~2008 年,公司投资活动现金流出和投资活动产生的现金净流出量年均增长分别为 47.04%和 53.90%。公司因兴建生产基地和厂房,投资规模较大,投资活动产生的现金流量净额为负,经营活动产生的现金流净额不能覆盖投资支出需求,外部融资是保证公司现金流运转正常的有效途径之一。2008 年,公司投资活动产生的现金流量净额为-9918.46 万元。

从筹资活动来看,2006~2008 年,公司筹

资活动现金流入主要为借款所收到的现金，现金流出主要为偿还债务和分配股利或利润或偿付利息所支付的现金。2006~2008年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 3691.49 万元、5622.19 万元和 7880.85 万元。

图 10 公司现金流情况



资料来源：公司提供

2009 年 1~9 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 53887.99 万元，为 2008 年全年的 76.75%。因备货所支付的购买商品、接受劳务支付的现金增加，以及门店扩张所致的房租支出增加（计入支付的其他与经营活动有关的现金），相应 2009 年 1~9 月经营活动现金流量净额为-5688.84 万元。2009 年 1~9 月，公司投资活动现金流量净额为-6016.50 万元，主要是继续两大基地建设；筹资活动现金流量净额为 6002.02 万元，公司外部筹资压力依然较大。

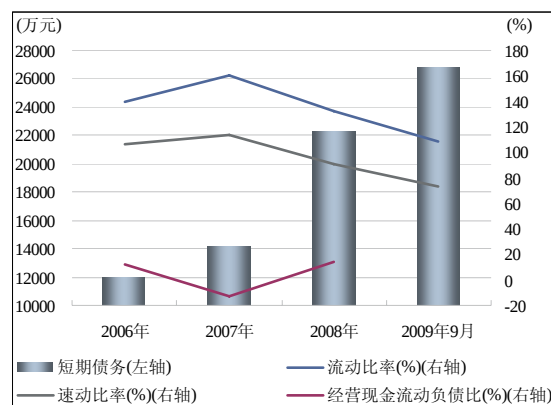
总体看，公司经营性现金流流入增长较快，现金流状况正常，但经营性现金流净额波动较大。因公司投资性现金流出规模较大，对外部筹资活动的依赖程度不断增加。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2006~2008 年，公司流动比率和速动比率波动下降，三年平均值分别为 141.89% 和 100.90%，2008 年底为 131.91% 和 90.85%；随着 2009 年公司流动负

债规模增长幅度较大，2009 年 9 月底公司流动比率和速动比率大幅下降，分别为 108.78% 和 72.90%。2006~2008 年公司经营现金流动负债比率分别为 12.31%、-12.33% 和 13.90%，因公司经营现金流量净额波动较大，对流动负债保障能力一般。公司短期偿债压力较大。

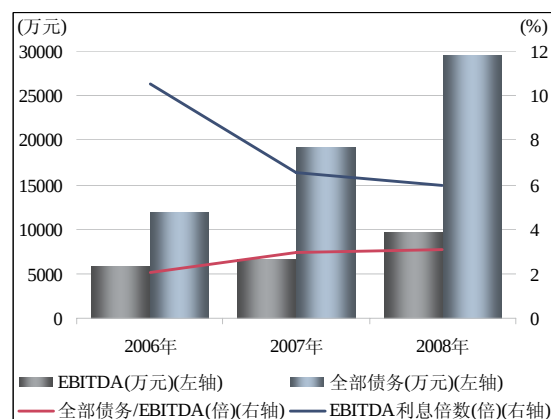
图 11 公司短期偿债指标情况



资料来源：公司提供

从长期偿债指标来看，2006~2008 年，公司 EBITDA 分别为 5757.74 万元、6518.15 万元和 9569.65 万元，年均增长 28.92%；但债务负担的加重引起利息费用的增长速度快于 EBITDA，公司 EBITDA 利息倍数逐年下降，三年分别为 10.50 倍、6.55 倍和 5.97 倍，EBITDA 对利息保护能力一般；公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 2.08 倍、2.95 倍和 3.09 倍，EBITDA 对全部债务保护能力一般。公司长期偿债压力呈上升趋势。

图 12 公司长期偿债指标情况



资料来源：公司提供

2009年9月底,公司合并报表对外担保合计31000万元,占公司所有者权益的比重为101.66%,担保比率高。目前被担保公司均正常经营,且均签订了互保协议。

2009年9月底,公司获得各家银行授信总额为37050万元,已使用额度为34050万元,尚未使用额度为3000万元。公司融资渠道较畅通。

七、本期集合票据偿债能力分析

公司计划发行集合票据6000万元,占公司2009年9月底全部债务的17.62%,对现有债务影响较小。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59.49%和56.77%,公司债务负担加重。

2006~2008年,公司现金类资产分别为本期集合票据的1.31倍、1.07倍、1.29倍,公司现金类资产对本期集合票据覆盖程度尚可,虽然因秋季备货所致的2009年3季度现金类资产大幅下降,但预计订货完毕后将有所回升。

2006~2008年,公司经营活动现金流入量偿债倍数分别为9.00倍、9.23倍和11.77倍,经营活动现金流入量对计划发行的集合票据覆盖程度较高;同期,公司经营活动现金流量净额偿债倍数分别为0.27倍、-0.34倍和0.56倍,公司经营活动产生的现金流量净额对本期集合票据保障程度较弱。2006~2008年,公司EBITDA/本期发债额度分别为0.96倍、1.09倍和1.59倍,公司EBITDA对本期集合票据保障程度较高。

八、综合评价

公司是长三角地区具有一定知名度的服装品牌运营商,在生产规模、产品质量、渠道建设、盈利能力等方面优势明显。虽然原材料价格攀升、服装加工行业竞争日益激烈对公司经营产生了不利影响,但公司凭借其较强的价

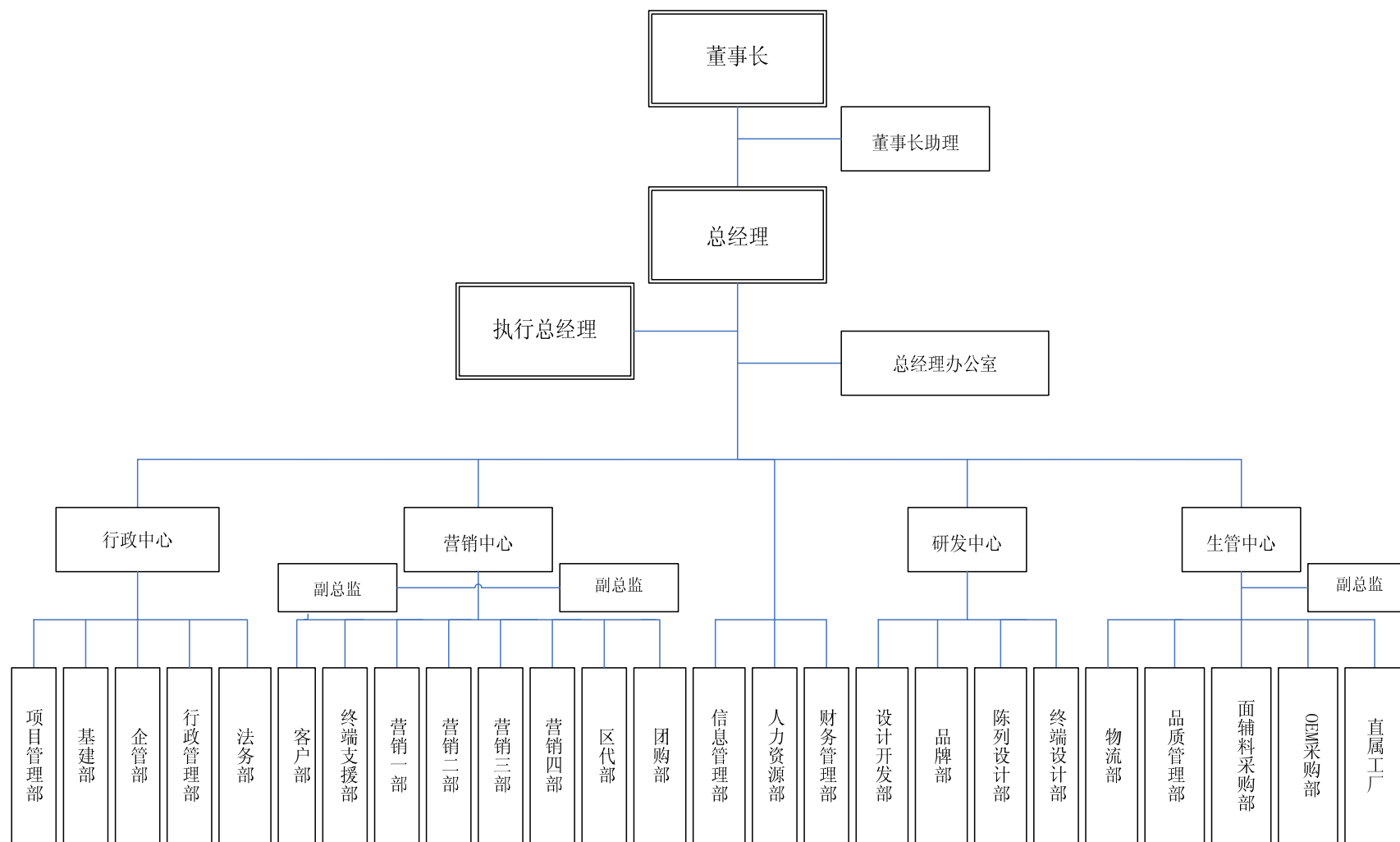
格转移能力,以及稳定增长的销售渠道,盈利能力相对稳定;公司产品全部内销,较好的规避了人民币升值和全球经济增速下滑所致的服装出口下降风险。

公司资产流动性一般。近年来,公司不断投资建设厂房,其固定资产快速增长。公司有息债务呈上升趋势,债务负担加重;经营活动产生的现金流量净额具有波动性;公司对外担保金额大,担保比率高,存在一定的或有负债风险。

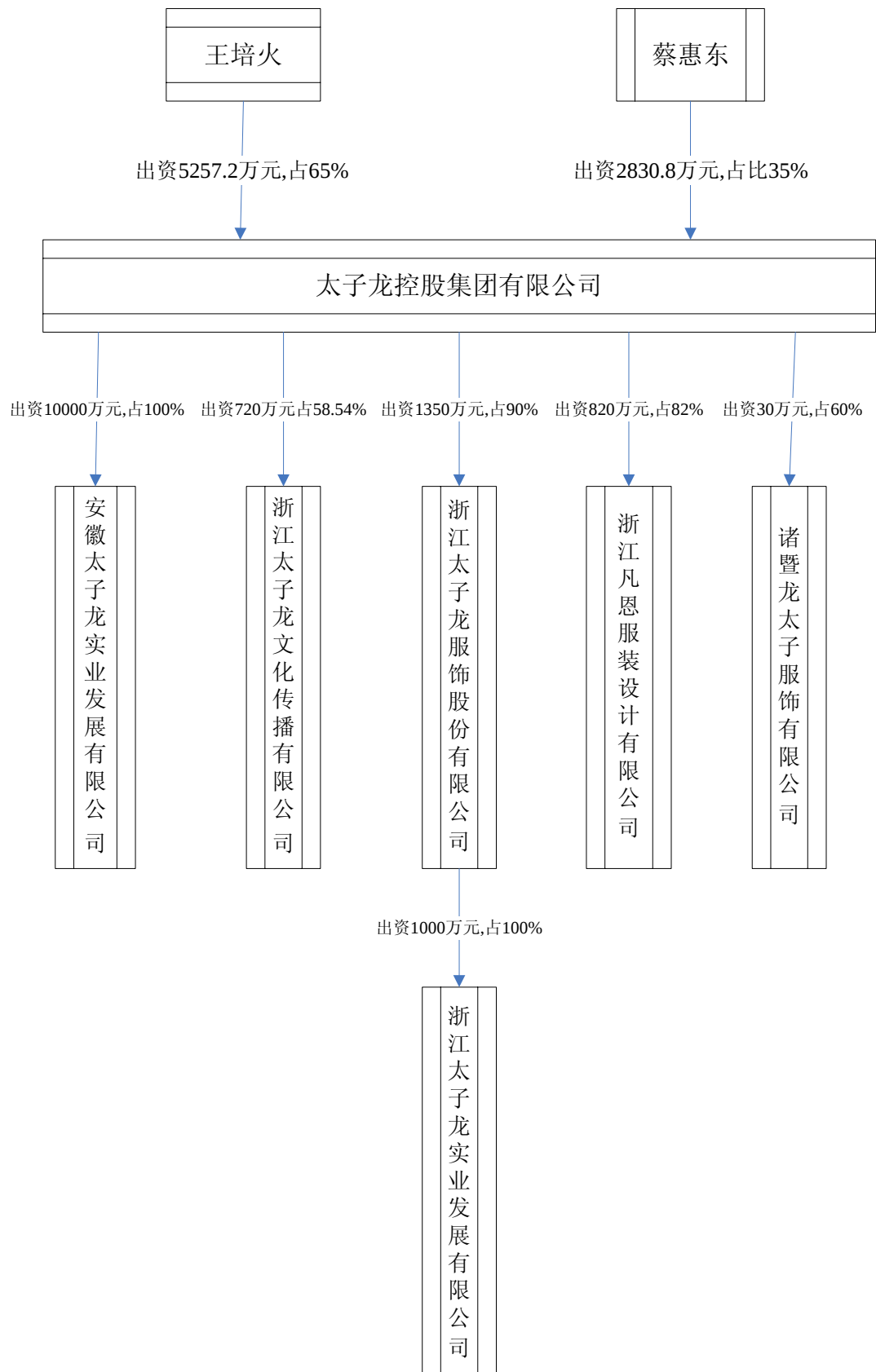
公司服装加工业务有望保持稳定增长态势,未来浙江萧山和安徽瑶海的产业园建成后,公司生产能力将有所提高,有助于公司整体收益水平的提升。

总体看,公司主体信用风险一般。

附件 1-1 公司组织结构图



附件 1-2 公司合并范围子公司



附件 2-1 2006~2009 年 9 月底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 (%)	09 年 9 月底
一、流动资产					
货币资金	7864.43	6418.80	7738.78	-0.80	2035.46
短期投资					
应收票据					
应收帐款	1718.76	2604.34	4002.40	52.60	5218.69
减：坏帐准备					
应收帐款净额	1718.76	2604.34	4002.40	52.60	5218.69
预付帐款	468.70	1637.45	1760.21	93.79	2355.27
应收补贴款					
其他应收款	1331.75	4323.88	5037.48	94.49	8414.23
存货	4406.16	7526.87	9916.51	50.02	12642.29
待摊费用	2776.63	3602.01	3402.25	10.69	7657.40
待处理流动资产净损失					
一年到期的长期债券投资					
其他流动资产					
流动资产合计	18566.43	26113.35	31857.62	30.99	38323.34
二、长期投资					
长期股权投资	100.00	100.00	134.00	15.76	134.00
长期投资合计	100.00	100.00	134.00	15.76	134.00
三、固定资产					
固定资产原值	10851.14	11524.09	14365.37	15.06	14520.43
减：累计折旧	2093.71	2780.61	4050.02	39.08	5036.62
固定资产净值	8757.44	8743.48	10315.35	8.53	9483.81
固定资产清理					
在建工程	71.80	2595.39	11300.12	1154.56	16940.71
待处理固定资产净损失					
固定资产合计	8829.23	11338.87	21615.47	56.47	26424.52
四、无形及其他资产					
无形资产	2982.36	4723.34	2758.41	-3.83	2758.41
递延资产	99.51	218.52	246.78	57.47	267.62
其他长期资产	900.00	899.86	1175.00	14.26	1375.00
无形及其他资产合计	3981.87	5841.72	4180.18	2.46	4401.03
六、递延税款借项					64143.15
资产总计	31477.54	43393.94	57787.27	35.49	69282.89

附件 2-2 2006~2009 年 9 月底合并资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	09 年 9 月底
一、流动负债					
短期借款	11700.00	12267.50	19500.00	29.10	26800.00
应付票据	250.40	1948.60	2810.80	235.04	
应付帐款	421.93	792.79	563.18	15.53	587.51
预收帐款	68.92	35.29	456.81	157.45	190.02
其他应付款	82.31	596.80	188.21	51.22	3304.91
应付工资	129.60	108.23	126.15	-1.34	137.75
应付福利费	248.66	231.19	210.35	-8.03	145.70
未交税金	247.60	285.59	281.89	6.70	303.35
未付利润	100.00			-100.00	
其他应交款	34.41	52.31	12.86	-38.85	16.92
其中：未交管理费					
预提费用	1.24			-100.00	
一年内到期的长期负债					
其他流动负债	10.00			-100.00	
流动负债合计	13295.06	16318.29	24150.25	34.78	35229.13
二、长期负债					
长期借款		5000.00	7250.00		7250.00
应付债券					
长期应付款	251.89	51.89	51.89	-54.61	51.89
其他长期负债					
其中：住房周转金					
长期负债合计	251.89	5051.89	7301.89	438.40	7301.89
三、递延税款贷项					
负债合计	13546.95	21370.18	31452.14	52.37	38788.06
四、所有者权益					
实收资本	6738.00	8088.00	8088.00	9.56	8088.00
资本公积			2871.33		2871.33
盈余公积	5261.95	6157.06	8842.42	29.63	8842.42
未分配利润	4538.64	5486.69	4173.38	-4.11	4173.34
本年利润					3659.74
少数股东权益	1392.00	2292.00	2360.00	30.21	2860.00
所有者权益合计	17930.59	22023.76	26335.13	21.19	30494.83
负债及所有者权益总计	31477.54	43393.94	57787.27	35.49	69282.89

附件 3 2006~2009 年 1-9 月公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	09 年 1-9 月
一、主营业务收入	45398.81	49130.18	60450.29	15.39	50807.27
其他业务收入					
减: 主营业务成本	33913.74	35843.80	36012.53	3.05	30594.02
其他业务支出					
减: 营业费用 (含销售折扣、折让)	4283.49	5270.26	10461.12	56.28	8285.10
减: 营业税金及附加	222.87	185.14	235.44	2.78	188.66
二、主营业务利润	6978.70	7830.98	13741.19	40.32	11739.48
加: 其他业务利润			0.27		
减: 管理费用	1846.98	2190.95	5516.06	72.82	4511.35
其中: 应交管理费					
实交管理费					
减: 财务费用	565.78	998.73	1677.84	72.21	1345.47
其中: 利息支出净额	548.51	995.31	1601.65	70.88	1297.98
三、营业利润	4565.95	4641.30	6635.10	20.55	5882.66
加: 投资收益					
加: 补贴收入	102.00	183.07	412.34	101.06	82.34
加: 营业外收入	5.85	38.30	20.08	85.25	7.92
减: 营业外支出	23.85	26.74	368.92	293.26	368.62
加: 以前年度损益调整					
四、利润总额	4649.94	4835.94	6698.60	20.02	5604.31
应交所得税	1626.87	1742.62	1734.52	3.26	1381.87
其中: 减征社会性支出					
净利润	3023.08	3093.31	4964.08	28.14	4222.43

附件 4-1 2006~2009 年 1-9 月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 (%)	09 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	53644.89	55223.75	70213.89	14.41	53887.99
收到的税费返还					
收到的其他与经营活动有关的现金	383.27	183.07	412.77	3.78	878.32
现金流入小计	54028.17	55406.82	70626.66	14.33	54766.31
购买商品、接受劳务支付的现金	47883.23	47723.76	56723.65	8.84	50261.37
支付给职工以及为职工支付的现金	2031.58	3724.19	3055.43	22.64	1937.82
支付的各项税费	1997.15	2237.20	2601.78	14.14	1823.65
支付的其他与经营活动有关的现金	479.58	3733.10	4888.19	219.26	6432.30
现金流出小计	52391.54	57418.25	67269.07	13.31	60455.15
经营活动产生的现金流量净额	1636.63	-2011.43	3357.59	43.23	-5688.84
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金	400.00			-100.00	
取得投资收益所收到的现金					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额					
收到的其他与投资活动有关的现金					
现金流入小计	400.00			-100.00	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	4587.49	5056.39	9884.46	46.79	6016.50
投资所支付的现金			34.00		
支付的其他与投资活动有关的现金					
现金流出小计	4587.49	5056.39	9918.46	47.04	6016.50
投资活动产生的现金流量净额	-4187.49	-5056.39	-9918.46	53.90	-6016.50
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		1350.00			
取得借款所收到的现金	11040.00	21340.50	35360.00	78.97	30650.00
收到的其他与筹资活动有关的现金					
现金流入小计	11040.00	22690.50	35360.00	78.97	30650.00
偿还债务所支付的现金	6800.00	15973.00	25877.50	95.08	23350.00
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	548.51	1095.31	1601.65	70.88	1297.98
支付其他与筹资活动有关的现金					
现金流出小计	7348.51	17068.31	27479.15	93.38	24647.98
筹资活动产生的现金流量净额	3691.49	5622.19	7880.85	46.11	6002.02
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	1140.63	-1445.63	1319.98	7.57	-5703.32

附件 4-2 2006~2009 年 1-9 月公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补 充 资 料	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	09 年 1-9 月
1、将净利润调节为经营活动的现金流量:					
净利润	3023.08	3093.31	4964.08	28.14	4222.43
加: 计提的资产损失准备					
固定资产折旧	559.28	686.91	1269.40	50.66	986.60
无形资产摊销					
长期待摊费用摊销					
待摊费用减少(减: 增加)	-636.13	-825.39	199.77		
预提费用增加(减: 减少)	0.70	-1.24		-100.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的 损失(减: 收益)					-4255.15
固定资产报废损失					
财务费用	548.51	995.31	1601.65	70.88	1297.98
投资损失(减: 收益)					
递延税款贷项(减: 借项)					
存货的减少(减: 增加)	232.78	-3120.71	-2389.64		-2725.79
经营性应收项目的减少(减: 增加)	-1828.47	-5046.45	-2234.42	10.54	-5188.11
经营性应付项目的增加(减: 减少)	153.47	2556.97	599.46	97.64	35.92
其他	-416.60	-350.14	-652.72	25.17	-62.73
经营活动产生的现金流量净额	1636.63	-2011.43	3357.59	43.23	-5688.84
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动:					
债务转为资本					
一年内到期的可转换公司债券					
融资租入固定资产					
3、现金及现金等价物净增加情况:					
现金的期末余额	7864.43	6418.80	7738.78	-0.80	2035.46
减: 现金的期初余额	6723.80	7864.43	6418.80	-2.29	7738.78
加: 现金等价物的期末余额					
减: 现金等价物的期初余额					
现金及现金等价物净增加额	1140.63	-1445.63	1319.98	7.57	-5703.32

附件 5 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)	33.16	22.73	18.30	--
存货周转次数(次)	7.50	6.01	4.13	--
总资产周转次数(次)	1.62	1.31	1.19	--
现金收入比(%)	118.16	112.40	116.15	--
盈利能力				
主营业务利润率(%)	15.37	15.94	22.73	23.11
总资本收益率(%)	11.95	9.91	11.75	--
净资产收益率(%)	16.86	14.05	18.85	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	18.50	21.59	19.21
全部债务资本化比率(%)	39.99	46.60	52.89	52.75
资产负债率(%)	43.04	49.25	54.43	55.99
偿债能力				
流动比率(%)	139.65	160.03	131.91	108.78
速动比率(%)	106.51	113.90	90.85	72.90
经营现金流流动负债比(%)	12.31	-12.33	13.90	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.50	6.55	5.97	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.08	2.95	3.09	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.21	-0.37	-0.22	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.65	-7.10	-4.10	--
本期债券偿债能力				--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.96	1.09	1.59	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	9.00	9.23	11.77	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.27	-0.34	0.56	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.43	-1.18	-1.09	--

注：公司财务报表采用旧会计准则，三年均无借款资本化利息；2009 年 9 月财务报表未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/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 7 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

信用等级公告

联合[2010] 132 号

联合资信评估有限公司通过对天洁集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

天洁集团有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年三月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人民财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianhezhatings.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）与天洁集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与天洁集团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，未因天洁集团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天洁集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、天洁集团有限公司主体长期信用等级自 2010 年 3 月 19 日至 2011 年 3 月 18 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年三月十九日

天洁集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: BBB⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2010 年 3 月 19 日

财务数据

项目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 9 月
资产总额(亿元)	13.84	18.71	19.59	22.89
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	5.02	6.57	7.11	8.04
长期债务(亿元)	0.60	2.05	1.70	1.06
全部债务(亿元)	6.63	10.36	11.05	11.90
主营业务收入(亿元)	15.03	18.97	19.56	13.96
利润总额(亿元)	0.97	1.57	1.16	1.03
EBITDA(亿元)	1.55	2.69	2.64	--
经营性净现金流(亿元)	0.74	0.51	0.90	--
主营业务利润率(%)	11.26	9.18	9.48	13.43
净资产收益率(%)	16.36	23.37	15.73	--
资产负债率(%)	63.76	64.90	63.73	64.87
全部债务资本化比率(%)	56.92	61.19	60.87	59.67
流动比率(%)	110.76	122.09	118.51	119.52
全部债务/EBITDA(倍)	4.27	3.85	4.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.33	3.68	2.70	--
EBITDA/本期发债余额(倍)	1.41	2.45	2.40	--

注: 2009 年 9 月财务报表未经审计。

分析师

张 华

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”)对天洁集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为国内规模较大的环保设备制造企业,在行业地位、生产装备、技术水平及市场占有率等方面所具有的优势。同时联合资信也关注到环保设备行业竞争激烈、原材料价格波动大、未来投资规模大等因素给公司经营及偿债能力带来的负面影响。

公司计划加大对优势产品的投资和扩建,并利用自身资源扩展经营领域,优化产品结构,提升生产能力,从而巩固和加强行业领先地位,有助于其保持较为稳健的发展态势,联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 环保产业作为国家重点扶持的产业,近年增长较快,公司经营和发展的外部环境良好。
2. 公司电除尘器等环保设备竞争力较强,市场占有率较高,行业地位领先。
3. 公司生产装备先进、技术水平较强;先后获得省部级以上科技奖和专利奖 10 多项。

关注

1. 国内环保设备行业竞争激烈,技术水平较低。
2. 公司主要原材料为钢材,近年钢材价格波动较大,对公司经营产生一定影响。
3. 公司铝业板块业务收入波动较大,2009 年前三季度一直处于停产状态。
4. 公司融资成本较高,现有债务负担较重,且未来计划投资规模较大,债务负担存在上升压力。
5. 公司对外担保规模大,担保比率达到 87.06%,存在一定或有负债风险。

一、主体概况

天洁集团有限公司（以下简称“公司”或“天洁集团”）成立于 1982 年，其前身为诸暨县新乐机械模具厂，1999 年改制为浙江天洁机械集团有限公司，2000 年 12 月更为现名。截至 2008 年底，公司注册资本 21800 万元，股东是以边建光父子为代表的边氏家族（参见表 1），实际控制人为边建光。

表1 公司股东情况

股东名称	持股比例（%）
边宇	39.40
边建光	22.81
边姝	13.11
何建民	6.17
边伟灿	6.17
陈建诚	6.17
边成霞	6.17
合计	100.00

注：边建光和边宇为父子关系，边建光于 2004 年将名下部分股权转让给边宇；

资料来源：公司提供

公司经营范围：环保设备、水泥机械、造纸机械、压力容器、起重机械、钢材、建材、机械电机、环保设备安装、废旧金属回收、烟气脱硫设备及配件的制造、销售安装。公司产品主要包括环保设备、矽钢坯及矽钢片（冷、热轧）。

截至 2009 年 9 月底，公司下属主要全资子公司 6 家，控（参）股子公司 11 家（详见附件 1）；公司本部下设总裁办、财务部、安全监察室、策划管理部等 13 个职能部门。

截至 2008 年底，公司资产总额 195897.00 万元，所有者权益（含少数股东权益）71053.51 万元；2008 年公司实现主营业务收入 195619.85 万元，利润总额 11636.50 万元。

截至 2009 年 9 月底，公司资产总额 228897.26 万元，所有者权益（含少数股东权益）80417.23 万元；2009 年 1~9 月公司实现主营业务收入 139578.27 万元，利润总额 10262.67 万元。

公司注册地址：诸暨市牌头镇；法定代表

人：边宇。

二、本期集合票据概况

本期集合票据计划发行总额度为 66000 万元，期限为 1 年，其中公司拟申报发行额度 8000 万元（以下简称“本期债券”），其中 4000 万元用于置换贷款，4000 万元用于补充公司营运流动资金需求。

三、行业分析

公司主要产品属于环保设备或环保设备制造相关范畴，其经营发展与环保设备产业的景气与否直接相关。

1. 行业现状

环保设备产业是以防治污染、改善生态环境、促进资源优化配置、确保资源永续利用为目的而发展起来的新兴产业。环保设备产业主要包括大气污染防治设备、水污染防治设备、固体废弃物处理与回收设备、噪声与振动控制设备、环境监测仪器仪表及监测系统五个主导行业。目前中国环保设备产业的主导产品有气体净化设备、机械除尘设备、电除尘设备、水处理设备、噪声控制设备和垃圾处理设备等。

在空气污染处理方面，近年空气污染治理设备的年产值占全国环保产业年产值比重较为稳定，2008 年占全国环保产业年产值的 43.50%，属于环保产业最主要板块。在空气污染治理设备中，除尘设备占 80.00%，主要产品是各种旋风除尘器、湿式除尘器、袋式除尘器和静电除尘器。从目前国内现状看，中国的除尘器生产已具有一定的规模，基本满足国内市场需求，但采用高新技术除尘、二氧化硫处理设备、除尘脱硫一体化设备、有害工业废气净化设备开发不足，有一定的需求缺口。

水污染治理设备近年发展较快，2008 年水污染治理设备的年产值占全国环保产业年产值的

36.80%。近年，国内水污染治理技术有了长足发展，但水污染治理设备总体技术水平仍较落后，刚达到国际 70 年代水平（部分产品达到 80 年代水平），技术水平大幅落后国际水平。目前，水污染治理设备主要产品是一般的分离设备、氧化消毒设备和生物处理设备，其设备单机产品多，系列化程度低，成套装置生产不足，而且难降解、高浓度有机废水处理设备和高新生物技术处理设备严重缺乏。

在固体废弃物处置方面，近年固体废弃物处置设备的年产值占全国环保产业年产值比重较小，2008 年，固体废弃物处置设备的年产值仅占环保产品产值的 2.30%，而且产品品种少、配套性差，远远不能满足中国固体废弃物综合利用和城市生活垃圾处理的需要。

近年来，政府加大了生态环境保护工作的力度，环保产业保持了较高的增长速度，年均增长率达到 15.00% 以上。2009 年，中国已完成新增燃煤脱硫机组容量 9712 万千瓦，新增城市污水处理能力 1149 万吨。

2. 行业关注

行业竞争激烈

环保设备产业的发展规模与一国的经济发展水平基本上呈现正相关。目前国际环保设备

企业主要集中在发达国家，环保设备外贸的主要出口国也集中在发达国家，但发展中国家环保设备市场增长率要高于发达国家，国际环保设备市场正向发展中国家转移。

国内环保设备产业主要集中在环渤海、东南沿海地区及长江流域等经济发达地区。其中，大气污染防治设备制造企业分布比较均衡；水污染防治设备制造企业在江苏、上海、浙江；固体废弃物处置设备制造企业在东部地区；噪声与振动控制设备制造企业在上海、北京居多，江苏、湖北、广东、辽宁、四川等地也有这类企业，且有一定规模。

环保设备生产企业数量众多，大多以中小型企业为主，且非常专业化，多附属于研究机构与技术开发机构，这与环保设备服务对象的多元化相适应。在大型企业中，相当一部分是多产品企业，它们既生产环保设备，也生产非环保设备。目前，专门生产销售环保专用设备上市公司有 2 家，分别为福建龙净环保股份有限公司（简称“龙净环保”，股票代码：600388）和浙江菲达环保科技股份有限公司（简称“菲达环保”，股票代码：600526），其主要产品均为电除尘器及脱硫设备。

表2 环保专用设备上市公司情况（单位：万元、%）

上市公司	资产总额	负债总额	股东权益	利润总额	净资产收益率	资产负债率	流动比率
龙净环保	486204.64	294508.13	187258.92	23606.93	9.59	60.57	147
菲达环保	223376.95	169585.80	51085.16	1311.94	1.69	75.92	130

资料来源：各上市公司 2009 年第三季度财报数据，联合资信整理

原材料价格波动较大

环保设备中，钢材大约占到原材料成本的 80%。2007 年以来，钢材价格一路走高，使行业内企业生产成本上升，而 2008 年下半年受金融危机影响钢材价格出现较大幅度回落，2009 年在铁矿石、焦炭等价格持续上涨的背景下，各钢厂出厂价格又连续上调。总体看，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。

3. 未来发展与产业政策

根据 2007 年出台的《国家环境保护“十一五”规划》的要求，“十一五”期间 5 年内中国将实现主要污染物排放总量减少 10%，具体包括：在大气污染防治方面，加快现有燃煤电厂脱硫设施建设，使 90% 的现有电厂达到排放标

准，新建燃煤电厂必须根据排放标准安装脱硫装置；在水污染防治方面，加快城市污水处理设施建设，全面开征污水处理费，到 2010 年城市污水处理率不低于 70%；在固体废弃物污染防治方面，加快危险废弃物处理设施建设，妥善处理危险废弃物和医疗废物。加强城市垃圾处理设施建设，加大城市垃圾处理费征收力度，到 2010 年城市生活垃圾无害化处理率不低于 60%。

2008 年 8 月，国家通过了《中华人民共和国循环经济促进法》（简称“《循环经济促进法》”），并于 2009 年 1 月 1 日起施行。《循环经济促进法》明确规定，国家对促进循环经济发展的产业活动给予税收优惠，并运用税收等措施鼓励进口先进的节能、节水、节材等技术、设备和产品，限制在生产过程中耗能高、污染重的产品的出口。2008 年 12 月，财政部和国家税务总局联合发布通知，从 2009 年 1 月 1 日起扩大享受增值税优惠的资源综合利用产品范围，其中包括再生水等 10 多类产品。2008 年 12 月 15 日，财政部发布了调整和完善部分资源综合利用产品的增值税政策，对符合要求的项目给予税收减免。其中对再生水、污水处理等给予了免征增值税的优惠。

总体看，环保产业近年来在政府的支持下保持了较高的增长速度，环保设备制造行业面临良好的外部发展环境；环保设备制造行业竞争激烈，国内技术水平仍较低。

四、基础素质

1. 企业规模与竞争力

公司已形成环保设备、房地产及铝业三大业务板块，其中，环保设备板块是支柱板块。公司占地面积 800 多亩，是现今国内规模较大的电除尘器生产厂家之一，电除尘器市场占有率多年维持在 30% 以上，是国家大气污染治理设备行业重要企业；另外，公司碱回收装备市场占有率长期保持在 60% 以上。

公司是国家重点高新技术企业，其自行研制开发的“循环硫化床锅炉配套电除尘器”、“低热值褐煤锅炉配套电除尘器”及“浓相流态化仓式泵气力输送系统”已通过国家成果鉴定，其中“循环流化床锅炉配套电除尘器”获国家重点新产品证书，并与“浓相流态化仓式泵气力输送系统”一起列入国家火炬计划项目；2009 年公司被电力部列入 50~600MW 配套电除尘器及 50~200MW 正压气力除尘设备的重点生产企业。另外，公司开发的大规格、大流通平面阀波纹滤板鼓式真空洗浆机和预挂式真空过滤机是国内首创。公司产品先后获得了省部级以上的科技奖和专利奖 10 多项。1998 年，公司通过了 ISO9001 质量保证体系认证，并于 2001 年转换为 ISO9001: 2000 版。

2. 人员素质

截至 2009 年 9 月底，公司拥有高层管理人员 5 人。公司实际控制人边建光先生，现年 56 岁，曾创办诸暨县新乐机械模具厂并任厂长（1982~1985 年），1985~1989 年任诸暨县水泥机械厂厂长，1989~1994 年任诸暨市工业环保设备总厂厂长，1994~1995 年任浙江胜洁环保工程有限公司总经理，1995 年至今任天洁集团总裁。边建光先生生产经营思路清晰，行业管理经验较为丰富，为国家实用五金材料专家委员会成员。公司法人代表兼董事长边宇先生，现年 27 岁，为边建光先生的儿子。边宇先生 2005 年 7 月毕业于浙江大学机械自动化专业、竺可桢学院创业管理班学员，本科双学位，2006 年 7 月获得英国杜伦大学金融学专业硕士学位，2004~2005 年任诸暨市天洁矽钢有限公司总经理，2005~2006 年任浙江耀宇特钢有限公司冷轧指挥部总指挥及浙江天洁磁性材料股份有限公司总经理，2006 年至今任天洁集团董事长。

截至 2009 年 9 月底，公司拥有员工 2015 人，其中生产人员占 82.93%，大专以上学历占 12.51%，公司员工以生产人员为主，符合生产企业的特征。

五、管理分析

1. 管理体制

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。公司的股东会是最高权力机构，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。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 5 人组成，设董事长 1 人，董事 4 人。公司设总经理 1 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 3 年，连聘可以连任。公司设监事会，由 3 名监事组成。公司管理岗位主要由边氏家族成员担任，其中边宇先生任公司董事长，并负责公司日常生产经营，总体看，公司所有权与经营权未实现分离，治理结构有待进一步完善。

2. 管理水平

公司下设总裁办、财务部、安全监察室、策划管理部等 13 个职能部门，并制定了《财务管理制度》、《质量管理制度》、《生产与技術管理制度》等管理制度。

财务管理方面，公司设立财务部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。

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，公司设有安全监察室，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。

下属子公司管理方面，公司作为决策、投资和控股中心，按投资控股的比例行使对子公

司的重大决策、选择管理者、资产受益等权利，并承担相应义务。

总体看，公司部门设置和制度建设相对健全，公司管理机制适应现阶段经营发展。

六、生产经营

1. 经营现状

公司目前已形成环保设备、房地产及铝业三大业务板块，其中环保设备板块是支柱板块，其主要产品包括环保设备、矽钢坯及矽钢片（冷、热轧）。公司负责各业务板块生产销售的经营主体参见表3。

表3 公司各板块及经营主体

项 目	经营主体	主体简称
环保设备板块		
--环保设备	公司本部	
--矽钢坯	诸暨市天洁矽钢有限公司	天洁矽钢
--热轧矽钢片	浙江耀宇特钢有限公司	耀宇特钢
--冷轧矽钢片	浙江天洁磁性材料股份有限公司	天洁磁性
房地产板块		
	浙江天洁置业有限公司	天洁置业
	天洁集团鹰潭房地产开发有限公司	天洁鹰潭房地产
铝业板块		
	江西晨宇铝业有限公司	晨宇铝业
	上海天洁铝业有限公司	天洁铝业

资料来源：公司提供

公司主要业务板块收入及增长情况见表 4，可以看出，公司房地产及铝业板块规模较小，环保设备板块规模较大，是公司收入及利润的主要来源。2006~2008 年，公司环保设备板块实现销售收入稳步增长，2008 年环保设备实现销售收入 18.58 亿元，同比增长 10.01%，收入占比为 94.98%。在环保设备板块收入构成中，环保设备增长稳定，2008 年为 5.80 亿元，矽钢坯（片）增长较快，2008 年矽钢坯（片）合计收入达到 12.78 亿元。2009 年 1~9 月，公司各板块收入合计较上年同期小幅下降，其中环保设备板块收入与上年同期基本持平，房地产板块实现收入有所下降，铝业因停产未产生收入。2006~2008 年，公司主营业务毛利率基本保持 10.00%左右，2008 年为 9.91%；2009 年 1~9

月主营业务毛利率较上年同期有所提升，为 13.70%。总体看，公司主营业务集中于环保设备板块，核心业务较为突出。

表4 公司主要业务板块收入及增长情况（单位：亿元、%）

项 目	2006 年		2007 年			2008 年			2009 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	增长率	金额	占比	增长率	金额	占比
环保设备板块										
--环保设备	4.80	31.96	5.52	29.10	15.00	5.80	29.65	5.10	4.67	33.40
--砂钢坯	3.97	26.45	4.47	23.58	12.60	4.30	21.98	-3.80	2.54	18.30
--热轧砂钢片	5.20	34.60	5.66	29.85	8.85	4.38	22.39	-22.60	3.25	23.30
--冷轧砂钢片	--	--	1.24	6.54	--	4.10	20.96	230.65	3.39	24.30
环保设备板块合计	13.97	93.01	16.89	89.07	20.90	18.58	94.98	10.01	13.85	99.30
房地产板块	0.45	2.99	0.37	1.95	-17.70	0.55	2.82	48.65	0.10	0.70
铝业板块	0.60	4.00	1.70	8.98	1830.00	0.43	2.20	-74.70	--	--
合 计	15.02	100.00	18.96	100.00		19.56	100.00		13.95	100.00

资料来源：公司提供

2. 环保设备板块

环保设备

公司环保设备的生产销售主要由本部负责，主要产品包括电除尘器、布袋除尘器、电袋复合除尘器、脱硫设备、浓相流态化仓式泵气力输送系统及造纸碱回收系统。

原材料采购方面，公司本部原材料采购主要是钢材和部分电控设备，其中钢材约占原材料成本的 80%左右，主要从地方各主要钢厂直接采购，为保障钢材供应的稳定性，公司与当地及周边地区的相关供应商建立了长期的合作关系；除生产所需钢材外，公司还需采购部分电控设备，以满足整体环保工程所需。公司与设备供应商的结算方式为：签订采购合同时预付 10%货款，发货前付 20%货款，货到现场付 50%货款，设备调试完毕付 10%货款，剩余 10%在 2 年质保期满后结清。国外进口设备以信用证结算，国内购买设备多以汇票结算。

表5 环保设备产销情况

项目	2006	2007	2008	09Q3
产量（万吨）	7.80	7.60	8.61	8.13
销量（万吨）	7.74	7.36	8.45	7.60
产销率（%）	99.22	96.84	98.15	93.38

资料来源：公司提供

生产方面，公司根据客户要求，完成产品设计后，再将采购的钢材进行裁剪、焊接、表面处理、矫正及防腐处理等工序，形成环保工程所需主要部件，然后交由子公司诸暨市天洁

物流有限公司运输至客户基地进行现场安装。

环保设备报价由设计费、设备价格、运输和安装成本构成。

公司环保设备主要销往各电力及煤炭企业，其中国电电力发展股份有限公司50%和中国华能集团公司30%的除尘系统均采用公司的除尘设备。公司与客户的结算方式为：客户预付20%定金，进度款和发货款各付30%，设备安装完工再付10%的货款，余下的10%将在2年质保期满后结清。结算方式以汇票为主。

公司根据客户的订单组织生产，目前公司承接的主要项目参见表6，可以看出，公司已签环保设备合同中尚有7.72亿元未形成收入。

表6 环保设备订单情况（单位：万元）

对方单位	项目	合同金额	进度
中国通用机械工程总公司	电除尘器	13923.15	62.81%
中国电气设备总公司	电除尘器	2434	45%
中国电力建设工程咨询公司	电除尘器	5444	15%
鄂尔多斯市源丰投资有限责任公司	空冷系统	1228	31.4%
国电清远发电有限公司	脱硫系统	4557.66	29.99%
国电青山热电有限公司	静电除尘器	4316	未生产
威信云贵电扎西能源有限公司	静电除尘器	7030	未生产
贵州兴义电力发展有限公司	电气除尘器	4366	未生产
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	静电除尘器	646	未生产
中国成达工程有限公司	电除尘器	695	未生产
华润电力（温州）有限公司	电气除尘器	6900	未生产
国电建投内蒙古能源有限公司	静电除尘器	5750	未生产
国电都匀发电有限公司	电除尘器	6169	未生产
中国华电集团新能源发展有限公司	塔架设备	4662	未生产
贵州华电塘寨发电有限公司	静电除尘器	4296	未生产
华能湖南岳阳发电有限公司	电除尘器	4597	未生产
国电南宁发电有限公司	静电除尘器	4694	未生产
湖北华电西塞山发电有限公司	电除尘器	4077	未生产

资料来源：公司提供

矽钢坯

矽钢坯的生产销售主要由天洁矽钢负责，天洁矽钢是天洁集团全资子公司，占地面积3万平方米，在职工人350人，注册资金3000万元。

天洁矽钢1995年建立矽钢生产线，主要产品为电工用冷轧、热轧硅钢坯，主要生产设备有60吨超高电弧炉，60吨RH炉，6台10吨中频熔炼炉，二机二流弧形连铸机，冷轧硅钢薄板坯炉卷轧机，650热轧开坯机，及2套进口光谱仪等检测仪器。天洁矽钢现已形成年可供热轧矽钢坯15万吨。

表 7 矽钢坯产销情况

项目	2006	2007	2008	09Q3
产量(万吨)	14.18	13.74	9.81	7.58
销量(万吨)	13.71	13.34	9.34	7.72
产销率(%)	96.71	97.04	95.19	101.82

资料来源：公司提供

矽钢片

矽钢片主要有耀宇特钢和天洁磁性负责生产销售。

耀宇特钢主要从事矽钢片的生产和销售，成立于2000年，是公司重要的控股企业之一，公司持股56%。耀宇特钢占地面积8.65万平方米，职工人数500人，拥有年产热轧电工薄板15万吨产能，是浙江省独家生产电工用硅钢片的重点冶金企业，其产品为中国电机、电器、家电行业广泛产用。

表 8 矽钢片产销情况

项目	2006	2007	2008	09Q3
产量(万吨)	13.72	14.48	11.35	7.94
销量(万吨)	13.63	13.67	9.03	8.27
产销率(%)	99.36	94.39	79.58	104.26

资料来源：公司提供

天洁磁性于2007年8月由天洁集团(占40%)、湖南涟源钢铁集团有限公司(简称“涟源钢铁”，占40%)、浙江海越股份有限公司(占15%)和湖南天汇企业发展有限公司(占5%)共同组建，注册资金2亿元。涟源钢铁供应冷轧硅钢硬卷原料，由天洁磁性进行脱碳退火、

涂层生产冷轧矽钢片。目前天洁磁性拥有0.5*1000MM和0.5*1200MM两种规格产品。天洁磁性主要装备有国内先进的连续卧式退火机组1台、保护气机组1套、煤气发生炉1座、2T蒸汽发生炉1座，供电供水公辅设施等，实际生产能力可达10万吨。

表 9 冷轧矽钢片产销情况

项目	2007	2008	09Q3
产量(万吨)	2.43	7.19	5.71
销量(万吨)	1.95	7.04	6.51
产销率(%)	80.26	97.89	114.06

资料来源：公司提供

3. 房地产板块

公司从事房地产开发的经营主体主要有天洁置业和天洁鹰潭房地产。

天洁置业是公司的全资子公司，成立于2007年，注册资本2000万元，在职人员20余人。截至2009年底，天洁置业主要开发了诸暨市牌头镇站前路“天一阁”项目，总投资3800万元，占地面积14857.10平方米，建筑面积26846平方米，房屋总数145套，车库(储物间)为125间，商铺为26间。“天一阁”项目于2009年10月正式开工，截至2009年底，已完成开发建设投资的30%，预计2010年11月竣工。

天洁鹰潭房地产成立于2001年，注册资本2088万元，其中公司占股60%，陈来兴占40%。天洁鹰潭房地产以承建鹰潭龙虎山大道和污水处理厂置换龙虎山大道商住用地637亩，并从2003年开始陆续开发。截至2009年底，天洁鹰潭房地产已开发完成天洁·西湖嘉苑、天洁·紫荆花苑、天洁·梅花苑等楼盘，累计完成开发487亩，另有在建75亩，共计投入资金5.02亿元，已收回投资4.47亿元。目前，天洁鹰潭房地产实行滚动开发，不再需要公司另行投入。

另外，公司还投资了重庆海宇置业有限公司(以下简称“海宇置业”)和湖北宏天置业有限公司(以下简称“宏天置业”)。海宇置业成立于2002年底，注册资本5000万元，其中海

亮集团有限公司占 48%，天洁集团占 42%，张海忠占 10%。海宇置业是一家以房地产开发为重心的大型综合性企业，2003 年在重庆北碚新城以投资城市基础设施项目换取 2400 亩城市商业用地（当时取得价为 10 万元/亩），进行滚动开发，目前海宇置业已完成开发 1500 亩左右，累计完成投资已超过 15 亿元。宏天置业注册资金 2188.00 万元，其中天洁集团占 41.00%。宏天置业现有土地 700 亩，商住用地，土地取得价格为 18 万/亩，土地款已全部付清，正在办理土地证。

2006~2008 年，公司房地产板块产生销售收入合计分别为 0.45 亿元、0.37 亿元和 0.55 亿元；2009 年 1~9 月产生销售收入合计为 0.10 亿元。公司房地产板块子公司较多，资源较为分散，协同优势未能充分发挥，有待进行必要整合。

4. 铝业板块

公司从事铝业板块业务的经营主体有晨宇铝业和天洁铝业，其中，天洁铝业已停产，机器设备已运至晨宇铝业。

晨宇铝业是公司在江西鹰潭投资的全资子公司，成立于 2004 年 10 月，注册资本 5000 万元，占地面积 250 亩，拥有厂房面积 43000 余平方米，办公楼及职工宿舍楼面积约 3000 平米，现有员工 50 人。晨宇铝业主要生产设备有：熔炼炉 2 座，静置炉 2 座，1720mm 铸轧机组 2 套，半连续浇铸机，铣面机，加热炉，1550mm 热轧机组，1720mm 冷轧机组，1600mm 箔轧机组 2 套，1100mm 箔轧机组，800mm 箔轧机组，拉弯矫直机，退火炉 6 座，各种检测仪器以及生产用其他辅助设备。晨宇铝业主要生产各种型号的铝及合金板带箔，设计规模为年产 10 万吨。

2006~2008 年，公司铝业板块产生销售收入合计分别为 0.60 亿元、1.70 亿元和 0.43 亿元；2009 年 1~9 月，公司判断铝业行业产能整体过剩，因而未开工生产，目前晨宇铝业正在设备安装及调试中。

5. 其他

公司 2008 年尝试进入风电行业，在内蒙古有 200 平方公里风场，由公司生产的 2 台 1.5MW 样机在内蒙古风场已安装运转。目前公司风电业务板块投资规模不大。

6. 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在波动中有所下降，三年平均值为 7.88 次，2008 年为 6.97 次；存货周转次数和总资产周转次数三年呈现逐年下降态势，两者三年平均值分别为 8.93 次和 1.29 次，2008 年分别为 6.34 次和 1.02 次。总体看，公司经营效率有所下降。

7. 未来发展

未来几年，公司将继续加大对除尘器生产线的投资，以巩固和加强在环保设备制造企业中的领先地位；另外，公司将利用现有厂房及配套设施的便利条件，以及长期和各电力企业建立起来的紧密关系，向电力及新能源领域扩张。公司未来几年计划投资项目情况参见表 10。

表 10 公司未来计划投资项目情况

单位：万元

项 目	总投资	资金安排	
		企业自筹	银行贷款
年产 30 套新型整体式高效电袋除尘器项目	6000	6000	0
年产 4*600MW 电站直接空冷机组翅片管束及 8*600MW 机组钢结构项目	19221	9421	9800
年产 350 台 1.5MW 和 150 台 3.0MW 风力发电机组项目	90600	25600	65000
合计	115821	41021	74800

资料来源：公司提供

年产 30 套新型整体式高效电袋除尘器项目总投资 6000 万元，其中设备购置占 49.30%，工程研发占 17.00%，原厂房改造占 16.90%，流动资金占 16.80%，该项目选址在天洁集团厂区。该项目达产后预计每年可增加销售收入 40800 万元，增加利润总额 8089.65 万元。

年产 4*600MW 电站直接空冷机组翅片管

束及8*600MW机组钢结构项目拟利用公司现有厂房及配套设施,新增大扁管生产线、管板专用冲压机、蛇形铝翅片打折机、大型数控折弯机等设备,形成年产4*600MW电站直接空冷机组翅片管束及8*600MW机组钢结构的生产产能。该项目总投资19221万元,其中银行贷款9800万元,其余由企业自筹解决。公司预计该项目建成达产后,正常年可实现营业收入55600万元,利润总额8129万元。

年产350台1.5MW和150台3.0MW风力发电机组项目总投资90600万元,其中固定资产投资75000万元,铺底流动资金15600万元。

总体看,公司未来几年计划将加大对优势产品的投资和扩建,并利用自身现有资源扩展经营领域,整合产业链。随着这些项目陆续建成并投产,公司综合竞争力将会有所增强,从而巩固和加强在环保设备制造企业中的领先地位。但公司投资规模较大,对外融资需求相应上升,未来债务负担有增加压力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2006~2008年财务报表已经诸暨天阳会计师事务所有限公司审计,并均出具了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。

公司执行《企业会计准则》和《企业会计制度》及其补充规定,合并口径未发生重大变化,可比性较强。

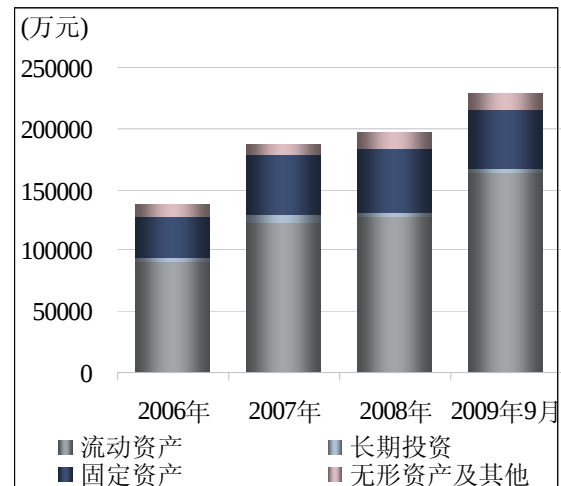
截至2008年底,公司资产总额195897.00万元,所有者权益(含少数股东权益)71053.51万元;2008年公司实现主营业务收入195619.85万元,利润总额11636.50万元。

截至2009年9月底,公司资产总额228897.26万元,所有者权益(含少数股东权益)80417.23万元;2009年1~9月公司实现主营业务收入139578.27万元,利润总额10262.67万元。

2. 资产构成

2006年~2008年,公司资产总额年均增长18.97%,其中流动资产年均增长18.48%,固定资产年均增长21.08%。

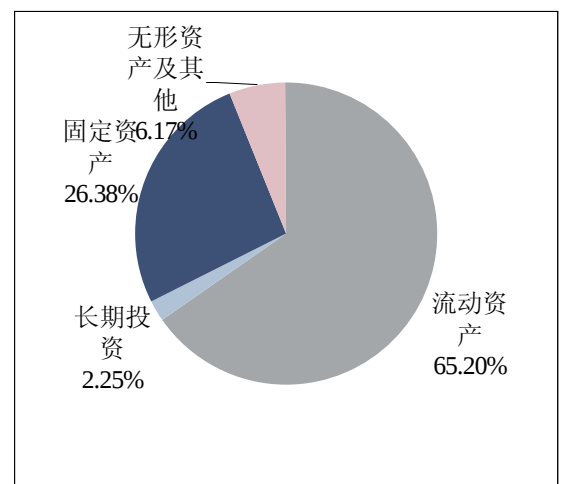
图1 公司资产构成及增长情况



资料来源: 公司年报

截至2008年底,公司资产总额195897.00万元,其中流动资产占比较大,为65.20%。

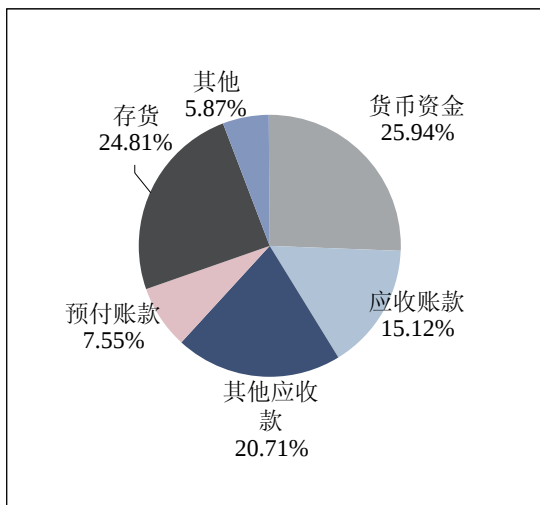
图2 2008年底公司资产构成情况



资料来源: 公司年报

截至2008年底,公司流动资产127731.46万元,主要以货币资金、应收账款、其他应收款及存货为主。

图3 2008年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

截至 2008 年底，公司货币资金 33127.18 万元，主要由承兑保证金（占 69.64%）和银行存款（占 30.08%）为主；应收票据 7160.57 万元，全部为银行承兑汇票。

2006~2008 年，公司应收账款基本维持稳定，2008 年底为 19314.63 万元，其中 1 年期以内占 51.96%，1~2 年占 38.77%，欠款单位主要有大堂信阳华豫发电公司、贵州电力建设第一工程公司和成都金堂电厂等。环保设备质保金一般在工程结束 1~2 年后才能收回，因此应收账款账龄较长，但欠款单位多为资金实力较强的电力企业，收回风险较低。2006~2008 年，公司其他应收款在波动中增长较快，年复合增长 26.67%。2008 年底公司其他应收款 26450.18 万元，其中 1 年期以内占 55.40%，1~2 年占 43.83%，主要是公司与子公司的往来款，其中重庆海宇置业有限公司 9876.5 万元、鹰潭房地产 4957 万元。公司计提应收款坏账准备 138.98 万元。

受生产和销售规模持续扩大影响，2006~2008 年，公司存货稳步增加。截至 2008 年底，公司存货为 31694.06 万元，存货主要以原材料、库存商品、开发成本和开发产品为主，分别占 16.65%、45.89%、16.96%和 15.72%。

截至 2008 年底，公司长期投资 4401.58 万

元，投资对象主要由海宇置业和宏天置业等 6 家单位组成。

表 11 公司长期投资情况

投资对象	投资额（万元）	投资占比（%）
重庆海宇置业有限公司	2100.00	42.00
湖北宏天置业有限公司	897.08	41.00
浙江海宇进出口有限公司	380.00	38.00
内蒙古天远新能源有限公司	500.00	51.01
民和天洁硅业有限公司	500.00	51.01
鹰潭天洁物业有限公司	24.50	29.40
合计	4401.58	--

资料来源：公司提供

截至 2008 年底，公司固定资产净额 37089.80 万元，主要是房屋建筑物（占 27.23%）、机器设备（占 68.39%）等；公司在建工程 14593.98 万元，主要是环保设备及铝业板块土建厂房。

截至 2009 年 9 月底，公司资产总额 228897.26 万元，较 2008 年底增长 16.85%；资产构成中，流动资产占 71.97%，与 2008 年底相比，流动资产占比上升 6.76 个百分点，主要是应收款增加所致；长期股权投资与 2008 年底相比小幅减少 0.85 个百分点；在建工程较 2008 年底减少 14105.11 万元，主要是厂房建成转固定资产导致在建工程减少所致。

总体分析，公司资产以流动资产为主，流动资产中货币资金、应收账款、其他应收款和存货占比较高；公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

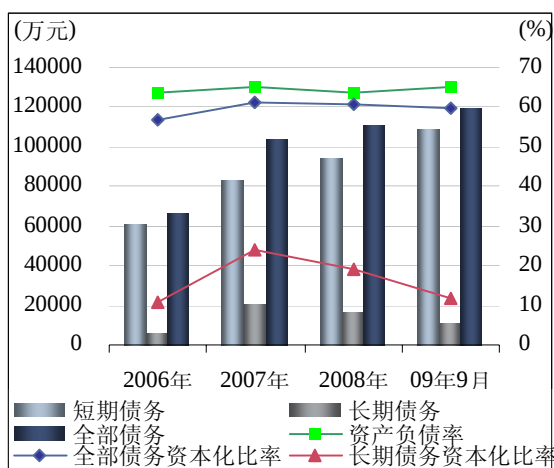
截至 2008 年底，公司所有者权益 71053.51 万元，其中少数股东权益 16361.31 万元；归属于母公司所有者权益中，主要以实收资本和未分配利润为主，分别占 39.86%和 36.50%，归属于母公司所有者权益稳定性较差。截至 2009 年 9 月底，公司所有者权益 80417.22 万元，较 2008 年底增长 13.18%，主要是未分配利润增加 8561.14 万元所致。

截至 2008 年底，公司负债合计 124843.49

万元，主要是流动负债（占比 86.34%）；流动负债主要由短期借款和应付票据为主，分别占流动负债的 43.65%和 43.11%。截至 2009 年 9 月底，公司负债合计 148480.03 万元，较 2008 年底上升 18.93%，主要是短期借款增加所致。

2006～2008 年，公司全部债务分别为 66269.57 万元、103559.45 万元和 110518.00 万元，年均增长 29.14%，有息债务数额相对较大，主要为短期债务，债务结构有待改善。截至 2009 年 9 月底，公司全部债务为 118993.43 万元，债务规模进一步扩大。

图 4 公司债务构成情况



资料来源：公司年报

2006～2008 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率基本维持在高位，2008 年分别为 63.73%和 60.87%，债务负担较重；2009 年 9 月底分别为 64.87%和 59.67%，与 2008 年底相比变化不大。

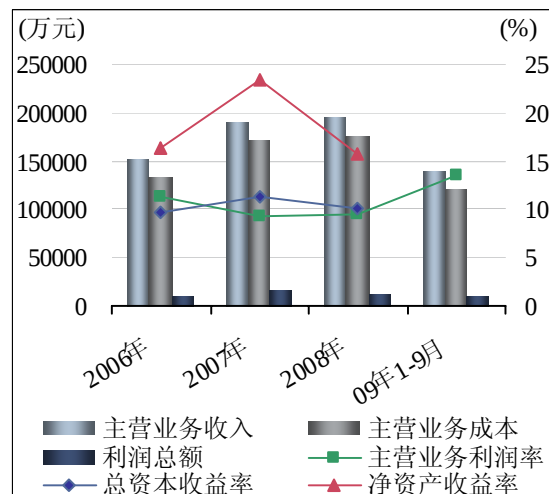
总体看，公司债务以短期债务为主，债务结构有待改善；公司有息债务规模相对较大，债务负担较重。

4. 盈利能力

公司主要从事环保设备、矽钢坯及矽钢片（冷、热轧）的生产销售，2006年～2008年，公司主营业务收入稳步增长，年均增长14.10%，2008年为195619.85万元，主要是受销售规模增

长所致；公司主营业务成本年均增长15.29%，高于主营业务收入增长幅度，相应的公司主营业务利润率分别为11.26%、9.18%和9.48%，公司主营业务利润率在波动中有所下降。

图 5 公司盈利情况



资料来源：公司年报

2006～2008年，公司期间费用所占主营业务收入的比重分别为5.94 %、4.25%和5.77%，基本保持稳定，其中管理费用占期间费用比重增长明显，主要是公司持续扩张，增大生产规模所致。

2006～2008年，公司营业外收入分别为 242.13万元、5567.38万元和1489.46万元，分别占当年利润总额2.50%、35.52%和12.80%。公司营业外收入主要是处置固定资产净收入。2008年公司投资收益5015.06万元，主要为房地产投资收入。

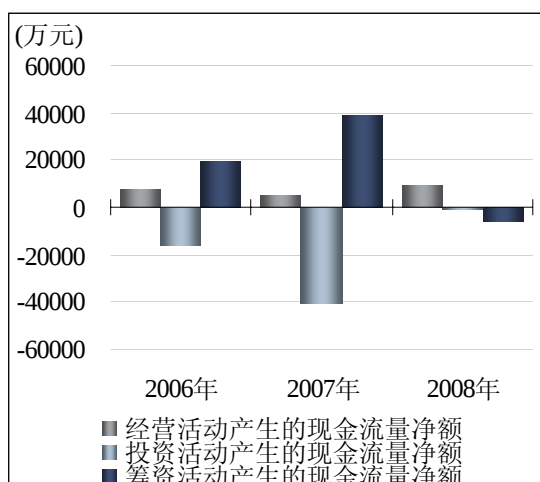
从盈利指标看，2006～2008年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所波动，2008年分别为10.12%和15.73%，盈利能力较强。

2009年1～9月，公司实现主营业务收入 139578.27万元，利润总额10262.67万元，净利润 8675.27万元，分别为2008年的71.35%、88.19%和100.84%，2009年1～9月公司收入较2008年有所下降，但盈利能力较2008年有所上升，主要是钢材价格受需求影响有所下降所致。

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，2006年~2008年公司经营活动产生的现金流量净额分别为7394.32万元、5133.44万元和9027.93万元；2006年~2008年公司现金收入比基本保持稳定，2008年为112.70%，经营活动获取现金能力一般。2008年公司收到的其他与经营活动有关的现金98145.97万元，以及支付的其他与经营活动有关的现金94435.21万元，主要是下角料出售款及电费往来款。

图6 公司现金流情况



资料来源：公司年报

从投资活动看，2006~2007年公司投资项目较多，主要是房地产板块及天洁磁性生产线的投入，投资规模较大，投资活动呈现现金净流出，分别为-16220.87万元和-40772.50万元；2008年受金融危机影响，公司对投资项目进行了调整，收缩了部分投资，从而有效控制了投资规模，投资活动虽仍呈现现金净流出，但其规模明显较小，为-662.60万元。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入主要是银行借款，筹资活动现金流出主要表现为借款的还本付息，2006年~2008年筹资活动产生的现金流量净额分别为19283.10万元、38952.19万元和-5516.22万元。

总体看，公司经营活动获取现金能力一般，对外投资规模较大，投资活动呈现现金净流出。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2006年~2008年，公司流动比率、速动比率有所波动，2008年分别为118.51%和89.10%，2009年9月底分别为119.52%和80.01%；2006年~2008年，公司经营现金流动负债比波动中有所减小，2008年为8.38%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2006年~2008年，公司EBITDA分别为15512.17万元、26911.55万元和26371.05万元；随着有息债务规模的持续增大，公司EBITDA利息倍数呈递减趋势，2008年为2.70倍，2008年公司全部债务/EBITDA为4.19倍，EBITDA对全部债务保障程度一般。

公司与国内各银行建立了较稳固的合作关系。截至2009年9月底，公司获得各银行授信114200万元，其中24901万元未使用。

截至2009年9月底，公司对外担保70000万元（均为互保），担保比率87.06%，其中主要被担保企业为海亮集团有限公司（简称“海亮集团”）和盾安控股集团有限公司（简称“盾安集团”）。

表12 2009年9月底公司对外担保情况

单 位	金额(万元)
海亮集团有限公司	51000
浙江雄风实业有限公司	3000
盾安控股集团有限公司	10000
浙江中元枫叶管业有限公司	3000
浙江海合力科技股份有限公司	3000
合计	70000

资料来源：公司提供

海亮集团创办于1989年8月，总部位于浙江省诸暨市，现有员工13800人，拥有（控股）子公司58家。海亮集团现已发展成以铜加工、房地产、金属贸易、矿产开发、基础教育、商业百货等为主体的大型民营企业集团。海亮集团子公司浙江海亮股份有限公司（简称“海亮股份”；股票代码：002203）已发展成全球知名铜

加工企业，全球最大的合金铜管生产企业；海亮集团房地产业务已跻身中国房地产百强。2008年海亮集团实现营业收入303.27亿元，利税11.65亿元，综合实力位居中国企业500强第196位，中国民营企业500强第7位。

盾安集团创建于1996年，经营范围包括实业投资，对集团内部的投资、控股、资产管理、资本运作，销售中央空调主机及末端设备、制冷配件、炉具及热水器配件、水暖阀门与管件、家用电器、环保仪器设备、货物进出口。目前盾安集团已发展成一家集装备制造（包括制冷配件、中央空调、民用阀门）、民爆化工、房地产开发、资源与能源开发等产业并行发展的企业集团。盾安集团旗下浙江盾安人工环境设备股份有限公司（股票代码：002011.SZ）是全球最大的截止阀生产基地。2008年盾安集团实现营业收入122.96亿元。

总体来看，目前被担保企业生产经营正常，但公司对外担保比率高，存在一定的或有负债风险。

八、本期集合票据偿债能力分析

公司本期集合票据发行额占2009年9月底公司短期债务余额的10.15%、全部债务余额的9.24%，本期集合票据的发行对公司债务结构影响较小。

以公司2009年9月底财务数据为基础，不考虑其他因素变化，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66.48%和61.78%，公司债务负担进一步加重。

2006～2008年公司EBITDA平均值为22931.59万元，2008年为26371.05万元，分别是本期集合票据额度的2.45倍和2.40倍，对本期集合票据的保障能力较强。

九、综合评价

环保产业作为国家重点扶持的产业，近年

来保持了较高的增长速度，并在诸如大气污染防治设备领域取得长足发展。目前国内除尘器的研发和生产已具规模，但对于高技术含量的除尘设备仍存在一定需求缺口，相关设备制造企业面临良好的发展环境。

公司是国内较早从事环保设备生产的企业，经营管理带有一定家族企业特征。近年来，公司不断进行投资扩建，其生产规模不断扩大，目前公司已成为国内规模较大的环保设备生产企业，在生产规模、生产装备、技术水平及市场占有率等方面具有一定优势。公司核心产品电除尘器市场占有率多年维持30%以上。

近三年，公司资产总额逐年增长，公司资产整体质量尚可，债务负担较重，盈利能力较强，偿债能力一般。

总体上，公司长期信用风险一般。

附件 1 公司主要子公司情况（截至 2008 年底）

板块	主要子公司	注册资本(万元)	持股占比(%)	是否并表
环保设备板块	浙江天洁磁性材料股份有限公司	20000.00	40.00	是
	诸暨市天洁矽钢有限公司	3000.00	100.00	是
	浙江耀宇特钢有限公司	3000.00	56.00	是
	浙江立宇不锈钢有限公司	1000.00	56.00	是
	浙江天洁风电设备制造有限公司	25000.00	59.50	是
	诸暨市天洁环保新技术有限公司	50.00	100.00	是
	诸暨市天洁安装工程有限公司	450.00	51.00	是
	鹰潭晨宇重型机械有限公司	2000.00	93.99	是
	诸暨市天洁物流有限公司	100.00	100.00	是
房地产板块	浙江天洁置业有限公司	2000.00	100.00	是
	天洁集团鹰潭房地产开发有限公司	2088.00	60.00	是
	重庆海宇置业有限公司	5000.00	42.00	否
	湖北宏天置业有限公司	2188.00	41.00	否
铝业板块	江西晨宇铝业有限公司	5000.00	100.00	是
	上海天洁铝业有限公司	100.00	70.00	是
其他	浙江天洁新能源股份有限公司	10000.00	85.02	是
	上海风宇能源科技有限公司	100.00	100.00	是

附件 2-1 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	26964.93	30278.07	33127.18	10.84	38981.63
短期投资					
应收票据	7579.16	9083.45	7160.57	-2.80	6436.14
应收股利					
应收利息					
应收账款	18119.46	20540.67	19314.63	3.25	28150.49
其他应收款	16484.33	32809.32	26450.18	26.67	20504.12
预付账款	5368.77	6821.99	9646.26	34.04	16099.99
期货保证金					
应收补贴款			456.17		
应收出口退税					
存货	16470.86	23918.90	31694.06	38.72	54461.69
待摊费用	1.34	16.67	21.41	299.15	99.12
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	90988.86	123236.75	127731.46	18.48	164733.20
长期投资					
长期股权投资	2524.50	7401.58	4401.58	32.04	3204.50
长期债权投资					
长期投资合计	2524.50	7401.58	4401.58	32.04	3204.50
减：长期投资减值准备					
加：合并价差					
长期投资净额	2524.50	7401.58	4401.58	32.04	3204.50
固定资产					
固定资产原值	34700.78	45071.81	52976.48	23.56	64987.41
减：累计折旧	13713.28	13343.41	15886.68	7.63	18370.62
固定资产净值	20987.49	31728.40	37089.80	32.94	46616.80
固定资产净值减值准备			7.10		7.10
固定资产净额	20987.49	31728.40	37082.70	32.92	46609.69
工程物资					1490.35
在建工程	14264.43	16073.14	14593.98	1.15	488.87
固定资产清理					
待处理固定资产净损失					
固定资产合计	35251.93	47801.54	51676.67	21.08	48588.92
无形资产及其他资产					
无形资产	9537.77	8536.17	11790.59	11.18	12023.42
长期待摊费用	91.19	135.82	296.69	80.37	347.23
其他长期资产					
无形资产及其他资产合计	9628.97	8671.99	12087.28	12.04	12370.65
递延税项					
递延税项借项					
资产总计	138394.26	187114.71	195897.00	18.97	228897.26

附件 2-2 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	22444.57	37530.00	47050.00	44.79	69950.00
应付票据	37825.00	45529.45	46468.00	10.84	38448.43
应付账款	3935.20	3796.80	3274.86	-8.78	5742.12
预收账款	14611.34	11085.62	9974.26	-17.38	20364.19
应付工资		104.94	146.56		367.81
应付福利费	1419.72	43.66	35.83	-84.11	16.36
应付利润（股利）					
应交税金	406.53	1276.67	-873.42		-1999.18
其他未交款	73.02	58.86	64.11	-6.30	35.86
其他应付款	1430.92	1513.68	1385.30	-1.61	4983.82
预提费用			250.00		367.57
预计负债					
一年内到期的长期负债					
其他流动负债					
流动负债合计	82146.31	100939.68	107785.43	14.55	137826.98
长期负债					
长期借款	6000.00	20500.00	17000.00	68.33	10595.00
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
其他长期负债	94.65		58.05		
长期负债合计	6094.65	20500.00	17058.05	67.30	10595.00
递延税项					
递延税项贷款					
负债合计	88240.96	121439.68	124843.49	18.95	148480.03
少数股东权益	3493.20	15810.94	16361.31	116.42	17163.88
所有者权益					
实收资本	16800.00	21800.00	21800.00	13.91	21800.00
资本公积	6962.33	6981.63	5213.82	-13.46	5213.82
盈余公积	7697.64	7700.99	7715.54	0.12	7715.54
未分配利润	15200.12	13381.47	19962.85	14.60	28523.99
外币报表折算差额					
所有者权益合计	46660.10	49864.08	54692.20	8.27	63253.34
负债及所有者权益合计	138394.26	187114.71	195897.00	18.97	228897.26

附件 3 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、主营业务收入	150250.78	189680.05	195619.85	14.10	139578.27
减: 主营业务成本	132577.30	171353.63	176226.82	15.29	120452.30
主营业务税金及附加	751.57	905.84	856.36	6.74	385.28
加: 代购代销收入					
二、主营业务利润	16921.92	17420.59	18536.68	4.66	18740.69
加: 其他业务利润	793.67	802.85	1059.77	15.55	742.09
减: 营业费用	4464.69	1774.90	1769.54	-37.04	707.40
管理费用	4210.86	4192.94	7242.13	31.14	5846.74
财务费用	249.60	2084.30	2270.72	201.62	2702.75
其他			3458.17		
三、营业利润	8790.43	10171.31	4855.88	-25.68	10225.89
加: 投资收益	3.43		5015.06	3726.10	
补贴收入	882.33	443.04	1234.53	18.29	3.00
营业外收入	242.13	5567.38	1489.46	148.02	393.61
其他					
减: 营业外支出	323.88	508.14	692.27	46.20	359.83
其他支出					
加: 以前年度调整	84.84		-266.16		
四、利润总额	9679.28	15673.59	11636.50	9.65	10262.67
减: 所得税	2043.74	4018.29	3033.23	21.83	1587.40
减: 少数股东损益					
加: 未确认的投资损失					
五、净利润	7635.54	11655.29	8603.27	6.15	8675.27
加: 年初未分配利润					
盈余公积补亏					
其他调整因素					
六、可供分配的利润	7635.54	11655.29	8603.27	6.15	8675.27
减: 提取法定盈余公积					
提取法定公益金					
提取职工奖励及福利基金					
补充流动资本					
其他					
七、可供投资者分配的利润	7635.54	11655.29	8603.27	6.15	8675.27
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	7635.54	11655.29	8603.27	6.15	8675.27

附件 4-1 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	168037.67	213865.79	220467.24	14.54	154227.12
收到的税费返还	882.33	436.04	832.13	-2.89	456.17
收到的其他与经营活动有关的现金	1336.78	0.00	98145.97	756.85	961.26
经营活动产生的现金流入小计	170256.79	214301.83	319445.35	36.98	155644.55
购买商品、接受劳务支付的现金	149540.22	203342.52	202507.38	16.37	94557.52
支付给职工以及为职工支付的现金	4821.98	5012.47	5739.26	9.10	3402.95
支付的各项税费	6483.81	813.40	7735.56	9.23	4316.45
支付的其他与经营活动有关的现金	2016.46	0.00	94435.21	584.34	63482.53
经营活动产生的现金流出小计	162862.47	209168.39	310417.42	38.06	165759.44
经营活动产生的现金流量净额	7394.32	5133.44	9027.93	10.50	-10114.89
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金	37.00		4000.00	939.75	1197.08
取得投资收益所收到的现金	3.43		5015.06	3726.10	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	12.00	1544.21	2945.38	1466.68	2094.17
收到的其他与投资活动有关的现金	5355.00		2939.90	-25.91	2572.41
投资活动产生的现金流入小计	5407.43	1544.21	14900.35	66.00	5863.67
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	11928.49	23517.23	9812.94	-9.30	1201.09
投资所支付的现金	725.50	4877.08	1000.00	17.40	
支付的其他与投资活动有关的现金	8974.30	13922.40	4750.00	-27.25	127.59
投资活动产生的现金流出小计	21628.29	42316.71	15562.94	-15.17	1328.68
投资活动产生的现金流量净额	-16220.87	-40772.50	-662.60	-79.79	4534.98
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资所收到的现金	8681.50	17203.00	96.60	-89.45	
借款所收到的现金	44126.46	68480.00	84434.57	38.33	22900.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	1839.49				12.62
筹资活动产生的现金流入小计	54647.45	85683.00	84531.17	24.37	22912.62
偿还债务所支付的现金	27619.13	38894.57	78269.13	74.85	6405.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	5850.33	7836.24	11508.26	40.25	3002.75
支付的其他与筹资活动有关的现金	1894.89		270.00	-62.25	2070.51
筹资活动产生的现金流出小计	35364.35	46730.81	90047.39	59.57	11478.26
筹资活动产生的现金流量净额	19283.10	38952.19	-5516.22		11434.36
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	10456.55	3313.14	2849.11	-47.80	5854.45

附件 4-2 公司合并现金流量表（补充资料）

（单位：人民币万元）

项目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
其他				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	7635.54	11655.29	8603.27	6.15
加：未确认的投资损失（以“+”号填列）				
加：少数股东损益				
计提的资产减值准备	214.39	12.19	3458.17	301.63
固定资产折旧	2122.72	3063.06	4330.94	42.84
无形资产摊销	108.96	865.78	632.20	140.87
长期待摊费用摊销	16.52			
待摊费用减少(减:增加)	13.00	-15.32	-17.54	
预提费用增加(减:减少)			250.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	-0.52	-5042.76	-1032.48	4373.46
固定资产报废损失				
财务费用	249.60	5884.30	2270.72	201.62
投资损失(减:收益)	-3.43		-5015.06	3726.10
递延税款贷项(减:借项)			2.84	
存货的减少(减:增加)	-5536.96	-7448.04	-7775.16	18.50
经营性应收项目的减少(减:增加)	-9073.89	-7548.99	6134.29	
经营性应付项目的增加(减:减少)	11648.39	3707.94	-2814.25	
其他				
经营性活动产生的现金流量净额	7394.32	5133.44	9027.93	10.50
三、现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	26964.93	30278.07	33127.19	10.84
减：现金的期初余额	16471.38	26964.93	30278.07	35.58
现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额	37.00			
现金及现金等价物净增加额	10456.55	3313.14	2849.11	-47.80

附件 5 主要财务指标

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)	11.69	6.86	6.97	7.88	--
存货周转次数(次)	16.10	8.49	6.34	8.93	--
总资产周转次数(次)	2.17	1.17	1.02	1.29	--
现金收入比(%)	111.84	112.75	112.70	112.54	--
盈利能力					
主营业务利润率(%)	11.26	9.18	9.48	9.75	13.43
总资本收益率(%)	9.64	11.21	10.12	10.35	--
净资产收益率(%)	16.36	23.37	15.73	18.15	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	10.69	23.79	19.31	18.93	11.64
全部债务资本化比率(%)	56.92	61.19	60.87	60.18	59.67
资产负债率(%)	63.76	64.90	63.73	64.09	64.87
偿债能力					
流动比率(%)	110.76	122.09	118.51	118.03	119.52
速动比率(%)	90.71	98.39	89.10	92.21	80.01
经营现金流动负债比(%)	9.00	5.09	8.38	7.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.33	3.68	2.70	3.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.27	3.85	4.19	4.10	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.13	-0.34	0.08	-0.09	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.46	-4.88	0.86	-1.53	--
现金偿债倍数(倍)	3.14	3.58	3.66	3.53	4.13
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	15.48	19.48	29.04	23.46	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.67	0.47	0.82	0.69	--
本期债券偿债能力					
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.41	2.45	2.40	--	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	15.48	19.48	29.04	23.46	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.67	0.47	0.82	0.69	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.80	-3.24	0.76	-0.75	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

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

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

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

信用等级公告

联合[2010] 133 号

联合资信评估有限公司通过对浙江袜业有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

浙江袜业有限公司
主体长期信用等级为
BBB

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年三月十九日

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、浙江袜业有限公司主体长期信用等级自 2010 年 3 月 19 日至 2011 年 3 月 18 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年三月十九日

浙江袜业有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: BBB
评级展望: 稳定
评级时间: 2010 年 3 月 19 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 9 月
资产总额(万元)	49212.39	56991.28	71921.54	86730.20
所有者权益(万元)	26317.50	32119.24	36679.95	40506.10
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	22415.20	24859.61	35046.44	45500.67
主营业务收入(营业收入)(万元)	46214.64	55405.76	62361.22	49421.03
利润总额(万元)	4258.72	4831.40	5769.95	4653.18
EBITDA(万元)	5815.93	6903.17	7954.28	--
经营性净现金流(万元)	5932.25	4621.06	6364.50	--
主营业务利润率(营业利润率)(%)	17.18	16.65	16.74	17.64
净资产收益率(%)	10.85	11.01	12.43	--
资产负债率(%)	46.52	43.64	49.00	53.30
全部债务资本化比率(%)	46.00	43.63	48.86	52.90
流动比率(%)	132.90	144.21	140.69	139.00
全部债务/EBITDA(倍)	3.85	3.60	4.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.99	6.22	7.10	--
EBITDA/发债额度(倍)	1.94	2.30	2.65	--

注: 公司从 2009 年开始执行《企业会计准则(2006)》。2009 年 9 月财务数据未经审计。利息支出中不含资本化利息。

分析师

王 健 吕明远
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”)对浙江袜业有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为中国袜子行业的龙头企业,在经营规模、产品品牌和技术水平等方面的优势。同时,联合资信也关注到公司债务规模增加、债务结构不合理以及对外担保数额较大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

公司所处的诸暨市大唐镇是中国袜业的主要生产基地之一,其所形成的产业集群效应有利于增强公司抵御市场风险的能力。未来随着生产规模的扩大和内贸销售的增长,公司有望保持平稳发展,联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 袜子属易耗消费品,市场需求受宏观经济波动影响相对较小。
2. 诸暨市大唐镇是中国袜业的主要生产基地之一,已形成区域性的袜业产业集群,其在规模总量、产业配套、市场集散及当地政府支持等方面具有比较优势,公司外部经营环境较好。
3. 公司作为袜业龙头企业,在销售规模、技术创新及质量控制等方面具有优势。
4. 公司袜子产品产销量稳步增长,利润规模、整体盈利能力有所提升。

关注

1. 美国和欧盟针对中国的贸易摩擦增多,中国纺织品可能遭遇反倾销。公司产品以出口欧美为主,面临一定反倾销风险。
2. 袜业产品高度同质化,市场竞争激烈,一定程度加大公司的经营压力。

3. 公司债务规模增加较快，债务负担偏重；
短期债务占比较高，债务结构有待优化。
4. 公司对外担保数额大，担保比率为
108.89%，存在或有负债风险。
5. 公司法人治理结构有待完善。

一、主体概况

浙江袜业有限公司（以下简称“公司”）成立于 1996 年，前身是诸暨市织成有限公司。2005 年 6 月公司注册资本由 3080 万元增至 6580 万元，持股比例分别为：洪冬英占 42.10%；赵祖海占 4.71%；赵箭兵占 53.19%（洪冬英与赵祖海系夫妻，赵箭兵系儿子）。2007 年公司拟以丹吉娅作为主打品牌进军国内市场，由丹吉娅集团有限公司（以下简称“丹吉娅集团”）收购公司 100% 股权，公司股东变更为丹吉娅集团，成为法人独资有限公司。丹吉娅集团的股权结构为：洪冬英占 39%，赵祖海占 10%，赵箭兵占 51%，洪冬英为丹吉娅集团和公司的实际控制人。

公司经营范围：袜子、手套及其它针纺织品、轻纺原料、服装的生产经销；从事货物及技术的进出口业务（国家法律法规禁止、限制经营的除外）。

截至 2008 年底，公司设办公室、财务部、生产部、计划部、外贸部、内贸部、人力资源部等职能部门，控参股企业 2 家（见附件 1）。

截至 2008 年底，公司资产总额为 71921.54 万元，所有者权益合计为 36679.95 万元。2008 年，公司实现主营业务收入 62361.22 万元，利润总额 5769.95 万元。

截至 2009 年 9 月底，公司资产总额为 86730.20 万元，所有者权益合计为 40506.10 万元。2009 年 1~9 月，公司实现营业收入 49421.03 万元，利润总额 4653.18 万元。

公司注册地址：诸暨市大唐镇袜业园区联谊路 189 号；法定代表人：洪冬英。

二、本期集合票据概况

本期集合票据计划发行总额度为 66000 万元，期限为 1 年，其中公司拟申报发行额度 3000 万元，募集资金主要用于补充公司营运流动资金需求。

三、行业分析

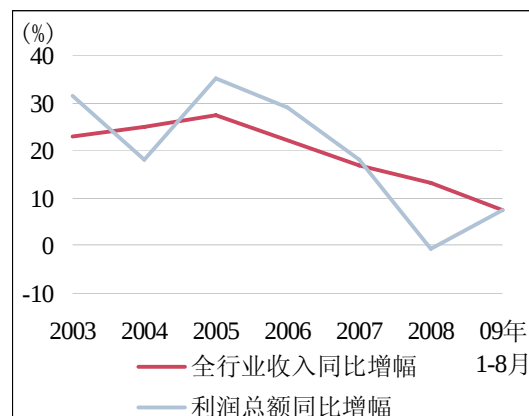
公司业务所属行业为纺织服装行业中的袜子行业。

1. 行业现状

（1）纺织行业总体运行情况

纺织服装行业是典型的劳动密集型行业，2001 年中国加入 WTO 后，得益于劳动力成本方面的显著优势，中国纺织工业迅速增长，承接了欧、美、日、韩等多个纺织工业发达国家的产业转移，已成为全球纺织服装的生产和出口大国。2002 年以来，中国纺织行业持续处于高速增长周期，但自 2005 年 7 月人民币汇率定价机制改革实施以来，由于人民币升值导致出口竞争力的减弱，中国纺织行业增速明显放缓。2008 年受人民币升值、劳动力成本上升和全球金融危机的影响，尤其是 2008 年 9 月全球金融危机向实体经济蔓延，纺织行业景气程度显著下滑。2008 年全年中国纺织行业工业增加值同比增长 10.3%，增幅同比下降 6.2 个百分点；其中 9 月、10 月、11 月、12 月纺织行业工业增加值增幅同比分别回落 5.3%、8.1%、7.8% 和 7.4%。2009 年 1~11 月，中国规模以上纺织企业实现主营业务收入 32961 亿元、利润总额 1331 亿元，分别同比增长 10.54% 和 25.39%，扭转了 2008 年四季度以来整体行业形势下滑的局面。

图 1 中国纺织行业发展情况



资料来源：国家统计局；中国纺织工业协会

出口方面, 2008 年中国纺织服装出口 1896.24 亿美元, 同比增长 7.98%, 增幅同比下降 11.42 个百分点。欧盟、美国、日本、香港是中国纺织服装出口最多的目的地, 2008 年以上四地合计占中国纺织服装出口总额的 56%。2009 年 1~9 月, 受主要外围市场经济持续低迷、货币贬值等多重因素的影响, 中国纺织品出口业务较上年同期大幅下滑, 同期内实现出口金额 1216 亿美元, 同比下降 11.2%。但从月度数据来看, 中国纺织服装月度出口值在 2009 年 2 月探底之后快速反弹, 3 月份以来, 除了 5 月份和 8 月份出现小幅波动外, 总体呈现稳步回升态势。9 月份当月出口 167.4 亿美元, 为年内月度出口峰值, 环比数据有所增长。

(2) 针织袜业行业概况

针织袜业是纺织服装的子行业, 其产品属易耗消费品, 相比于纺织服装行业整体而言其市场需求受宏观经济波动影响相对较小。目前, 欧美及亚洲(中国、日本、韩国)市场是全球袜业产品的主要消费市场。中国作为全球最大的纺织品制造国, 同时也是全球最大的袜业生产国, 近几年袜子产量持续增长, 2008 年全年产量超过 180 亿双, 占全球产量近 50%。2009 年, 在外需不足的影响下国内纺织品出口同比出现较大幅度下滑, 但袜业产品受到的影响相对较小, 同时受益于取消出口配额限制, 国内各袜业企业的出口订单仍保持了较快增长。根据《中国纺织报》的统计, 2009 年 1~9 月, 国内主要袜业生产基地浙江诸暨大唐镇袜业企业共生产各类袜子 95 亿双, 同比增长 5%; 实现工业总产值 190 亿元、销售收入 168 亿元和利润 15 亿元, 同比分别增长 6%、6%和 8%, 其中自营出口 5 亿美元, 同比增长 10%。

中国国内的袜业生产基地主要集中在浙江(诸暨、义乌、海宁)、广东南海和吉林的辽源三地, 并均在当地周边形成了较为完善的配套产业集群。目前浙江是国内袜子主要产销区, 其中义乌袜业企业注重品牌建设、市场营销拓展, 并依托当地发达的商贸流通市场, 发

展成为了国内袜业行业最具竞争力的群体, 特别在内销方面, 以“浪莎”、“梦娜”、“振汉”等一线品牌为代表的袜业企业在国内市场的占有率超过 50%。诸暨市大唐镇袜业集群则一直以总体规模取胜, 其袜子产量占全国的 60%以上, 占全球的三分之一, 是国内主要的出口代工基地, 其中以“丹吉娅”、“情怡”、“安丽”等为代表的诸暨袜业企业群, 在外贸出口市场具有领先地位, 但诸暨袜业企业的单体规模、品牌知名度与义乌、海宁相比有一定差距。近年来, 吉林的辽源在当地政府的重视与扶持下, 发展迅速, 逐渐成为“中国的棉袜之乡”, 但相比浙江企业, 在产品品质、品牌建设、销售渠道等方面的竞争力仍显不足。近几年, 广东南海地区的袜业产业发展迅速, 成为国内袜业主要产区之一, 但当地企业在国内市场拓展方面力度不够, 很多拥有技术与产品开发优势的袜业企业仍为义乌袜业企业代工。

目前中国袜业产品高度同质化, 使得大多数厂家无法通过品牌竞争来实现销量的迅速提升, 导致价格战成为市场竞争的主要手段。同时在销售渠道方面同质化, 品牌和营销能力弱, 90%以上的袜子企业采用批发流通总代理制, 营销主动权掌握在代理商手里。一个代理商代理几个知名品牌, 甚至十几个品牌的现象普遍, 导致销售非常分散, 渠道建设成为袜业企业的软肋。

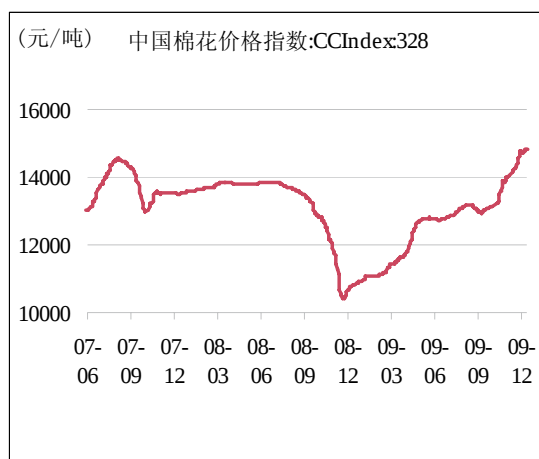
(3) 上游产业

棉纺织工业作为纺织产业的基础性行业, 是印染、色织、针织、服装行业的前端行业, 对相关下游产业的生产成本有较大影响。中国棉纺织行业在国内外市场需求的拉动下, 自 2000 年以来一直快速发展, 形成了上下游衔接的较为完整的产业体系, 产业竞争能力不断加强, 国际贸易地位逐年提高, 棉纱、棉布的产量长期位居世界第一, 成为世界纺织大国, 具有明显的国际竞争优势。据中商情报网的统计, 2007 年中国棉纱产量达到 2000 万吨。2008 年中国棉纺织行业运行总体较为艰难。纱布产

量增速进一步回落，棉纺织品及棉制服装出口下降，固定资产投资下降，利润增速继续下滑，就业人员减少幅度加大。工信部相关统计显示，2008 年中国棉纺织品及棉制服装出口总额 717 亿美元，同比下降 0.41%。其中纺织品出口 208 亿美元，同比增长 14.16%；棉制服装出口 509 亿美元，同比下降 5.35%。2008 年四季度以来，国家有关部门密集出台了一系列针对纺织行业的扶持政策，包括上调出口退税率、出台国六条以及制定纺织工业调整振兴规划等，对中国棉纺织行业渡过困境、恢复行业发展信心起到积极作用。

棉花价格方面，受全球需求变化的影响，2008 年下半年棉花价格开始回落，2009 年 2 季度以来稳步回升，截至 2009 年 12 月 11 日，CCIndex（328）价格已上涨至 14796.00 元/吨。根据国际棉花咨询委员会（ICAC）11 月份的预测，2009-2010 年世界棉花产量预期较上年减少 4.6%，降至 2234 万吨，消费将回升 2.2%，至 2340 万吨。另据中国农业部调查，2009 年全国棉花意向种植面积 522 万公顷，减少了 71 万公顷。供给的减少和需求的增加会导致棉花价格具有相当的反弹空间，对行业造成一定的压力。同时，由于国际供需基本能够维持平衡和稳定市场价格的国储棉的存在，短期面临的棉花成本压力不会成为影响行业运行的主要因素。

图 2 中国棉花价格指数



资料来源：wind 资讯

2. 行业政策

（1）出口退税政策

2005 年~2007 年，为了缓解国际贸易争端压力，以及促进纺织行业产业结构调整，中国政府多次下调纺织品出口退税，2007 年 7 月，服装、鞋帽、箱包等纺织品出口退税率由 13% 下调至 11%，粘胶纤维出口退税率由 11% 下调至 5%。2008 年下半年以来，为缓冲国际贸易环境急剧恶化对国内纺织产业的冲击，国家税务总局和财政部已先后 4 次上调出口退税比例。从 2009 年 4 月 1 日起，纺织品、服装的出口退税率提高到 16%，较 2007 年底提高 5 个百分点。在中国纺织行业景气周期持续下滑的情况下，出口退税比例的提高能够在一定程度上缓解纺织企业面临的困难。

（2）出口配额

2009 年 1 月 1 日起中国商务部将不再实行输美纺织品出口数量及许可证管理和输欧纺织品出口许可证管理，中国纺织品出口欧美国将不再受配额的限制。近年来，由于受美国配额的限制，大部分韩国、日本的中间商和美国本土的采购商转移到土耳其、巴基斯坦、印度尼西亚等国家下订单，但由于这些国家的袜子生产商的产品生产量、规格品种、交货期尚不能完全满足客户需求，配额限制的取消有利于国内袜企订单的增加。

（3）纺织工业“十一五”规划

国家发改委出台的《纺织工业“十一五”发展纲要》作为行业发展的政策指导性文件，明确指出加快纺织行业结构调整，把传统的劳动密集型产业改造成技术密集型、资金密集型产业；倡导应用高新技术改造传统产业，进一步依靠技术创新提高纺织科技水平，依靠技术创新来增加产品的技术含量和附加值，全方位提高国际竞争力。

（4）纺织工业振兴规划

2009 年 2 月，国务院常务会议审议并原则通过了《纺织工业振兴规划》，振兴规划主要涉及：①统筹国际国内两个市场，积极扩大消

费；②加强技术改造和自主品牌建设，重点支持纺纱织造、印染、化纤等行业技术进步；③加快淘汰落后产能，制定和完善准入条件，淘汰能耗高、污染重等落后生产工艺和设备；④优化区域布局，推动和引导纺织服装加工企业向中西部转移；⑤加大财税金融支持，将纺织品服装出口退税率由 14% 提高至 15%（后又提高至 16%）。联合资信认为，该规划偏重于长期的行业结构调整和产业升级，政策的实施需要时间，短期内难见成效。

3. 行业关注

（1）成本上升挤压行业利润空间

2007~2008 年上半年，中国市场物价水平持续上升，CPI 同比增速一度突破 8% 水平，通货膨胀程度的加剧加大了居民工资水平上调的压力。2008 年由十届全国人民代表大会常务委员第二十八次会议审议通过的《中华人民共和国劳动合同法》（“新劳动法”）开始实施，进一步提高了对劳动者的保护，也导致了企业用工成本的增加。中国纺织行业作为典型的劳动密集型行业，受以上因素的影响，成本压力显著上升。

（2）汇率波动风险

中国纺织行业外向型企业较多，出口规模较大，但由于品牌文化、技术实力、设计能力等方面同服装产业发达的国家相比存在较大差距，整体产品附加值相对较低，出口竞争力主要依靠成本优势。自 2005 年 7 月汇率改革以来，人民币持续升值造成出口企业成本优势下降，出口增速显著下滑。

（3）贸易摩擦及反倾销风险

中国纺织工业协会统计中心数据显示，2009 年前三季度中国纺织服装类产品共收到欧盟非食品类快速预警系统通报警告 153 起，同比增加 6.29 倍，占全部对华通报比例的 20.84%，而 2008 年同期对纺织服装类产品通报警告只占对华通报案件的 3.73%。美国消费品安全委员会对中国纺织服装类产品共发出

21 起召回，同比增加 10.53%。

2009 年 9 月 8 日欧盟对从中国等国出口至欧盟的聚酯高强力纱发起反倾销调查。10 月，欧盟对中国鞋类征收反倾销税。2010 年 1 月 12 日，中国驻阿根廷经商参处收到阿方照会，通告阿方已收到业界对原产于中国的男用或儿童用套装、夹克等开展反倾销调查的请求。

可以看出，全球贸易保护主义抬头，针对中国的贸易限制在加大。纺织品是中国主要的出口产品，中国纺织服装业容纳大量劳动力、单位成本低廉，将有可能成为遭遇贸易摩擦和反倾销的行业。

4. 未来发展

作为最大的袜业生产国，目前中国在全球的袜业产业格局中具有重要的地位。近几年，受人民币升值、劳动力成本和原材料价格上升的等因素影响，中国袜业企业的成本优势受到一定削弱，但相比于土耳其、巴基斯坦、印度尼西亚、柬埔寨等新兴的袜业生产国，中国袜业企业在生产规模、产品品质、规格品种、交付能力等方面均具有明显优势，在国际市场仍具有较强的竞争力，2009 年受益于对美欧出口配额限制的取消的影响，国内主要袜业企业的出口订单数量均实现一定增长。未来一段时期内，国内袜业企业出口市场仍有望保持一定增长，但出口配额限制取消后行业内竞争压力进一步加大，业内企业的利润空间将受到一定影响。

在国内市场方面，未来随着内需市场的启动，国内袜业市场规模在居民消费水平提升的带动下仍将保持一定增速。近年来，在出口业务利润空间受到逐步挤压的背景下，国内多家外销型企业品牌进军国内市场的脚步正逐步加快，该类凭借在加工制造、产品质量控制、设计等方面的优势将会对国内原有内销品牌形成一定的竞争压力，内贸市场的竞争也将进一步加剧。目前国内多数袜业企业都存在“强生产，弱营销”的问题，未来内贸市场日趋激

烈的竞争将会对生产环节的利润形成挤压，行业内企业的竞争将过多的集中在品牌营销和渠道建设方面。

总体看，未来中国袜业产业市场容量仍将保持一定增长，在生产、品牌、销售渠道等方面具有优势的企业有望获得较好发展。

四、基础素质分析

1. 企业规模与竞争实力

公司位于“国际袜都”浙江省诸暨市大唐袜业工业园，生产基地占地面积 10 万多平方米，厂房等建筑物面积 6.5 万多平方米，是一家集生产、销售、科研、开发于一体的大型袜业企业。公司是国家《袜子》行业标准主要起草单位，诸暨市袜业龙头企业，其产品被授予中国名牌产品和中国驰名商标。根据中国针织工业协会经济效益排序，公司销售量在袜子行业中 2005 年居全国第一位，2006 年位居全国第二位，2007 年位居全国第一位，2008 年位居全国第二位，行业优势地位明显。

公司拥有韩国、意大利、台湾等地区生产的高档电脑进口袜机及相关辅助设备 1500 余台套。可编织最多 16 色的花型，平纹、罗纹、网眼、集圈、全毛圈、半毛圈、部分毛圈、毛圈提花、橡筋提花、大脚跟、反袜头、脚跟换纱、多层罗口、脚底加固、左右图案袜、连体袜、裤袜等各种产品。品种数量在同行业中处于领先地位。

公司先后获得“浙江省专利示范企业”、“浙江省守法诚信进出口示范企业”、“绍兴市企业技术中心”、“绍兴市成长型工业企业二十优”和“绍兴市工业行业龙头骨干企业”等称号。

2. 人员素质

公司董事长洪冬英女士，54 岁，大专学历，高级经济师职称。1992 年创办诸暨市织成针织有限公司，任总经理；1996 年任浙江袜业有限

公司董事长；2005 年兼任丹吉娅集团有限公司董事长。其先后担任诸暨市工商联副会长，市女能手联谊会会长，第八、九届市政协委员，第十三届市人大代表，任第四、五、六届绍兴市人大代表；中国针织工业协会袜子专业委员会副主任；诸暨市袜业协会会长。

截至 2009 年 9 月底，公司共有员工 1290 人。按学历构成划分，大专及以上学历占总人数的 12.87%，高中中专学历占 44.34%，初中及以下占 42.79%；按年龄构成划分，50 岁以上占 2.94%，30~50 岁占 23.88%，30 岁以下占 73.18%；按岗位构成划分，管理人员占 9.68%，研发人员占 1.71%，生产人员占 82.02%，销售人员占 6.59%。

整体上，公司高管人员行业经验丰富，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

隶属于公司的浙江省诸暨市中科袜业研究有限公司为浙江省唯一的一家省级袜业研究中心，主要从事袜业生产加工技术，袜子款式、工艺设计应用软件的开发，功能性纳米整理剂及后整理技术的研究开发。公司先后牵头或参与制订了国家行业标准 2 项，研发各类新产品和新技术 500 余种，公司开发的“纳米技术在袜业中的应用研究”、“大豆蛋白纤维新原料的开发应用”、“针织提花袜品快速辅助设计系统”等项目，对带动袜业产业升级，提升袜子产品的档次和质量，提高区域经济的竞争力起到积极作用。

目前公司拥有实用新型专利 3 项，外观设计专利 57 项，“丹吉娅”商标已通过马德里国际商标局注册，在指定的 14 个国家享有商标专有权。2006 年公司的“抗菌防臭袜”、“针织提花袜品快速辅助设计系统”通过浙江省科技厅科学技术成果鉴定；2007 年公司承建的“针织提花袜品快速辅助设计系统”开发项目被国家科学技术部星火计划办公室列入“国家

级火星计划项目”；2008年1月，全国纺织品标准化技术委员会针织品分会颁予公司股东——丹吉娅集团《袜子》行业标准主要起草单位证书；2008年6月，“锦纶十字纤维抗菌弹力丝”被浙江省科技厅认定为高新技术产品，同年公司被认定为“高新技术企业”。

4. 外部环境

公司地处诸暨市大唐镇是全国闻名的轻纺袜业之乡，袜子的产量全国第一，产品销售已走向国际市场。统计显示，大唐织袜企业或家庭加工户达1万多家，拥有各类袜机12万余台，年产各类袜子能力达180亿双。诸暨袜业已经成为一个区域的产业集聚体，形成集生产基地和轻纺原料、袜业、联托运、袜业机械、劳动力等五大市场于一体的立体发展格局，组成了以织袜为主，纺织加染整，绣花等后道配套的社会化分工协作体系，目前经营和生产袜业原辅材料、袜机及备品配件、后整理和联托运、产品研发等中间服务机构等各类与袜业配套经营企业达3000余家，已呈现出规模总量优势、产业结构优势、装备技术优势、品牌集聚优势和市场集散优势。

袜业作为大唐的支柱产业，被确立为大型的袜子生产基地和浙江省具有较高成长性的产业之一。当地政府通过在土地、税收、投融资、项目审批、科技进步等方面进行倾斜或扶持，落实鼓励袜业企业做优做强做大系列政策，扶持龙头企业和规模以上企业加快发展，引导龙头企业采取设备租赁、产业前延后伸和虚拟生产联合体等多种生产协作模式吸引中小企业加盟，以核心企业资源集聚产业，完善产业链，并通过实现产业内部“四统一”（统一产品标准，统一配送原料，统一产品质量，统一质量责任），进一步降低产业配套成本，增强市场竞争能力。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司为一人有限责任公司（法人独资），不设股东会和董事会，设执行董事1人，由股东任命或罢免，对公司股东负责，执行董事可以兼任经理；执行董事为公司法定代表人（洪冬英），任期3年，届满由股东重新任命；执行董事在任期届满前，股东不得无故解除其职务。公司设经理1名，由股东聘任或解聘，经理对股东负责。公司设监事1名，由股东任命，监事任期每届3年，任期届满，可由股东重新任命。董事、高级管理人员不得兼任监事。

总体看，公司属家族式经营企业，尚未实现所有权与经营权的完全分离，一定程度加大了制衡难度，法人治理结构有待完善。

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、担保管理制度、对外投资管理制度、人力资源管理制度等一整套内部管理控制制度。

财务管理方面，公司董事会直接聘任或解聘所属子公司的财务负责人。公司财务部门通过事前、事中、事后环节，检查业务合同、用款计划和批准手续；检查款项是否按合同规定的时间、地点汇出，用途是否改变；检查资金效益是否与合同目标相符；检查资金回收或回笼状况等，对支款与用款进行全过程监管。对库存现金规定日清月结，随时清点，不得挪用和以白条抵库，财务部领导须定期或不定期对库存现金进行抽查；单位借款5万元（含）以上须经公司领导集体讨论通过，10万元（含）以上须经董事会讨论通过。

担保管理方面，公司明确向银行或其他金融机构贷款，其担保采取抵押或企业间互保，应报公司批准。公司不得为外系统单位（含合资、合作企业）或个人担保贷款。子公司之间的贷款担保，应报公司批准。公司对子公司的

贷款担保累计担保余额在公司净资产 50%以下时，由企业法人代表授权部门批准；累计担保余额 50%以上或超过公司净资产时，由公司领导集体研究决定。公司对没有投资关系的企业原则上不提供贷款担保，确有必要的，由公司领导集体研究决定，但担保额不得超过公司净资产的 20%。

对外投资管理方面，公司规定子公司对外投资，须经公司董事会批准。公司以投资增值程度、保本能力、风险性等对投资进行评价，规定对外投资设立联营企业，须慎重研究可行性并须公司董事会批准；公司参与组建的所有联营企业都须定期向公司财务部报送财务报告，财务部至少应于每年终对联营企业进行财务检查；联营企业连续 3 年亏损，公司应退出股份或采取其他补救措施，并追究提出组建时企业负责人的责任。

人力资源管理方面，公司建立员工聘用制度，员工工资根据行业、岗位不同分别实行基本工资加奖金（绩效考核、计件工资）通过考核、结算下发，子公司制定的工资标准须经公司人力资源部批准。公司重视员工的培训与教育，根据员工素质和岗位要求，实行职前培训，对在职员工进行职业教育或在岗深造培训教育。

整体上，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

公司主导产品为男袜、女袜、童袜，产品

种类涉及棉质（单针筒袜、双针筒袜、连裤袜、五指袜）；丝质（短、中、长统袜、连裤袜）；特殊纤维（竹纤维袜、大豆纤维袜、玉米纤维袜、莫代尔袜、纳米抗菌防臭袜）及毛圈袜等十多个系列三百多个品种。品种系列和产品质量在行业内具有明显优势。

2006~2008 年，公司主营业务收入保持较快增长，3 年复合增长率为 16.16%。2008 年，公司实现主营业务收入 62361.22 万元，其中男袜收入占公司主营业务收入的 79.00%；女袜收入占 19.95%；童袜收入占 1.06%（参见表 1）。2008 年公司实现利润总额 5769.95 万元，较上年增 19.43%。公司净利润中男袜、女袜共占比 98.95%，是公司主要盈利产品。2009 年 1-9 月，公司实现营业收入 49421.03 万元，利润总额 4653.18 万元。

公司目前收入结构中，以自有品牌为主的国内市场销售约占 20%，以贴牌代工为主的出口销售约占 80%，内销毛利率约在 28%~30%，出口销售毛利率约为 16%。近几年，在市场竞争加剧、人民币升值等因素的作用下，公司出口产品毛利空间受到一定挤压，但随着毛利率较高的内销收入占比的不断提高，公司综合的毛利水平保持相对稳定。2008 年，在全球金融危机的背景下，国内外向型的纺织企业受到较大冲击，而同期内公司仍保持了良好的发展态势，主要原因包括：袜子属易耗消费品，需求弹性小，下游市场需求波动性较小；另一方面是由于近几年公司加大在内销渠道方面的投入，大力开拓国内市场，内贸销售实现了较快增长。

表 1 公司主营业务收入构成情况（单位：万元；%）

产品	2006			2007			2008			09 年 1-9 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
男袜	32811	71.00	17.84	41652	75.18	16.90	49263	79.00	17.39	37659	76.20	17.94
女袜	11705	25.33	17.83	13069	23.59	18.51	12439	19.95	17.77	11070	22.40	17.94
童袜	1698	3.67	17.84	685	1.24	5.99	659	1.06	10.17	692	1.40	17.97
合计	46214	100.00	17.84	55406	100.00	17.14	62361	100.00	17.39	49421	100.00	17.94

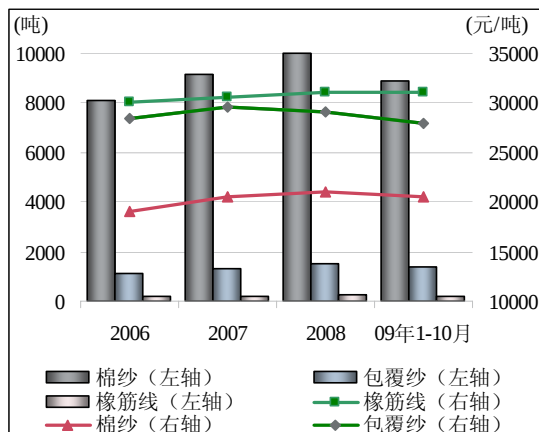
资料来源：公司提供

2. 原材料采购

袜子的生产成本包括：原料（棉纱、氨纶包覆纱和橡筋线）、辅料、人工、包装定装等。其中，棉纱约占公司成本的 50%，包覆纱占 18%，橡筋线占 7%；辅料、人工、包装定装约占 25%。

2006~2008 年，随着公司袜子产量的逐年增长，公司棉纱、包覆纱及橡筋线的采购量逐年上升，2008 年分别为 9994 吨、1527 吨和 231 吨。采购价格方面，近年来公司棉纱采购单价受棉花价格波动的影响呈上涨趋势，包覆纱采购单价波动下降，橡筋线采购单价呈上升趋势，2008 年公司棉纱、包覆纱及橡筋线采购单价分别为 21000 元/吨、29000 元/吨和 31000 元/吨。

图 3 公司原材料采购量及采购价



资料来源：公司提供

公司坚持“同等质量比价格，同等价格比质量，同等价格和质量看付款方式”的采购原则。公司棉纱需要异地采购，其他均可从当地采购解决。公司前 5 名供应商约占公司采购金额的 50%，较为集中，主要供应商包括杭州萧山万盛纺织有限公司、江苏红豆实业股份有限公司、杭州富春染织有限公司等，近几年来与公司保持稳定的供货关系。

3. 生产经营

公司目前拥有韩国、意大利、台湾等地区生产的全新高档电脑进口袜机及相关辅助设

备 1500 余台套，编织最多 16 色的花型，年产能 1.28 亿双袜子。

公司出口代工主要是订单式生产（预付 30% 保证金），内贸通过代理商和公司库存进行排产。根据大唐袜业块状经济的经营模式，公司采用外发加工的生产模式，其中 52% 自己生产，48% 委托加工。自产加“外协”的模式较为灵活，有助于降低订单波动的风险。目前，公司已与 55 家大型加工厂签订了长期加工协议。

公司加强外协部分的生产质量管理，由跟单部对原料、定型、包装等环节进行全程跟踪管理，对其产品实行 100% 全检，从而保证公司整体制成率达 98%。针对个体企业或织袜加工户外协加工存在管理成本高、产品质量提升困难和安全问题整治难的问题，公司要求部分织机数量相对较多的加工户集中到自己的标准厂房内生产，实行“统一供单、统一配料、统一管理”的生产加工模式，一定程度降低了公司生产成本、减轻外加工质量检验监督人员的工作压力，同时有利于产品质量的提高，增强抗风险能力。

近三年来公司袜子产量以年均 17.55% 的速度逐年递增，2008 年产量达 18754 万双。公司在产量扩大同时，加快产品创新、提高产品的精深加工、提升产品附加值并推进实施品牌经营战略，每年投入 700-800 万元的研发经费，占公司销售额的 1.2% 左右。公司先后通过 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、标准化水平确认、计量检测体系认证。“丹吉娅”系列产品被授予“中国名牌产品”、“国家免检产品”和“出口名牌产品”，“丹吉娅”商标被授予“中国驰名商标”。

表 2 公司袜子生产情况（单位：万双）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-9 月
产量	13572	16125	18754	15368

资料来源：公司提供

4. 产品销售

公司营销网点 1200 多个，产品销往国内 29 个省、市、自治区，出口欧美、日本、俄罗斯等 20 多个国家和地区。

销量及售价方面，2006~2008 年，公司产品销量逐年增长，复合增长率为 13.71%。2008 年公司袜子销量为 17152 万双，其中出口 15306 万双，占总销量的 89.24%。2009 年 1-9 月，公司袜子销量为 14586 万双，出口 11523 万双，分别占 2008 年全年的 85%和 75%。销售价格方面，近年来公司销售均价逐年上升，2008 年为 4.56 元/双，2009 年前 9 月平均售价为 4.62 元/双，较好地保证了整体毛利率水平。

表 3 公司袜子销售情况

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-9 月
销量（万双）	13266	15748	17152	14586
均价（含税，元/双）	3.86	4.25	4.56	4.62
出口量（万双）	13266	14596	15306	11523
出口销售额（万美元）	5776	6305	7194	4357

资料来源：公司提供

销售构成方面，①公司出口额约占总销售额的八成，其中自营出口约占总销售额的 35%，国内出口企业贴牌代加工，约占销售额的 45%；欧美地区是公司的主要出口地。②国内销售冠以“丹吉娅”自有品牌，通过商场、超市、代理商、直营店等多种渠道销售，约占销售额的 20%。公司拥有 1200 多个营销网点，在巩固海外市场的基础上，不断开拓国内市场。目前在全国省级城市共设立一级代理商 24 个，二级代理商 150 余家，沃尔玛、华润万家、好又多等全国大型连锁卖场 55 家，并计划加快扩充直营店步伐。

销售客户方面，公司出口产品主要以日本、欧洲、美国等几家大经销商为主，公司与几家大客户合作时间 10 余年，业务稳中有升。国内市场销售目前主要以华南、华中、东北为主。2008 年公司客户主要为沃尔玛集团、迪士尼公司和上海格普进出口有限公司等，前 5 名

客户占公司总销售额的 49.63%。

表 4 公司产品销售区域数据

区域		销售额占比（%）			
		2006 年	2007 年	2008 年	09年1-9月
国内销售	超 市	0.00	4.91	7.88	9.45
	代理商	0.00	4.60	8.85	7.35
	专营店	0.00	1.49	2.51	4.20
	小计	0.00	11.00	19.24	21.00
国外出口	美 国	58.55	53.27	49.03	47.96
	欧 洲	34.35	29.02	25.20	24.65
	日 本	7.11	6.71	6.53	6.39
	小计	100.00	89.00	80.76	79.00

资料来源：公司提供

联合资信关注到，由于公司自营出口较少，贸易中间商代理出口占比较大，销售环节多，利润空间受压缩；公司产品国内市场份额较小，内贸营销渠道建设需要较大投入，一定程度制约公司的发展。

5. 其他业务

公司持有浙江久代进出口有限公司（以下简称“浙江久代”）51%的股份，未作并表处理。浙江久代依托公司的经营业绩和社会声誉，进行代理进出口业务，主要从事货物及技术的进出口业务，目前主要经营产品有自行车、袜子、针织内衣、手套、玩具等，针织品经营以放单委托加工为主。浙江久代与 30 多家国内生产企业、50 多个国家和地区的客商有着稳定的业务联系。2006~2008 年浙江久代的主营业务收入分别为 2159.98 万元、5036.75 万元和 6318.93 万元；利润总额分别为-25.43 万元、587.78 万元和 687.38 万元。2009 年 1~9 月主营业务收入为 4957.74 万元，利润总额为 470.87 万元。

6. 经营效率

2006~2008 年，公司总资产周转率波动上升，2008 年为 0.97 次，三年平均值为 0.98 次；存货周转次数逐年加快，2008 年为 6.72 次，三年平均值为 6.44 次；销售债权周转率逐年下

降，2008 年为 7.12 次，三年平均值为 9.61 次。

2006~2008 年，公司管理费用率波动中下降，2008 年为 3.20%，三年平均值为 3.56%；公司现金收入比呈上升趋势，2008 年为 119.39%，三年平均值为 114.44%。

整体看，公司经营状况良好，经营效率较高。

7. 未来发展

公司将从生产和销售环节作为未来经营发展的重点和突破点。生产方面，公司计划投资 8000 万元新建丝袜高端生产线（已完成投资 1600 万元），以进一步扩大产能，减少外协的加工量。销售方面，在稳步发展出口业务的同时，计划投资 4100 万元（产成品备货 1500 万元；开设专营店 2600 万元）用于扩大内贸销售，建设国内销售网络，进一步加大在内贸销售渠道和品牌推广方面的投入力度，通过扩充直营专卖店的数量，提升经销商的质量和数量等方式，大力发展以自有品牌为主的内销业务，力争 2-3 年国内市场占有率达到 20%。

公司预计随着产能的增加，袜子产量将稳步增长，未来三年产销量年均增长约 14%，分别在 2011 年达到 2.59 亿双和 2.50 亿双；销售额年均增长约 6%，2011 年达到 7.80 亿元。同时由于投资规模增长，公司对外融资需求将增加。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2006 年本部财务报表已经诸暨天阳会计师事务所有限公司审计，2007~2008 年本部财务报表已经诸暨天宇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。2006~2008 年，公司均执行原《企业会计制度》；从 2009 年开始执行《企业会计准则（2006）》。公司 2009 年 1~9 月财务数据未经审计。

公司提供的 2006~2009 年 9 月财务数据以公司本部口径为准，未合并公司持股 51%的浙江久代进出口有限公司，该公司资产规模和收入规模较小，对公司财务数据影响相对较小。以下分析主要以公司 2006~2009 年 9 月本部财务数据为主。

截至 2008 年底，公司资产总额为 71921.54 万元，所有者权益合计为 36679.95 万元。2008 年，公司实现主营业务收入 62361.22 万元，利润总额 5769.95 万元。

截至 2009 年 9 月底，公司资产总额为 86730.20 万元，所有者权益合计为 40506.10 万元。2009 年 1~9 月，公司实现营业收入 49421.03 万元，利润总额 4653.18 万元。

2. 资产质量

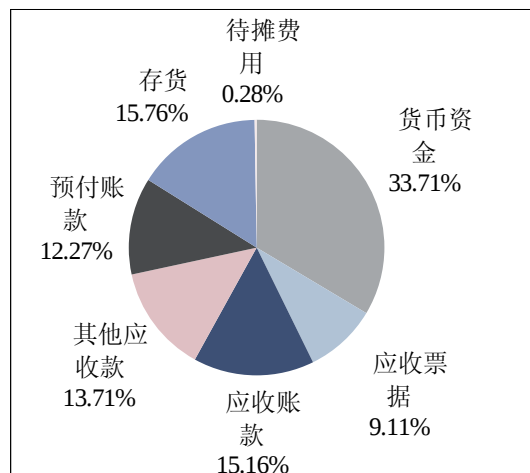
2006~2008 年，公司资产总额逐年增长，年复合增长率 20.89%，公司流动资产占比有所上升。截至 2008 年底，公司资产总额 71921.54 万元，其中流动资产占 68.94%。

截至 2009 年 9 月底，公司资产总额 86730.20 万元，其中流动资产占 74.08%，流动资产占比继续上升。

（1）流动资产

截至 2008 年底，公司流动资产 49582.42 万元，以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主，见图 4。

图 4 截至 2008 年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

2006~2008 年, 公司货币资金稳步增长, 复合增长率为 35.19%。2008 年应收票据增加 4515.07 万元(以前年度公司将票据贴现), 票据期限为 6 个月。

2006~2008 年, 公司应收账款复合增长率为 41.25%, 高于 3 年主营业务收入 16.16% 的增长幅度。公司实行 3 个月的信用政策, 近年公司订单加大, 并加快了内贸市场的拓展, 国内客户的推广和发展, 一定程度带动了应收账款的快速增长。截至 2008 年底, 公司应收账款 7519.06 万元, 账龄在 1 年以内的占比 98.14%, 前五名欠款单位欠款金额占应收账款余额的 60.61%, 公司已对部分应收账款做投保处理。

2006~2008 年, 公司其他应收款呈下降趋势。截至 2008 年底, 公司其他应收款 6800.00 万元, 账龄在 1 年以内的占比 68.38%, 1-2 年的占 11.76%, 2-3 年的占 5.15%, 3 年以上的占 14.71%。其他应收款主要为与股东丹吉娅集团的往来款项, 占 85.29%(截至 2009 年 9 月底, 大部分已收回)。

2006~2008 年, 公司预付款项年均复合增长率为 33.49%。截至 2008 年底, 预付款项为 6081.53 万元, 账龄在 1 年以内的占比 98.08%, 主要为预付的采购货款。

2006~2008 年, 公司存货复合增长率为 8.28%, 主要是由于公司订单增长, 需要提前做好原料、辅料等准备工作。截至 2008 年底, 公司存货 7816.04 万元, 主要是棉纱、包覆纱等原材料(占比 41.77%)、产成品(占比 24.13%)、在产品(占比 18.27%)、包装物(占比 5.98%)和委托加工商品(占比 9.85%)。2008 年, 公司存货周转率为 6.72 次, 较上年基本持平。

截至 2009 年 9 月底, 公司流动资产 64253.10 万元, 仍以货币资金、应收账款、存货为主。其中, 由于公司债务规模上升, 货币资金快速增加, 占比相应加大; 其他应收款下降较快, 其余各项与 2008 年底相比变化不大。

(2) 非流动资产

截至 2008 年底, 公司非流动资产以固定

资产(占 51.09%)和无形资产(占 29.56%)为主。

2006~2008 年, 公司长期股权投资复合增长率为 7.36%, 增长原因主要是 2008 年公司增加了对诸暨市织成置业有限公司的投资。

2006~2008 年, 公司固定资产复合增长率为 9.71%。截至 2008 年底, 公司固定资产净额 11414.14 万元, 其中, 房屋、建筑物占比 72.60%, 成新率为 88.15%; 机器设备占比 24.08%, 成新率为 52.23%; 运输设备占比 1.70%, 成新率为 41.05%。

2006~2008 年, 公司在建工程复合增长率为 72.83%。截至 2008 年底, 公司在建工程 2527.95 万元, 系公司行政办公大楼。

2006~2008 年, 公司无形资产复合增长率为 -2.17%, 减少的原因主要是每年摊销所致。截至 2008 年底, 公司无形资产为 6603.74 万元, 全部为土地使用权。

截至 2009 年 9 月底, 公司非流动资产仍以固定资产和无形资产为主, 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, 整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

2006~2008 年, 公司所有者权益复合增长率为 18.06%, 主要来自未分配利润的增长。截至 2008 年底, 公司所有者权益合计为 36679.95 万元, 其中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占比 17.94%、18.67%、5.80%、57.60%。公司所有者权益稳定性较弱。

截至 2009 年 9 月底, 公司所有者权益合计为 40506.10 万元。其中, 实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占比 16.24%、16.90%、5.25%、61.61%, 未分配利润有所增加, 占比继续加大。

(2) 负债

2006~2008 年, 公司负债总额年复合增长

率为24.07%，公司负债的增长来自于流动负债的增加。截至2008年底，公司负债总额35241.59万元，全部为流动负债。

截至2008年底，公司流动负债主要以短期借款（占比46.82%）和应付票据（占比52.63%）为主。

截至2008年底，公司短期借款为16500.00万元，较上年增长23.13%。

2006~2008年，公司应付票据复合增长率为44.44%。截至2008年底，公司应付票据18546.44万元，全部为银行承兑汇票。

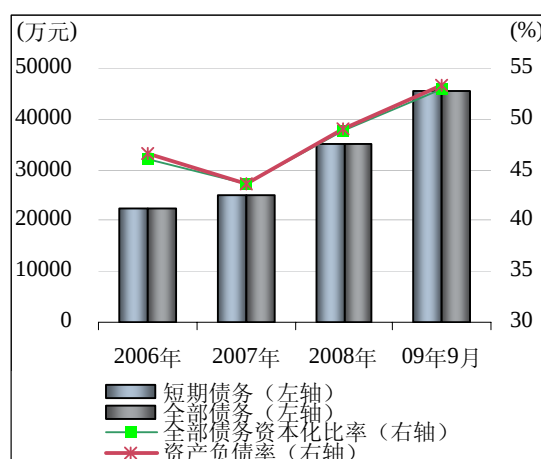
截至2008年底，公司应付账款156.18万元，其中账龄在1年以内的占比82.91%；1-2年的占比11.02%；2-3年的占比3.96%；3年以上的占比2.11%。

截至2009年9月底，公司负债总额46224.09万元，全部为流动负债。公司债务结构有待改善。

截至2009年9月底，公司短期借款为30940.00万元，较上年底有较快增长；应付账款和其他应付款有所增长。

2006~2009年9月，随着公司债务规模的不断增长，资产负债率、全部债务资本化比率呈波动上升趋势。

图5 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35046.44万元，全部是短期债务。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53.30%、52.90%，公司计划投资新建丝袜高端生产线并在内贸销售渠道上加大投入，融资力度加大，随着公司生产规模的扩张，融资需求增加，债务规模相应增长。

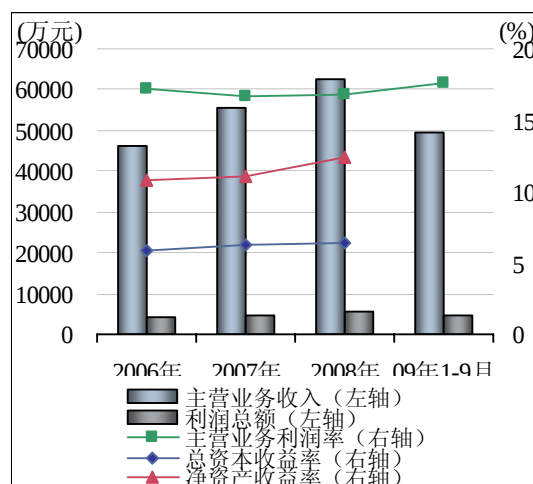
总体看，公司债务结构偏重短期债务，债务负担较重。随着投资支出的增加，公司债务规模将呈上升趋势。

4. 盈利能力

2006~2008年，公司主营业务收入保持较快增长，3年复合增长率为16.16%，2008年实现主营业务收入62361.22万元。同期，公司主营业务成本复合增长率为16.48%，由于采购成本的增长，公司主营业务利润率由2006年的17.18%降至2008年的16.74%。

2006~2008年，由于营销投入的增长、人工成本的提高和债务规模的上升，公司销售费用、管理费用、财务费用复合增长率分别为6.45%、5.20%和9.45%。

图6 公司盈利情况



注：1.资料来源：公司提供

2.2009年1-9月为营业收入和营业利润率

2006~2008年公司利润总额分别为4258.72万元、4831.40万元和5769.95万元，年均增长16.40%。2008年公司净资产收益率和总资本收益率分别为12.43%和6.36%，均较2007年有所提高。

2009 年 1-9 月，公司实现营业收入 49421.03 万元，利润总额 4653.18 万元，为上年利润总额的 80.65%，公司袜子售价稳步提高，综合采购价有所回落，毛利率控制较好。2009 年 1-9 月，公司营业利润率为 17.64%，较 2008 年有所提升。

整体上，近年来公司收入和利润规模稳步增长，盈利能力有所提升。

5. 现金流

从经营活动来看，2006~2008 年，随着主营业务收入和主营业务成本的增长，公司销售商品、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 16.95%、19.60%。2006~2008 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 5932.25 万元、4621.06 万元和 6364.50 万元，现金收入比呈上升趋势，2008 年为 119.39%，公司经营活动获取现金能力有所提升。

从投资活动来看，2006~2008 年，公司投资活动现金流入量很小；投资活动现金流出主要是建造厂房、办公楼，购建国产袜机、电子设备等所支付的现金；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 -2280.05 万元。

2006~2008 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 2888.39 万、3930.80 万元和 4084.45 万元，由于近年来公司投资规模不大，公司经营活动现金流净额能够覆盖投资需求。但随着公司生产规模的扩张和营销渠道的投入，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收到的现金和偿还债务、分配股利或偿付利息支付的现金为主，3 年筹资活动现金流量净额分别为 -714.11 万、-2389.91 万元和 1943.53 万元。2008 年公司加大了举债规模，筹资活动现金流量净额增加。

总体看，公司经营活动获现能力相对较

强，整体的现金流状况良好。未来几年，公司投资规模有所增长，公司对外融资需求将增加。

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上升趋势，3 年指标分别为 132.90%、144.21%和 140.69%。速动比率逐年提升，3 年分别为 103.78%、113.98%和 118.51%；2006~2008 年，公司流动负债的相对较快增长导致经营现金流动负债比下降，3 年分别为 25.91%、18.58%和 18.06%。截至 2009 年 9 月底，公司流动比率、速动比率分别为 139.00%和 119.08%，基本维持 2008 年底水平。截至 2009 年 9 月底，公司流动资产中现金类资产 35169.67 万元，为流动负债的 0.76 倍。整体看公司短期偿债能力正常。

从长期偿债指标看，2006~2008 年，公司 EBITDA 呈逐年上升趋势，3 年分别为 5815.93 万元、6903.17 万元和 7954.28 万元；同期，由于债务规模的相对较快增长，公司全部债务/EBITDA 呈上升趋势，2008 年为 4.41 倍。2006~2008 年，公司 EBITDA 利息倍数提高（利息支出中未反映资本化利息支出），2008 年为 7.10 倍。整体上，公司偿债能力一般。

截至 2009 年 9 月底，公司对外担保金额为 4.41 亿元，担保比率为 108.89%。担保对象均为公司在诸暨当地的互保企业，主要包括海亮集团有限公司（下称“海亮集团”）、天洁集团有限公司（下称“天洁集团”）、浙江盾安精工集团有限公司（下称“盾安精工”）等企业（部分为本次集合票据的发行主体），主要分布在铜加工、环保设备制造、空调制造等行业。其中：海亮集团以铜加工、房地产、金属贸易等为主业，其下属企业浙江海亮股份有限公司（股票代码：002203）是中国大型合金铜管生产企业。2008 年海亮集团实现营业收入 303.27 亿元，综合实力位居中国企业 500 强第 196 位。天洁集团主营业务为环保设备的生产和销售，

截至 2008 年底,天洁集团资产总额 19.59 亿元,所有者权益 7.11 亿元;2008 年实现主营业务收入 19.56 亿元,利润总额 1.16 亿元。盾安精工主要从事空调配件的生产和销售,截至 2008 年底,盾安精工资产总额 31.43 亿元,所有者权益 13.04 亿元;2008 年实现营业收入 63.02 亿元,利润总额 3.43 亿元。

目前被担保企业正常经营,但公司累计担保金额大,存在一定或有负债风险。

表 4 公司对外担保情况(单位:万元)

借款单位	银行名称	贷款性质	金 额
盾安精工	诸暨工行	流贷	5800
盾安和田		流贷	5000
阮氏集团	绍兴民生	流贷	3000
阮氏集团	杭州中信	流贷	1000
长生鸟	绍兴交行	流贷	1000
华海氨纶	大唐工行	流贷	3000
华海机械	杭州华夏	流贷	2000
宏天铜业	诸暨工行	流贷	3300
友谊特钢	杭州稠州	流贷	2000
友谊特钢	杭州兴业	流贷	3000
海亮集团	诸暨工行	流贷	10000
天洁集团	诸暨工行	流贷	5000
合计			44100

资料来源:公司提供

截至 2009 年 9 月底,公司共获得银行授信额度 3.90 亿元,已使用 2.78 亿元,未使用额度 1.12 亿元。

八、本期集合票据偿债能力分析

公司计划发行集合票据3000万元,占公司2009年9月底全部债务的6.59%,对现有债务具有一定影响。以2009年9月底财务数据为基础,不考虑其他因素,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升至54.86 %和54.49%,公司债务负担将有所加重。

2008 年公司经营性净现金流、经营活动现金流入量及 EBITDA 对 3000 万元本期票据的保护倍数分别为 2.12 倍、25.06 倍 2.65 倍;截至 2009 年 9 月底现金类资产对本期票据的保

护倍数是 11.72 倍。总体看,公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期票据覆盖程度较高。

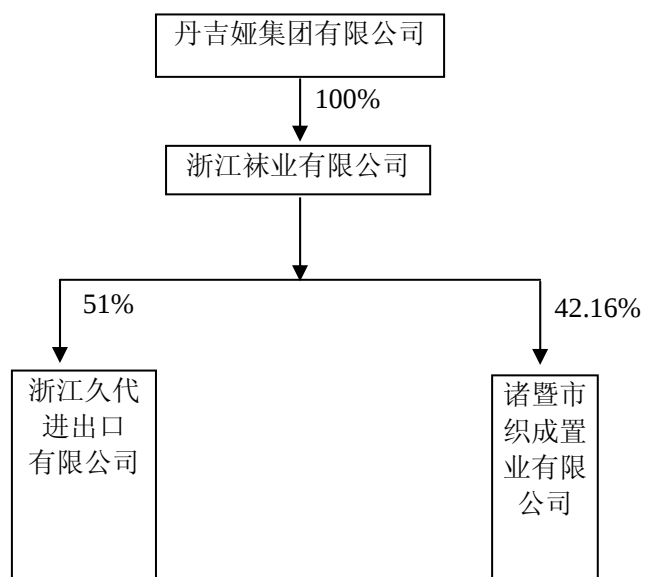
九、综合评价

袜子属易耗消费品,需求弹性较小。公司是国内袜子行业的龙头企业,在经营规模、产品品牌、技术水平等方面具有一定竞争优势。但公司债务规模增加较快、债务结构不合理、对外担保比例高等对公司信用水平带来一定负面影响。

近年来公司资产规模不断扩张,产销量稳步增长,收入水平和盈利状况有所提升,主营业务保持了良好的发展势头。未来随着内贸收入的逐步增加,公司整体的收入水平和利润规模有望持续增长,进而支撑公司的偿债能力。

总体看,公司整体信用风险水平一般。

附件 1 公司股权结构图



附件 2-1 2006~2008 年资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	9144.84	10685.73	16713.71	35.19
短期投资				
应收票据			4515.07	
应收股利				
应收利息				
应收账款	3768.49	5483.61	7519.06	41.25
其他应收款	7348.09	6373.00	6800.00	-3.80
预付账款	3412.73	5620.96	6081.53	33.49
存货	6666.34	7519.53	7816.04	8.28
待摊费用	87.22	185.40	136.99	25.32
待处理流动资产净损失				
其他流动资产				
流动资产合计	30427.72	35868.23	49582.42	27.65
长期投资				
长期股权投资	1555.78	1555.78	1793.28	7.36
长期投资合计	1555.78	1555.78	1793.28	7.36
减：长期投资减值准备				
加：合并价差				
长期投资净额	1555.78	1555.78	1793.28	7.36
固定资产				
固定资产原值	11734.82	14445.69	15396.06	14.54
减：累计折旧	2252.14	3066.03	3981.92	32.97
固定资产净值	9482.67	11379.65	11414.14	9.71
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	9482.67	11379.65	11414.14	9.71
工程物资				
在建工程	846.29	1435.79	2527.95	72.83
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	10328.96	12815.44	13942.10	16.18
无形资产及其他资产				
无形资产	6899.93	6751.84	6603.74	-2.17
其中：土地使用权				
长期待摊费用				
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	6899.93	6751.84	6603.74	-2.17
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	49212.39	56991.28	71921.54	20.89

附件 2-2 2006~2008 年资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	13526.00	13400.00	16500.00	10.45
应付票据	8889.20	11459.61	18546.44	44.44
应付账款	212.83	105.28	156.18	-14.34
预收账款				
应付工资	41.11			-100.00
应付福利费	203.15			-100.00
应付利润（股利）				
应交税金	-182.38	-174.93	-69.37	-38.33
其他未交款	21.70	26.36	32.18	21.79
其他应付款	78.28	55.72	76.15	-1.37
预提费用	105.00			-100.00
流动负债合计	22894.89	24872.04	35241.59	24.07
长期负债				
长期借款				
应付债券				
长期应付款				
长期负债合计				
负债合计	22894.89	24872.04	35241.59	24.07
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	6580.00	6580.00	6580.00	
资本公积	4846.55	6846.55	6846.55	18.86
盈余公积	1771.98	2125.61	2125.61	9.52
未分配利润	13118.97	16567.07	21127.78	26.90
所有者权益合计	26317.50	32119.24	36679.95	18.06
负债及所有者权益合计	49212.39	56991.28	71921.54	20.89

附件 3 截至 2009 年 9 月底资产负债表

(单位: 人民币万元)

资产	2009 年 9 月	负债和所有者权益 (或股东权益)	2009 年 9 月
流动资产:		流动负债:	
货币资金	29741.07	短期借款	30940.00
交易性金融资产		交易性金融负债	
应收票据	5428.60	应付票据	14560.67
应收账款	8943.08	应付账款	592.60
预付账款	6740.84	预收款项	
应收利息		应付职工薪酬	34.08
应收股利		应交税费	-164.08
其他应收款	3927.10	应付利息	
存货	9211.59	其他应付款	260.82
待摊费用	260.82	一年内到期的非流动负债	
其他流动资产		其他流动负债	
流动资产合计	64253.10	流动负债合计	46224.09
非流动资产:		非流动负债:	
可供出售金融资产		长期借款	
持有至到期投资		非流动负债合计	
长期应收款		负债合计	46224.09
长期股权投资	1793.28		
投资性房地产		所有者权益 (或股东权益):	
固定资产	10727.23	实收资本 (或股本)	6580.00
在建工程	3352.84	资本公积	6846.55
工程物资		盈余公积	2125.61
生产性生物资产		未分配利润	24953.93
油气资产		归属于母公司所有者权益合计	40506.10
无形资产	6603.74	少数股东权益	
非流动资产合计	22477.09	所有者权益 (或股东权益) 合计	40506.10
资产总计	86730.20	负债和所有者权益 (或股东权益) 总计	86730.20

附件 4-1 2006~2007 年利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年
一、主营业务收入	46214.64	55405.76
减: 主营业务成本	37970.47	45908.51
主营业务税金及附加	304.91	327.28
销售费用	1364.41	1647.59
加: 其他业务收入		53.87
二、主营业务利润	6574.85	7576.25
加: 其他业务利润	237.04	37.25
减:		
管理费用	1635.41	2016.92
财务费用	1059.54	1263.29
其他		
三、营业利润	4116.95	4333.28
加: 投资收益	151.69	486.24
补贴收入	11.20	32.00
营业外收入		
其他		
减: 营业外支出	21.11	20.12
其他支出		
加: 以前年度调整		
四、利润总额	4258.72	4831.40
减: 所得税	1402.08	1295.03
减: 少数股东损益		
加: 未确认的投资损失		
五、净利润	2856.64	3536.37

附件 4-2 2008 年利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项 目	2008 年
一、主营业务收入	62361.22
减：主营业务成本	51518.99
主营业务税金及附加	402.54
二、主营业务利润	10439.70
加：其他业务利润	28.05
减：营业费用	1546.23
管理费用	1809.77
财务费用	1269.24
其他	
三、营业利润	5842.51
加：投资收益	
补贴收入	73.50
营业外收入	4.45
其他	
减：营业外支出	150.51
其他支出	
加：以前年度调整	
四、利润总额	5769.95
减：所得税	1209.25
减：少数股东损益	
加：未确认的投资损失	
五、净利润	4560.71

注：公司 2006~2007 年损益表和 2008 年损益表对销售费用采取不同处理方式，故分别列示。

附件 4-3 2009 年 1~9 月利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年 1-9 月
一、营业收入	49421.03
减: 营业成本	40365.43
营业税金及附加	339.62
销售费用	1454.03
管理费用	1653.75
财务费用	986.01
资产减值损失	
二、营业利润 (亏损以 “-” 号填列)	4622.19
加: 营业外收入	31.00
减: 营业外支出	0.01
其中: 非流动资产处置损失	
三、利润总额 (亏损总额以 “-” 号填列)	4653.18
减: 所得税费用	827.02
四、净利润 (净亏损以 “-” 号填列)	3826.15

附件 5-1 2006~2008 年现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	54438.28	57605.85	74451.38	16.95
收到的税费返还	11.20	32.00	615.07	641.06
收到的其他与经营活动有关的现金		351.71	127.95	
现金流入小计	54449.48	57989.56	75194.40	17.52
购买商品、接受劳务支付的现金	45247.00	49615.01	64726.03	19.60
支付给职工以及为职工支付的现金	462.84	512.75	682.79	21.46
支付的各项税费	2807.40	3015.26	3160.57	6.10
支付的其他与经营活动有关的现金		225.46	260.51	
现金流出小计	48517.23	53368.49	68829.90	19.11
经营活动产生的现金流量净额	5932.25	4621.06	6364.50	3.58
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		486.24		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金				
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计		486.24		
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	960.82	1176.50	2042.54	45.80
投资所支付的现金			237.50	
支付的其他与投资活动有关的现金	2083.04			-100.00
现金流出小计	3043.86	1176.50	2280.05	-13.45
投资活动产生的现金流量净额	-3043.86	-690.26	-2280.05	-13.45
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金				
借款所收到的现金	226.00		3100.00	270.36
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	226.00		3100.00	270.36
偿还债务所支付的现金		1260.00		
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	940.11	1109.79	1120.35	9.17
支付的其他与筹资活动有关的现金		20.12	36.12	
现金流出小计	940.11	2389.91	1156.47	10.91
筹资活动产生的现金流量净额	-714.11	-2389.91	1943.53	
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	2174.28	1540.89	6027.99	66.51

附件 5-2 2006~2008 年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 (%)
净利润	2856.64	3536.37	4560.71	26.35
加: 少数股东损益				
计提的资产减值准备				
固定资产折旧	438.55	813.89	915.88	44.51
无形资产摊销	148.10	148.10	148.10	
长期待摊费用摊销				
待摊费用减少(减:增加)	-43.81	-98.17	48.40	
预提费用增加(减:减少)	105.00			-100.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)				
固定资产报废损失				
财务费用	940.11	1109.79	1120.35	9.17
投资损失(减:收益)	-151.69	-486.24		-100.00
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-1922.44	-853.19	-296.51	-60.73
经营性应收项目的减少(减:增加)	-460.57	-915.12	-6971.53	289.06
经营性应付项目的增加(减:减少)	1846.11	1174.65	6717.45	90.75
其他	2176.24	190.99	121.65	-76.36
经营活动产生的现金流量净额	5932.25	4621.06	6364.50	3.58

附件 6 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)	12.26	11.98	7.12	--
存货周转次数(次)	5.70	6.47	6.72	--
总资产周转次数(次)	0.94	1.04	0.97	--
盈利能力				
主营业务利润率(营业利润率) (%)	17.18	16.65	16.74	17.64
总资本收益率(%)	5.86	6.21	6.36	--
净资产收益率(%)	10.85	11.01	12.43	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0	0	0	--
全部债务资本化比率(%)	46.00	43.63	48.86	52.90
资产负债率(%)	46.52	43.64	49.00	53.30
偿债能力				
流动比率(%)	132.90	144.21	140.69	139.00
速动比率(%)	103.78	113.98	118.51	119.08
经营现金流动负债比(%)	25.91	18.58	18.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.99	6.22	7.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.85	3.60	4.41	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.13	0.16	0.12	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.98	3.54	3.65	--

注：1. 公司从 2009 年开始执行《企业会计准则（2006）》。2009 年 9 月数据未经审计。

2. 公司 2006~2007 年的利润表格式与 2008 年不同，主营业务利润率按照公式（主营业务收入-主营业务成本-主营业务税金及附加）/主营业务收入×100%计算。

附件 7 有关计算指标的计算公式

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

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

附件 8 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

信用等级公告

联合[2010] 134 号

联合资信评估有限公司通过对雄风集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

雄风集团有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年三月十九日

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.lianhezhixing.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）与雄风集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与雄风集团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，未因雄风集团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雄风集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、雄风集团有限公司主体长期信用等级自 2010 年 3 月 19 日至 2011 年 3 月 18 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年三月十九日



雄风集团有限公司 主体长期信用评级报告

评级结果: BBB⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2010年3月19日

财务数据

项 目	2006年	2007年	2008年	09年9月
资产总额(万元)	66969.00	86214.28	139986.51	148612.03
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	16667.98	26476.31	62102.65	63080.73
长期债务(万元)	18418.00	23998.00	28497.00	37607.00
全部债务(万元)	42113.00	53648.00	72648.00	83667.00
主营业务收入(万元)	73416.40	86248.86	95659.15	74252.87
利润总额(万元)	2717.56	3848.81	4905.14	1274.03
EBITDA(万元)	5819.27	7555.40	10203.75	--
经营性净现金流(万元)	4000.46	5352.51	8449.38	6192.23
主营业务利润率(%)	12.96	13.87	16.63	14.21
净资产收益率(%)	11.03	10.01	5.97	--
资产负债率(%)	75.11	69.29	55.64	57.55
全部债务资本化比率(%)	71.64	66.96	53.91	57.01
流动比率(%)	112.57	119.22	120.46	121.89
全部债务/EBITDA(倍)	7.24	7.10	7.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.66	4.03	3.25	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.16	1.51	2.04	--

注: 公司仍执行原企业会计准则及相关规定; 2009年1-9月财务数据未经审计。

分析师

吕明远 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

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对雄风集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为区域性、多业态的商贸流通企业在业态布局、门店资源、区域市场占有率和运营管理等方面的综合优势。同时, 联合资信也注意到零售行业竞争激烈、公司债务负担偏重等因素给公司经营发展可能带来的不利影响。

未来公司将在稳步发展家电批发和零售业务的基础上积极拓展现代百货业态, 公司整体的收入水平和盈利状况也有望随着南陵和重庆百货门店的逐步发展得到进一步提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司所属消费品零售行业受宏观经济波动影响相对较小, 行业整体抗风险能力较强, 且行业未来增长空间大, 发展前景良好。
2. 公司的家电批发、家电零售和百货业务在区域市场具有一定的竞争优势。
3. 公司拥有大量低成本门店资源, 在同业中具有较强的成本控制能力。
4. 公司经营活动获现能力较强, 现金流状况良好。

关注

1. 国内零售行业竞争日趋激烈。
2. 公司超市连锁业务竞争力不强, 盈利能力较弱。
3. 公司债务规模持续增长, 债务负担较重。
4. 公司股权高度集中, 治理结构有待进一步完善。
5. 公司对外担保金额大, 担保比率高。

一、主体概况

雄风集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 2000 年 10 月 20 日，原名为浙江雄风电器有限公司，由自然人陈金迪、郭飞霞、赵叶炳、陈金根、施戈、高堃、袁征宇等 7 名自然人共同出资 1580 万元组建；2004 年 3 月公司注册资本增加至 8798 万元；2004 年 4 月，公司更名为浙江雄风实业集团有限公司；2006 年 8 月除陈金迪以外其他股东将所持股份全部转让给郭飞霞；2007 年 4 月公司更为现名。截至 2009 年 9 月底公司注册资本为 8798 万元，其中陈金迪持有 75%，其妻子郭飞霞持有 25%，陈金迪为公司实际控制人。

公司是一家区域性综合商贸流通企业，目前主营业务包括家电零售连锁、超市连锁、百货商场以及家电批发业务。

截至 2009 年 9 月底，公司本部下设办公室、财务部、信息管理部、综合管理部、人力资源部、审计部和党工团办公室等 7 个职能部门，拥有控股子公司 12 家。

截至 2008 年底，公司资产总额 139986.51 万元，所有者权益 62102.65 万元（少数股东权益 -69.47）；2008 年公司实现主营业务收入 95659.15 万元，利润总额 4905.14 万元。

截至 2009 年 9 月底，公司资产总额 148612.03 万元，所有者权益 63080.73 万元（少数股东权益 54.42 万元）；2009 年 1~9 月公司实现主营业务收入 74252.87 万元，利润总额 1274.03 万元。

公司注册地址：浙江省诸暨市陶朱街道诸三路 100 号；法定代表人：陈金迪。

二、本期集合票据概况

本期集合票据计划发行总额度为 66000 万元，期限为 1 年，其中公司拟申报发行额度 5000 万元，募集资金主要用于补充公司流动资金需求。

三、行业分析

公司属零售业，零售行业发展和运行状况对公司经营业绩影响较大。

1. 行业现状

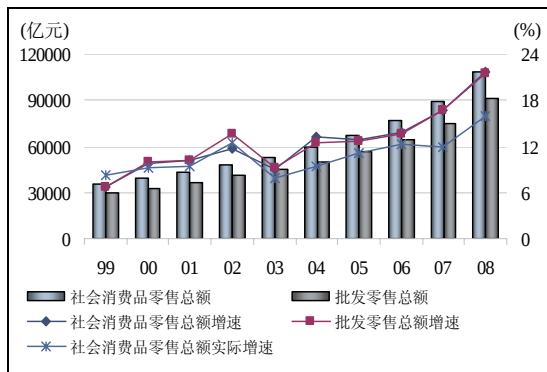
零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，随着国民经济的发展，零售业迅速占据了产业链的主导位置，在中国国民经济中占有相当重要的地位。同时，零售业也是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

近几年来，中国经济持续稳定快速发展，GDP 增长率由 2001 年的 8.3% 增长至 2007 年的 13.0%；国内贸易规模不断扩大，社会消费品零售总额由 2001 年的 4.3 万亿元增加到 2007 年的 8.9 万亿元，年均增长 12.9%；批发和零售业值由 2001 年的 3.6 万亿元增加到 2007 年 7.50 万亿元，年均增长 13.0%。零售行业作为中国第三产业中市场化程度较高的流通业，随着居民收入和消费水平的逐年提高，行业总体维持平稳、持续的高增长水平，除 2003 年受非典影响外。2007 年，中国实现国内生产总值（GDP）257306 亿元，按可比价格计算，增速提高了 1.4 个百分点。国内经济持续向好，以及受温和通货膨胀影响和劳动力工资提高、政府加强对中低收入阶层的转移支付使居民收入整体水平上升推动消费升级，2007 年社会消费品零售总额同比增长 16.75%（图 1），增幅为 1997 年以来的新高，扣除价格因素同比增长 11.95%，其中批发和零售业值同比增长 16.66%。

2008 年，通过采取系列宏观调控措施，中国经济虽然受到自然灾害冲击和世界经济增速放缓的不利影响，根据国家统计局数据，国内生产总值同比增长 9.0%，较上年同期 13% 增速有较大回落，但仍保持平稳较快发展。2008 年国内市场销售增长较快，城乡消费旺盛，居民消费价格指数（CPI）增长 5.9%，较上年同期高 1.1 个百分点，社会消费品零售总额 108488

亿元，同比增长21.61%，较上年同期加快4.86个百分点，扣除物价因素同比增长约16%。分地区看，城市消费品零售额73735亿元，增长22.1%，加快4.9个百分点；县及县以下消费品零售额34753亿元，增长20.7%，加快4.9个百分点。分行业看，批发和零售业消费品零售额91199亿元，增长21.5%；住宿和餐饮业消费品零售额15404亿元，增长24.7%。

图1 社会消费品零售与批发零售业总额



资料来源：国家统计局

2009年1~9月，全国社会消费品零售总额89676亿元，同比增长15.1%；扣除价格因素，实际增长17.0%，比上年同期加快2.8个百分点。其中，城市消费品零售额61013亿元，增长14.8%；县及县以下消费品零售额28663亿元，增长16.0%。分行业看，批发和零售业增长15.0%，住宿和餐饮业增长17.4%。限额以上批发和零售业中，除通讯器材类外，其他20类商品零售额均实现正增长。其中，家具类增长32.3%，汽车类增长24.5%。

连锁经营成为行业发展主导模式

根据中国连锁经营协会调查统计，2008年“中国连锁经营100强”销售规模达到11999亿元，同比增长18.4%；门店总数达到120775个，剔除特殊因素，门店总数增长10.6%，是10年来增幅最低的一年。“连锁百强”销售规模占社会消费品零售总额的比重连续四年突破10%，为11.1%。

表1 2008年中国连锁企业前50强基本情况

排序	企业名称	销售规模(万元)	同比增幅(%)	店铺数(个)	同比增幅(%)
1	国美电器集团	10459378	2.20	1362	33.50
2	苏宁电器集团	10234242	19.70	812	28.50
3	百联集团有限公司	9432939	8.30	6418	-0.60
4	华润万家有限公司	6380000	26.80	2698	10.10
5	大连大商集团有限公司	6255500	24.60	150	3.40
6	家乐福(中国)管理咨询服务有限公司	3381912	14.10	134	19.60
7	康成投资(中国)有限公司(大润发)	3356700	31.10	101	18.80
8	物美控股集团有限公司	3020002	8.10	2010	6.60
9	沃尔玛(中国)投资有限公司	2782197	30.60	123	20.60
10	农工商超市(集团)有限公司	2667544	20.70	3330	3.20
11	重庆商社(集团)有限公司	2625481	18.40	294	11.80
12	百胜餐饮集团中国事业部	2620000	21.90	2700	12.50
13	江苏五星电器有限公司	2300000	6.70	256	2.80
14	合肥百货大楼集团股份有限公司	1940000	23.80	125	26.30
15	山东省商业集团总公司(银座集团)	1871594	34.80	164	69.10
16	宏图三胞高科技技术股份有限公司	1795432	17.90	195	25.80
17	新一佳超市有限公司	1749260	4.40	105	5.00
18	新合作商贸连锁集团有限公司	1700000	41.30	71061	36.70
19	好又多管理咨询服务(上海)有限公司	1640000	17.10	104	3.00
20	新世界百货中国有限公司	1480000	5.70	33	6.50
21	武汉中百集团股份有限公司	1424000	25.1	630	10.5
22	文峰大世界连锁发展股份有限公司	1410139	4.4	913	7.3
23	利群集团股份有限公司	1386877	13.3	866	3.1
24	上海康诚仓储有限公司(TESCO乐购)	1350000	8	61	10.9
25	易初莲花	1300000	10.2	76	8.6
26	锦江麦德龙现购自运有限公司	1264631	14.4	38	2.7
27	长春欧亚集团股份有限公司	1213044	21.3	18	63.6
28	北京王府井百货(集团)股份有限公司	1200000	13.2	17	6.3
29	武汉武商集团股份有限公司	1150000	24.4	59	22.9
30	百盛商业集团有限公司	1069110	18.7	40	-2.4
31	人人乐连锁商业集团股份有限公司	1050000	27.5	73	28.1
32	北京京客隆商业集团股份有限公司	986400	31.5	243	31.4
33	安徽省徽商集团有限公司	985484	7	3125	28.3
34	天虹商场股份有限公司	946650	26.7	32	10.3
35	江苏时代超市有限公司	904378	18.6	67	11.7
36	北京华联综合超市股份有限公司	861845	16.4	65	14
37	银泰百货(集团)有限公司	857300	79.7	18	125
38	山东家家悦集团有限公司	853150	17.7	456	10.9
39	山东新星集团有限公司	839824	39.5	470	21.4
40	山东潍坊百货集团股份有限公司	835332	15.6	317	15.7
41	欧尚(中国)投资有限公司	815200	24.7	31	55

42	武汉中商集团股份有限公司	770861	11.9	41	-18
43	永辉集团有限公司	701576	37.7	205	18.5
44	百安居（中国）投资有限公司	700000	0	67	6.3
45	北京迪信通商贸有限公司	660762	17	1284	16.6
46	郑州丹尼斯百货有限公司	611000	44.4	46	17.9
47	麦当劳（中国）有限公司	610000	10.9	1000	14.9
48	内蒙古小肥羊餐饮连锁有限公司	608800	19.8	380	6.4
49	北京新燕莎控股（集团）有限责任公司	553738	17.1	10	11.1
50	辽宁兴隆大家庭商业集团	547956	27.6	11	37.5

资料来源：中国连锁经营协会

2. 行业关注

外商零售企业发展活跃，行业竞争加剧

随着2005年中国商业领域的全面开放，外资进入中国已经呈现出一种快速增长的势头。2008年中国连锁百强中，沃尔玛、家乐福、TESCO乐购、麦德龙、百安居等19家国外品牌企业的销售额占“连锁百强”销售总额的20%，达到2426亿元，同比增长了17.6%；店铺数量增长了13.1%，达到4613家，占“连锁百强”总店铺数的6%。其中13家以大型超市为主要发展业态的外资企业共经营大型超市755家，一年中新开门店91家。店铺平均年销售额为2.3亿元。在快速开店的同时，外资企业通过独资经营和并购、向二三线城市拓展、加快本土化的转变和业态的创新，实现快速发展。

随着外资零售企业的扩张造成零售行业竞争的进一步加剧，国内零售企业面临着更为激烈的市场份额争夺。可以预见，零售类企业为寻求适合的盈利模式必将历经优胜劣汰，内部整合、加快扩张步伐、优势内资零售企业和外资零售企业的并购扩张趋势将日益明显。

百强整体销售增速有所放缓，二、三线城市增长较快

2004~2008年，“连锁百强”企业的销售增幅分别为33%、32%、25%、21%和18%，保持较快的发展态势，但近年来增速有所放缓。

从区域分布看，二、三线城市的销售增幅普遍快于一线城市。2008年，有15家百强企业的销售增幅超过30%，其中8家总部在二、三线城市，另有5家为海外品牌。

百货店在百强中的地位仍然稳固，家电、家居建材增长趋缓

从业态情况看，2008年连锁百强中，以经营百货为主的连锁企业占据23个百强席位（2007年为22个），家电类和家居建材类分别有7家和4家进入百强。2008年，受国内经济增速有所放缓，百货、家电和家居建材连锁企业销售面临一定压力，其中百货企业通过加大促销力度、及时调整商品结构等措施，以10%的门店增幅带来21%的销售增长；而家电企业销售增幅和店铺增幅分别为7.1%和10.8%，家居建材企业分别为8.7%和14.1%，销售增长均明显低于店铺增长。

农村市场发展空间大，国内企业在农村市场竞争优势明显

据商务部统计，全国人口三分之二的农村，只消费了全国三分之一的商品，农民人均每天消费不到6元钱；县以下的零售店铺面积人均不足0.1平方米，相当于上海、北京等大城市的十分之一，农村消费品市场发展潜力很大。

目前国内零售企业在农村市场开拓方面已经获得了一定的发展，占有一定的优势。据商务部统计，2007年“万村千乡市场工程”共投入政策资金5.1亿元，截至2007年11月底，全国2373家承办企业累计新建和改造农家店近26万家，新建和改造营业面积近2000万平方米。外资零售企业则主要瞄准大中城市，并主要集中在连锁超市、大卖场、专卖店等主流业态，难以涉足中小城市和广大农村。加上政府对于有关项目以贴息、补助等形式予以扶持，以及国内零售企业的地缘优势，国内零售企业在农村市场竞争优势明显。

3. 产业政策

政府出台零售业相关政策法规涉及到并购、促销、工商关系、食品安全、农村商业、特许经营、分等定级等内容，从规划、规章、规定等多个层面，坚持规范与促进并举，成为

零售业和连锁经营健康快速发展的外部助推力。

2004年6月1日,《外商投资商业领域管理办法》正式实施,外资加快了在中国零售业布局的进程。近两年中国零售业外资并购十分频繁,包括百思买、沃尔玛、特易购、百盛、百安居、家得宝等纷纷加快了投资步伐,零售业的竞争更趋激烈。

2005年5月,商务部与国家开发银行签订了《支持流通业发展开发性金融合作协议》(以下简称《协议》),在五年时间内,国家开发银行将提供500亿元政策性贷款支持流通业发展。

2006年商务部出台了《零售商供应商公平交易行为规范》,在一定程度上促进了零售商和供应商关系改善和商业零售业健康发展。

2007年3月19日公布的新《中华人民共和国企业所得税法》规定,2008年1月1日起,在中国的外资企业将与内资企业按25%的统一税率交纳企业所得税,“两税合一”将使中国批发零售业竞争力大大增强。

2007年5月1日,国务院通过的《商业特许经营管理条例》正式实施,对特许商从事商业特许经营活动的条件较2004年12月商务部颁布的《商业特许经营管理办法》更明确、更开放。

2008年9月,商务部发出通知,将外商投资商业企业的审批权下放到省级商务主管部门,自9月12日起执行。这将较大简化大型超市和其他外商投资商业企业的审批过程,国内零售企业竞争压力加大。但另一方面,地方商务主管部门对本地商业格局更了解,有利于当地的整体商业规划。

2009年1月6日中国银监会正式批准3家银行作为主要出资人筹建消费金融公司,这标志着在欧美发达国家信贷消费市场占据重要地位的金融业态,在中国开始起航。对于完善国内消费信贷市场,提高消费金融支持力度,刺激消费增长具有积极意义。

4. 未来发展

2008年四季度开始,国内外宏观经济的波动在一定程度上加大消费者对未来收入预期的不确定性,减弱消费信心,2009年2月国内消费者信心指数和国内全社会商品零售总额增速均下降到近12月最低水平。2009年二季度以来,受益于相关宏观经济刺激政策,国内经济逐步企稳回升,国内社会商品零售总额增速在家电、汽车等大宗消费品的带动下也开始逐月提升,2009年1~11月累计社会消费品零售总额112785亿元,同比增长15.3%,其中10月当月社会消费品零售总额为11339亿元,同比增长15.8%。2009年12月召开的中央经济工作会议中将促进国内需求特别是消费需求的持续增长作为2010年国内经济发展的重要目标之一,同时提出了要增强居民特别是低收入群众消费能力,完善促进消费的相关政策。未来政策对于扩大消费的支持仍将延续,且力度有望进一步加大,随国内宏观经济的进一步复苏国内消费市场在中短期内有望继续保持乐观走势。

目前中国零售行业经济增加值占GDP的比重相比发达国家仍处于较低水平,大型零售企业的资产、收入、利润水平还不到国外零售巨头平均水平的3%,零售行业对中国经济增长的贡献较为有限。长期看,未来随着消费逐渐替代投资成为经济增长的主导力量,在居民收入持续增长、城市化进程逐步推进等多种因素促进下,可以预计消费品零售总额将保持较快的增长势头,零售业发展空间广阔。

四、基础素质分析

1. 公司规模与竞争力

公司以电器批发业务起家,经过多年发展目前已成为一家多业态、综合型的商贸流通企业,旗下经营的业态主要包括家电零售连锁、超市连锁、综合百货商场以及电器批发,总营业面积近17万平方米。

目前,公司家电零售连锁业务在绍兴市共拥有6家门店,总营业面积近2万平方米;综合百货业态拥有2家已运营面积共计7.8万平方米的大型百货商场,另有一家5万平方米的大型百货商场在筹建中;公司是三星、松下等家电品牌部分产品在浙江省内的独家总代理或区域总代理,三星白色家电销量在国内省级代理中连续13年保持第一;公司在浙江诸暨大唐、璜山、次坞、山下湖等乡镇街道设有80家直营的连锁超市,总营业面积近2万平方米。

现阶段公司多数门店均位于浙江省绍兴市及下辖的乡镇内,公司多种业态均统一使用“雄风”品牌,品牌在区域市场具有较高的知名度和较强的影响力。目前,公司5家电器零售连锁门店、2家已运营及1家筹建中的百货商场以及少部分连锁超市所属物业均为公司自有物业,总面积超过13万平方米,且购置时间早,成本较低。在目前商业物业租金持续上涨的背景下,大量低成本自有物业使公司在同业中具备了较强的成本控制能力和竞争力。

凭借在区域市场的规模优势、品牌优势及低成本优势,近几年公司各主营业态均实现了较好的发展,公司的收入水平和利税规模连续5年排名绍兴商贸企业第一位;2007年进入浙江省百货业十强,列第五位,2006年至2009年连续四年入围中国服务企业500强企业;此外公司还被评为“浙江省重点流通企业”和“浙江省知名商号”。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员8人。公司董事长、党委书记陈金迪先生,1964年出生,大专学历,曾任浙江诸暨供销社下属雄风家电有限公司总经理,浙江雄城商贸股份有限公司副总经理、浙江雄城商贸股份有限公司家电分公司总经理等职务,2002年起任公司董事长。陈金迪同时还兼任绍兴市民营企业协会理事、绍兴市大型商厦同业公会理事、绍兴市连锁协会副会长、诸暨市民营企业协会副会长、诸暨市商贸

流通协会会长、诸暨市十五届人大代表及常委等职务,并获得了绍兴市首届“最感动员工的优秀企业家”、诸暨市“2007年度经济建设优秀人才”等称号。

公司总经理、党委副书记卢腾先生,1960出生,本科学历,曾任中国银行诸暨行副行长,中国银行绍兴分行公司部主任、风险部主任等职务,2003年起任公司总经理。

截至2008年底,公司包含各下属门店共有员工4300余人,其中本部管理人员147人,按教育程度划分,初中及以下学历、高中中专学历、大专及以上学历分别占10.88%、45.58%和43.54%;按职称划分,初级职称占2.04%,中级职称占7.48%;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44.21%、47.62%和8.16%。

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,具有丰富的管理经验,综合素质较高;公司人员年龄结构合理,员工整体文化素质能够满足现阶段公司发展要求。

3. 区域经济

公司本部位于浙江绍兴诸暨市,家电、百货和超市连锁等业务范围主要集中在绍兴及浙江省的部分区域。

浙江省是中国最具经济活力的省份之一,近年来区域经济总量和人均收入均实现了持续快速增长,2008年全省完成地区生产总值21107亿元,位居全国第四,同比增长10.1%;人均GDP为36241元,居全国第五;城镇居民人均可支配收入达到22727元,显著高于全国平均水平15781元。公司业务较为集中的绍兴市是浙江省内经济发展程度最高的地区之一。2008年,绍兴市实现生产总值2222.95亿元,比上年增长9.00%,地区生产总值规模仍位列长江三角洲地区第8位,浙江省第4位;人均GDP为50909元,位居全国前列;城镇居民人均可支配收入24646元,同比增长12.2%;全市农村

居民人均纯收入10950元，同比增长12.5%。

总体看，主要经营区域地区经济总量和人均收入的持续增长为公司发展提供了良好的外部环境。

五、管理分析

1. 公司治理

公司是依据《公司法》及相关法规设定有限公司，并设立了股东会、董事会、监事会等机构及相关议事规则。公司实行总经理负责制，总经理为外聘的职业经理人。公司法定代表人陈金迪及其妻子持有公司全部股份，高度集中的股权结构使公司具有较高的决策效率，能够灵活应对市场变化，但不利于形成有效的决策监督和权力制衡机制，未来随经营规模的进一步扩大，公司的法人治理结构有待进一步完善。

公司按照现代企业管理制度要求，结合公司生产经营需要，合理设置相关机构。截至目前，公司本部下设办公室、财务部、信息管理部、综合管理部、人力资源部、审计部和党工团办公室等7个职能部门，并设立了家电总部、超市连锁总部和百货连锁总部三个事业部，各部门职责划分清晰，能较好满足公司业务实际运营的需要。

2. 管理水平

公司依据自身运营特点建立了较为完善的内控管理体系和管理制度。

人力资源管理方面，为了应对近几年门店扩张对人员数量和素质方面的需求，公司建立了完善的人员招聘体系和培训体系，并针对各岗位建立了差别化，有针对性的考核和激励办法。

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。

信息化管理方面，公司自主开发了雄风MIS管理信息系统，包括以客户为导向的业务处理系统、内部行政办公自动化系统以及电子商务平台三大部分。其中业务处理系统中包括了百货子系统、超市连锁子系统、采购子系统、零售子系统、批发子系统、仓储管理子系统、售后服务子系统等，能及时全面的提供销量、库存、物流及售后服务请求的相关信息和数据，对于改善公司整体的管理水平和运行效率起到了显著的作用。

公司下属的各子公司主要为其各门店的经营主体，基于零售行业“统购、分销”的特点，公司对下属子公司管控模式均采用了直线管理的方式，包括采购、销售、资金等各环节均由本部直管，对各子公司经营业绩通过月度、季度、年度目标进行考核。

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，公司管理水平能够适应公司现阶段经营发展的要求。

六、经营分析

1. 经营现状

公司以电器批发业务起家，经过多年发展目前已成为一家多业态、综合型的商贸流通企业，旗下经营的业态主要包括家电零售连锁、超市连锁、综合百货商场以及电器批发。2006~2008年，在百货和连锁超市业务的带动下，公司整体的收入规模持续增长。同期内，公司电器批发业务收入规模小幅波动，毛利率在2008年得到显著提升，主要是由于公司终止代理部分毛利率较低的国产家电品牌；在现有的经营模式下公司家电批发业务具有相对较高的毛利率且稳定性较好，成为了近年公司主要的收入和利润来源。近年来，公司百货业务的收入规模持续增长，对收入和利润的贡献

率不断提高,2009年1~9月百货业务毛利率较以往年份有所下滑主要由于公司新近开业的南陵雄风百货广场仍处于起步阶段,收入规模较小,折旧和费用摊销较高,盈利有待逐步培育。2006~2008年,公司家电零售业务收入规模有所波动,2007年关停了一家经营效益不佳

的门店,收入规模同比出现下滑,但整体的毛利率有明显提升。超市连锁业务收入占比较小,且由于毛利率较低,对公司利润贡献有限。公司有部分房地产业务,主要是自建商业物业过程中对邻近地块进行附带开发,该业务板块对公司整体的营业收入和利润总额贡献度不大。

表2 公司近年收入构成情况(单位:万元,%)

	2006年		2007年		2008年		09年1~9月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
电器批发	23902	13.67	22349	14.66	24457	23.10	17588	24.77
家电零售	24248	6.66	19908	10.86	20335	11.95	14225	8.51
百货	24156	18.59	30268	15.27	35726	16.72	28801	12.16
超市连锁	1108	12.82	13722	13.85	10942	13.19	6346	11.93
地产	2.4	31.22	1.86	35.11	4199.15	30.34	7292.87	28.57
合 计	73416.40	12.96	86248.86	13.87	95659.15	16.63	74252.87	14.21

资料来源:公司提供

家电批发业务

公司家电批发业务是在承接转制前原公司的代理资质和客户资源的基础上发展起来的,是公司现有业务构成中最早涉足的领域,目前是公司主要的收入和利润来源之一。

表3 公司家电批发业务产品代理情况

代理产品	代理区域
三星冰箱	杭嘉湖、宁绍舟、金丽衢、台州
三星电视	杭州、绍兴、金华、丽水、衢州
三星空调	浙江省区域
松下洗衣机	宁波、绍兴、舟山
松下小家电	绍兴

资料来源:公司提供

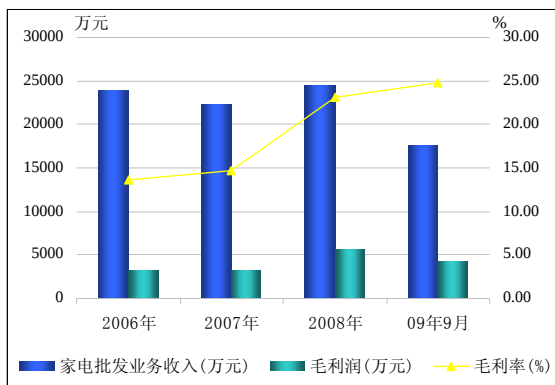
目前,公司家电批发业务主要是作为三星和松下部分家电产品在浙江全省或省内部分区域的独家代理商进行产品分销,下游客户主要为终端销售商,包括国美、苏宁等全国性家电连锁企业在浙江的部分门店(见表3)。近年来,公司家电批发业务在承接转制前原有销售网络的基础上,以传统渠道为主不断开发新的网点,目前下属的分销网点近300个,几乎垄断了三星白色家电在浙江的批发代理业务,三星白色家电销量在国内省级代理中连续13年保持第一。

在2006年和2007年除代理三星和松下家电

产品外,公司还代理新飞、小天鹅、海信及康佳等国内厂商的家电产品,对于该部分产品公司仅作为区域的非独家代理,产品毛利率较低。2007年中公司对产品结构进行调整,停止代理利润较低的国产家电品牌,由此导致家电批发业务收入规模有所波动,但整体毛利率则得到提升(见图2)。国美、苏宁等全国性家电零售企业凭借其在终端渠道方面的优势,面对家电生产商时在采购价格、信用政策等方面具有很强的议价能力。为了改善相对弱势的地位,家电生产企业开始有意扶持区域性的代理商,近几年公司发展得到了所代理品牌商的有力支持,与三星、松下等主要代理厂商保持了良好的合作关系,所代理产品类别不断扩大,由此也带动了2008年收入规模的提升。

配送是批发、零售业务的重要环节,对企业的运营成本和整体竞争实力有较大影响。公司在整合家电批发、家电零售、百货和超市连锁业务配送需求的基础上,建立了以诸暨、杭州和宁波为仓储中心,覆盖浙江全省大部分地区的物流配送体系,并通过自主开发的雄风MIS管理信息系统,实现了物流配送的电子化管理,并与库存管理系统实现对接,能够保证货物高效、快速配送。

图2 2006~2009年9月公司家电批发业务经营情况



资料来源：公司提供

总体看，公司家电批发业务经营历史较长，与上下游企业均形成了稳定的合作关系，在区域市场具有较为突出的竞争地位，整体的发展状况良好，但联合资信同时也注意到公司代理品牌集中度较高，对单一品牌依赖性较强。

家电零售业务

公司家电零售业务采用统一供货、连锁经营、专业维修的经营模式，目前有6家连锁门店。公司6家门店均位于绍兴市辖区内，其中3家在绍兴市下辖的诸暨市区。目前公司家电零售业务的经营模式与国美、苏宁等全国性家电零售商基本一致，利润主要来源于进销差价、销售返利和进场、促销费用三部分。其中进销差价是指传统经销模式下产品销售价格和采购成本价间的差额，主要是针对买断包销产品或渠道商定制产品，该部分利润在家电零售商利润构成中占比相对较小，对于中小规模的区域性零售商占比则更有限，目前进销差价利润占公司家电零售利润比率约为10%。销售返利是指家电生产厂商根据一段时期内其产品在家电卖场的实际销售额按一定比例给渠道商进行分成。通过销售返利家电渠道商能够获得相对稳定的

利润，同时也能够规避掉终端产品价格波动的风险，因此基于销售返利的利润成为了国内多数家电零售商主要的利润来源，目前销售返利对公司家电零售业务利润的贡献率超过75%。另外一方面，家电渠道商会对家电生产企业收取一定的进场费、促销费、设备安装费等，目前该部分利润在公司利润构成中占比约为15%。

公司家电零售业务经营时间较长，所采用的“雄风电器”的品牌在区域市场中具有较高的知名度和市场占有率，目前在绍兴市的门店数量多于全国性家电零售企业（国美、苏宁均为4家，五星电器为3家）。公司家电零售业务合作厂商几乎涵盖了国内最主要的家电品牌，且在单店规模、店面装修、物流配送等方面能够提供与全国性家电零售企业同档次的服务。另外一方面，相比于全国性家电零售企业完全依赖家电生产商的安装、售后服务体系，公司则建立了自有品牌的售后服务网络，在响应速度和服务质量方面能够提供更完善的客户体验。公司现有的6家连锁门店中，除嵊州店以外，其他5家所属物业均为公司自有物业，且由于购买时间早，成本较低，在目前商业物业租金持续上涨的背景下，大量低成本自有物业使公司在同业中具备了较为稳定的获利空间。

公司现有6家门店中，除于2009年11月开业的江东店外，其他均于2004年底开始运营，相对较为成熟，近几年的收入规模基本保持稳定（见表4）。

总体看，公司家电零售业务凭借品牌、供货渠道、低成本物业和售后服务方面的优势，在区域市场具有较强的竞争力。

表4 公司家电零售业务相关经营数据 单位：万元

店铺名称	营业面积 (平方米)	所在区域	开业时间	2008年营 业收入	09年1~9月 营业收入	2008年 营业利润	09年1~9月 营业利润
雄风大厦店	3500	诸暨	2003-12	7596.60	5936.3	524.16	417.6
雄风百货店	5000	诸暨	2004-12	9088.50	6906.7	636.19	463.7
雄风绍兴店	3000	绍兴市	2001-4	7182.50	4853.5	430.95	285.8

雄风柯桥店	1500	绍兴县	2002-5	4327.4	2722	320.22	213.2
雄风嵊州店	1500	嵊州市	2003-12	2362.9	1512	174.83	115.5
雄风江东店	4000	诸暨	2009-11				

资料来源：公司提供

综合百货商场

综合百货业态是公司重要的收入和利润来源，同时也是公司未来主要的发展方向。公司百货业态的经营模式与国内主流连锁百货零售商基本一致，采用联营扣点模式，即公司作为卖场的经营者与品牌商之间是一种紧密的合作关系，公司负责卖场日常管理、宣传、促销和结算等职能，品牌商通过卖场渠道实现销售，公司按一定比例从品牌商的收入中分成，即所谓的扣点。在此种模式下，卖场中的收银结算由公司掌控，基本能够实现现金销售，而与品牌商结算时则存在一定的账期（一般为45天）。在联营扣点模式下，库存积压、产品跌价的风险主要由品牌商承担，很大程度上化解了零售商的经营风险和财务风险，在成熟卖场中零售商能够获得较为稳定的利润。

目前，针对国内中心城市百货零售业竞争激烈，物业租金高的特点，公司百货零售业务采取了差异化的定位，主要面向发达地区的三线城市、中部地区的二线城市、欠发达地区的一线城市。公司百货业态拥有3家门店，分别位于浙江诸暨市、安徽芜湖市南陵县和重庆市北碚区，目前两家门店已投入运营，其中于2003年开业的诸暨雄风百货位于绍兴诸暨市的核心商圈，总的营业面积约36000平方米，有二百多家中高端的品牌店铺，是诸暨规模最

大，档次最高的百货购物中心。目前诸暨雄风百货店95%以上的品牌均采用联营扣点模式，具体扣点比例因品牌不同而有所差异，综合的平均扣点比率约为20%左右；剩余品牌主要为公司自营或采用直接租赁的方式。近几年，公司管理水平不断提升，在营销方面也不断创新，同时依据“末尾淘汰”的原则对卖场中的品牌不断调整，卖场整体的收入规模逐年提升（见表5），2007年由于公司对所属物业进行升级改善，开支较大，毛利率受到一定影响。

公司百货连锁业态的第二家门店南陵雄风百货于2008年10月30日开始运营，南陵雄风百货位于安徽芜湖市南陵县城区的商业中心，总建筑面积4.2万平方米，是皖东南地区规模最大的综合购物中心之一。目前南陵雄风百货仍处运营初期，市场有待培养，相关开办费用摊销较高，收入和利润规模较小。公司另有一家建筑面积约为5万平方米，位于重庆北碚新区的百货连锁门店处于筹备阶段，预计有望在2010年底前投入运营。

近几年，公司在诸暨雄风百货的经营过程中，针对二、三线城市百货卖场的品牌定位、特色营销、卖场管理、人力资源培训和考核等方面积累了较为丰富的经验，并形成系统的管理方法，为公司南陵和重庆门店的发展以及未来百货业务的进一步扩张提供了有力的保障。

表5 公司百货业务近年业务经营情况（单位：万元）

	营业面积 (平方米)	2006 年		2007 年		2008 年		09 年 1~9 月	
		营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
诸暨雄风百货	36000	24156.49	18.59	30268.13	15.27	35029.72	16.87	26448.65	12.36
南陵雄风百货	42000					696.22	9.09	2352.35	9.86

资料来源：公司提供

公司现有的3家百货门店所属物业均为公司自有，其中诸暨雄风所属物业为公司在2002

年购入，南陵雄风物业均为公司依靠自有资金投资建设，重庆雄风物业为公司在通过收购方

式取得（转让款尚未全额支付）。公司现有的三家百货门店均位于区域内商圈的核心位置，地理位置优越，稀缺性显著，且由于购入时间相对较早，成本很低。公司于2002年购入的诸暨雄风百货大厦总价为3200万元，单价不足1000元/平方米；公司重庆北碚雄风百货物业总面积50000平方米，转让价格为8000万元（已支付约1500万元），而南陵百货包括土地成本在内的建设成本约为1500元/平方米。在目前商业物业租金持续上涨的背景下，低成本自有物业使公司拥有较强的成本控制能力，且在应对价格战日趋加剧的百货业竞争中能够采取更灵活的经营策略，但同时依赖自有物业扩张的模式也使公司经营发展中承受了较大的资金压力。

总体看，依托低成本的门店资源以及在业务运营管理方面的竞争优势，近年来公司的百货业务保持了良好的发展势头，未来随着南陵和重庆门店的逐步发展，板块的收入和盈利状况有望持续改善。

超市连锁业务

公司是“浙江省百县万村放心店工程”、

“浙江省万村千乡市场工程”的承办企业，目前公司的超市连锁门店主要分布在诸暨市及下辖的乡镇内。公司从2006年开始经营连锁超市业务，第一家门店是位于诸暨雄风百货商场地下一层的面积近3000平方米的中型综合卖场。2007年为了保障学校师生放心消费，加强食品安全管理，公司积极响应当地政府推广“放心店工程”的号召，在全市范围内开办了75家教育连锁超市，营业面积和收入规模得到了大幅提升（见表6）。2008年以来，公司门店数量进一步扩张，收入规模未能得到有效提升，主要是因为部分门店进行业务调整，大幅缩减了原有的利润较低，应收账款期的副食批发业务。

相比于其他三个板块，连锁超市业务收入在公司收入构成中占比较小，且由于毛利率较低，对公司利润贡献也较为有效。但由于超市连锁业务能够有效的实现现金销售，而公司对上游供货商结算则享有一定的账期，超市业务能够产生较为稳定的现金流，对公司家电批发等业务的现金流需求形成一定补充。

表6 公司超市连锁业务近年业务经营情况

	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 1~9 月
门店数量	1	76	80	85
营业面积（平方米）	2930	7650	14200	19370
营业收入（万元）	1108	13722	10942	6346
营业成本（万元）	966	11822	9499	5589
毛利率（%）	12.82	13.85	13.19	11.93

资料来源：公司提供

2. 经营效率

2006 年~2008 年，在收入规模逐年增长的同时，公司应收账款规模增保持相对稳定，销售债权周转次数也有 2006 年的 8.04 次提高到 10.95 次；同期内存货周转次数则小幅降低，2008 年为 6.25 次；受公司自有物业较多的影响，公司总资产周转次相对较低，2008 年为 0.85 次。总体看，公司整体经营效率正常。

2006~2008 年，公司资产规模年均增长

44.58%，归属所有者权益年均增长 94.07%，但主要来自早期购买物业的评估增值。同期内，公司主营业务收入年均增长 14.15%，归属母公司净利润年均增长 42.78%，经营性净现金流年均增长 45.33%。总体看，公司增长效率较高。

3. 未来发展

根据公司的发展战略，未来公司将以现代

百货为主营业态，在稳步发展家电零售连锁、家电批发（代理）及超市连锁等业态的基础上，重点在发达地区的三线城市、中部地区的二线城市、欠发达地区的一线城市，发挥自身经营与管理优势，通过低成本自有物业的扩张，大力发展现代百货业态。

在战略的具体执行上，首先以诸暨雄风百货为主体，进一步优化市场定位，完善品牌组合，提升服务质量，提高管理运营水平和市场营销能力，在诸暨区域内进一步做大做强现代时尚百货，提升单店销售收入，进一步巩固区域百货市场的龙头地位，增强“雄风百货”品牌影响力；同时依托现有品牌合作商资源，通过调整品牌组合，加强营销等方式，提升芜湖南陵雄风百货的收入水平，缩短市场培育期，尽早实现盈利。另外，通过低成本资本运作和整体产权购买模式，进一步拓展新门店，力争2010年下半年使公司在重庆北碚区的第三家雄风百货连锁店投入运营。同时，以诸暨雄风百货广场为核心商场，3年内实现诸暨市内开出以“主题百货”或“生活百货”为特色的市内第二家雄风百货店；5年内实现在周边的三线城市内至少开出一家综合性的大型现代化百货商场，巩固雄风百货区位优势，形成浙江三线城市区域内的强势百货连锁企业。

在家电连锁零售方面，在巩固现有市场份额的基础上，通过差异化经营提升竞争优势，在城区市场设立精品家电门店；另外一方面，将连锁卖场逐步向乡镇市场进行拓展，采用多种手段扩大销售，并按国家政策规定全方位地做好家电下乡服务工作。批发代理业务在抓传统渠道、稳步连锁卖场的基础上，拓展厂方业务，在对现有网点加以巩固、提升的基础上，进一步提升公司直营店面销售质量。

从具体投资计划来看，未来一段时期内公司主要的投资重点是重庆北碚雄风百货门店，该门店的协议转让价格为8000万元，目前公司已支付近1500万元，2010年上半年将要支付1000万元，余款自办理产权证后四年内付

清；门店后续的装修和铺货资金约为6000万元。

总体看，公司发展战略较为清晰，发展重点定位于竞争压力相对较缓且未来增长潜力较大国内的二、三线城市和乡镇市场，有利于发挥公司近年在同类市场中积累的相关优势。未来几年，公司家电零售和批发业务在区域市场中仍有望保持良好的发展态势，同时在百货业态发展的带动下，公司整体的收入规模和盈利状况有望保持增长，但联合资信同时也注意到未来门店扩张建设投资和新开门店在市场培育期的流动资金需求仍会给公司资金链带来一定压力。

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诸暨天宇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。

公司执行原《企业会计制度》。2007年和2008年公司各增加合并单位一家，均为新设立的子企业，合并范围变动对公司财务数据影响较小。

截至2008年底，公司资产总额139986.51万元，所有者权益62102.65万元，（少数股东权益-69.47）；2008年公司实现主营业务收入95659.15万元，利润总额4905.14万元。

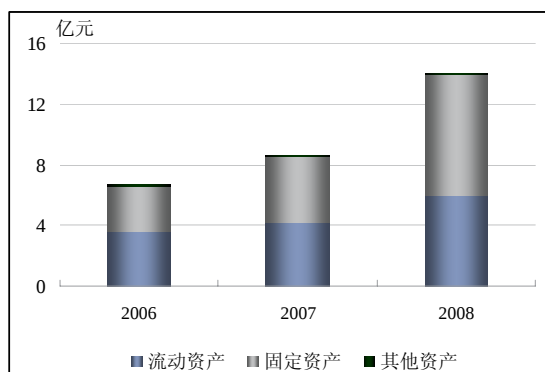
截至2009年9月底，公司资产总额148612.03万元，所有者权益63080.73万元（少数股东权益54.42万元）；2009年1~9月公司实现主营业务收入74252.87万元，利润总额1274.03万元。

2. 资产质量

2006~2008年，公司资产总额以年均44.58%幅度快速增长，截至2008年底，公司资产总额为139986.51万元，增长主要来自经

营规模扩大所致的货币资金和存货等流动资产的增长以及固定资产的评估增值；从资产构成看流动资产占 42.50%，固定资产占 56.76%，其他资产占 0.74%（见图 3）。

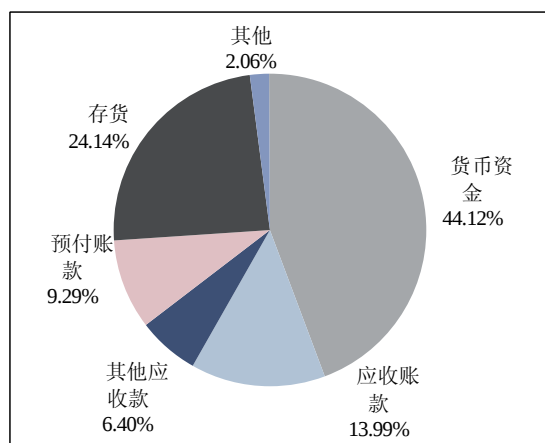
图 3 2006~2008 年公司资产规模与构成



资料来源：公司审计报告

2006~2008 年，公司流动资产增长较快，截至 2008 年底，公司流动资产为 59490.95 万元，主要以存货、货币资金、应收账款和预付账款为主（见图 4）。

图 4 截至 2008 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2006~2008 年，公司货币资金年均增长 38.57%，截至 2008 年底合计 26240.06 万元；其中现金占 1.48%，银行存款占 24.32%，其他货币资金占 74.20%，其他货币资金主要为承兑汇票保证金。

2006~2008 年，由于主营业务收入增长主要来自以现金结算为主的百货零售和超市连

锁业务，同期内公司应收账款规模保持相对稳定，截至 2008 年底为 8320.64 万元，主要来自电器批发业务应收下游分销商的货款，账龄全部为一年以内，前 3 大欠款单位合计占比 27.04%，公司未计提坏账准备。

2006~2008 年，公司其他应收款规模有所波动，截至 2008 年底为 3806.84 万元，主要为与关联单位的往来款项以及支付给家电供应商的保证金，账龄均在一年以内。

2006~2008 年公司预付账款增长较快，截至 2008 年底为 5524.07 万元，主要为预付的家电产品采购款项，账龄均在一年以内。

2006~2008 年，随经营规模的扩张公司存货水平持续增长，截至 2008 年底合计 14358.38 万元，其中库存商品占 97.09%（主要为各业态门店的库存货物），低值易耗品占 2.91%。

公司现有的固定资产主要为自有的商业物业，2006~2008 年，公司固定资产规模持续增长，主要来自对早期购入物业的重估增值。截至 2008 年底固定资产原值 85814.58 万元，较上年末增加了 38351.40 万元（同比增幅为 80.80%），其中 80% 以上来自于公司对诸暨雄风百货广场所在的 36000 平方米房产的评估增值。诸暨雄风百货商场所属物业为公司在 2002 年购入，2008 年 12 月 28 日，公司聘请第三方评估机构对所属物业进行了重新评估，物业的评估值为 53512.00 万元，均价为 1.49 万元/平方米。截至 2009 年 12 月末，诸暨市一手住宅开盘价已超过 9000 元/平方米，以此作为参考价，并考虑公司物业所处城市核心商圈的地理位置，公司物业评估价值不存在明显虚高。截至 2008 年底，公司对固定资产累计计提折旧 6363.01 万元，固定资产净额为 79451.57 万元。

截至 2008 年底，公司无形资产和其他资产合计 1043.98 万元，其中长期待摊费用为 1035.66 万元，主要为未摊销的商场改造、装修费用。

2009 年 9 月底，公司资产总额 148612.03 万元，较上年末增长 6.16%，主要来自货币资

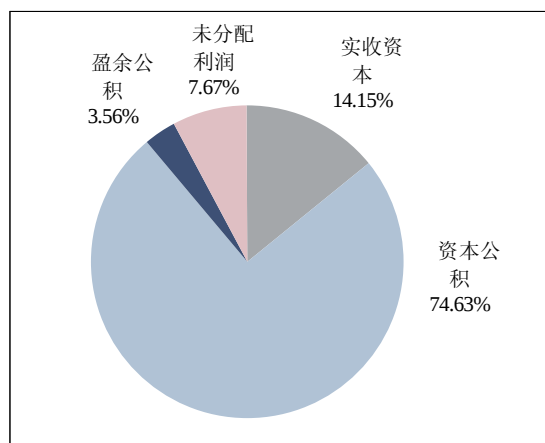
金、预付账款和在建工程的增加,其中在建工程主要为尚未转固的南陵雄风百货所属物业(南陵雄风百货物业由公司投资建设,原属于公司控股的房地产项目公司,计入存货科目,2009年转让给公司持股70%的南陵雄风百货广场有限公司,计入在建工程科目)。

总体看,由于自有物业较多,公司资产以固定资产为主,整体的资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

2006~2008年,公司所有者权益持续增长,全部来自于固定资产评估增值所致的资本公积的增加以及留存收益所致的盈余公积和未分配利润的增加,截至2008年底公司归属母公司所有者权益合计62172.12万元,主要以实收资本、资本公积和未分配利润为主(见图5),所有者权益稳定性较好。公司所有者权益中,有超过70%来自于固定资产评估增值产生的资本公积,初始现金出资及留存收益占比低,构成不合理。

图5 截至2008年末公司所有者权益构成



资料来源:公司审计报告

2009年9月底,公司所有者权益合计63080.73万元,较上年末略有增加,主要来自未分配利润的增长。

2006~2008年,公司负债总额年均增长24.43%,截至2008年底为77883.86万元,增长主要来自短期借款、应付票据和长期借款等有

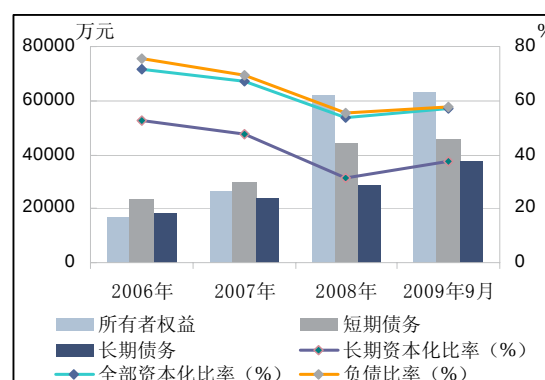
息负债的增长;负债结构中,流动负债占比较大。

2006~2008年,公司流动负债规模持续增长,截至2008年底为49386.86万元,主要以短期借款(占30.27%)、应付票据(占59.13%)和其他应付款(占8.78%)为主,其他应付款主要来自百货零售业务预售的储值消费卡。公司长期负债全部为长期借款,近三年年均增长24.39%,截至2008年末为28497.00万元。

公司负债中有息负债占比较高,且近几年债务规模呈持续上升趋势,截至2008年底公司债务总额72648.00万元,其中短期债务和长期债务占比分别为60.77%和39.23%,债务结构基本合理。2006年~2008年公司借款规模大幅增加主要用于新建百货业态物业的投资以及满足经营规模扩张所产生的流动资金需求。

2006~2008年,公司负债规模和债务规模均呈上升趋势,但受益于固定资产重估增值所致的资本公积增长,公司权益规模保持了更快的增速,公司负债水平和债务负担相关指标均呈下降趋势,截至2008年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为55.64%,53.91%和31.45%(见图6)。

图6 2006~2008年公司负债和债务情况



资料来源:公司审计报告

2009年9月底,公司负债合计85313.03万元,较2008年底增长9.82%,负债结构中,流动负债占比有所降低。公司流动负债中短期借款和应付票据有所增加;长期负债中长期借

款增长较快。同期内由于债务规模较上年末有所增长，公司整体的负债水平和债务负担进一步上升，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 57.55% 和 57.01%。

总体看，由于公司百货业态主要采用自有物业扩张的模式，近几年在百货业态新建门店资金需求的推动下，公司整体的负债规模和债务规模呈上升趋势，目前债务负担较重。

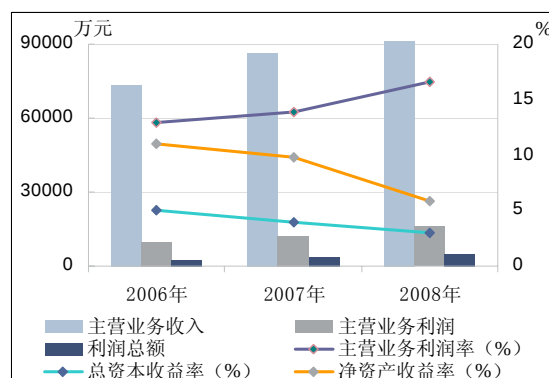
4. 盈利能力

2006~2008 年，在百货和连锁超市业务的带动下，公司主营业务收入保持了较快增长，年均增速为 14.15%，2008 年实现主营业务收入 95659.15 万元。同期内，公司主营业务利润率逐年提升，由 2006 年的 12.96% 提升至 2008 年 16.63%，一方面是由于毛利率相对较高的百货业务占比不断提升，另一方面是由于公司家电批发业务对产品结构进行调整，终止代理了部分毛利率较低的国内家电品牌。2006~2008 年，公司其他业务利润增长较快，2008 年其他业务利润合计 4347.70 万元，主要来自家电业务供应商提供的广告促销收入以及百货业务非联营商和部分自有物业的租金收入。

2006~2008 年，公司期间费用年均增长 41.78%，其中管理费用和财务费用增速较为突出，财务费用增长主要是受债务规模扩张的影响；管理费用的增长一方面是由于固定资产评估增值导致折旧较快增长，另一方是受核算方式变化的影响，公司将原属其他业务成本的部分支出计入管理费用。

2006~2008 年，公司营业利润和利润总额增速分别为 37.01% 和 34.35%，均明显高于主营业务收入增速，2008 年公司分别实现营业利润和利润总额 5332.09 万元和 4905.14 万元。2006~2008 年由于债务规模和权益规模增长较快，公司总资本收益率和净资产收益率均呈逐年下降趋势，2008 年分别为 2.99% 和 5.97%（见图 7）。

图 7 2006~2008 年公司盈利状况



资料来源：公司提供

2009 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 74252.87 万元，为上年全年的 77.62%。同期内公司电器批发业务毛利率相对保持稳定，而家电零售和百货业务由于公司加大促销力度毛利率有所下滑，受此影响公司主营业务利润率由小幅回落至 14.21%。由于家电批发和零售业务厂商的销售返利主要在四季度实现，同时受上半年消费市场需求波动的影响，1~9 月公司的利润规模较小，利润总额 1274.03。2009 年下半年以来下游市场需求持续回升，公司也在国庆期间迎来销售高峰，且从 10 月份开始厂商返利逐步实现，公司经营效益显著改善，2009 年 1~11 月，公司实现主营业务收入 100452.65 万元，利润总额 4532.14 万元。

总体看，随着公司经营规模的不断扩大，公司收入和利润规模不断增长，整体盈利能力逐年提升。

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基本实现与主营业务收入同步增长，2008 年分别为 108940.52 万元和 113659.01 万元。近三年公司现金收入比有所波动，但作为以零售为主的商贸流通企业，公司收入实现质量仍保持在较好水平，2008 年现金收入比为 113.88%，近三年均值为 116.37%。同期内，公司经营活动产生的现金流净额保持了较快增长，年均增速为

45.33%，高于利润规模增速，2008年公司经营活动产生的现金净流入为8449.38万元。总体看，公司经营活动获现能力较强，经营性现金流稳定性较好。

2006~2008年，公司投资活动未产生现金流入；投资活动产生的现金流出规模相对稳定，主要用于购置和投资建设商业物业，2008年投资活动产生的现金净流出为6957.99万元。

2006~2008年，公司经营规模扩张所产生的流动资金的需求以及门店建设投资的资金需求均主要通过外部融资渠道解决，筹资活动现金流净额均表现为净流入，规模有所波动，2008年净流入规模8975.35万元，目前银行借款和票据是公司主要的融资渠道（公司筹资活动现金流中借入和偿还银行贷款发生的现金采用净额列示）。

2009年1~9月，公司经营活动现金流状况仍保持稳定，经营活动产生的现金流入和净流入分别为92714.22万元和6192.23万元。同期内，公司投资活动产生现金净流出为11389.38万元，主要用于重庆北碚百货门店建设，资金需求仍主要依赖外部融资渠道解决，筹资活动产生的现金净流入为8599.57万元。

整体上看，公司经营活动获现能力较强，经营性现金净额逐年增加，但近年来在以自有物业为主的扩张模式下，公司仍存在一定的对外融资需求。

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逐年小幅提升，2008年分别为120.46%和91.39%。近三年，由于经营活动净现金流规模持续增长，公司经营现金流动负债比呈逐年增长的趋势，2008年为17.11%，经营活动现金流对流动负债保障能力较强。截至2009年底9月底，由于流动负债规模回落，公司流动比率和速动比率较上年末小幅提升，分别为121.89%和93.23%。截至2009年9月底，公司流动资产中现金类资产占比较

高，共计30886.39万元，为流动负债的0.64倍。考虑到公司货币资金中，用途受限的保证金存款较多，公司短期实际支付能力弱于指标所反映。总体看，公司短期偿债能力适中。

从长期偿债能力看，2006~2008年，公司EBITDA在利润规模的带动下保持了较快增长，而受利息支出增长的影响，EBITDA利息倍数波动中略有下降，2008年为3.25倍，EBITDA对利息的保护程度一般。同期内，公司债务规模与EBITDA规模基本同步增长，全部债务/EBITDA基本保持稳定，2008年为7.12倍，近三年均值为7.15倍，EBITDA对全部债务的保障能力偏弱。公司现有长期债务主要用于南陵和北碚百货商业物业的建设，目前北碚分店仍处建设期，南陵分店也尚处市场培育阶段，未来随以上门店收益逐步体现后，公司的盈利水平和偿债能力都有望得到进一步改善。

根据公司提供资料，截至2009年9月底，公司合并口径对外担保余额为22780.00万元，担保比率为36.11%，被担保对象主要为公司在诸暨的互保企业，包括浙江丰球集团有限公司、天洁集团有限公司、太子龙控股集团有限公司等；截至2009年9月底，公司共获得商业银行综合授信额度56037万元，其中尚未使用的额度为7040万元。

八、本期集合票据偿债能力分析

公司计划发行集合票据5000万元，占公司2009年9月底全部债务的5.97%，对现有债务影响较小。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58.94%和58.45%，公司债务负担将进一步加重。

2007~2009年9月，公司现金类资产分别为公司本期集合票据发行额度的2.91倍、3.25倍和5.47倍，考虑到公司货币资金中，用途受限的保证金存款占比较高；剔除该部分资金影

响，截至 2008 年末公司现金类资产为公司本期集合票据发行额度的 1.58 倍。

2007~2008 年，公司经营活动现金流入量偿债倍数分别为 21.42 倍和 22.73 倍，经营活动现金流入量对计划发行的集合票据覆盖程度很强；同期，公司经营活动现金流量净额分别为 5352.51 万元和 8449.38 万元，分别为本期债券的 1.07 倍和 1.69 倍，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保障程度较强。2007~2008 年，公司 EBITDA 分别为 7555.40 万元和 10203.75 万元，分别为本期债券发行额度 1.51 倍和 2.04 倍，公司 EBITDA 对本期集合票据保障程度较强。

九、综合评价

消费品零售行业受宏观经济波动影响相对较小，行业整体具有较强的抗风险能力。未来随着消费逐渐替代投资成为经济增长的主导力量，在居民收入持续增长、城市化进程逐步推进等多种因素促进下，国内消费品零售总额将保持较快的增长势头，零售业发展空间广阔。

公司作为区域性、多业态的综合型商贸流通企业，依托其在业态布局、门店资源、代理渠道、运营管理和品牌知名度等方面的优势，在区域市场中具有一定的竞争实力。

近年来，随着经营规模的扩张，公司整体资产规模和收入规模持续增长，盈利水平逐步提升，同时经营活动也保持了较强的获现能力，经营性现金流净额逐年增长。但以自有物业为主的扩张模式也推动了公司的资金需求，近几年公司整体的债务规模持续快速增长，目前债务负担较重，对外担保数据较大。未来公司将在稳步发展家电批发和零售业务的基础上积极拓展现代百货业态，公司整体的盈利状况和偿债能力也有望随着南陵和重庆百货门店业务的逐步发展得到进一步提升。

综合看，公司主体信用风险一般。

附件 1 公司纳入合并报表范围子企业基本情况

序号	企业名称	直接持股比例	实收资本 (万元)	投资额 (万元)	企业类型	备注
1	绍兴县雄风商贸有限公司	83.33%	180	150	境内子公司	间接持股比例 100%
2	宁波市雄城商贸有限公司	90.00%	200	180	境内子公司	间接持股比例 100%
3	温州市雄风商贸有限公司	80.00%	50	40	境内子公司	间接持股比例 100%
4	诸暨雄风时代商贸有限公司	87.18%	780	680	境内子公司	间接持股比例 100%
5	芜湖市雄风房地产开发有限公司	80.00%	800	640	境内子公司	间接持股比例 100%
6	嵊州市雄风商贸有限公司	60.00%	50	30	境内子公司	间接持股比例 100%
7	诸暨雄风电器有限公司	89.20%	680	578	境内子公司	间接持股比例 100%
8	杭州雄城实业有限公司	52.50%	800	420	境内子公司	间接持股比例 100%
9	绍兴市雄风商贸有限公司	80.00%	210	168	境内子公司	间接持股比例 100%
10	诸暨雄风超市连锁有限公司	89.20%	538	480	境内子公司	间接持股比例 100%
11	南陵雄风百货广场有限公司	70.00%	200	140	境内子公司	间接持股比例 100%
12	诸暨市雄风厂商职工管理协会	100.00%	3	3	境内子公司	

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	13664.99	15773.32	26240.06	38.57	29642.47
短期投资	50.00	50.00	180.00	89.74	180.00
减：短期投资跌价准					
短期投资净额	50.00	50.00	180.00	89.74	180.00
应收票据	836.01	423.85	929.92	5.47	1063.92
应收股利					
应收利息					
应收账款	8290.85	7803.23	8320.64	0.18	8260.98
其他应收款	3857.61	3000.61	3806.84	-0.66	4708.63
减：坏账准备					
应收账款净额	12148.47	10803.84	12127.49	-0.09	12,969.61
预付账款	467.45	4457.30	5524.07	243.77	810.91
应收补贴款					
存货	8626.64	10927.01	14358.38	29.01	13734.33
减：存货跌价准备					
存货净额	8626.64	10927.01	14358.38	29.01	13,734.33
待摊费用	96.82	174.20	131.03	16.34	13.17
待处理流动资产净损失					
一年内到期的长期债权投					
其他流动资产					
流动资产合计	35890.36	42609.53	59490.95	28.75	58414.42
长期投资					
长期股权投资					
长期债权投资					
长期投资合计					
固定资产					
固定资产原值	31838.95	47463.18	85814.58	64.17	89781.67
减：累计折旧	3014.77	4525.83	6363.01	45.28	8050.33
固定资产净值	28824.18	42937.35	79451.57	66.02	81731.33
固定资产净值减值准备					
固定资产净额	28824.18	42937.35	79451.57	66.02	81731.33
工程物资					
在建工程	1337.68			-100.00	7112.87
固定资产清理					
待处理固定资产净损失					
固定资产合计	30161.85	42937.35	79451.57	62.30	88844.20
无形资产及其他资产					
无形资产	20.01	16.43	8.32	-35.51	4.44
长期待摊费用	896.78	650.97	1035.66	7.47	1348.97
其他长期资产					
无形资产及其他资产合计	916.78	667.40	1043.99	6.71	1353.41
资产总计	66969.00	86214.28	139986.51	44.58	148612.03

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	8000.00	8000.00	14950.00	36.70	16696.00
应付票据	15695.00	21650.00	29201.00	36.40	29364.00
应付帐款	3747.65	573.78	173.05	-78.51	-4415.44
预收帐款	6.71	2000.89	43.68	155.19	638.51
代销商品款					
应付工资		63.76	-0.35		175.93
应付福利费	280.55	18.06	3.18	-89.36	-0.36
应付股利	497.49			-100.00	
应交税金	624.33	689.89	653.25	2.29	15.38
其他应交款	19.98	28.11	28.41	19.27	31.07
其他应付款	2939.86	2595.13	4334.63	21.43	5162.21
预提费用	71.46	120.35			257.00
一年内到期的长期负债					
其他流动负债					
流动负债合计	31883.02	35739.97	49386.86	24.46	47924.31
长期负债					
长期借款	18418.00	23998.00	28497.00	24.39	37607.00
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
其他长期负债					
长期负债合计	18418.00	23998.00	28497.00	24.39	37607.00
递延税项					
递延税项贷款					
负债合计	50301.02	59737.97	77883.86	24.43	85531.31
少数股东权益	160.22	62.05	-69.47		54.42
所有者权益					
实收资本	8798.00	8798.00	8798.00		8798.00
资本公积	7087.85	14349.92	46396.24	155.85	46420.00
盈余公积	621.91	1283.02	2210.90	88.55	2210.90
其中：公益金					
未分配利润		1983.32	4766.98		5597.41
外币报表折算差额					
所有者权益合计	16667.98	26476.31	62102.65	93.03	63080.73
负债及所有者权益合计	66969.00	86214.28	139986.51	44.58	148612.03

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	73416.40	86248.86	95659.15	14.15	74252.87
减: 折扣与折让					
主营业务收入净额	73416.40	86248.86	95659.15	14.15	74,252.87
减: 主营业务成本	63571.11	73842.83	78995.20	11.47	62850.31
主营业务税金及附加	328.25	443.47	757.83	51.95	854.45
二、主营业务利润	9517.04	11962.56	15906.12	29.28	10,548.11
加: 其他业务利润	747.21	2337.15	4347.79	141.22	3386.49
减: 存货跌价损失					
营业费用	3184.62	3998.89	4906.12	24.12	3697.09
管理费用	2807.18	4259.85	6900.94	56.79	6758.89
财务费用	1431.82	1943.60	3114.75	47.49	1984.16
三、营业利润	2840.63	4097.37	5332.10	37.01	1,494.45
加: 投资收益	3.11		94.67	452.05	
期货收益					
补贴收入			1.50		31.92
营业外收入	2.79	16.70	-13.13		22.35
减: 营业外支出	128.96	265.26	510.00	98.87	274.69
其他支出					
加: 以前年度调整					
四、利润总额	2717.56	3848.81	4905.14	34.35	1274.03
减: 所得税	896.80	1270.11	1226.28	16.94	318.51
减: 少数股东损益					
加: 未确认的投资损失					
五、净利润	1820.77	2578.70	3678.85	42.14	955.52
少数股东权益	0.21	-65.73	-32.69		125.09
归属母公司所有者权益	1820.56	2644.43	3711.54	42.78	830.43

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	84335.34	103805.13	108940.52	13.66	87396.34
收到的租金					
收到的税费返还			1.50		31.92
收到的其他与经营活动有关的现金	1427.56	3307.36	4717.00	81.78	5285.95
现金流入小计	85762.91	107112.50	113659.01	15.12	92714.22
购买商品、接受劳务支付的现金	73031.21	92457.10	90355.58	11.23	72517.05
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	2772.63	2459.68	3134.63	6.33	2213.46
支付的各项税费	2796.10	3638.75	4561.70	27.73	3915.38
支付的其他与经营活动有关的现金	3162.50	3204.47	7157.72	50.44	7876.10
现金流出小计	81762.44	101759.99	105209.63	13.44	86521.99
经营活动产生的现金流量净额	4000.46	5352.51	8449.38	45.33	6192.23
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					
收到的其他与投资活动有关的现金					
现金流入小计					
购建固定资产、无形资产和其他长期资产	6539.62	7037.17	6827.99	2.18	11389.38
投资所支付的现金			130.00		
支付的其他与投资活动有关的现金					
现金流出小计	6539.62	7037.17	6957.99	3.15	11389.38
投资活动产生的现金流量净额	-6539.62	-7037.17	-6957.99	3.15	-11389.38
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收权益性投资所收到的现金					
发行债券所收到的现金					
借款所收到的现金	9168.00	5580.00	11449.00	11.75	10856.00
收到的其他与筹资活动有关的现金					
现金流入小计	9168.00	5580.00	11449.00	11.75	10856.00
偿还债务所支付的现金					
发生筹资费用所支付的现金					
分配股利或利润所支付的现金	1807.16	1787.00	2473.65	17.00	2256.43
支付的其他与筹资活动有关的现金					
现金流出小计	1807.16	1787.00	2473.65	17.00	2256.43
筹资活动产生的现金流量净额	7360.84	3793.00	8975.35	10.42	8599.57
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	4821.68	2108.34	10466.74	47.34	3402.41

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	1820.77	2578.70	3678.85	-13.89
加: 少数股东损益				
计提的坏帐准备或转销的坏帐				
固定资产折旧	1090.47	1511.06	1837.18	
无形资产摊销	337.04	3.58	8.11	44.17
长期待摊费用摊销	83.86	317.26	309.60	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	128.96	265.26	510.00	19.00
待摊费用减少(减:增加)	-39.95	-77.38	43.17	
预提费用增加(减:减少)	8.69	48.89	-120.35	--
固定资产报废损失				
财务费用	1404.00	1787.00	2473.65	
投资损失(减:收益)	-3.11		-94.67	99.20
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-1111.25	-2300.37	-3431.37	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-2737.86	-2393.91	-2896.48	53.00
经营性应付项目的增加(减:减少)	4483.35	3726.46	6429.09	0.62
其他	-1464.50	-114.03	-297.40	160.03
经营性活动产生的现金流量净额	4000.46	5352.51	8449.38	
				75.92
三、现金及现金等价物净增加情况				82.95
货币资金的期末余额	13664.99	15773.32	26240.06	0.14
减: 货币资金的期初余额	8843.30	13664.99	15773.32	
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	4821.68	2108.34	10466.74	47.34

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)	8.04	9.94	10.95	--
存货周转次数(次)	7.37	7.55	6.25	--
总资产周转次数(次)	1.10	1.13	0.85	--
现金收入比(%)	114.87	120.36	113.88	117.70
盈利能力				
主营业务利润率(%)	12.96	13.87	16.63	14.21
总资本收益率(%)	4.97	3.97	2.99	--
净资产收益率(%)	11.03	10.01	5.97	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	52.49	47.54	31.45	37.35
全部债务资本化比率(%)	71.64	66.96	53.91	57.01
资产负债率(%)	75.11	69.29	55.64	57.55
偿债能力				
流动比率(%)	112.57	119.22	120.46	121.89
速动比率(%)	85.51	88.65	91.39	93.23
经营现金流流动负债比(%)	12.55	14.98	17.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.66	4.03	3.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.24	7.10	7.12	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.06	-0.03	0.02	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.60	-0.90	0.47	--
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.16	1.51	2.04	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	17.15	21.42	22.73	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.80	1.07	1.69	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.51	-0.34	0.30	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
主营业务收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	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，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

信用等级公告

联合[2010] 135 号

联合资信评估有限公司通过对浙江永新集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

浙江永新集团有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年三月十九日



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.lianhe ratings.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）与浙江永新集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与浙江永新集团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，未因浙江永新集团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浙江永新集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、浙江永新集团有限公司主体长期信用等级自 2010 年 3 月 19 日至 2011 年 3 月 18 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年三月十九日

浙江永新集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: BBB⁻
评级展望: 稳定
评级时间: 2010 年 3 月 19 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 9 月
资产总额(万元)	22288.84	26949.35	34570.96	43180.04
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	11810.51	14018.46	16437.51	22307.19
长期债务(万元)	1300.00	1300.00	1300.00	1300.00
全部债务(万元)	9970.00	12630.00	17590.56	18583.00
主营业务收入(万元)	26399.71	36227.18	43040.01	45551.35
利润总额(万元)	2479.47	2696.66	2958.02	2514.64
EBITDA(万元)	3286.38	3877.07	4434.56	--
经营性净现金流(万元)	1701.43	2963.33	5136.38	--
主营业务利润率(%)	15.44	14.01	13.07	8.73
净资产收益率(%)	16.76	15.75	14.39	--
资产负债率(%)	47.01	47.98	52.45	48.34
全部债务资本化比率(%)	45.77	47.39	51.69	45.45
流动比率(%)	105.24	120.32	128.01	125.62
全部债务/EBITDA(倍)	3.03	3.26	3.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.15	6.35	5.18	--
EBITDA/本期发债余额(倍)	0.82	0.97	1.11	--

注: 2009 年 1~9 月数据未经审计。

分析师

李志博 赵广辉
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(以下称“联合资信”)对浙江永新集团有限公司(以下称“公司”)的评级,反映了其作为诸暨市地区最大的氨纶包覆纱生产企业,在区域环境、生产规模、质量品牌等方面具备的优势;同时联合资信也关注到行业竞争激烈、公司产品附加值低、债务规模持续增加以及担保比率高等因素给公司偿债能力所带来的负面影响。

公司未来将继续专注氨纶包覆纱和锦纶产业的经营和发展,并根据市场适时扩大现有生产规模,提高产品结构,进而带动公司整体实力的进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 诸暨市是中国最大的袜业制造基地,区域产业链完善,集群效应强,为公司发展提供了良好的外部平台。
2. 公司是诸暨市最大的氨纶包覆纱生产企业,生产设备精良,具备一定规模优势。
3. 公司注重产品质量控制,品牌知名度较高,区域市场竞争力较强。
4. 近年来,公司生产规模不断扩大,业务收入和利润规模持续增长,保持了较稳定的经营活动净现金流。

关注

1. 纺织工业市场化程度较高,部分产品竞争激烈,公司经营压力较大。
2. 公司产品附加值较低,主营业务利润率逐年下降。
3. 近年来,公司债务规模持续增长,财务费用负担有所加重。
4. 公司对外担保金额大,担保比率达到 56.04%,存在一定或有负债风险。

一、主体概况

浙江永新集团有限公司（以下称“公司”或“永新集团”）前身系 1995 年成立的诸暨市新义实业有限公司，是经诸暨市工商行政管理局批准成立的企业法人单位，由金银焕、金炳棋、金光琦、俞柯萍和胡春娃 5 位自然人共同出资 5018.00 万元组建。2003 年，公司变更为现名。2009 年 3 月，公司增资扩股至 8000.00 万元，原股东俞柯萍和胡春娃分别将所持股份转让给金炳棋和金光琦。截至 2009 年底，公司注册资本 8000.00 万元，其中金银焕持股 20.00%，金炳棋持股 40.00%，金光琦持股 40.00%，公司实际控制人为金银焕家族。

表 1 公司股权结构

单位：万元、%

股 东	出资额	持股比例	关 系
金银焕	1600.00	20.00	父亲
金炳棋	3200.00	40.00	大儿子
金光琦	3200.00	40.00	二儿子
合计	8000.00	100.00	--

资料来源：公司提供

公司经营范围包括：生产销售合纤丝、针纺织品（除专项规定）、服装；经销化纤原料（除危险物品）、五金机械配件、工艺品、建材、日用百货；从事货物及技术进出口业务；目前，公司主要从事氨纶包覆纱和锦纶纤维的生产和销售。

截至 2009 年 9 月底，公司下属控股子公司 3 家，全部纳入合并报表范围；公司本部设有董事长办公室、总经理办公室、财务部和销售部 4 个职能部门，在职员工 318 人。

截至 2008 年底，公司合并资产总额 34570.96 万元，所有者权益（含少数股东权益）16437.51 万元；2008 年，公司实现主营业务收入 43040.01 万元，利润总额 2958.02 万元。

截至 2009 年 9 月底，公司合并资产总额 43180.04 万元，所有者权益（含少数股东权益）22307.19 万元；2009 年 1~9 月，公司实现主

营业务收入 45551.35 万元，利润总额 2514.64 万元。

公司注册地址：诸暨大唐工业园区；法定代表人：金银焕。

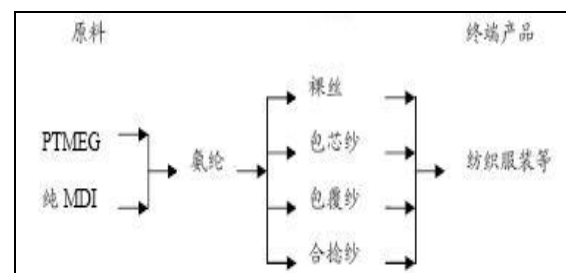
二、本期集合票据概况

本期集合票据计划发行总额度为 66000 万元，期限为 1 年，其中公司拟申报发行额度 4000 万元，募集资金主要用于补充公司营运流动资金需求。

三、行业分析

公司主导产品氨纶包覆纱又称氨纶包缠纱，是以氨纶长丝或短纤维为纱芯，外包另一种长丝或短纤维纱条混纺而成的高弹纱线，其在利用氨纶良好的弹性和回复性的同时，也结合了其他化学纤维和天然纤维固有的优点，产品被广泛应用于袜子等纺织服装产品。氨纶包覆纱是氨纶化纤和纺织服装产业链的中间产品，介入两大行业之间（其产业链如图 1 所示），公司生产和经营与两大行业的发展状况密切相关。

图 1 氨纶包覆纱产业链示意图



资料来源：联合资信整理

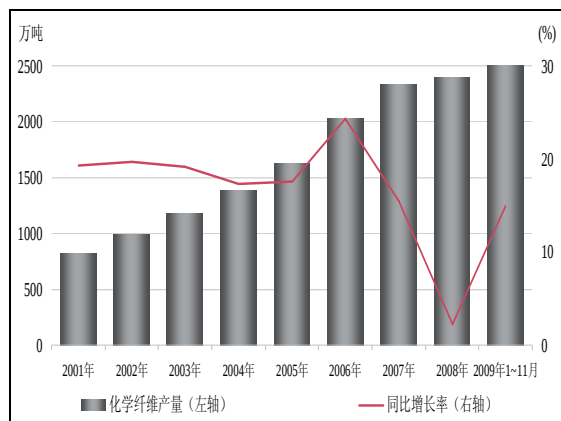
1. 化纤行业

行业概况

化学纤维是用天然的或合成的高分子化合物做原料，经过化学和物理方法加工而制得的纤维的统称。近十年来，受益于下游纺织行业的快速发展，中国化纤产量整体保持了持续增长趋势。但是自 2007 年开始，人民币的快

速升值、出口退税率下调、用工成本上升以及原油价格的大幅波动等诸多因素同时作用于化纤行业，特别是 2008 年随着国际金融危机进一步向实体经济转移并向全球扩散，国际关联度很高的中国化纤行业受到了较深程度的冲击，行业生产、出口增速同时下降。根据中国化学纤维工业协会统计数字显示，2008 年 1~12 月，中国化学纤维生产量已达到 2404.6 万吨，同比增长 2.30%，继续保持增长趋势，但增速已呈现大幅回落，增长率同比下降 13.13 个百分点；2009 年 1~11 月，中国化纤产量 2151.00 万吨，同比增长 14.90%，增速有所回升（见图 2）。

图 2 2001~2009 年 11 月中国化纤产量



资料来源：中国化学纤维工业协会

氨纶子行业

氨纶学名聚氨酯弹性纤维，属于化学纤维中一种，添加到其它纤维中可以提高纺织品弹性和柔软度，被称为纺织品的“工业味精”，在面料中含量一般在 3% 左右。氨纶一般不单独使用，而是多数用于以氨纶为芯纱的包覆纱和包芯纱，这种纱的主要特点是：一是可获得良好的手感与外观，以天然纤维组成的外纤维吸湿性好；二是只用 1~10% 的氨纶长丝就可生产出优质的弹力纱；三是弹性百分率控制范围从 10% 到 20%，能根据产品的用途，选择不同的弹性值。也有用氨纶裸体丝与其它纤维合并加捻而成的加捻丝，主要用于各种经编、纬编织物，机织物和弹性布等。

从市场供需和价格看，近年来，随着人们对衣着舒适度和功能性要求的提高，氨纶行业整体得到了快速发展。2001~2009 年，中国氨纶表观消费量由 3.5 万吨增长至 25 万吨，并进而推动国内氨纶产业快速发展，同期国内氨纶产能由 2.51 万吨增长至 32 万吨左右，产量由 1.7 万吨增长至 19.34 万吨（2009 年 1~11 月累计数），占世界总产量的 60% 左右。但是值得注意的是，伴随 2007 年和 2008 年氨纶产能的大幅扩张，以及金融危机影响、外需减少，近两年国内氨纶行业整体已呈现供大于求的局面。尽管 2009 年 3 月以来，下游纺织服装行业需求快速恢复和增长，但其仅仅提高了氨纶行业的生产开工率，相比需求，行业供给仍然非常充足。所以，除了 2009 年 5 月全行业因成本推动提价 3000~5000 元/吨之外，2009 年氨纶价格并未随下游需求好转而持续上行。

从产地和行业集中度看，中国氨纶产业主要分布在浙江、江苏、山东和广东，其中以浙江为主。浙江省作为氨纶产业集群地，2008 年其氨纶产量占全国的 58%。目前，中国生产能力最大的企业为浙江华峰氨纶股份有限公司（以下简称“华峰氨纶”），产能为 4.2 万吨/年。国内前十名生产企业的合计产能占行业总产能的 75.78%，集中度较高。

表 2 中国主要氨纶生产企业产能排名

单位：万吨

序号	公司名称	产能
1	浙江华峰氨纶股份有限公司	4.2
2	晓星氨纶集团有限公司	3.87
3	四川友利控股股份有限公司	2.93
4	英威达氨纶有限公司	2.7
5	烟台氨纶股份有限公司	2.2
6	杭州邦联氨纶有限公司	2.0
7	浙江益邦氨纶有限公司	1.85
8	浙江薛永兴氨纶有限公司	1.6
9	泰光氨纶（常熟）有限公司	1.5
10	浙江华海机械集团有限公司	1.4
合计		24.25

资料来源：网上公开资料统计

从上游原材料看，氨纶上游原材料主要是聚四亚甲基醚二醇（PTMEG）和多异氰酸酯（MDI）。从物耗上来看，每吨氨纶需消耗 PTMEG0.77 吨、纯 MDI0.18 吨，两者合计占氨纶生产成本近 60%。近几年，随着中外企业的新建和扩建，PTMEG 和 MDI 的产能迅速扩张，目前已分别达到 23 万吨和 114 万吨，整体已呈现供大于求局面，其未来价格走势更多的跟随上游原油成本的变化，自身上涨空间不大。

氨纶包覆纱产业方面，20 世纪 80 年代以前，国际市场氨纶产品主要以单丝形式生产和应用，由于生产及应用技术上的问题和当时预测需求过大，使得氨纶产品滞销积压，欧美许多生产厂家纷纷停、减产。80 年代后，由于氨纶包覆纱等应用技术的开发成功，使其生产能力有了较大的发展。由于其具有良好的弹性，产品被广泛应用于袜子等纺织服装行业。目前，氨纶包覆纱产品的生产技术相对成熟，行业进入门槛较低，国内能够生产氨纶包覆纱的大小厂商数量庞大，从家庭作坊式的小生产到工业化大生产并存，生产能力从几十吨到几万吨都有分布，行业整体集中度较低，大部分产能集中在浙江、江苏等传统纺织大省，市场竞争较为激烈。

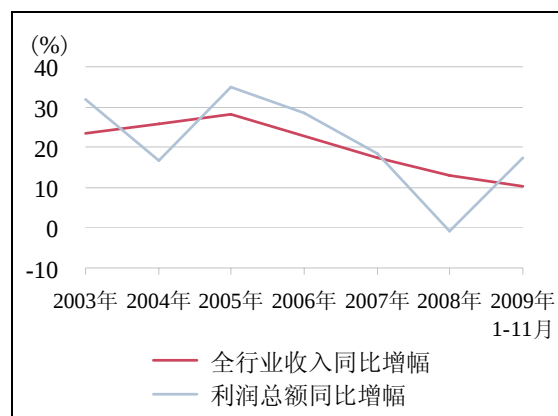
2. 纺织服装行业

行业概况

纺织服装行业是典型的劳动密集型行业，2001 年中国加入 WTO 后，得益于劳动力成本方面的显著优势，中国纺织工业迅速增长，承接了欧、美、日、韩等多个纺织工业发达国家的产业转移，已成为全球纺织服装的生产和出口大国。2002 年以来，中国纺织行业持续处于高增长周期，但自 2005 年 7 月人民币汇率定价机制改革实施以来，由于人民币升值导致出口竞争力的减弱，中国纺织行业增速明显放缓。2008 年受人民币升值、劳动力成本上升和全球金融危机的影响，尤其是 2008 年 9 月全

球金融危机向实体经济蔓延，纺织行业景气程度显著下滑。2008 年全年中国纺织行业工业增加值同比增长 10.3%，增幅同比下降 6.2 个百分点；其中 9 月、10 月、11 月、12 月纺织行业工业增加值增幅同比分别回落 5.3%、8.1%、7.8%和 7.4%。2009 年 1~11 月，中国规模以上纺织企业工业增加值同比增长 8.3%，扭转了 2008 年四季度以来整体行业形势下滑的局面。

图 3 中国纺织行业发展情况



资料来源：国家统计局

针织袜业子行业

针织袜产品属易耗消费品，相比于纺织服装行业整体而言其市场需求受宏观经济波动影响相对较小。目前，欧美及亚洲（中国、日本、韩国）市场是全球袜业产品的主要消费市场。中国作为全球最大的纺织品制造国，同时也是全球最大的袜业生产国，近几年袜子产量持续增长，2008 年全年产量超过 180 亿双，占全球产量近 50%。2009 年，在外需不足的影响下国内纺织品出口同比出现较大幅度下滑，但袜业产品受到的影响相对较小，同时受益于取消出口配额限制，国内各袜业企业的出口订单仍保持了较快增长。根据《中国纺织报》的统计，2009 年 1~9 月，国内主要袜业生产基地浙江诸暨大唐镇袜业企业共生产各类袜子 95 亿双，同比增长 5%；实现工业总产值 190 亿元、销售收入 168 亿元和利润 15 亿元，同比分别增长 6%、6%和 8%，其中自营出口 5 亿美元，同比增长 10%。

3. 行业政策

出口退税政策

2005~2007年,为了缓解国际贸易争端压力,以及促进纺织行业产业结构调整,中国政府多次下调纺织品(含化纤)出口退税,2007年7月,服装、鞋帽、箱包等纺织品出口退税率由13%下调至11%,粘胶纤维出口退税率由11%下调至5%。2008年下半年以来,为缓冲国际贸易环境急剧恶化对国内纺织产业的冲击,国家税务总局和财政部已先后4次上调出口退税比例。从2009年4月1日起,纺织品、服装的出口退税率提高到16%,较2007年底提高5个百分点。在中国纺织行业景气周期持续下滑的情况下,出口退税比例的提高能够在一定程度上缓解纺织企业面临的困难。

出口配额

2009年1月1日起中国商务部将不再实行输美纺织品出口数量及许可证管理和输欧纺织品出口许可证管理,中国纺织品出口欧美国将不再受配额的限制。近年来,由于受美国配额的限制,大部分韩国、日本的中间商和美国本土的采购商转移到土耳其、巴基斯坦、印度尼西亚等国家下订单,但由于这些国家的服装生产商的产品生产量、规格品种、交货期尚不能完全满足客户需求,配额限制的取消,有利于国内服装企业订单的增加。

纺织工业“十一五”规划

国家发改委出台的《纺织工业“十一五”发展纲要》作为行业发展的政策指导性文件,明确指出加快纺织行业结构调整,把传统的劳动密集型产业改造成技术密集型、资金密集型产业;倡导应用高新技术改造传统产业,进一步依靠技术创新提高纺织科技水平,依靠技术创新来增加产品的技术含量和附加值,全方位提高国际竞争力。

纺织工业振兴规划

2009年2月,国务院常务会议审议并原则通过了《纺织工业振兴规划》,振兴规划主要涉及:①统筹国际国内两个市场,积极扩大消

费;②加强技术改造和自主品牌建设,重点支持纺纱织造、印染、化纤等行业技术进步;③加快淘汰落后产能,制定和完善准入条件,淘汰能耗高、污染重等落后生产工艺和设备;④优化区域布局,推动和引导纺织服装加工企业向中西部转移;⑤加大财税金融支持,将纺织品服装出口退税率由14%提高至15%(后又提高至16%)。联合资信认为,该规划偏重于长期的行业结构调整和产业升级,政策的实施需要时间,短期内难见成效。

4. 行业关注

经济周期影响

化纤工业和服装纺织工业行业特点均较为鲜明,分属典型的周期性行业和出口导向型行业。在本轮经济周期下行阶段,这两个行业均受到了较大程度的冲击。特别是下游纺织工业,产品附加值低,出口依存度高,由于欧美市场一直是中国纺织成衣出口的重要市场,支撑着国内众多纺织企业的出口贸易,所以在金融危机蔓延伊始行业就率先受到了冲击,并且也是受冲击程度最深的行业之一,上下游产业的大幅波动加剧了行业经营风险。

化纤企业自主创新能力亟待提高

近几年,中国纺织工业快速发展,但由于市场对化纤数量增长的要求远远大于对产品品种的要求,化纤企业缺乏产品开发的动力,大部分企业只注重扩张常规化纤产能,产品研发投入严重不足,科研人才的匮乏已成为化纤企业提升自主创新能力的薄弱环节。目前,化纤企业的研发资金投入占总销售收入的比例仅为0.47%,远远低于发达国家平均5%的水平。由于中国化纤工业差别化纤维创新不足,产品功能单一,附加效益低,在各类差别化纤维的新技术、新品种开发中,工程化、市场化研究重视不够,化纤原料开发与纺织后加工配套技术开发脱节,化纤品种的差别化率仅为31%,低于发达国家50%以上的差异化率水平。

5. 未来发展

纺织服装行业是中国的传统优势产业之一，产业规模庞大，未来随着国际经济形势的回暖以及国内购买能力的持续增强，中国纺织服装行业将有望继续保持平稳发展态势：

对外出口方面，中国纺织品服装出口额占全球贸易额比重变动则取决于中国纺织业在劳动力价格、原材料、汇率、政策及贸易环境等方面的竞争力变化。尽管劳动力成本相对其他国家上涨较快，人民币升值压力依然存在，但凭借丰富的生产资源、庞大的生产规模以及完善的产业配套，中国纺织业的国际竞争力依然明显。随着全球经济的复苏，未来 3~5 年内行业出口预计维持在 5%~8% 的增长。

国内消费方面，本轮经济危机中，国内经济受影响相对较小，居民对未来预期及消费意愿逐步走强，未来行业重心将逐步转移至国内，中长期看国内消费市场将是未来行业发展的主要推动力。按照发达国家经验，人均收入超过 3000 美元消费将进入新的提升阶段。2008 年城镇居民人均可支配收入为 1.58 万元，五年复合增长率为 13.25%，农村居民现金收入 5737 元，五年复合增长率为 16.95%。2008 年城镇人口占总人口比重为 45.68%，较 1980 年提高 26.29 个百分点。考虑到城乡居民在纺织服装品消费能力上的巨大差异，城镇化的进程将催生大量的服装消费需求。

总体看，随着中国经济的持续快速发展，人民的生活水平逐步改善，对服装及家纺用品的需求将不断上升；同时，由于城市化进程加快，土地资源的稀缺、粮棉争地的矛盾，决定了化纤产品仍将长期作为最主要的纺织原料在纺织加工链中占有较大比重，国内需求的持续增长将推动上游化纤工业的稳步发展。未来几年，中国化纤及纺织服装工业结构性调整压力依然存在，资金、资源和技术将向优势企业汇集，伴随并购重组催生大型企业集团，产业集中度实现逐步提高，并将依靠技术进步，自主创新，逐步构建集约型、效益型的产业结构，

实现整体的产业升级。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司主要从事各种规格氨纶包覆纱的生产和销售，是诸暨市地区最早专业生产氨纶包覆纱的企业，也是目前诸暨市生产规模最大企业（第二名产能仅为 1/3）。近年来，公司不断加大固定资产投入，添置并更新机器设备，生产能力得到逐年提高。目前，公司生产基地面积 130 亩，房屋建筑面积 8 万平方米，配套生产设备包括各种型号的包覆纱机 110 台、空包机 3 台、包缠丝机 82 台、络筒机 55 台等，合计氨纶包覆纱生产能力 1.25 万吨。公司曾先后被评为“诸暨市工业规模企业”、“纳税大户”和“重合同守信用单位”。

2. 产品质量及品牌

公司生产设备中 80% 为国际先进水平的进口日本设备，同时公司还聘请了两名日本管理顾问，应用日本先进生产管理模式，在恒温、恒湿、无灰尘车间生产，使产品质量更稳定、更有保证。目前，公司已经通过了 ISO9001 质量管理体系和 oekotex-standard100 国家环保纺织体系认证。公司生产的包覆纱被广泛应用于高档袜子以及内衣、羊毛衫和运动衣等针织领域，与同类产品相比具有更柔软透气、更舒适、更贴身、更容易洗涤的特点，在当地市场竞争力较强。2005 年，公司生产的“永新”牌氨纶包覆纱被评为“浙江省名牌产品”，2007 年被评为“中国驰名商标”。总体看，公司具有较高的市场知名度和竞争力。

3. 产品技术研发

公司注重产品技术的研发，每年销售额中的 5% 用于开发投入。公司研发部人员会定期走访下游客户，了解客户需求，按客户需要调整产品结构和性能。除此之外，公司在日常经

营中也密切关注最新行业动态，及时获取和研究国际最新产品，并主动开发和推荐新产品，引导下游企业需求。在产品开发上，除应用自身研发力量外，公司还积极与浙江理工大学和上海东华纺织学院等高等院校开展合作，通过直接购买新产品技术或者共同设立研究课题等方式，加强产品和技术的开发力度。2009年，公司新开发的产品包括：超细氨纶包覆纱、抗菌、防臭、吸湿排汗、防红外线、抗辐射、破洞不漏针、有色氨纶包覆纱等产品。

4. 人员素质

截至 2009 年 9 月底，公司拥有高层管理人员 5 人，其中董事长（父亲担任）、总经理（大儿子担任）和副总经理（二儿子担任）各 1 人，财务负责高管 2 人（其中财务经理为总经理妻子）。公司董事长金银焕先生，现年 60 岁，是诸暨地区起家最早的私人老板之一，历任大唐轻纺协会会长，从 1985 年开始从事袜业原料生意，其间完成了资本的最初积累，并创立公司；公司总经理金炳棋先生，现年 36 岁，工商管理学硕士，1996 年至 1999 年随其父从事袜业原料生意，1999 年至今担任公司总经理。金炳棋先生现兼任浙江青年企业家协会会员、诸暨市政协委员、诸暨市十大杰出青年和诸暨市青年联合会副主席。

截至 2009 年 9 月底，公司员工总数 318 人，其中大专及以上学历人员 33 人，超过 95% 的员工年龄在 50 岁以下，超过 80% 的员工为生产人员。公司人员配置较为精简，且用工制度一直相对规范，《新劳动法》的颁布实施对公司经营影响不大。

总体看，公司核心高管主要为家族成员，董事长和总经理从事袜业原料生意多年，具有丰富的行业和公司管理经验，个人品行口碑良好；公司员工以一线生产工人为主，符合生产企业特点，基本可以满足日常生产经营的需要。

5. 外部环境

公司地处诸暨市大唐镇是中国闻名的轻纺袜业之乡，袜子的产量全国第一，产品销售已走向国际市场。统计显示，大唐织袜企业或家庭加工户达 1 万多家，拥有各类袜机 12 万余台，年产各类袜子能力达 180 亿双。诸暨袜业已经成为一个区域的产业集聚体，形成集生产基地和轻纺原料、袜业、联托运、袜业机械、劳动力等五大市场于一体的立体发展格局，组成了以织袜为主，纺织加染整，绣花等后道配套的社会化分工协作体系，目前经营和生产袜业原辅材料、袜机及备品配件、后整理和联托运、产品研发等中间服务机构等各类与袜业配套经营企业达 3000 余家，已呈现出规模总量优势、产业结构优势、装备技术优势、品牌集聚优势和市场集散优势。

袜业作为大唐镇的支柱产业，被确立为大型的袜子生产基地和浙江省具有较高成长性的产业之一。当地政府通过在土地、税收、投融资、项目审批、科技进步等方面进行倾斜或扶持，落实鼓励袜业企业做优、做强、做大系列政策，扶持龙头企业和规模以上企业加快发展，引导龙头企业采取设备租赁、产业前延后伸和虚拟生产联合体等多种生产协作模式吸引中小企业加盟，以核心企业资源集聚产业，完善产业链，并通过实现产业内部“四统一”（统一产品标准，统一配送原料，统一产品质量，统一质量责任），进一步降低产业配套成本，增强市场竞争能力。

总体看，诸暨市是中国最大的袜业制造基地，区域产业链完善，集群效应强，为公司经营提供了稳定的市场和良好的发展平台。

五、管理分析

公司按照《公司法》以及其他有关法规的要求，已初步建立了现代企业制度。根据公司章程规定，公司设立有股东会、董事会和监事会，公司经理层对董事会负责，负责日常的经

营管理并接受董事会和监事会的监督。从实际运行情况看,由于公司3名股东存在血缘关系,且现均担任公司高管职务,公司治理结构带有一定家族企业特点,所有权和经营权尚未分离,权利相对集中。

管理体制方面,公司现设有董事长办公室、总经理办公室、财务部和销售部4个职能部门,用以管理、协调公司日常生产经营活动。

子公司管理方面,公司现有控股子公司3家,公司本部主要通过人员和财务的管理来对下属企业进行控制。各子公司独立经营,但总经理和财务主管由集团公司委派,各子公司的资金由集团统一安排、统一调度。目前除浙江金旗纤维有限公司(以下简称“金旗纤维”)外,其子公司均无银行融资,各子公司均无对外担保。

内部控制方面,为有效防控经营中存在的风险,规范管理,公司编制了《浙江永新集团有限公司财务管理制度》和《财务内控制度》,对于原材料采购、外发加工、存货仓储、损耗控制、资金管理以及财务管理等方面都作了规定,并对其中的操作流程、标准以及计量记录标准作了说明,明确了权责。

总体看,公司法人治理结构带有一定家族企业特征,所有权和经营权尚未分离,人员在不同机构的重合度高,权力相对集中;但公司内部管理制度操作性强,管理的效率较高,能够支撑公司现有运营。

六、经营分析

2006~2008年,伴随生产规模的扩大,公司主营业务收入快速增长,年均增幅为27.68%。2008年,公司实现主营业务收入43040.01万元。从业务收入构成看,2008年,公司投资设立了金旗纤维,业务领域开始涉足锦纶长丝和加弹丝,并且相关业务收入实现较大增长,2009年1~9月,其业务收入占比已达到50.68%。近年来,公司主营业务利润率呈

逐年缓慢下滑趋势,且一直处于较低水平。2006~2008年,公司主营业务利润率分别为15.44%、14.01%和13.07%,这与公司低附加值产品结构有关。2009年1~9月,在锦纶纤维业务的带动下,公司实现主营业务收入45551.35万元,为2008年全年的105.83%,主营业务利润率继续下降,为8.73%。

表3 公司主营业务收入构成

单位:万元

产品	2006年	2007年	2008年	2009年1~9月
氨纶包覆纱	26399.71	36227.18	34137.52	22465.53
锦纶产品	--	--	8902.48	23085.82
合计	26399.71	36227.18	43040.00	45551.35

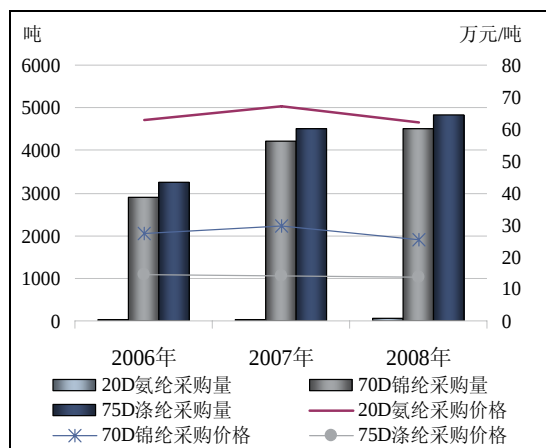
资料来源:公司提供

1. 原材料采购

公司生产所需原材料主要包括氨纶、锦纶和涤纶,三项原材料所占成本比重分别大致为5%、40%和45%。公司各项原材料采购由采购部统一负责,首先采购部根据业务部提供的生产计划和本公司材料仓库现有库存,编制材料及辅料的采购计划(注:技术部必须及时向采购部提供每种产品的结构用量和材质等质量技术要求),再由采购部测算后上报采购部负责人,经公司总经理(或总经理授权人员,下同)审批后,由采购部负责采购,并同时报送财务部。

从采购量和价格看,2006~2008年,伴随产销量的增长,公司原料采购量也呈现持续增加趋势。其中,2008年公司分别采购20D氨纶50吨、70D锦纶4500吨和75D涤纶4825吨;采购价格方面,近年来公司原材料价格基本保持稳定,除2007年化纤市场行情整体紧俏,价格略有上涨外,2008年和2009年公司原材料采购价格整体呈现下降回落趋势。2009年1~9月,公司20D氨纶和70D锦纶采购均价分别较2008年下降8.06%和3.92%,75D涤纶采购均价基本持平。

图4 公司原材料采购情况



资料来源：公司提供

从采购区域看，公司所在的浙江省及周边江苏省均为化纤产品大省，原料供应充分。公司原材料采购以周边地区为主，采购半径较短，其中氨纶的主要供应商为浙江华峰氨纶公司和海宁新高纤维公司，涤纶、锦纶的供应商为常熟联华化纤公司、浙江海讯化纤公司和浙江锦事达化纤公司等，最大的供应商的采购占比不超过12%，采购集中度不高。公司原材料货款支付方式基本以现款现货为主，少部分原材料会预付一定押金，但总体规模不大。

2. 生产和销售

目前，公司氨纶包覆纱的生产主要集中在公司本部。近年来，公司不断加大生产设备的投入，包覆纱和锦纶生产规模持续扩大，其中包覆纱生产能力由2006年的0.70万吨提高至2009年底的1.25万吨，并基本保持了设备的较满负荷运转。2008年和2009年1~9月，公司分别生产各型号包覆纱1.12万吨和0.74万吨。

生产管理方面，公司管理层级较少，日常经营生产由总经理直接负责，特别是在生产损耗控制方面，公司制订了较细致的规范要求，由业务部根据材料的性质和生产的实际情况制定相应的损耗率，报经总经理审批后执行；对于超出合理范围内的损耗，车间由各组组长

填写补料申请单，再统一报送至厂长处，厂长审核给出相应的处理结果后报送至业务部，业务部核对其数量以及相关的原因、责任、处理结果是否合理再给予签名交仓库补发。公司对于生产环节的管控相对有效。近年来，在生产规模不断扩大的基础上，整体保持了基本稳定的成本控制水平。

表4 公司近年来设备投资情况

单位：万吨

年度	添置设备概况	产能
2007年	加弹机16台等	包覆纱1.15万吨
2008年	纺丝设备(pA6) 4条等	包覆纱1.23万吨，锦纶0.80万吨
2009年	纺丝设备(pA6) 2条、空包机10组、电脑加弹机1台、倒筒机18台、包缠丝机83台等	包覆纱1.25万吨，锦纶1.20万吨

表5 公司氨纶包覆纱产销情况

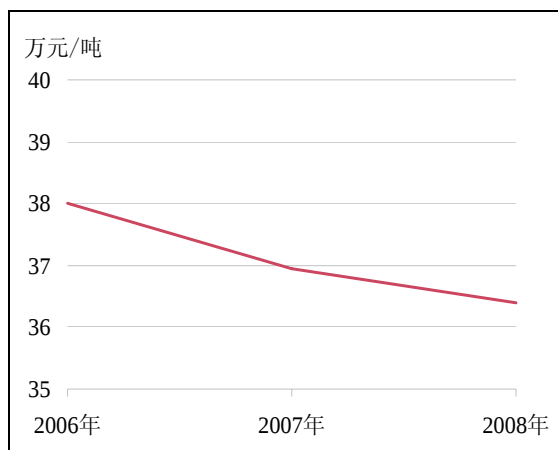
单位：吨、%

产品	2006年	2007年	2008年	2009年1~9月
产量	6906	10103	11156	7418
销量	6990	9918	10980	7322
产销率	101.22	98.17	98.42	98.70

资料来源：公司提供

产品销售方面，公司产品全部在国内出售，销售区域集中在浙江和江苏等周边省份。公司销售模式以直营销售为主，前五名客户分别为浙江芬莉袜业公司、义乌友邦公司、诸暨佳易公司、诸暨南富公司和瑞安华丰公司，上述五家客户销售额占比较为平均，合计占比为65.50%，销售对象相对分散。2006~2008年，公司销量分别为6990吨、9918吨和7322吨，并且产销率一直保持较好水平，在98%~100%之间。近年来，受市场激烈竞争影响，公司产品价格逐年下滑，2008年和2009年1~9月，公司产品均价分别为3.64万元/吨和3.59万元/吨。

图5 公司产品价格走势



资料来源：公司提供

3. 锦纶产品

面对同行业的激烈竞争，公司积极寻求产业的上游利润空间，并于2008年4月投资设立了金旗纤维。金旗纤维注册资本1680万元，主要生产销售锦纶长丝、加弹丝等。目前，金旗纤维共拥有6条锦纶POY丝生产线，并已全部投入生产，年产能约在12000吨左右。2008年和2009年1~9月，金旗纤维分别生产锦纶长丝和加弹丝4558吨和11000吨。金旗纤维所生产锦纶产品20%为公司自用，80%销往诸暨、海宁、广州、义乌等地的包覆纱、袜子以及加弹企业。近两年，金旗纤维产品价格基本保持稳定，在23.50万元/吨上下，整体产销率在95%以上，产销形势基本良好。

4. 经营效率

2006~2008年，公司资产总额和所有者权益年均复合增长24.54%和17.97%；同期，公司主营业务收入也呈快速增长趋势，年均复合增长率为27.68%；利润总额年均复合增长率为9.20%。

2006~2008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波动，三年平均值分别为14.29次、9.98次和1.38次，2008年分别为14.96次、9.72次和1.40次。总体看，公司整体经营效率较高。

5. 未来发展

公司将继续专注氨纶包覆纱产业，未来随着市场需求档次的不断提高以及下游客户生产设备和生产能力的不断更新和扩张，公司将紧跟行业需求，适时加大投资力度，扩大生产规模，提高产品档次，预计2010年和2011年将新增氨纶包覆纱生产线150组。从公司提供的未来3年主要经营预测指标看，2009~2010年，公司投资规模有所扩大，合计投资总额在2亿元以上，全部为机器设备投资，投资资金中约有50%来自每年盈利，另有50%来自银行借款，导致公司债务规模呈逐年增长趋势。在大规模投资的拉动下，同期公司收入和利润规模也呈现较快增长，年均增幅分别为9.27%和6.16%（近三年公司主营业务收入和利润总额的增幅分别为27.68%和9.22%）。总体看，公司从事氨纶包覆纱多年，行业经验丰富，伴随生产规模的稳步扩大，公司有望实现现有经营预测。

表6 公司主要预测经营指标

单位：万元

科目	2009年 1~9月	2009年E	2010年E	2011年E
计划投资	4500	6000	8000	8000
主营业务收入	45551.35	63313	68600	75600
利润总额	2514.64	3993	4230	4500
债务总额	18583.00	19740	25000	28000
所有者权益	22307.19	23440	26800	30000
资产总额	43180.04	46300	56000	66000

资料来源：公司提供

七、财务分析

公司提供的2006~2008年财务报表均经诸暨天宇会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2009年9月报表未经审计。公司执行企业会计制度，报表合并范围无重大变化。

截至2008年底，公司合并资产总额34570.96万元，所有者权益（不含少数股东权益）16437.51万元；2008年，实现主营业务收

入 43040.01 万元，利润总额 2958.02 万元。

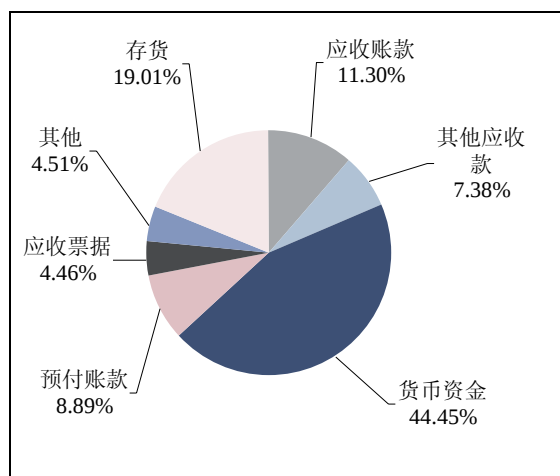
截至 2009 年 9 月底，公司合并资产总额 43180.04 万元，所有者权益 22307.19 万元；2009 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 45551.35 万元，利润总额 2514.64 万元。

1. 资产质量

2006~2008 年，公司资产总额年均复合增长 24.54%，主要是由于生产规模的扩大带动货币资金和存货等流动资产快速增长所致。截至 2008 年底，公司资产总额为 34570.96 万元，其中流动资产、长期投资、固定资产以及无形资产及其他资产占比分别为 62.32%、2.23%、26.64%和 8.82%。

2006~2008 年，公司流动资产比重逐年提高。2008 年底，流动资产余额为 21547.82 万元，其中以货币资金、存货、应收账款、预付账款和其他应收款为主。

图 6 2008 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2006~2008 年，公司货币资金年均增长 51.82%，主要是生产规模扩大，公司为满足营运资金需求，筹措银行借款到位所致。截至 2008 年底，公司货币资金 9578.22 万元，其中其他货币资金占 88.95%，主要是银行承兑汇票保证金。

2006~2008 年，公司应收账款年均增长 16.60%，小于同期主营业务收入的增幅

(27.68%)，销售收款控制较好。2008 年底，公司应收账款为 2435.32 万元，欠款单位主要是下游的一些纺织企业。从应收账款余额账龄分析，账龄 1 年以内的占 82.88%，1 年以上 2 年以内的占 8.93%，2 年以上占 8.19%，欠款账龄基本合理，公司未计提坏账准备。

2006~2008 年，公司其他应收款年均增长 138.52%，2008 年底为 1589.56 万元，主要是对浙江诸暨永新房产开发有限公司的往来款，其占比为 52.41%。浙江诸暨永新房产开发有限公司（以下简称“永新房产”）是公司参股的一家房地产企业（公司持股比例 25.00%），2004 年，公司联合其他几家股东共同出资成立永新房产，永新房产迄今共开发 2 个楼盘，其中“锦绣唐城”楼盘位于大唐轻纺市场旁，2005 年拿地，开发面积 40000 余平方米，销售均价 2800 元，已基本回收；城西商务区“尚豪国际”开发面积 40000 余平方米，销售均价 3500 元，已回收 60%，该公司目前无其他房产项目。截至 2009 年 9 月底，永新房产总资产 8919 万元，负债 6430 万元。

2006~2008 年，公司预付账款年均增长 120.08%，2008 年底为 1915.89 万元，主要是生产所需原材料预付货款增加所致。

2006~2008 年，由于生产规模的扩大导致同期原材料和库存商品快速增长，公司存货年均增长率为 33.98%。2008 年底，公司存货为 4096.78 万元，其中原材料和库存商品分别占 26.07%和 46.83%。

2006~2008 年，公司长期股权投资维持不变，2008 年底为 1520.23 万元，分别是对永新房产、诸暨市龙的丝橡筋有限公司和浙江三永纤维有限公司的长期投资。

2006~2008 年，公司固定资产原值年均增长 9.14%，主要是新增添的一些机器设备。2008 年底为 10738.95 万元，其中房屋建筑物、机器设备和与运输及电子设备分别占比 53.84%、30.46%和 15.70%。2008 年底，公司固定资产的平均成新率为 73.40%，其中机器设备的成新

率为 69.26%，状态较好。

2006~2008 年，公司无形资产基本保持稳定，年均减少 0.82%，2008 年底为 3047.85 万元，全部为土地使用权。

2009 年 9 月底，公司资产总额 43180.04 万元，较 2008 年底增长 24.90%，主要是添置机器设备导致固定资产增长所致。资产构成中流动资产、长期投资、固定资产以及无形资产及其他资产占比分别为 56.94%、3.52%、32.46%和 7.07%，固定资产占比有所上升。

总体看，近年来，公司资产总额保持较快增长，资产构成以流动资产和固定资产为主，资产的运营效率较高，整体流动性适宜。

2. 负债及所有者权益

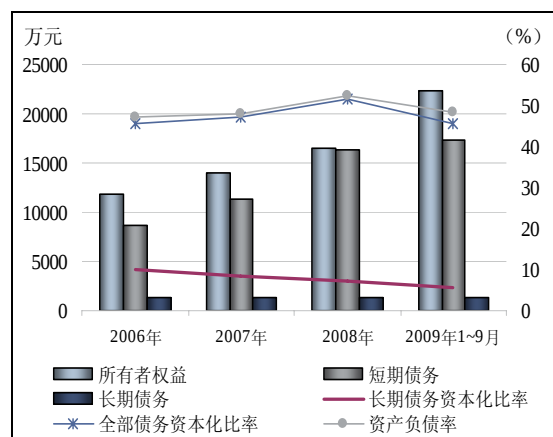
2006~2008 年，公司所有者权益（不含少数股东权益）年均增长 18.13%，2008 年底为 16077.44 万元，增长主要来自未分配利润；近三年，公司所有者权益结构基本保持稳定。2008 年底，公司实收资本和资本公积合计占 40.41%，盈余公积占 6.45%，未分配利润占 53.14%。2009 年 9 月底，受增资扩股和未分配利润增加等因素的影响，公司所有者权益较 2008 年底增长 24.90%，构成中实收资本和资本公积合计占比有所上升，为 46.04%，公司所有者权益稳定性一般。

公司负债主要集中于流动负债，而流动负债中又以短期借款和应付票据为主；截至 2008 年底，公司流动负债和负债总额分别为 16833.44 万元和 18133.44 万元，流动负债中短期借款和应付票据分别占 37.72%和 59.05%。2009 年 9 月底，公司负债总额继续增长，为 20872.86 万元，主要是短期借款和应付账款增加所致。

从负债指标看，2006~2008 年，由于生产规模的扩大，公司加大了银行短期借款等债务融资工具的使用，以弥补营运资金不足，公司短期有息债务规模呈现快速扩大，同期全部债务资本化比率逐年提高，2008 年为 51.69%。

由于公司负债主要集中于短期借款和应付票据，短期债务的快速扩张也带动公司整体负债水平的提高，2008 年底公司资产负债率为 52.45%。2009 年 9 月底，受净资产大幅增加影响，公司全部债务资本化比率和资产负债率有所下降，分别为 45.45%和 48.34%。总体看，公司债务负担一般。

图 7 2006~2009 年 9 月公司负债指标



资料来源：公司审计报告

3. 盈利能力

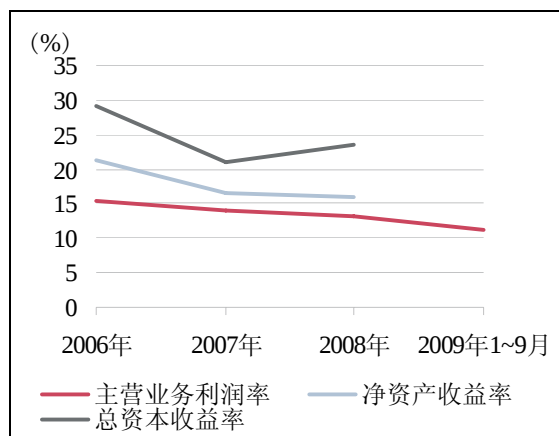
2006~2008 年，伴随产销量的扩大，公司主营业务收入逐年持续增长，年均增长率为 27.68%，2008 年实现主营业务收入 43040.01 万元；近三年，公司主营业务利润率略有下滑，2008 年为 13.07%，整体看公司产品盈利能力稳定，但产品附加值不高。2006~2008 年，公司分别实现主营业务利润 4076.14 万元、5074.37 万元和 5625.94 万元，利润的增长主要源于产销量规模的扩大。

2006~2008 年，由于经营规模的扩大以及银行借款的增加，公司营业费用和财务费用增长较快，增幅分别为 35.45%和 57.10%，但期间费用整体比重仍然不大，2008 年公司期间费用合计占主营业务收入比重平均约为 7.11%，期间费用控制成效较好。

2006~2008 年，公司净利润平稳增长，年均增长率为 9.34%，三年分别实现 1979.07 万元、2207.95 万元和 2366.04 万元。近年来，公司整体盈利指标有所下降，2008 年公司净资产

收益率和总资本收益率分别为 14.39% 和 9.47%，盈利能力较好。

图 8 2006~2009 年 9 月公司盈利指标



资料来源：公司审计报告

2009 年 1~9 月，公司实现营业收入 45551.35 万元，占 2008 全年水平的 105.83%；主营业务利润率较 2008 全年水平有所下降，为 8.73%，营业利润率下降主要是由于产品价格的下滑。2009 年 1~9 月，公司实现净利润为 2387.67 万元，为 2008 年全年的 101.00%。

总体看，近年来，伴随产销量的扩大，公司收入和利润规模持续增长。氨纶包覆纱行业较为成熟，市场竞争相对激烈，公司产品价格逐年走低，并带动盈利指标的下滑，但整体看公司依然保持了较好的盈利水平。

4. 现金流

从经营活动来看，2006~2008 年，随着主营业务收入和主营业务成本的增长，公司销售商品、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 29.34%、26.30%，基本与业务收入和成本增幅相当。2006~2008 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1701.43 万元、2963.33 万元和 5136.38 万元。经营活动获现能力方面，公司现金收入比略有提高，2008 年为 120.51%，公司经营活动资金回笼情况较好。

从投资活动来看，2006~2008 年，公司投资活动现金流入量为零；投资活动现金流出主

要是为扩大产能而购建的机器设备等所支付的现金，近三年整体规模不大；2006~2008 年公司投资活动产生的现金流量净额均为负值，三年分别为-2699.44 万元、-1606.05 万元和-1443.91 万元。

2006~2008 年，由于盈利规模的扩大以及对外投资的收缩，公司筹资活动前现金流量净额逐年下降，三年分别为-998.02 万、1357.28 万元和 3692.47 万元，公司经营活动产生的现金流能够覆盖投资需求。

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收到的现金和偿还债务、分配股利或偿付利息支付的现金为主。近三年，由于公司短期举债规模的扩大，周转资金量增加，公司借款收到的现金以及偿还债务支付的现金流也呈现大幅增长趋势，增幅分别为 89.99%和 150.20%。近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为 1511.62 万、1104.97 万元和-732.14 万元。

总体看，近年来，公司经营活动获取现金的能力较为稳定，且资本支出规模不大，对外筹资压力相对较小。但考虑到公司现有投资扩产规划以及扩产后流动资金的配套需求，公司未来对外部资金会存在一定程度依赖。

5. 偿债能力

2006~2008 年，公司流动比率和速动比率有所下降，三年平均值分别为 121.15%和 92.50%，2008 年分别为 128.01%和 99.19%。2009 年 9 月底，进一步下降至 125.62%和 94.22%。从现金流指标看，近三年，公司经营现金流动负债比有所上升，2008 年为 30.51%。目前，公司流动资产中货币资金、应收账款和存货的占比较大，且资产运行效率较高，另外考虑到公司较为稳定的经营活动现金流，公司实际短期偿债能力适宜。

2006~2008 年，公司经营状况较为稳定，伴随经营规模的扩大，公司利润总额和 EBITDA 也逐年稳步增长。但由于短期债务的

大幅增长，公司整体偿债指标有所下降，其中 EBITDA 利息倍数由 2006 年的 9.15 倍下降至 2008 年的 5.18 倍；全部债务/EBITDA 指标由 2006 年的 3.03 倍上升至 2008 年的 3.97 倍，公司整体偿债能力一般。

截至 2009 年 9 月底，公司对外担保余额 12500 万元（详见表 7），担保比率为 56.04%，担保比率高，存在一定的或有负债风险。目前被担保企业生产经营正常（详见下文）。

表 7 公司对外担保情况

单位：万元

被担保公司	经营业务	金额
浙江海讯集团有限公司	化纤印染	2000
浙江情怡袜业有限公司	袜业	6000
浙江开侗服饰有限公司	服装	1500
浙江七大洲集团有限公司	珍珠养殖	3000
合计	--	12500

资料来源：公司提供

浙江海讯集团有限公司（以下简称“浙江海讯”）成立于 2002 年，注册资本 5000 万元，是一家以化纤、印染为主的中外合资企业。浙江海讯生产的海讯牌涤纶 POY 长丝和 DTY 弹力丝曾先后获得“绍兴名牌产品”，“诸暨市著名商标”，“诸暨市名牌产品”等称号，并曾获得政府特别奖、十佳利用外资企业、诸暨市工商局免检企业等荣誉。截至 2009 年 9 月底，浙江海讯总资产 33318 万元，净资产 16367 万元，2009 年 1~9 月实现销售收入 20384 万元，利润总额 1354 万元。

浙江情怡袜业有限公司（以下简称“情怡袜业”）成立于 1999 年，注册资本 2068 万元，是一家专业从事袜子生产和销售的民营企业。情怡袜业年产袜子达 1 亿 2 千万双，产品曾先后被评为“国家质量免检产品”、“中国驰名商标”和“中国名牌”，并通过了沃尔玛、TARGET、SEARS 供应商的合格验收和瑞士纺织鉴定有限公司的测试，成为其供货商。截至 2009 年 9 月底，情怡袜业总资产 24031 万元，净资产 12748 万元，2009 年 1~9 月实现销售

收入 19888 万元，利润总额 2146 万元。

浙江开侗服饰有限公司（以下简称“开侗服饰”）成立于 2004 年，注册资本 3008 万元，是福建七匹狼实业股份有限公司的针纺业务方面的子公司，全权负责七匹狼针纺系列产品的研发、生产、销售。开侗服饰目前经营和服务网络超过 200 个区域经销商分布在全国 27 个省和 4 个直辖市，并与沃尔玛、家乐福、大润发、好又多等售行业公司及其他地区性超市、百货公司 150 多家签订有长期合作协议。截至 2009 年 9 月底，开侗服饰总资产 16751，净资产 8570，2009 年 1~9 月实现销售收入 18215 万元，利润总额 1943 万元。

浙江七大洲集团有限公司（以下简称“七大洲集团”）立于 2002 年，注册资本 5188 万元，主要以珍珠养殖和销售为主业，曾先后被中国农民企业家联谊会吸收为单位会员；被中国宝玉石协会吸收为理事单位，团体会员；被中国宝玉石协会珍珠专业委员会评为“珍珠苗子企业”。2003 年，七大洲集团通过 ISO9001 国际质量认证，并先后被诸暨市政府评为“十佳农业龙头企业”、“消费者信得过单位”等称号。截至 2009 年 9 月底，七大洲集团总资产 29091 万元，净资产 20997 万元，2009 年 1~9 月实现销售收入 17755 万元，利润总额 2880 万元。

截至 2009 年 9 月底，公司获得各家银行的授信总额 1.56 亿元，已使用 1.51 亿元，公司拥有一定间接融资渠道。

八、本期集合票据偿债能力分析

公司计划发行 4000 万元一年期集合票据（以下称“本期集合票据”），发行额占 2009 年 9 月底公司短期债务余额的 23.14%，本期集合票据的发行对公司债务结构有较大影响。

以 2009 年 9 月底财务数据为基础，不考虑其他因素变化，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 57.38%和 56.78%，公司债务负担有所加重。

2009 年 9 月底，公司现金类资产（货币资金+短期投资+应收票据）为 11814.34 万元，是本期集合票据发行额度的 2.95 倍，公司现金类资产对本期债券的保障能力较好；2006~2008 年，公司 EBITDA 平均值为 3866.01 万元，2008 年为 4434.56 万元，分别是本期集合票据额度的 0.97 倍和 1.11 倍，对本期集合票据的保障能力一般；2008 年，公司经营活动现金流入量和经营活动产生的现金流量净额分别为 52032.62 万元和 5136.38 万元，分别为本期集合票据发行额度的 13.01 倍和 1.28 倍。总体看，公司对本期集合票据的偿付能力较强。

九、综合评价

中国是纺织服装生产大国，在国际市场上影响力大，但行业竞争激烈。近年来，受国际市场需求疲软等不利因素的影响，中国纺织服装行业景气度整体有所下滑。由于针织袜产品属易耗消费品，相较纺织服装行业整体而言其市场需求受宏观经济波动影响相对较小。

诸暨市是中国最大的袜业制造基地，区域产业链完善，集群效应强，为公司经营提供了稳定的市场和良好的发展平台。公司是诸暨市最早从事氨纶包覆纱生产的企业，产品主要供给周边地区的袜业生产企业。近年来，公司生产规模不断扩大，目前公司已成为当地最大的氨纶包覆纱生产企业，在生产规模、质量控制以及品牌认知度等方面具有一定优势。

近三年，公司资产总额逐年增长，资产质量较好；同期营业收入的增长带动了同期盈利和经营性现金流规模的扩大；但近年来，公司债务规模持续扩大，偿债指标有弱化趋势，整体偿债能力一般。

总体看，公司主体信用风险一般。

附件 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	4155.65	6617.90	9578.22	51.82	10080.86
短期投资	37.07	75.00	75.00	42.24	75.00
应收票据	587.00	700.00	960.00	27.88	1658.48
应收股利					
应收利息					
应收账款	1791.29	1660.11	2435.32	16.60	2711.49
其他应收款	279.41	346.99	1589.56	138.52	1015.48
预付账款	395.56	923.65	1915.89	120.08	2885.48
应收补贴款					
存货	2282.34	3593.59	4096.78	33.98	6145.23
待摊费用	130.71	77.28	142.56	4.44	15.42
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	9659.02	13994.52	21547.82	49.36	24587.43
长期投资					
长期股权投资	1520.62	1520.62	1520.62	0.00	1520.62
长期债权投资					
长期投资净额	1520.62	1520.62	766.14	-29.02	
固定资产					
固定资产原值	9015.86	9665.24	10738.95	9.14	16172.60
减：累计折旧	1757.49	2285.74	2856.32	27.48	3257.15
固定资产净值	7258.38	7379.50	7882.63	4.21	12915.45
固定资产净值减值准备					
固定资产净额	7258.38	7379.50	7882.63	4.21	12915.45
工程物资					
在建工程	693.53	956.32	1326.52	38.30	1102.42
固定资产清理					
固定资产合计	7951.91	8335.82	9209.15	7.62	14017.87
无形资产及其他资产					
无形资产	3098.39	3098.39	3047.85	-0.82	3054.12
长期待摊费用	58.89	0.00	0.00	-100.00	
其他长期资产					
无形资产及其他资产合计	3157.28	3098.39	3047.85	-1.75	3054.12
资产总计	22288.84	26949.35	34570.96	24.54	43180.04

附件 2 合并资产负债表（负债及权益）

（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	4200.00	5900.00	6350.00	22.96	11090.00
应付票据	4470.00	5430.00	9940.56	49.13	6193.00
应付账款	166.42	135.62	312.05	36.93	1551.98
预收账款	0.00	0.00	81.45		
应付工资	0.00	36.52	0.00		75.14
应付福利费	32.08	20.37	0.00	-100.00	
应付股利					
应交税金	232.79	33.70	3.21	-88.25	32.15
其他应交款	5.62	4.03	4.02	-15.49	9.10
其他应付款	71.42	70.65	142.16	41.09	621.48
预提费用					
一年内到期的长期负债					
其他流动负债					
流动负债合计	9178.33	11630.88	16833.44	35.43	19572.86
长期负债					
长期借款	1300.00	1300.00	1300.00	0.00	1300.00
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
其他长期负债					
长期负债合计	1300.00	1300.00	1300.00	0.00	1300.00
负债合计	10478.33	12930.88	18133.44	31.55	20872.86
少数股东权益	289.37	339.72	360.07	11.55	360.07
所有者权益					
实收资本	5018.00	5018.00	5018.00	0.00	8000.00
资本公积	937.52	1099.24	1478.89	25.60	2105.32
盈余公积	518.76	815.62	1036.42	41.35	1216.24
未分配利润	5046.86	6745.88	8544.14	30.11	10625.55
外币报表折算差额					
所有者权益合计	11521.14	13678.74	16077.44	18.13	21947.12
负债及所有者权益合计	22288.84	26949.35	34570.96	24.54	43180.04

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 1~9 月
一、主营业务收入	26399.71	36227.18	43040.01	27.68	45551.35
减: 折扣与折让					
主营业务收入净额	26399.71	36227.18	43040.01	27.68	45551.35
减: 主营业务成本	22242.82	31109.07	37363.47	29.61	41506.61
主营业务税金及附加	80.76	43.75	50.60	-20.85	69.48
二、主营业务利润	4076.14	5074.37	5625.94	17.48	3975.26
加: 其他业务利润	271.30	383.12	356.91	14.70	478.78
减: 存货跌价损失					
营业费用	617.54	1083.91	1132.96	35.45	808.30
管理费用	983.33	1183.27	1094.02	5.48	781.91
财务费用	338.38	595.03	835.16	57.10	441.74
三、营业利润	2408.18	2595.28	2920.72	10.13	2422.09
加: 投资收益					
期货收益					
补贴收入					
营业外收入	108.32	163.88	92.83	-7.43	111.33
减: 营业外支出	37.03	62.50	55.53	22.45	18.78
其他支出					
加: 以前年度调整					
四、利润总额	2479.47	2696.66	2958.02	9.22	2514.64
减: 所得税	434.71	438.36	551.85	12.67	126.96
减: 少数股东损益	65.69	50.35	40.13	-21.84	
加: 未确认的投资损失					
五、净利润	1979.07	2207.95	2366.04	9.34	2387.67
加: 年初未分配利润	3569.33	5046.86	6745.88	37.48	
盈余公积转入数					
六、可供分配的利润	5548.40	7254.81	9111.92	28.15	
减: 提取法定盈余公积					
提取法定公益金					
七、可供股东分配的利润	5548.40	7254.81	9111.92	28.15	
减: 应付优先股股利					
提取任意盈余公积	169.52	296.86	220.80	14.13	
应付普通股股利	332.03	212.07	346.99	2.23	
八、未分配利润	5046.86	6745.88	8544.14	30.11	

附件 4-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	30912.37	43173.55	51868.29	29.53
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	189.56	163.88	164.33	-6.89
现金流入小计	31101.94	43337.43	52032.62	29.34
购买商品、接受劳务支付的现金	26711.27	37542.48	43555.41	27.69
支付给职工以及为职工支付的现金	578.11	643.23	729.49	12.33
支付的各项税费	882.02	761.85	927.11	2.52
支付的其他与经营活动有关的现金	1229.11	1426.53	1684.22	17.06
现金流出小计	29400.51	40374.10	46896.23	26.30
经营活动产生的现金流量净额	1701.43	2963.33	5136.38	73.75
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				
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计				
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	2463.09	1460.12	1443.91	-23.43
投资所支付的现金	236.36	145.93	0.00	-100.00
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	2699.44	1606.05	1443.91	-26.86
投资活动产生的现金流量净额	-2699.44	-1606.05	-1443.91	-26.86
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	0.00	0.00	0.00	
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00	
借款所收到的现金	4200.00	7200.00	15160.56	89.99
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	2.76	0.00	
现金流入小计	4200.00	7202.76	15160.56	89.99
偿还债务所支付的现金	2350.00	5500.00	14710.56	150.20
分配股利或利润所支付的现金	338.38	596.97	1182.14	86.91
偿付利息所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.82	0.00	
现金流出小计	2688.38	6097.79	15892.70	143.14
筹资活动产生的现金流量净额	1511.62	1104.97	-732.14	
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	513.61	2462.26	2960.32	140.08

附件 4-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	1979.07	2207.95	2366.04	9.34
加: 少数股东损益				
计提的坏账准备或转销的坏账				
固定资产折旧	485.50	511.14	570.58	8.41
无形资产摊销	0.00	0.00	50.54	
长期待摊费用摊销	-37.86	58.89	0.00	-100.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	0.00	7.58	0.00	
待摊费用减少(减:增加)	-76.72	53.43	-65.28	-7.75
预提费用增加(减:减少)	-8.14	0.00	0.00	-100.00
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	338.38	595.03	835.16	57.10
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-454.55	-1311.24	-1257.68	66.34
经营性应收项目的减少(减:增加)	1468.27	-531.49	-2595.88	
经营性应付项目的增加(减:减少)	-1992.52	1372.04	5232.90	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	1701.43	2963.33	5136.38	73.75
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	4155.65	6617.90	9578.22	51.82
减: 货币资金的期初余额	3642.04	4155.65	6617.90	34.80
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	513.61	2462.26	2960.32	140.08

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)	11.10	15.29	14.96	--
存货周转次数(次)	9.75	10.59	9.72	--
总资产周转次数(次)	1.18	1.47	1.40	--
盈利能力				
主营业务利润率 (%)	15.44	14.01	13.07	8.73
总资本收益率(%)	10.74	10.58	9.47	--
净资产收益率(%)	16.76	15.75	14.39	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	9.92	8.49	7.33	5.51
全部债务资本化比率(%)	45.77	47.39	51.69	45.45
资产负债率(%)	47.01	47.98	52.45	48.34
偿债能力				
流动比率(%)	105.24	120.32	128.01	125.62
速动比率(%)	80.37	89.43	99.19	94.22
经营现金流动负债比(%)	18.54	25.48	30.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.15	6.35	5.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.03	3.26	3.97	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.10	0.11	0.21	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.78	2.22	4.32	--

注：2006 年周转率指标计算采用当年数，2009 年数据未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

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

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

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

中国东方资产管理公司

2010 年信用评级分析报告

评级结果

主体信用等级: AAA

评级时间

2010 年 3 月 19 日

主要数据

项 目	2008 年	2007 年
商业化资产总额(亿元)	549.82	629.19
商业化负债总额(亿元)	436.90	522.63
所有者权益(亿元)	112.92	106.56
利润总额(亿元)	3.69	2.94

分析师

蒋建国

Tel: 010-85679696-8812

E-mail: jiangjg@lhratings.com

潘 军

Tel: 010-85679696-8883

E-mail: panjun@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

中国东方资产管理公司(以下简称“公司”)由国家财政部于 1999 年出资 100 亿元设立,成立初衷是为了承接并管理中国银行剥离的不良资产。经过十多年的发展,公司完成了政策性不良资产处置任务,商业化处置不良资产方面取得了较好成效;同时,公司初步搭建起包括证券、租赁、信用评级等在内的金融平台,建立了多元化经营的业务模式,为公司实现商业化转型打下了基础。基于公司强大的政府背景、在不良资产处置方面的专业优势及未来较好的发展前景等因素,联合资信评估有限公司评定中国东方资产管理公司主体信用等级为 AAA,该评级结论反映了公司的综合偿债能力极强。

优势

1. 强大的政府背景使公司在业务发展、资本补充及风险防御等方面获得政府支持的可能性很大;
2. 公司拥有在不良资产处置方面的专业优势;
3. 公司构建起包括证券、金融租赁、信用评级等在内的业务平台,经营的可持续性得到强化,初具金融控股集团雏形,为未来发展奠定了基础。

关注

1. 公司改革方案尚未明确,未来发展存在一定的不确定性;
2. 商业化、多元化的转型方向对公司治理、风险控制及人力资源等方面提出更高要求。

一、公司概况

中国东方资产管理公司成立于 1999 年 10 月，是经国务院及中国人民银行批准成立、具有独立法人资格的国有独资金融企业；注册资本 100 亿元人民币，由财政部全额拨入。

公司经营范围：收购并经营金融机构剥离的本外币不良资产；本外币债务追偿，对所收购本外币不良贷款形成的资产进行租赁、置换、转让与销售；本外币债务重组及企业重组；本外币债权转股权及阶段性持股，资产证券化；资产管理范围内的上市推荐及债券、股票承销；发行金融债券，商业借款；向金融机构借款和向中国人民银行申请再贷款等，经中国银行业监督管理委员会等监管机构批准的其他业务活动。

截至 2009 年末，公司在全国 26 个中心城市设有 25 家办事处和 1 家经营部，负责所辖区域的资产管理、经营、处置等工作。公司还拥有东兴证券股份有限公司、东方金诚国际信用评级有限公司、上海远东资信评估有限公司、中国外贸金融租赁有限公司、北京东方中和数据咨询有限公司、百年人寿保险股份有限公司等金融平台。

联系地址：北京市阜成门内大街 410 号

法定代表人：梅兴保

二、运营环境

（一）行业概况

1999 年，我国政府为化解银行体系积累的巨大不良资产风险，由财政部出资成立了东方、信达、华融、长城四家金融资产资产管理公司，以发行债券及再贷款的方式，购入中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行及国家开发银行等国有商业银行剥离的政策性不良贷款，并管理和处置由此形成的资产。

自成立以来，资产管理公司以最大限度保全资产、减少损失为主要经营目标，较好地实

现了化解金融风险、保全国家资产、推动国企改革的主旨。经过多年的经营，资产管理公司在不良资产处置方面形成了技术、人才、网络及资源等方面的优势，但同时也面临新的市场态势：一是商业银行不良贷款余额及比率均呈下降趋势，但不良贷款存量仍较大；作为金融不良资产市场的主要参与者，资产管理公司在不良资产处置业务方面仍存在较大的市场空间。截至 2009 年末，商业银行不良贷款余额 4973.3 亿元，不良贷款率为 1.58%。二是商业银行作为金融不良资产市场的主要供给者，对不良资产的把控及自我消化能力不断增强，资产管理公司只有充分发挥自身优势，进一步强化不良资产处置回收能力，才能确保商业银行商业化提供不良资产的意愿。三是不良资产市场主体趋于多元化。在四家资产管理公司经营不良资产的同时，先后出现各类市场主体积极参与到不良资产市场中来，如国资委系统的资产经营机构、中央汇金投资有限责任公司、中国建银投资公司、汇达资产托管公司及地方政府设立的资产处置机构等。市场主体的多元化使资产管理公司面临日益加剧的市场竞争。四是在经历国际金融危机的冲击后，国内经济增速放缓，这给不良资产的供给及价格等方面带来不确定因素。在未来一段时间内，处置不良资产仍将是资产管理公司的主业，各家资产管理公司将继续强化不良资产处置的专业优势，提升核心竞争力。

2007 年，四家资产管理公司完成政策性不良资产的处置任务，标志着资产管理公司的发展进入了新的阶段。2007 年中央金融工作会议明确提出，资产管理公司要转型为“自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束”的“业务有特色、运作规范化”的综合性非银行金融服务企业。这为金融资产资产管理公司的转型奠定了政策基础。为适应内外部环境变化的需要，实现可持续发展，各资产管理公司开始探索商业化的转型道路。2007 年以来，四大资产管理公司除接受财政部委托处置部分国有银行损失类贷

款之外，陆续开始进行商业化收购不良贷款，同时有选择地对不良资产进行投资，在提高不良资产处置率的同时，各资产管理公司相继进入了证券、保险、信托、金融租赁、信用评级等业务领域，为实现转型奠定了基础。然而，资产管理公司在相关政策及法律、产权改造和治理结构、经营理念及人才队伍等方面还存在诸多问题。截至目前，除信达资产管理公司获准作为转型试点先行外，包括东方资产管理公司在内的其余三家资产管理公司仍处于转型探索期。我们相信，国家将继续支持其成功转型。

（二）政策与监管

资产管理公司在组建及经营运作过程中，得到了相关政策的支持。成立之初，资产管理公司作为处置国有银行不良资产的政策性工具，国家对其设定了十年的生存期。处置政策性不良资产的任务完成后，国家对资产管理公司提出了转型的要求，这体现了政府对资产管理公司存在意义的认可。资产管理公司在转型过程中将得到来自政府的大力支持。

金融资产管理公司成立之初，国务院制定了《金融资产管理公司条例》（以下简称“条例”），为金融资产管理公司的运行提供了的制度保证，赋予了免交在收购国有银行不良贷款和承接、处置因收购国有银行不良资产活动中的税收等扶持性政策，有效支持了金融资产管理公司对国有银行不良贷款的依法处置。然而目前看来，《条例》的一些规定已经不能适应资产管理公司改革与发展的需要，如资产管理公司的职能定位、设定的业务范围等等，同时资产管理公司从事的一些业务手段还缺乏明确的法律依据。未来，资产管理公司转型方案的出台有望促进相关立法的完善。

按照相关规定，金融资产管理公司主要由银监会负责监管，涉及其监管范围以外的金融业务，由证监会等相关业务主管部门监管，财政部负责财务监管。财政部出台了《资产管理公司有关业务风险管理办法》，对资产管理公司的投资、委托代理及商业化收购等业务的风险

管理提出了明确要求，并通过落实处置回收目标考核责任制，有效促进了不良资产的处置回收；修订了《资产处置管理办法》，对资产管理公司在商业化转型阶段的资产处置行为进行规范，以确保资产处置收益最大化。目前，各家金融资产管理公司已不同程度地进入多个金融领域，在现行分业监管的体制下，多头监管的局面不可避免。从实际监管情况来看，目前对资产管理公司的监管以来自银监会的监管为主。相关监管部门需分工协作，形成监管合力，以加强对金融资产管理公司的监管。

三、公司治理与内控体系

1. 公司治理

公司注册资本 100 亿元，由财政部全额拨入。强大的政府背景使公司在业务发展、资本补充及风险防御等方面获得政府支持的可能性很大。

公司作为国有独资的金融企业，未设立股东会及监事会。财政部代行股东职权，享有审议、修改公司章程，增减注册资本等重大事项的决议权。

目前，公司设总裁一名，副总裁六名。总裁为公司法定代表人，行使主持公司的日常经营管理工作、制定并组织实施公司经营方针、发展规划和年度经营计划等职权。公司总裁、副总裁由银监会任免。

作为政策性机构，公司治理结构符合实际需要。随着公司探索改革发展和商业化转型的逐步开展，公司的治理架构有望进一步规范。

2. 内部控制

公司根据业务及职能的不同，不断优化机构布局，合理配置资源，调整分支机构隶属关系。公司在总部设立了研发中心、资产经营部、投资管理部、市场开发部、风险管理部、资金财会部、监察审计部等十五个职能部门。在全国 26 个中心城市设立 25 家办事处和 1 家经营

部，负责所辖区域的资产管理、经营处置等工作。除业务量较小的少数办事处由邻近办事处代管外，其它办事处为直属于公司的派出机构。

近年来，公司不断深化人力资源管理改革，完善激励机制。结合公司转型过渡时期的实际，制订和完善了改任非领导职务人员管理、办事处一把手薪酬管理、社会用工薪酬改革、退休员工福利待遇等一系列人力资源管理规范和操作程序，并以利润为导向，制定了商业化业务绩效考核办法。公司通过组织多种形式的集中培训，开辟了“东方网络培训学院”，员工队伍素质进一步提高。

公司通过制定科学有效的内控制度，加强内部网络建设，增设审计分部，形成了三级内控监督体系。为提高内部审计与合规监察的独立性和专业性，公司引入内控风险联席会议制度，强化岗位分离和制衡机制。公司在通过了ISO9001 国际质量标准认证后，进一步推进全面风险管理，加强了风险研究、监测和预警工作，对所有项目都坚持程序合规、风险可控、定价合理的原则。

随着商业化转型的推进，公司内控体系要在全面性、及时性、制衡性、渗透性等方面进一步完善，创新型专业化的人才队伍建设亟需加强。

3. 战略规划

公司成立以来，在保全国有资产、防范和化解金融风险，支持国有企业改革、不良资产管理与处置、债权转股权和风险金融机构托管方面发挥了积极作用。随着政策性不良资产处置任务的完成，公司的发展进入了新的阶段。按照主管、监管部门的要求，公司正在积极探索改革发展和商业化转型的道路，大力倡导业务创新，努力开拓商业化收购、委托业务和追加投资等商业化新业务，陆续进入新的金融服务领域。公司将按照“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度要求，建立规范的公司法人治理机制和严密的风险管

理与内部控制体系，以满足市场需求为导向，从存量不良资产经营起步，提供有特色的金融服务，形成可持续的盈利模式，不断提升公司的核心竞争能力，努力将公司整体转型为以不良资产经营和非银行金融服务为主业、具有较强投行功能和综合经营能力的金融控股集团。

总体看，公司各项改革正在稳步推进，在不良资产经营管理领域形成专业优势的同时，已经拥有了证券、租赁、信用评级等多个领域的牌照，金融控股集团的雏形已经形成。公司资本实力雄厚，高管人员具备较高专业水平，且在业务发展、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。

四、主要业务经营分析

公司主营业务包括不良资产管理与处置业务、证券业务、信用评级业务，金融租赁业务、金融风险数据服务及其它金融业务等。

公司成立以来，通过接收政策性不良资产、受托处置损失类资产，成功支持了中国银行的股份制改革。通过这一过程，形成了自身处置金融不良资产的专业能力。在此基础上，公司进一步抓住市场机遇，扩大资产来源，曾先后与 50 多家国际组织、投资银行、境外金融类机构建立联系，在不良资产尽职调查、打包处置等领域开展了多方面的业务合作。通过债转股，为数百户国有企业减轻了财务负担，促进了国有企业的扭亏增盈；通过向转股企业派出董事、监事和财务总监，推动了国有企业改革发展，支持国企改革、重组，先后协助债务企业安置职工达数十万人；通过引入资产证券化、分层信托、结构交易等创新手段，对工商银行、建设银行可疑类资产进行有效处置和增值运作，强化了以不良资产为主业的专业优势和核心竞争力。截至 2009 年末，公司累计接收各类不良资产 6844.4 亿元，处置各类不良资产累计总收

现 1131 亿元。其中，自主收购的建行、工行可疑类资产累计收现 582 亿元，政策性资产累计收现 483 亿元，损失类资产累计收现 17 亿元，商业化新收购资产累计收现 49 亿元。公司以可疑类资产为重点的处置收现和商业化收购业务继续保持良好的势头。

近年来，公司在保持不良资产经营管理优势的同时，积极拓展市场及业务创新，构建金融服务产业链。公司依托东兴证券股份有限公司、东方金诚国际信用评估有限公司、上海远东资信评估有限公司、中国外贸金融租赁有限公司、北京东方中和数据咨询有限公司等金融平台，开展证券、金融租赁、信用评级等金融服务业务。

总体看，公司从不良资产的商业化经营起步，面向优势地区整合资源，面向市场开展投行业务及其它有市场需求的金融服务，逐步实现由主营不良资产，向经营不良资产和发展其它金融服务并重过渡，开展综合经营，实现可持续发展。

五、业务风险管理分析

公司在经营过程中面临估值和定价风险、合规风险、法律风险及道德风险等。为强化风险管理，在明确商业化转型的目标后，公司总部设立风险管理部，以构建起适应商业化运作的风险管理体系为目标，逐步推进全面风险管理。

近年来，公司主要从以下几个方面加强了风险管理：一是强化评估职能，完善定价管理体系，初步形成了一整套内部评估估值技术体系和一支稳定的专业定价队伍，专业优势进一步强化。二是持续完善业务操作细则，加强了风险监测和控制的可操作性，采用了监测指标对投融资项目进行风险分析。三是加强了对决策及处置审查环节的尽职审查与效益审查，完善了授权管理体系；提前介入项目，将新商业化收购业务的风险关口前移。四是关注对公司

影响大的重点业务和新业务，加强可行性研究，在对可能遇到的各种风险及应对策略进行分析的基础上，测试风险可控程度与承受能力；五是加强法律咨询，注重与中介机构的合作，对诉讼项目的处置更精细化；六是完善了风险管理问责制度，形成了较好的风险控制环境。

近年来，公司风险管理和内控水平不断加强，未发生重大事故及违法违纪案件，各项业务稳健发展。随着多元化经营的推进，公司需要进一步完善风险管理体系，提高风险管理水平，强化风险管理技术，以适应未来发展需要。

六、财务分析

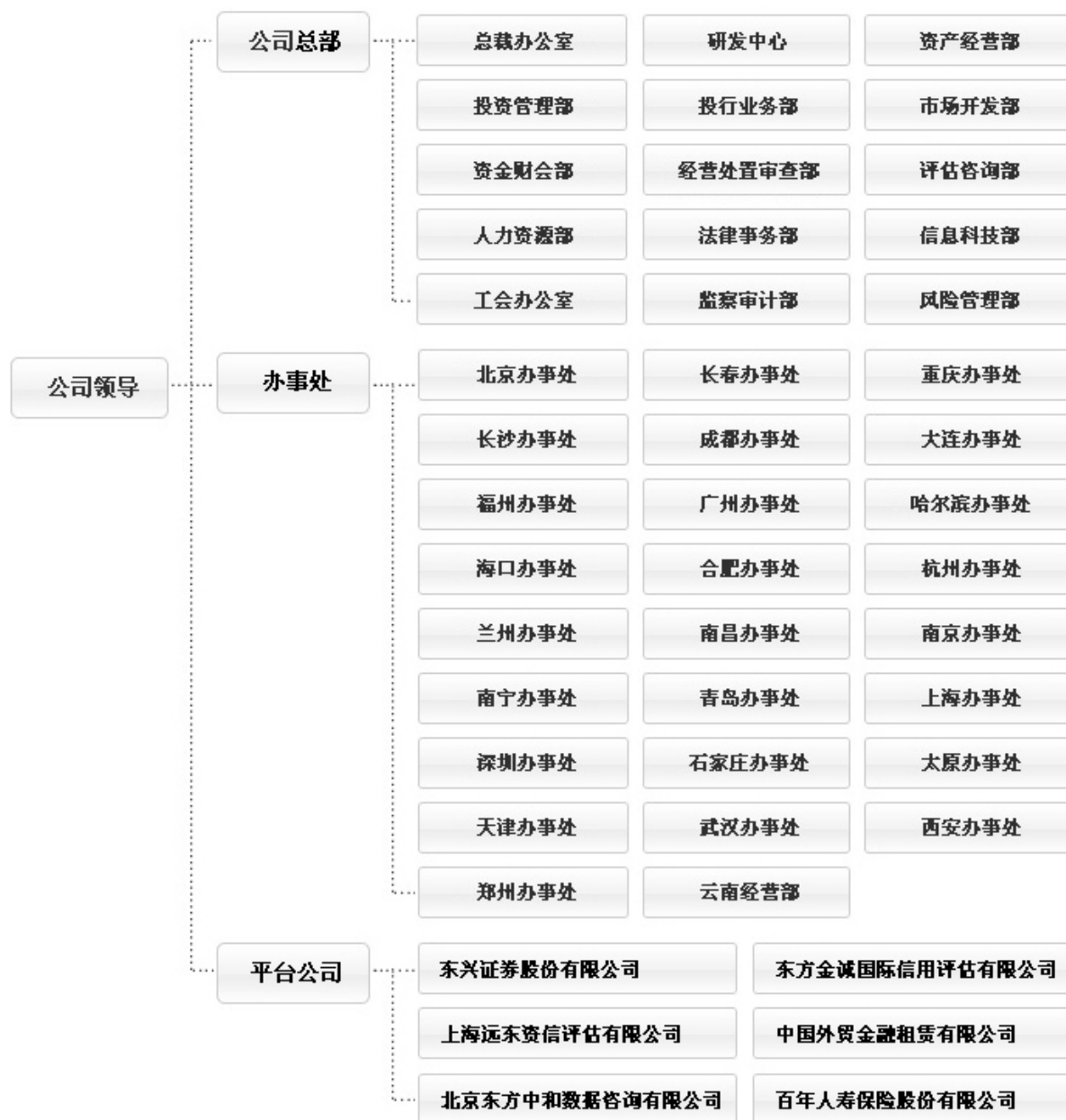
为实现商业化转型，公司进行了政策性和商业化业务的区分。公司提供了 2008 年商业化业务的资产负债表和利润表，以上报表未经审计。

截至 2008 年末，公司商业化资产总额 549.82 亿元，商业化负债总额 436.90 亿元，所有者权益 112.92 亿元。

2008 年，公司商业化业务实现利润总额 3.69 亿元，同比增长 25.52%，主要是来自于债权重组收益和资本金项下的对外投资收益。

总体看，公司拥有强大的股东背景，在完成阶段性的政治使命后，初步明确了商业化的发展方向；公司具备不良资产处置方面的专业优势，同时奠定了向金融控股公司发展的业务基础。但由于改革方案尚未明确，公司未来转型方式及结果存在一定的不确定性，同时多元化的综合经营方向也对公司治理水平、风险管理、人力资源等方面提出更高要求。

附录 1 组织结构图



附录 2 资产管理公司信用评级的等级设置及其含义

联合资信将资产管理公司信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级以下等级外，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。各等级含义如下表所示：

级 别	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，有较高违约风险。
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。