

跟踪评级公告

联合[2012] 1327 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东省博兴2012年度第一期中小企业集合票据信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

山东省博兴2012年度第一期中小企业集合票据

跟踪评级报告

本期票据信用

跟踪评级结果	AA
上次评级结果	AA

本期票据要素

债券简称	12 博兴 SMECN1
发行额度	4.50 亿元
发行时间	2012 年 5 月 22 日
期限	3 年

主体长期信用

	债券发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
1	山东省博兴县华鲁钢铁有限公司	A+/稳定	A+/稳定
2	山东远大板业科技有限公司	A+/稳定	A+/稳定
3	山东省万事达物资有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
4	山东华康食品有限公司	BBB+/稳定	BBB+/稳定
5	山东博兴华韵水业有限公司	BBB+/稳定	BBB+/稳定
6	山东蓝天钢结构工程有限公司	BBB+/稳定	BBB+/稳定
	债券担保人	上次评级结果	跟踪评级结果
	山东省再担保集团有限公司	AA	AA

跟踪评级时间：2012 年 12 月 31 日

分析师

刘献荣 周旭 仲大伟 田甜 孙恩哲 胡岩 高凡

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

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

山东省博兴 2012 年度第一期中小企业集合票据大部分发债企业在跟踪期内表现出了较好的抗风险能力，资产和收入规模持续增长，经营状况良好。但联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）关注到，个别发行人的盈利能力受行业产能过剩、原材料价格波动以及下游行业景气度下滑等因素的影响较大；各发行人债务负担持续加重，对外担保规模较大等因素对其偿债能力造成的不利影响。

本期集合票据由山东省再担保集团有限公司（以下简称“山东再担保公司”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评级，山东再担保公司主体长期信用等级为 AA，担保实力强，其担保对本期集合票据的信用水平提升较大。

综合分析，本期集合票据不能按期还本付息的风险很低，联合资信维持山东省博兴 2012 年度第一期中小企业集合票据 AA 信用等级。

优势

1. 跟踪期内，博兴县地区经济仍保持平稳增长，为当地中小企业经营提供了相对良好的外部环境。
2. 跟踪期内，本期集合票据大部分发行人表现出了较好的抗风险能力，资产和收入规模持续增长，经营及财务状况较为稳定。
3. 山东再担保公司担保实力强，其担保显著提升本期票据按期偿付的安全性。

关注

1. 本期集合票据由 6 家企业集合发行，发行人之间存在业务发展不平衡的情况，个别发行人盈利能力波动，某一发行人的兑付能力有可能发生变化。
2. 本期集合票据的 6 家发行人全部为中小企业，经营状况较易受宏观经济形势和产业政策调整的影响。跟踪期内，在国内及国外宏观经济形势严峻的背景下，中小企业经营波动风险加大。
3. 跟踪期内，各发行人债务规模扩大，大部分发行人对外担保规模较大，存在一定代偿风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东省博兴 2012 年度第一期中小企业集合票据发行人构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东省博兴 2012 年度第一期中小企业集合票据发行人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因山东省博兴 2012 年度第一期中小企业集合票据发行人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山东省博兴 2012 年度第一期中小企业集合票据发行人提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司《关于山东省博兴 2012 年度第一期中小企业集合票据的跟踪评级安排》进行本次定期跟踪评级。

二、本期票据基本情况

山东省博兴 2012 年度第一期中小企业集合票据(简称“12 博兴 SMECN1”或“本期票据”)于 2012 年 5 月 22 日发行，发行总额为人民币 4.50 亿元，期限 3 年。本期票据由中国建设银行股份有限公司组织牵头，联合山东省万事达物资有限公司、山东蓝天钢结构工程有限公司、山东远大板业科技有限公司、山东省博兴县华鲁钢铁有限公司、山东博兴华韵水业有限公司、山东华康食品有限公司六家发行人联合采取“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”方式一次性集合发行。任一发行人在其发行额度内各自承担还付息义务，其参加本次集合票据的发行并不构成对其他发行人还本付息义务的承担、承诺或担保。

表 1 本期票据发行人及发债额度

单位：万元

债券发行人		发债额度
1	山东省博兴县华鲁钢铁有限公司	7000
2	山东远大板业科技有限公司	20000
3	山东省万事达物资有限公司	6000
4	山东华康食品有限公司	5000
5	山东博兴华韵水业有限公司	4000
6	山东蓝天钢结构工程有限公司	3000
合 计		45000

资料来源：联合资信整理

本期票据还本付息方式为：采用固定利率支付方式付息，还本付息方式为前二年付息日偿还票面利息，第三年兑付日一次性偿付本金及第二年票面利息。本期票据的首个还本付息日为 2013 年 5 月 23 日。

本期票据由山东再担保公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，山东再担保公司为本期票据出具了信用增进函。

三、宏观经济

1. 宏观经济

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

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

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

比增长20.2%。其中，东部地区投资103988.31亿元，同比增长20.2%；中部地区投资60090.23亿元，同比增长25.3%；西部地区投资52375.59亿元，同比增长23.8%。

2. 政策环境

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

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

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

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

四、经营环境

1. 中小企业发展概况

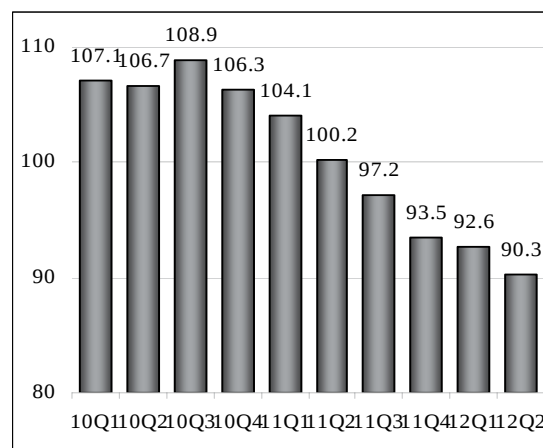
中小企业是国民经济和社会发展的重要组成部分，其在资源配置、技术创新、吸纳就业等方面发挥了举足轻重的作用。截至2010年底，全国工商登记中小企业超过1100万家，以工业为例，2010年，全国规模以上中小企业44.9

万家，比 2005 年增长 50.1%，占规模以上企业数量的 99.3%；全国规模以上中小企业工业增加值比 2005 年增长 17.5%，占规模以上工业增加值的 69.1%；实现税金 1.5 万亿元，占规模以上企业税金总额的 54.3%，是 2005 年的 1.9 倍，年均增长 13.1%；完成利润 2.6 万亿元，占规模以上企业利润总额的 66.8%，是 2005 年的 2.4 倍，年均增长 18.9%。中小企业已经成为中国经济发展、市场繁荣和就业扩大的主要促进力量。

从外部发展环境看，自改革开放以来，中国国民经济整体保持了快速发展势头，良好的外部环境也推动了中小民营经济的快速发展。但值得注意的是，有别于大型企业，中小企业一般业务结构相对单一，难以实行多元化经营，经营风险相对集中，一定程度上加大了企业的经营风险，其对宏观经济环境有着更强的敏感性。

2008 年以来，受世界经济金融形势震荡多变、出口市场增速下滑、国内市场竞争日趋激烈、劳动力成本压力上升、人民币升值侵蚀利润空间等多重不利因素的影响，国内中小企业也受到了较大程度的冲击。2009 年以来，外部经济环境逐步回暖。根据中国中小企业协会数据统计，2010 年三季度中小企业发展指数（SMEDI）达到最高值 108.9，随后在中国经济增长速度逐步回落的宏观形势下，处于市场经济弱势地位的中小企业发展的景气状况出现逐步下滑的趋势，2011 年第三季度一度跌落到临界值以下，第四季度下降至 93.5。2012 年以来继续下行，第二季度达 90.3。

图 1 2010 年以来中国中小企业发展指数



资料来源：中国中小企业协会

2011 年以来，原材料价格上涨、劳动力成本上升、国际市场动荡不定的多重压力，央行多次上调存款准备金率导致融资更加艰难等因素，使国内中小企业步履维艰。一些地方甚至发生了中小企业经营困难、资金链紧绷，企业主出走的情况。中小企业面临的经营风险逐步加大。

总体看，伴随中国经济的稳步发展，中小企业得到了快速壮大，其较强的适应能力、灵活的经营机制以及良好的发展潜力等是其立足市场的重要基础。但同时中小企业也存在成立时间较短，经营规模较小，控制资源有限，内控机制不健全等问题，其经营波动相对较大，个体的抗风险能力有限。尤其 2011 年以来，多重因素导致中小企业景气度下降，面临的经营风险逐步加大。

2. 政策环境及发展现状

中国政府历来高度重视中小及民营经济发展，“十五”期间，中国扶持和促进中小企业发展的第一部专门法律——《中华人民共和国中小企业促进法》正式颁布实施，中小及民营企业进入了一个里程碑式的发展阶段。2008 年以来，为了应对宏观经济的冲击，中央政府密集出台了一系列针对中小企业的发展举措和政策，陆续颁布了《国务院办公厅关于当前金融

促进经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126号）、《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》（国发〔2009〕36号）和《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（国发〔2010〕13号）等政策文件，其中对营造有利于中小企业发展的良好环境，缓解中小企业融资困难，加大对中小企业的财税扶持力度以及加快中小企业技术进步和结构调整等方面都作了具体说明和指导，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。

2011年5月，银监会出台了《中国银监会关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》，十条新政从资本占用、风险压力等多方面给商业银行发展小企业贷款“松绑”，切实调动了银行发展小企业贷款的积极性。10月12日，工信部正式发布了《“十二五”中小企业成长规划》，该规划是中国第一个关于中小企业发展的国家级专项规划，主要任务包括增强中小企业创业创新活力和吸纳就业能力、优化中小企业结构、提高产业集群发展水平、提升企业管理水平和完善中小企业服务体系等。为支持中小企业发展，2011年12月，财政部和工信部印发《政府采购促进中小企业发展暂行办法》，2012年起各部门30%以上政府采购应面向中小企业。

3. 区域经济发展概况

博兴县位于鲁北平原黄河下游南岸，地处黄河三角洲腹地，隶属于山东省滨州市，是引黄济青工程渠首所在地和胜利油田的重要生产基地。全县辖9个镇，3个街道办事处，1个省级经济开发区，448个行政村，48.5万人口，总面积900.7平方公里。

博兴县是山东省重要的粮棉生产基地和无公害蔬菜生产基地、“中国优质西红柿之乡”、全国草柳编工艺品出口基地、全国最大的植物油加工基地、全国最大的不锈钢厨房设备生产基地、长江以北最大的黑白铁批发加工集散地。

博兴县农业形成畜牧、林果、蔬菜、水产四大主导产业；工业形成了化工、植物油加工、纺织、机械、轻工业等主导产业；第三产业、外向型经济、旅游业、民营经济已成为新的经济增长点。

2011年，博兴实现生产总值235.37亿元，同步增长12.3%。其中第一产业增加值18.98亿元，增长3.2%；第二产业增加值127.68亿元，增长13.4%；第三产业增加值88.72亿元，增长12.7%。三次产业比例为8.06:54.25:37.69。人均生产总值达到48255元，比上年增加6839元。2011年，博兴县完成财政总收入31.23亿元，比上年增长37.5%，其中完成地方财政收入18亿元，增长29%。其中工业经济效益显著提升，规模以上工业实现主营业务收入852.3亿元，比上年增长42.95%；实现利润24.9亿元，增长14.66%；利税36.7亿元，增长5.06%。博兴区域经济发展良好。

民营经济发展活跃，截至2011年底，博兴民营经济总户数达到1.16万户，比上年减少18%；从业人员9.31万人，增长3.6%；注册资金118.9亿元，增长92.1%；实缴税金15.6亿元，增长37.9%。2011年底，全县金融机构各项本外币存款余额222.66亿元，较年初增加32.81亿元，比上年增长17.3%。其中居民储蓄存款余额100.57亿元，较年初增加13.84亿元，增长15.96%；各项本外币贷款余额186.69亿元，较年初增加31.91亿元，增长22.97%。其中，短期贷款余额131.06亿元，较年初增加19.98亿元，中长期贷款余额50.02亿元，较年初增加11.94亿元。先后获得全国全面小康成长型百佳县、中国县域产业集群竞争力百强县、中国绿色名县等荣誉称号。

总体看，博兴县区位优势显著、地区经济较为发达、金融环境较好，有利于区域内中小企业发展。

五、发行人主体长期信用

跟踪期内，联合资信对本期票据的6家发

行人的主体长期信用进行了跟踪分析，具体分析参见各发行人的《跟踪评级报告》。整体看，本期票据发债企业均表现出了较好的抗风险能力，资产和收入规模持续增长，经营状况良好，主体长期信用等级和评级展望均未发生调整。

表 2 本期票据发行人主体长期信用

	债券发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
1	山东省博兴县华鲁钢铁有限公司	A+/稳定	A+/稳定
2	山东远大板业科技有限公司	A+/稳定	A+/稳定
3	山东省万事达物资有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
4	山东华康食品有限公司	BBB+/稳定	BBB+/稳定
5	山东博兴华韵水业有限公司	BBB+/稳定	BBB+/稳定
6	山东蓝天钢结构工程有限公司	BBB+/稳定	BBB+/稳定

资料来源：联合资信整理

但是，联合资信关注到，跟踪期内各发行人债务负担持续加重，对外担保规模较大以及个别发行人的盈利能力受行业产能过剩、原材料价格波动以及下游行业景气度下滑等因素的影响较大。

六、担保能力分析

1. 担保条款

山东再担保公司为本期票据提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保并出具了不可撤销信用增进函。根据增进函，山东再担保公司为本期票据6家发行人发行面额合计为4.50亿元集合票据的到期兑付提供无条件的不可撤销连带责任保证担保。

保证范围包括票据本金、利息和其他合理费用。担保方式：连带责任担保。

2. 担保人担保能力分析

山东再担保公司是于2009年9月成立的省级再担保机构，注册资本9.85亿元。山东省国资控股以其持有的山东省企业信用担保有限责任公司（以下简称“山东省信用担保公司”）的全部股权（经评估作价4.25亿元）及1.80亿元货币出资，合计出资额6.05亿元。2011年，山

东省国资控股以货币资金向山东再担保公司进行增资。增资后，山东再担保公司的注册资本增至10.50亿元，股东持股比例见表3。

表 3 股东及其持股比例

股东名称	投资金额(万元)	持股占比
山东省国有资产投资控股有限公司	66996	63.82
济南市国有资产运营有限公司	4000	3.81
烟台市再担保有限公司	4000	3.81
潍坊市信用担保有限责任公司	4000	3.81
淄博市城市资产运营有限公司	3000	2.86
东营市鑫桥中小企业管理咨询有	3000	2.86
济宁市城建投资有限责任公司	3000	2.86
泰安市基金投资担保经营有限公	3000	2.86
临沂市中小企业信用担保中心	3000	2.86
滨州市中小企业投资担保中心	2000	1.90
鲁南（枣庄）经济开发投资有限	2000	1.90
威海市政府投融资管理中心	2000	1.90
聊城市财信投资担保有限公司	2000	1.90
德州市企业信用担保有限责任公	1000	0.95
日照市经济开发投资公司	1000	0.95
莱芜市经济开发投资有限公司	1000	0.95
合 计	104996	100

截至2012年9月底，山东再担保公司资产总额（合并报表）126541.56万元，其中货币资金88313.72万元；负债总额19169.06万元，其中未到期责任准备金及担保赔偿准备金15465.90万元；股东权益合计107372.50万元（其中少数股东权益1941.62万元）。2012年1-9月，山东再担保公司实现营业收入6624.73万元，净利润132.92万元。截至2012年9月末，山东再担保公司担保余额合计1395246.00万元，其中，本部再担保余额967196.00万元，直接担保余额323250.00万元；子公司山东省信用担保公司担保余额104800.00万元。

总体看，2011年，山东再担保公司获股东增资，资本实力进一步增强，其在业务发展、资本补充及风险补偿等方面能够获得山东省政府及股东的支持，联合资信评定山东再担保公司主体长期信用等级为AA。

本期集合票据发行额度4.50亿元，占2012年9月底山东再担保所有者权益41.91%，占2012年9月底在保余额的3.23%，对山东省再担

保集团有限公司有一定影响。

七、结论

综合考虑，联合资信维持“12博兴 SMECN1”AA的信用等级。

附件 1 中长期债券信用等级设置及其含义

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

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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。

跟踪评级公告

联合[2012] 1328 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东省博兴县华鲁钢铁有限公司主体长期信用等级为A⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
<http://www.lhratings.com>

山东省博兴县华鲁钢铁有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 31 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	1.29	1.31	2.98	4.77
资产总额(亿元)	6.62	9.90	16.55	21.27
所有者权益(亿元)	3.60	5.90	8.89	11.17
短期债务(亿元)	2.27	3.32	4.94	6.85
全部债务(亿元)	2.29	3.32	6.94	9.38
营业收入(亿元)	22.36	32.71	40.98	29.82
利润总额(亿元)	1.65	2.75	3.62	2.50
EBITDA(亿元)	1.74	2.89	3.79	--
经营性净现金流(亿元)	0.58	1.39	1.43	1.92
营业利润率(%)	9.36	10.69	10.82	10.54
净资产收益率(%)	42.41	39.02	33.64	--
资产负债率(%)	45.65	40.38	46.25	47.51
全部债务资本化比率(%)	38.84	36.03	43.83	45.67
流动比率(%)	159.19	169.76	204.72	194.27
全部债务/EBITDA(倍)	1.32	1.15	1.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	19.30	20.64	21.67	--
经营现金流动负债比(%)	19.17	34.87	25.26	--

注: 2012 年三季度财务数据未经审计

分析师

高凡

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 山东省博兴县华鲁钢铁有限公司(以下简称“公司”)与上下游保持长期合作关系, 产能规模在当地处于领先地位, 贸易业务和镀铝锌硅钢板的生产销售业务发展态势良好; 公司收入和利润规模稳定增长, 期间费用控制能力较强, 盈利能力保持稳定。同时, 联合资信也关注到公司债务负担加重、对外担保比率较高等因素对公司信用状况可能带来的不利影响。

未来, 随着公司投资建设两条轧机生产线的投产, 公司有望保持稳定增长。

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

优势

1. 跟踪期内, 公司贸易业务和镀铝锌硅钢板的生产销售业务发展态势良好, 带动公司营业收入和利润规模稳定增长。
2. 公司产能规模在当地处于领先地位, 未来随着新建两条轧机生产线的投产, 公司业务有望保持稳定增长。

关注

1. 跟踪期内, 公司债务规模呈现上升趋势, 债务负担有所上升。
2. 公司对外担保比率较高, 未来存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东省博兴县华鲁钢铁有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东省博兴县华鲁钢铁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，未因山东省博兴县华鲁钢铁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山东省博兴县华鲁钢铁有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于山东省博兴县华鲁钢铁有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山东省博兴县华鲁钢铁有限公司（以下称“公司”或“华鲁钢铁”）是由魏月风、李宝兰、刘中华三位自然人于 2003 年成立的有限责任公司，公司注册资本 818 万元；2005 年 5 月，公司增资 2362 万元，增资后公司注册资本为 3180 万元，上述三位自然人的出资比例分别为 58%、32%和 10%，魏月风为公司的实际控制人；截至 2011 年底，公司注册资本仍然为 3180 万元。2012 年 1 月，公司再次增资 4000 万元，股东变为魏月风和李宝兰两人，持股比例分别为 75%和 25%，此次增资后，公司注册资本变为 7180 万元。

公司经营范围为金属材料（不含有色金属）销售；木材、机械、工艺品、农副产品（不含玉米、小麦、稻谷）、纺织品、五金、矿砂和铁矿粉销售等。目前，公司的主要业务为彩涂板、镀锌板和轧硬板的贸易。

截至2011年底，公司合并资产总额为16.55亿元，所有者权益合计为8.89亿元；2011年公司实现营业收入40.98亿元，利润总额3.62亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司合并资产总额为 21.27 亿元，所有者权益合计为 11.17 亿元。2012 年 1~9 月公司实现营业收入 29.82 亿元，利润总额 2.50 亿元。

公司注册地址：博兴县兴福镇白铁市场 6 路东首；法定代表人：魏月风。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，

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

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

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

2. 政策环境

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

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

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

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

四、行业及区域经济环境

行业概况

2011年上半年，中国钢材市场需求基本保持旺盛，钢材价格稳步回升，新增产能得以释放，粗钢产量快速增长，2011年下半年，特别从9月份开始，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，市场供求矛盾有所加剧，粗钢产量增长出现回落。2011年中国生产粗钢6.83亿吨，同比增长9.03%，增速较2010年略有下降，占全球粗钢产量的45.85%，较2010年上升1.52个百分点。

2012年前三季度，中国粗钢产量5.42吨，同比增长1.70%，增幅同比大幅减缓9个百分点。

从世界钢铁竞争格局看，2011年，随着世界经济恢复的不确定因素增强，世界主要钢铁生产国粗钢产量增速出现不同程度放缓，其中欧美地区产量增速下降较为显著，日本出现负增长，中国产量增速略有减少。

表1 2011年中国钢铁企业粗钢产量排名

排名	名称	粗钢产量 (万吨)	增长率 (%)
1	河北钢铁集团	7113.45	4.94
2	鞍钢集团公司	4624.16	-0.32
3	宝钢集团有限公司	4334.09	3.01
4	武汉钢铁(集团)公司	3768.49	3.12
5	江苏沙钢集团	3192.32	5.99
6	首钢集团	3003.59	-3.79
7	山东钢铁集团有限公司	2402.32	3.76
8	渤海钢铁集团	1919.36	9.96
9	马钢(集团)控股有限公司	1668.40	2.43
10	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	1588.97	5.18
11	河北新武安钢铁集团	1527.32	-17.86
12	北京建龙重工集团有限公司	1235.69	22.68
13	安阳钢铁集团公司	1177.34	-0.58
14	日照钢铁控股集团有限公司	1120.07	14.23
15	包头钢铁(集团)有限责任公司	1022.12	1.05
16	酒泉钢铁(集团)有限责任公司	1021.56	19.24
17	太原钢铁(集团)有限公司	990.37	3.19
18	江西萍钢实业股份有限公司	907.30	11.53
19	河北津西钢铁集团	903.77	9.58
20	新余钢铁集团有限公司	872.28	-1.68
21	河北纵横钢铁集团有限公司	864.87	42.68
22	唐山国丰钢铁有限公司	821.39	9.63
23	南京钢铁集团有限公司	764.52	12.91
24	中天钢铁集团有限公司	701.22	11.13
25	中信泰富特钢集团有限公司	673.26	8.43

资料来源：中国钢铁工业协会

- 注：1、宝钢集团包括韶钢、宁钢和八一钢铁；河北钢铁集团包括唐钢、邯钢、宣钢、承钢、舞钢和石钢等；武钢集团包括柳钢；山东钢铁集团包括济钢集团、莱钢集团和张店钢铁总厂；鞍钢集团公司包括鞍钢、本钢、北台钢铁和攀钢；安钢集团包括安钢股份公司、信阳钢铁公司、凤宝特钢公司和新普钢铁公司；
- 2、河北新武安钢铁集团为河北省武安市近20家民营钢铁企业于2006年1月成立的联合体，2011年粗钢产量未包含河北新金钢铁有限公司；渤海钢铁集团由天津钢管集团、天津天钢集团、天津天铁冶金集团和天津冶金集团于2010年整合重组成立；
- 3、由于统计口径不同，统计数据可能与企业公布数据有出入。

行业整合方面，2011年马钢股份、安阳钢铁集团、鞍钢集团等国有钢企均有进一步的重组动作，民营钢企逐步成为重组的目标；此外，

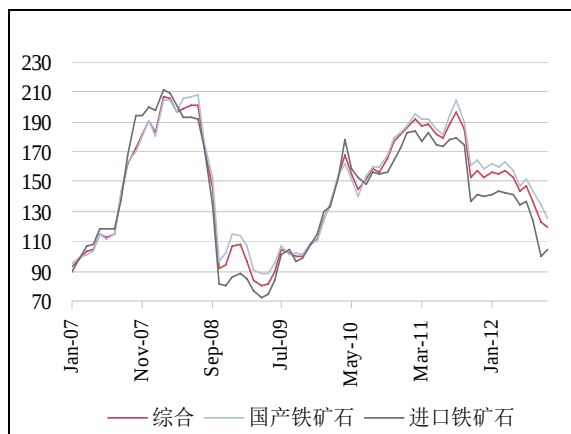
以河北12家民营钢企组建新武安钢铁集团为代表，民营钢企间开始自发以抱团方式重组。2011年1~11月，中国前十大钢铁企业粗钢产量占全国粗钢产量比为49.10%，较2010年提高0.80个百分点，行业集中度稳定提升。

政策方面，2011年11月7日，工业和信息化部出台了《钢铁工业“十二五”发展规划》，规划重点方向是钢铁产业结构调整 and 转型升级，并以自主创新和技术改造为支持，提高质量、扩大高性能钢材品种、推进节能降耗、优化区域布局、引导兼并重组、强化资源保障、提高资本开放程度和国际化经营能力，加快实现由注重规模扩张发展向注重品种质量效益转变。2011年12月31日，工信部下达了“十二五”工业领域行业淘汰落后产能目标，针对钢铁行业的具体目标为：淘汰炼铁落后产能4800万吨，炼钢产能4800万吨，铁合金740万吨。

铁矿石方面，从中国进口铁矿石价格指数看，2010年，进口铁矿石价格指数步入快速上升通道，于2010年二季度振荡下挫后延续攀升上行态势；2011一季度，中国铁矿石价格指数振荡上行，逐步逼近2008年高位水平，但二季度末指数略有回落。三季度以来，受国际经济景气程度再次波动，中国钢铁需求减缓影响，钢材价格显著回落，中国进口铁矿石价格指数迅速走低，2011年底为140.20点，较2010年底下降18.68%，2012年以来，进口铁矿石价格指数有逐步企稳态势，截至2012年9月仅为104.2点。中国国内铁矿石价格指数与进口铁矿石价格指数变化趋势基本一致。联合资信注意到，2010年铁矿石谈判日韩钢企接受铁矿石三大厂商90%以上的涨幅，并且定价机制发生变化，由指数化的季度定价取代年度长协矿定价，季度定价模式将参考上季度铁矿石现货价格。进入2011年，必和必拓加大了月度定价模式的推行力度，协议矿石价格与现货价格趋同性有所增强，从而加大了矿石价格波动。2011年9月，中国钢铁工业协会正式推出中国铁矿石价格指数。整体看，铁矿石市场正向定价短期化

和金融化发展，各方在定价权的争夺上竞争激烈。

图1 中国铁矿石价格指数



资料来源：www.mysteel.com

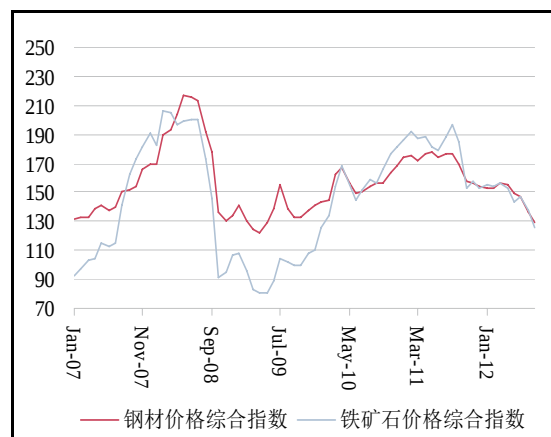
总体看，近年铁矿石价格大幅波动，给铁矿石自给率不高的钢铁企业成本控制与风险管理带来压力和挑战。未来铁矿石定价短期化趋势将导致成本控制难度的进一步提升。

从下游需求情况看，2011年上半年，中国钢材需求保持稳步增长，但自三季度起，受国家经济政策调整影响，下游主要用钢行业增速放缓，钢铁需求相应下滑。从未来需求看，受“十二五”期间投资拉动和中国城市化进程推进，中国钢铁内需将保持较快增长。

钢材进出口方面，2011年前三季度，国际钢材市场需求逐步升温，中国钢材出口量快速增长，但9月份以来外需减弱，出口价差缩水，出口量出现回落。进口钢材量同比略有减少。2011年全年，中国出口钢材4888万吨，净出口3330万吨，同比分别增长14.85%和27.44%。

钢材价格方面2011年上半年，钢材市场价格保持了稳步上涨势头，2011年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012年3月，钢材价格指数在地位初步企稳后继续下行态势。截至2012年8月，其价格指数跌至129点。

图2 近年来主要钢材产品价格指数



资料来源：www.mysteel.com

从盈利状况看，2011年全年平均来看，由于铁矿石等原燃料价格处于高位震荡，推高了企业生产成本，挤压了钢企的盈利空间。根据中国钢铁行业协会的统计数据，2011年大中型钢铁企业实现营业收入36186.30亿元，同比增长18.65%，利润总额875.30亿元，同比下降4.51%，平均销售利润率仅为2.42%，较2010年下降了0.59个百分点。2012年1~9月，全国重点大中型钢企利润总额-55.27亿元，呈现全行业亏损的局面；2012年9月中旬后，受益于美国第三轮量化宽松政策，钢材价格有所反弹。

2012年2月末以来，货币政策有所放松，央行两次下调了存款准备金率并下调了存、贷款利率，市场流动性有所宽松、钢铁企业财务费用将得到一定程度的控制；国家对能源、交通、水利等一些重点投资项目开闸重启，从而对使下游对钢铁产品需求形成了一定的支撑。2012年5月，广东湛江钢铁基地项目、广西防城港钢铁基地项目和首钢搬迁项目获得国家发改委批准。从效果上分析，大型钢铁项目建设本身将拉动钢铁需求，从而对行业构成一定的利好；从短期供给看，由于项目建设周期为2年左右，短期内不会增加供给。从中长期看，由于广西和广东项目分别将在广西和武钢累计压缩粗钢产能1070万吨、广东累计压缩粗钢产能1614万吨的基础上实施，新增产能与压缩产能相匹配，

中长期亦不会大幅增加粗钢产能。

总体看，跟踪期内，铁矿石价格波动较大，使钢企业面临较大的成本控制压力；2011 年下半年特别是三季度以来，受欧债危机进一步加重、内需减缓和紧缩政策影响，钢材价格出现大幅下跌，行业景气度持续弱化，目前钢铁行业正处于周期性低谷。未来钢铁生产企业经营及盈利能力的改善，有待于世界经济的进一步恢复和中国宏观经济政策调整。

五、基础素质分析

公司所处的兴福钢材市场是中国长江以北地区最大的钢板集散地，拥有各类经营企业数百家，各类板材生产线数十条，2011 年各类板材交易量约 70 万吨，交易额约 40.97 亿元。

公司经营彩涂板、镀锌板和轧硬板的贸易业务，2011 年实现贸易收入 15.03 亿元。子公司山东华鲁伟业新板材有限公司从事生产销售镀铝锌硅板业务，年生产能力 60 万吨，在地方市场中具有一定的规模优势。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制和管理制度方面无重大变化。

股权方面，2011 年底，公司注册资本为 3180 万元，魏月风、李宝兰、刘中华三位自然

人的出资比例分别为 58%、32%和 10%，魏月风为公司的实际控制人；2012 年 1 月，公司增资 4000 万元，股东变为魏月风和李宝兰两人，持股比例分别为 75%和 25%，此次增资后，公司注册资本变为 7180 万元。

七、经营分析

1. 经营现状

公司业务包括镀锌板、彩涂板、轧硬板的贸易，以及镀铝锌硅板的生产销售，其中前者的经营主体为公司本部，后者的经营主体是持股 75%的子公司山东华鲁伟业新板材有限公司（以下简称“华鲁伟业”）。

2011 年，公司实现营业收入 40.98 亿元，同比增长 25.26%；从收入构成看，镀铝锌硅板占比 63.31%，较上年的 68.73%有所下降，公司贸易业务占比有所上升，其中，镀锌板和轧硬板的贸易分别较上年增长 66.40%和 60.15%，高于整体业务的增长速度。

从毛利率来看，2011 年，公司毛利率为 10.90%，较上年略有上升。其中轧硬板贸易毛利率较上年增长 2.71 个百分点，主要因为轧硬板出口贸易增长较快所致。

2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 29.82 亿元，同比增长 9.83%；公司毛利率为 10.61%，较 2011 年底略有下降。

表 2 2010~2012 年 9 月公司营业收入构成及毛利率

	营业收入（亿元）			毛利率（%）		
	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
镀锌板贸易	4.91	8.17	5.98	10.45	10.91	11.05
彩涂板贸易	3.99	4.73	3.11	11.72	10.87	10.64
轧硬板贸易	1.33	2.13	1.81	12.00	14.71	13.21
镀铝锌硅板	22.48	25.94	18.92	10.50	10.59	10.47
合计	32.71	40.98	29.82	10.70	10.90	10.61

资料来源：公司提供

2. 贸易业务

跟踪期内，公司贸易业务主要以国内贸易为主，2011 年，公司贸易业务实现销售收入

15.03 亿元，其中国内贸易收入 13.47 亿元，出口贸易收入 1.56 亿元。2012 年 1~9 月，公司贸易业务实现销售收入 10.90 亿元，其中国内贸

易收入 9.82 亿元，出口贸易收入 1.08 亿元。

公司贸易产品包括镀锌板、彩涂板和轧硬板，2011 年分别实现销售收入 8.17 亿元、4.73 亿元和 2.13 亿元，其中轧硬板贸易毛利率高于其他两种产品。

采购方面，公司与山东、江苏、河北等省份的生产企业建立了长期、良好的合作关系，可以保证产品采购的顺利进行，采购方式主要是现款交易，部分采用预付款交易。2011 年，前五大供应商占公司采购量的 59.35%，较上年的 57.26% 有所上升。采购价格方面，跟踪期内，公司采购价格呈现下降趋势。

表3 公司贸易产品采购量及采购均价

项 目	采购量（吨）		采购均价（元/吨）	
	2010 年	2011 年	2010 年	2011 年
镀锌板	88991	139163	5194	5258
彩涂板	43559	81639	5888	5228
轧硬板	41627	54062	4048	3406

资料来源：公司提供

销售方面，公司贸易产品主要是面向直接终端客户，包括彩涂板生产企业和钢结构生产企业，但也部分销售给贸易型企业；截至 2011 年，公司前五大客户占公司国内贸易量的 60.21%，较上年的 58.23% 有所上升。销售区域方面，主要为国内贸易（占 90%），其中山东省占比 23.44%。销售价格方面，随着采购价格的下降，公司贸易产品销售价格也随之下降，但毛利率基本保持稳定。

表4 公司贸易产品销售量及销售均价

项 目	销售量（吨）		销售均价（元/吨）	
	2010 年	2011 年	2010 年	2011 年
镀锌板	84634	138393	5800	5902
彩涂板	59798	80667	6669	5865
轧硬板	28906	53452	4600	3994

资料来源：公司提供

3. 镀铝锌硅板生产销售业务

华鲁伟业具有镀铝锌硅钢板产能 60 万吨，

拥有两条生产线，每条生产线分别具有年产 30 万吨的生产能力。2011 年华鲁伟业实现销售收入 25.94 亿元，同比增长 15.39%，低于公司整体收入的增长速度。产能利用率方面，2011 年为 69.59%，较上年有所提高。

表5 近年公司镀铝锌硅板产销情况

	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
产量（吨）	344696.52	417569.52	303645.20
销量（吨）	335736.12	411392.75	301061.03
产销率（%）	97.40	98.52	99.15
销售均价（元/吨）	6695.73	6305.41	6284.44
销售收入（亿元）	22.48	25.94	18.92

数据来源：公司提供。

销售价格方面，跟踪期内，受原材料价格下降的传导，公司产品价格随之下降，但毛利率保持稳定，2011 年为 10.59%，较上年的 10.50% 变化较小。

销售区域方面，公司产品在国内市场以直销为主，主要销往山东和东北地区，少部分辐射到广东、福建等省份。2011 年山东省内销售占比为 31%，较上年的 23% 有所上升。

由于产品质量好，公司建立起了稳定的客户群，从客户集中度上来看，2011 年前 5 大客户占比达到 49.01%，客户集中度较高。

原材料采购方面，镀铝锌硅板的主要原材料为冷轧板和锌锭，2011 年，冷轧板和锌锭的采购成本占公司生产成本的 98.9%。跟踪期内，受钢铁行业景气度下行影响，公司冷轧板和锌锭的采购均价呈现下降趋势，公司采购成本有所下降。

公司结算方式采用先款后货，主要以现款和银行承兑汇票为主（资产负债表中无应付账款）。由于原材料需求量大，结算及时，公司与供应商关系稳定。

表6 近年镀铝锌硅板原材料采购均价

采购量（吨）	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
冷轧板	357458.75	427689.20	318517.12

锌锭	12204.15	14961.80	12104.78
采购均价 (元/吨)	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
冷轧板	5132.74	4935.21	4862.44
锌锭	14524.34	13986.54	13649.95

数据来源：公司提供。

4. 未来发展

跟踪期内，公司持股75%的子公司华鲁伟业投资建设两条轧机生产线，截止2012年9月，已累计完成投资6.5亿元，占总投资的87%，目前已处于试生产阶段。

总体看，跟踪期内，公司贸易业务呈现增长态势，销售区域以国内贸易为主，出口占比较小，子公司华鲁伟业产销量稳定增长，生产销售情况良好。未来凭借新建两条轧机生产线的投产，公司业务有望保持稳定增长。

八、募集资金使用情况

公司参与发行了山东省博兴2012年度第一期中小企业集合票据（“12博兴SMECN1”），募集资金7000万元，期限为3年，其中4200万元用于补充营运资金，2800万元用于偿还银行借款。公司根据上述资金用途，已经完成募集资金的使用。

九、财务分析

公司提供的 2011 年度合并财务报表经滨州宏信有限责任会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

截至2011年底，公司合并资产总额为16.55亿元，所有者权益合计为8.89亿元；2011年，公司实现营业收入40.98亿元，利润总额3.62亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司合并资产总额为 21.27 亿元，所有者权益合计为 11.17 亿元；2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 29.82 亿元，利润总额 2.50 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司收入和利润规模保持稳定增长，2011 年公司实现营业收入 40.98 亿元，同比增长 25.26%；利润总额 3.62 亿元，同比增长 31.49%，增长速度高于营业收入的增速。2011 年，公司营业利润率为 10.82%，较上年的 10.69%略有上升。

期间费用方面，2011 年，公司三费合计占营业收入的 2.00%，较上年的 2.29%有所降低，公司期间费用控制能力较强。

2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 29.82 亿元，同比增长 9.83%，利润总额 2.50 亿元，同比增长 8.23%；营业利润率 10.54%，较 2011 年底下降 0.28 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收入和利润规模保持稳定增长，营业利润率变化较小，公司整体盈利能力保持稳定。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2011年，公司经营性现金流入量44.88亿元，同比增长22.87%，全部来源于销售商品、提供劳务收到现金，低于营业收入的增速（25.26%）；同期，公司经营性现金流出量为43.45亿元，同比增长23.68%，主要来自于购买商品、接受劳务支付的现金（42.41亿元）；2011年，公司经营活动现金流量净额为1.43亿元，同比增长2.44%。

从收入实现质量看，2011年公司现金收入比为109.53%，较上年的111.66%有所下降，公司收入实现质量尚可。

从投资活动看，2011年，公司投资活动现金流出2.10亿元，同比增长50.01%，主要是子公司华鲁伟业投资建设的两条轧机生产线；同期，公司无投资活动产生的现金流入。

从筹资活动来看，2011年，公司筹资活动现金流入量为3.12亿元，同比增长212.00%，由公司取得借款收到的现金（1.12亿元）以及融资租赁款项（2亿元）构成；同期，筹资活动产生的现金流出量为0.78亿元，同比下降1.70%；

公司筹资活动产生的现金流量净额为2.34亿元。

2012年1~9月,公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为1.92亿元和-1.86亿元和1.73亿元。

总体看,跟踪期内,公司经营活动获取现金能力有所提高,收入实现质量尚可。

3. 资本及债务结构

资产

截至2011年底,公司资产总额为16.55亿元,同比增长67.15%;从资产构成看,流动资产占69.94%,非流动资产占30.06%,流动资产占比较上年的68.55%略有上升。

流动资产方面,截至2011年底,公司流动资产合计11.57亿元,同比增长70.54%。随着公司业务量的增长,预付款和存货也随之增长,2011年底分别为4.36亿元和4.00亿元,同比增长53.57%和52.23%。

非流动资产方面,截至2011年底,公司非流动资产为4.97亿元,同比增长59.77%;2011年底公司固定资产4.00亿元,同比增长69.81%,主要是子公司华鲁伟业投资建设的两条轧机生产线。

截至2012年9月底,公司资产总额为21.27亿元,较2011年底增长28.57%,资产结构较上年变化不大。

总体看,跟踪期内,公司资产规模稳定增长,资产结构以流动资产为主。

所有者权益

截至2011年底,公司所有者权益合计为8.89亿元,同比增长50.70%;从权益构成看,主要由未分配利润构成(占78.63%);截至2012年9月底,公司所有者权益合计为11.17亿元,较2011年底增长25.55%,主要系未分配利润的增长以及实收资本增加0.40亿元。

总体看,公司权益稳定性较差。

负债

截至2011年底,公司负债合计7.65亿元,

同比增长91.44%。负债构成中,流动负债占负债总额的比重为73.87%,非流动负债占26.13%。

流动负债方面,2011年底,公司流动负债合计5.65亿元,同比增长41.41%,主要来自于短期借款的应付票据增长;其他应付款主要为向股东的借款。非流动负债方面,2011年底,公司非流动负债合计2.00亿元,为融资租赁款项。2011年,公司全部债务6.94亿元,较上年增加3.62亿元,其中短期债务4.94亿元,长期债务2亿元。

截至2012年9月底,公司负债合计为10.11亿元,较2011年底增长32.08%,主要来自于2012年发行的0.70亿元应付债券、短期借款和应付票据的增长。2012年9月底,公司全部债务9.38亿元,较2011年底增加2.44亿元,其中短期债务6.85亿元,长期债务2.53亿元。

债务指标方面,2011年公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为43.83%和46.25%,较上年的36.03%和40.38%有所上升。截至2012年9月底,上述指标分别为45.67%和47.51%,较上年进一步上升。

总体看,跟踪期内,负债规模呈现增长趋势;负债结构以短期债务为主。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,截至2011年底,公司的流动比率和速动比率分别为204.72%和133.98%,较上年的169.76%和104.05%有所提高;公司经营现金流动负债比为25.26%,较上年的34.87%有所下降。总体看,跟踪期内,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看,2011年公司EBITDA为3.79亿元,EBITDA利息倍数为10.72倍,较上年的10.24倍略有上升;同期,公司全部债务/EBITDA为1.83倍,较上年的1.15倍有所上升。总体看,公司整体偿债能力较强。

2011年,公司EBITDA和经营活动现金流

入量分别为 3.79 亿元和 44.88 亿元，对待偿还债券的保障倍数分别为 5.41 倍和 64.11 倍，保障程度高。

截至 2012 年 9 月底，公司对外担保 5.34 亿元，担保比率 47.83%。被担保企业包括山东远大板业科技有限公司、山东蓝天钢结构工程有限公司、山东科瑞钢板有限公司，均为山东省博兴县的钢材贸易企业，被担保企业经营情况正常。考虑到公司担保比率较高，被担保企业均为同一区域同一行业企业，受区域和行业影响较大，公司存在一定或有负债风险。

截至 2012 年 9 月底，公司共获得各家银行授信额度合计 9.80 亿元，其中已使用的额度为 5.26 亿元，未使用额度 4.54 亿，公司间接融资渠道较为畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201212862056），截至 2012 年 12 月 5 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

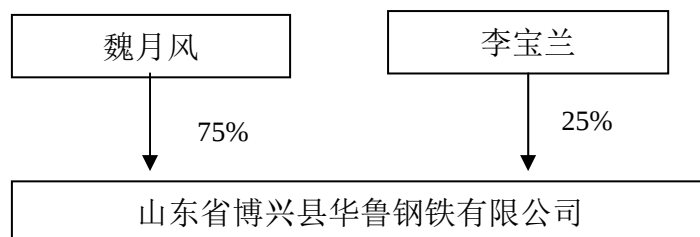
6. 抗风险能力

公司贸易业务和镀铝锌硅钢板的生产销售业务发展态势良好，收入和利润规模稳定增长。产能规模在当地处于领先地位，公司整体抗风险能力较强，违约风险较低。

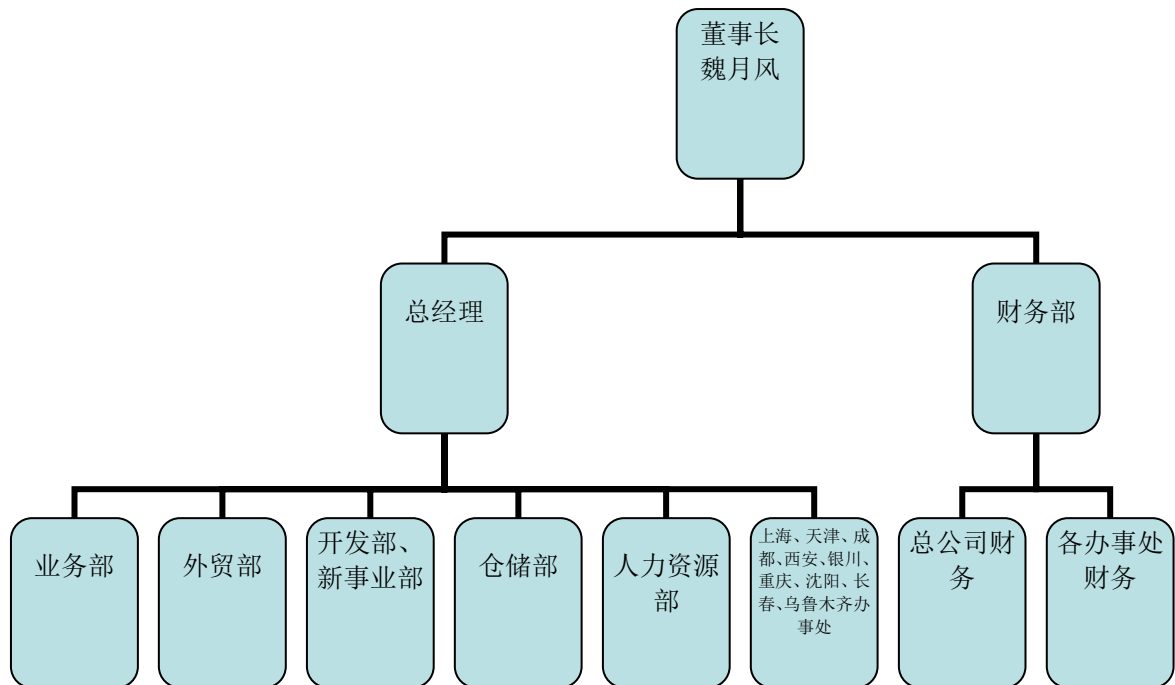
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 A⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	11071.25	13093.27	29792.26	64.04	47683.40
交易性金融资产					
应收票据	1813.63				
应收账款					2615.01
预付款项	17716.15	28405.53	43622.83	56.92	50275.21
应收利息					
应收股利					
其他应收款	2904.18	92.85	2322.18	-10.58	1046.63
存货	14297.08	26265.52	39984.16	67.23	45497.98
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	47802.28	67857.17	115721.44	55.59	147118.22
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	110.00	110.00	115.50	2.47	123.94
投资性房地产					
固定资产	15843.22	23552.75	39994.41	58.88	55346.39
在建工程	1695.51	6719.50	5983.78	87.86	6550.43
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产					
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	764.89	748.61	3644.16	118.27	3587.76
递延所得税资产					
其他非流动资产					
非流动资产合计	18413.62	31130.87	49737.84	64.35	65608.52
资产总计	66215.90	98988.04	165459.28	58.08	212726.75

附件 2-2 合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	10800.00	14300.00	19500.00	34.37	29599.98
交易性金融负债					
应付票据	11850.16	18931.95	29900.00	58.84	38900.00
应付账款	263.15	0.15			
预收款项	942.25	337.65	598.75	-20.28	682.62
应付职工薪酬	97.27	114.16	117.40	9.86	133.69
应交税费	147.22	355.08	462.45	77.24	461.06
应付利息					
应付股利					
其他未交款	0.37	6.43	13.07	497.71	11.86
其他应付款	5927.23	5928.14	5935.25	0.07	5939.85
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	30027.64	39973.55	56526.92	37.20	75729.08
非流动负债：					
长期借款					
应付债券					7000.00
长期应付款	200.00		20000.00	900.00	18344.97
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	200.00	0.00	20000.00	900.00	25344.97
负债合计	30227.64	39973.55	76526.92	59.11	101074.05
所有者权益：					
实收资本(或股本)	3180.00	3180.00	3180.00	0.00	7180.00
资本公积					
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	1590.00	1590.00	1590.00	0.00	1590.00
未分配利润	26092.61	44908.70	69936.22	63.72	86165.45
归属于母公司权益合计	30862.61	49678.70	74706.22	55.58	94935.45
少数股东权益	5125.65	9335.79	14226.14	66.60	16717.26
所有者权益合计	35988.26	59014.49	88932.37	57.20	111652.70
负债和所有者权益总计	66215.90	98988.04	165459.28	58.08	212726.75

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	223641.73	327131.43	409769.95	35.36	298217.58
减: 营业成本	202690.54	292126.85	365101.52	34.21	266577.28
营业税金及附加	8.74	21.04	324.61	509.34	201.98
加: 其他业务利润					40.23
销售费用	2030.63	3889.92	4020.93	40.72	2749.84
管理费用	1577.37	2176.99	2387.58	23.03	1656.57
财务费用	881.05	1422.73	1787.72	42.45	2115.89
资产减值损失					
加: 公允价值变动收益					
投资收益			5.50		9.53
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	16453.41	27493.91	36153.09	48.23	24965.78
加: 营业外收入					
减: 营业外支出					
其中: 非流动资产处置损失		4467.69			
三、利润总额	16453.41	27493.91	36153.09	48.23	24965.78
减: 所得税费用	1191.68	4467.69	6235.21	128.74	6245.45
四、净利润	15261.73	23026.23	29917.88	40.01	18720.34

附件 4 合并现金流量表
 （单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	245212.48	365272.89	448817.78	35.29	349098.45
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金					
经营活动现金流入小计	245212.48	365272.89	448817.78	35.29	349098.45
购买商品、接受劳务支付的现金	236707.69	343582.00	424064.06	33.85	320631.66
支付给职工以及为职工支付的现金	147.53	1568.68	1370.28	204.77	1110.37
支付的各项税费	1995.26	6184.98	9105.99	113.63	8159.84
支付其他与经营活动有关的现金	605.14				
经营活动现金流出小计	239455.61	351335.65	434540.32	34.71	329901.87
经营活动产生的现金流量净额	5756.87	13937.24	14277.46	57.48	19196.57
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额					
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	0.00		0.00
购建固定资产、无形资产等支付的现金	4703.91	13992.49	20990.75	111.24	18634.50
投资支付的现金	110.00				
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	4813.91	13992.49	20990.75	108.82	18634.50
投资活动产生的现金流量净额	-4813.91	-13992.49	-20990.75	108.82	-18634.50
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金					4000.00
取得借款收到的现金	11650.00	10000.00	11200.00	-1.95	27599.98
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金			20000.00		
筹资活动现金流入小计	11650.00	10000.00	31200.00	63.65	31599.98
偿还债务支付的现金	3750.00	6500.00	6000.00	26.49	10500.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	881.05	1422.73	1787.72	42.45	2115.89
支付其他与筹资活动有关的现金					1655.03
筹资活动现金流出小计	4631.05	7922.73	7787.72	29.68	14270.92
筹资活动产生的现金流量净额	7018.95	2077.27	23412.28	82.64	17329.06
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	7961.91	2022.02	16698.99	44.82	17891.14
加：期初现金及现金等价物余额					
六、期末现金及现金等价物余额	7961.91	2022.02	16698.99	44.82	17891.14

附件 5 公司主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	123.31	360.75	0.00		--
存货周转次数(次)	28.35	14.40	11.02	15.50	--
总资产周转次数(次)	6.75	3.96	3.10	4.09	--
现金收入比(%)	109.65	111.66	109.53	110.19	117.06
盈利能力					
营业利润率(%)	9.36	10.69	10.82	10.49	10.54
总资本收益率(%)	27.47	26.48	20.00	23.44	--
净资产收益率(%)	42.41	39.02	33.64	37.01	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	0.55	0.00	18.36	9.29	18.50
全部债务资本化比率(%)	38.84	36.03	43.83	40.49	45.67
资产负债率(%)	45.65	40.38	46.25	44.37	47.51
偿债能力					
流动比率(%)	159.19	169.76	204.72	185.12	194.27
速动比率(%)	111.58	104.05	133.98	120.52	134.19
经营现金流动负债比(%)	19.17	34.87	25.26	26.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	19.30	20.64	21.67	20.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.32	1.15	1.83	1.52	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.04	0.00	-0.10	-0.04	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.05	-0.04	-3.84	-1.72	--

注：2012 年三季度财务数据未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

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

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

跟踪评级公告

联合[2012] 1329 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东远大板业科技有限公司主体长期信用等级为A⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

山东远大板业科技有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 31 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	1.53	3.63	4.51	5.09
资产总额(亿元)	9.25	16.19	25.42	34.01
所有者权益(亿元)	5.01	7.64	10.56	14.31
长期债务(亿元)	0.80	1.55	3.00	4.57
全部债务(亿元)	3.88	8.18	12.02	16.37
主营业务收入(亿元)	21.22	30.26	37.30	49.85
利润总额(亿元)	2.03	3.51	3.89	5.00
EBITDA(亿元)	2.43	4.10	4.84	--
经营性净现金流(亿元)	0.89	3.21	6.76	0.43
主营业务利润率(%)	10.57	10.58	12.17	11.77
净资产收益率(%)	36.76	41.56	32.06	--
资产负债率(%)	45.84	52.80	58.48	57.93
全部债务资本化比率(%)	43.64	51.71	53.24	53.36
流动比率(%)	142.51	121.24	108.07	123.86
全部债务/EBITDA(倍)	1.60	1.99	2.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	17.77	15.68	9.76	--
经营现金流动负债比(%)	25.78	45.93	70.30	--

注: 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

田 甜

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 山东远大板业科技有限公司(以下简称“公司”)新建生产线陆续投产, 产品结构不断完善, 主要产品的产销量稳定增长, 主营业务收入和资产规模保持较快增长。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到行业产能过剩、竞争激烈、原材料价格波动和对外担保比率较高等因素对公司经营及信用水平带来不利影响。

未来, 中国经济的回暖将带动市场消费需求的大幅回升; 公司新建生产线的达产, 将使得公司规模经济优势有望进一步扩大, 对公司持续经营及发展形成支撑。

综合考虑, 联合资信维持公司的主体长期信用等级为 A⁻, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司位于全国板材集散中心, 外部环境良好, 行业规模效应、集成效应显著。
2. 公司经营收入持续增长, EBITDA 对全部债务及利息的保障能力较强。
3. 公司经营活动获现能力较强, 货币资金充足。

关注

1. 镀锌板行业产能过剩, 行业竞争激烈。
2. 公司原材料议价能力较低, 且钢材价格波动对公司成本控制带来一定挑战。
3. 受公司期间费用上涨影响, 公司盈利能力有所下滑。
4. 公司对外担保比率较高, 被担保企业区域及行业集中度高, 存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东远大板业科技有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东远大板业科技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，未因山东远大板业科技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山东远大板业科技有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于山东远大板业科技有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山东远大板业科技有限公司（以下简称“公司”）成立于2005年10月，由五位自然人共同出资组建，注册资本6000万元，目前股东持股情况如下表。

表1 2011年底公司股东持股情况

股东	出资额（万元）	持股比例（%）
杨后坤	4150.20	69.17
李胜军	1469.80	24.49
张荣芳	180.00	3.00
石月英	100.00	1.67
郭孟超	100.00	1.67
合计	6000.00	100

资料来源：公司提供

公司经营范围包括：冷板、镀锌板、彩涂板生产销售、开发；普通货物仓储、仓库租赁服务。

截至2012年9月底，公司设立财务部、采购部、业务部、行政部共四个职能部门及酸洗车间、冷轧车间、彩涂车间、镀锌车间、镀铝锌硅车间。

截至2011年底，公司资产总额25.42亿元，所有者权益10.56亿元；2011年公司实现主营业务收入37.30亿元，利润总额3.89亿元。

截至2012年9月底，公司资产总额34.01亿元，所有者权益14.31亿元；2012年1~9月，公司实现主营业务收入49.85亿元，利润总额5.00亿元。

公司注册地址：博兴城东大市场；法定代表人：杨后坤。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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

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

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

2. 政策环境

财政政策方面，2011年全年公共财政收入103740亿元，比上年增加20639亿元，增长24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的

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

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

的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

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

四、行业经济环境

公司主要从事冷轧板、镀锌板和彩涂板的生产与销售业务。从生产环节上看，冷轧钢板—镀锌板—彩涂板是上下游产品的概念。从使用用途来看，冷轧板用途很广，可应用于汽车制造、电器产品、机车车辆、航空、精密仪表、食品罐头等；镀锌板作为终端产品应用时，主要应用于建筑、汽车、家电、工程机械、轮船、容器制造等行业；彩涂板主要用于钢构建筑上，应用形式主要是夹芯板和瓦楞板。

随着中国经济的快速发展，镀锌板和彩涂板消费量大幅增长，“十五”期间，生产线的建设主体主要是宝钢、鞍钢、武钢、本钢、首钢、唐钢等大型钢铁企业，生产线也多从美国、日本、韩国引进，机组产能较高，装备也比较先进。“十一五”期间，民营企业成为镀锌板和彩涂板生产线的投资主体，但装备水平和产品档次相对较低，目前民营企业的单条生产线的产能多集中于10万吨/年。不完全的统计数据显示，截至2011年底，中国镀锌板产能超过7000万吨/年，彩涂板产能超过1000万吨/年，其中

民营企业的生产能力占到 50%以上。2011 年中国完成镀锌板产量 1246.96 万吨，完成彩涂板产量 143.07 万吨，分别较上年增长 0.16%和 2.56%。2012 年 1~9 月，分别完成 1098.76 万吨和 118.39 万吨，为 2011 年全年的 88.12%和 82.75%。

表 2 近年中国镀锌板、彩涂板生产情况
(单位: 万吨)

项目	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
镀锌板	1245.00	1246.96	1098.76
彩涂板	139.50	143.07	118.39
合计	1384.50	1390.03	1217.15

资料来源: 中国钢铁工业协会。

从主要原料—钢材价格看，2010 年钢材整体价格同比有所增长。2011 年上半年，钢材市场价格保持了稳步上涨势头，2011 年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012 年 3 月，钢材价格指数在低位初步企稳后继续下行态势。截至 2012 年 8 月，其价格指数跌至 129 点。钢材价格的波动对公司的成本控制提出了较高的要求。

图1 钢材价格综合指数



资料来源: Wind 资讯

从下游需求方面看，中国是世界上最大的家电和汽车生产国，在未来几年内，中国汽车和家电将进一步普及并有大量更新换代需求，中国家电和汽车生产大国的地位将会继续保

持，上述产品庞大的生产规模将继续保障镀锌板产品的需求；同时，中国工业经济的飞速发展带动了各类厂房的大量建设，以及房地产市场的发展，均对镀锌板和彩涂板产品产生了大量的需求。

目前，国内镀锌板和彩涂板产品超过 50%为低档产品，品种规格少，基板性能较差，镀层和涂层薄，品质低，使用寿命短。而应用于高档家电、汽车的高质量、高技术含量的产品仍不能满足国内需求，仍需要大量进口，在部分产品领域国内尚有生产空白。中国镀锌板和彩涂板中的大量生产能力需要进行产品品质提升。

总体看，未来几年，中国的镀锌板和彩涂板行业仍将具有广阔的市场空间。但在产能大量过剩的环境下，生产能力小、产品档次低、质量得不到保障的生产企业将可能面临更加激烈的竞争，并可能退出市场；而生产规模大，对质量要求高的生产企业将可能面临更好的发展机遇。

五、基础素质分析

公司主营镀锌板、镀铝锌硅板、彩涂板和冷轧板的生产和销售。2011 年，公司年产 24 万吨彩涂板和年产 30 万吨冷轧板生产线投产，年产 10 万吨的不锈钢生产线置换为彩涂板生产线并投产；2012 年 3 月，年产 120 万吨五机冷轧生产线投产；2012 年 7 月，年产 60 万吨厚板热镀锌生产线投产。截至 2012 年 9 月底，公司拥有镀锌板产能 30 万吨、镀铝锌硅板产能 30 万吨、彩涂板产能 34 万吨以及酸洗能力 40 万吨、冷轧板产能 150 万吨和厚板热镀锌产能 60 万吨。

表 3 公司主要生产线 (单位: 万吨)

生产线	工艺先进程度	产能	产品
镀锌线	德国西门子公司传送系统，自动化控制全部采用德国进口直流装置和纠偏控制系统	30	镀锌板
冷轧线	二十辊森吉米尔轧机，德国西门子公司控制系统	30	冷轧板

镀铝锌硅线	由黄石山力科技发展有限公司设计制造并安装的,具有创新及独立知识产权的大型国产化机组。该生产线适应性强、板型控制优良,产品质量符合国家标准要求,生产线总体技术处于国内领先水平。	30	镀铝锌硅板
彩涂板生产线	采用两涂两烘彩板生产线,自动化控制采用西门子 PLC 控制,可能过通讯方式与各传动装置连接	24	彩涂板
酸洗生产线	德国西门子公司传送系统,美国进口纠偏系统,扩建后改为推拉式方式,提高了产能和质量	40	酸洗板
彩涂板生产线	采用两涂两烘彩板生产线,自动化控制采用西门子 PLC 控制,可能过通讯方式与各传动装置连接	10	彩涂板
五机冷轧连轧生产线	轧机为五机架全六辊冷轧机,全线带优化功能,机架液压辊缝自动控制, AGC 增益自适应,机组具有动态变规格的功能。	120	冷轧板
厚板热镀锌生产线	机组设置酸洗+碱洗脱脂+清洗段,对带钢进行有效的清洗;采用改良森吉米尔法(带 NOF)的卧式加热炉技术加热带钢;采用喷流式陶瓷感应加热,具有加热快、温度均匀、使用寿命长和锌渣少等优点;采用两弯一矫拉矫机,可有效改善带钢板形及表面质量,提高产品竞争力。	60	厚板热镀锌

资料来源:公司提供

六、管理分析

跟踪期内,公司在管理体制、管理制度以及领导变动等方面无重大变化。

七、经营分析

(1) 经营概况

跟踪期内,公司主要产品镀锌板和镀铝锌硅板的产销量稳步上升,带动主营业务收入保持稳定增长,同时随着新生产线的投产,公司的产品结构得到有效完善。2011年,公司实现主营业务收入 37.30 亿元,同比增长 23.24%。

从收入构成看,2011 年公司实现镀铝锌硅板销售收入 11.67 亿元,占公司主营业务收入的比重为 31.29%,占比较上年同期提高 8.52 个百分点;镀锌板和不锈钢板的销售收入分别为 11.36 亿元和 5.79 亿元,同比分别下降 8.63% 和 47.02%,占公司主营业务收入的比重分别下降至 30.46%和 15.54%;随着公司彩涂板和冷轧板生产线的投产,2011 年分别实现销售收入 7.49 亿元和 0.99 亿元,占公司主营业务收入的比重分别为 20.07%和 2.64%。从毛利率来看,2011 年,公司主营业务毛利率为 12.37%,同比上年上升 1.63 个百分点。

2012 年 1~9 月,公司实现主营业务收入 49.85 亿元,为 2011 年全年的 133.64%,主要是由于公司新建的彩涂板、冷轧板以及厚板热镀锌生产线投产导致相应的产品销售收入大幅增长所致;公司主营业务毛利率为 11.98%,较 2011 年底小幅下降了 0.39 个百分点。

表 4 2010~2012 年 9 月公司主营业务收入构成(单位:万元,%)

产品	2010 年		2011 年		2012 年 1~9 月	
	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比
镀锌板	124346	41.08	113613	30.46	88944	17.84
不锈钢板	109375	36.15	57947	15.54	--	--
镀铝锌硅板	68928	22.77	116715	31.29	88777	17.81
彩涂板	--	--	74852	20.07	117691	23.61
冷轧板	--	--	9857	2.64	183776	36.87
厚板热镀锌	--	--	--	--	19273	3.87
合计	302649	100.00	372984	100.00	498461	100.00

资料来源:公司提供

(2) 原材料采购

公司生产成本构成中,钢材占 80%,锌锭占 18%,其余为能源消耗等。

随着生产规模的扩大,公司原材料采购量

不断增长,其中 2011 年公司钢材和锌锭采购量分别为 42.82 万吨和 1.45 万吨,同比分别增长 8.54%和 31.82%;2012 年 1~9 月,采购量分别为 98.50 万吨和 1.13 万吨,分别为 2011 年全年

采购量的 230.03%和 77.93%，钢材采购量增幅较大的主要原因是公司新建的年产 120 万吨冷轧板生产线的投产所致。采购价格方面，公司钢材采购均价保持下降趋势，其中 2011 年为 4900 元/吨，较上年同期下降，2012 年 1~9 月为 3720 元/吨；公司镀锌采购均价呈波动下降态势，其中 2011 年为 17540 元/吨，同比增长 13.16%，2012 年 1~9 月为 13940 元/吨，较 2011 年下降 20.52%。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：万吨，元/吨）

项目	2010年	2011年	2012年 1~9月
钢材	采购量	39.45	42.82
	均价	5100	4900
镀锌	采购量	1.10	1.45
	均价	15500	17540

资料来源：公司提供

公司原材料采购采取预付款方式，公司议价能力较低，但具有一定的成本向下游转移的能力，能够降低一定的生产经营风险。公司钢材主要供应商为莱芜钢铁有限公司、唐山丰南冷轧镀锌有限公司、山东酒钢嘉利晋贸易有限责任公司等。

（3）生产经营

跟踪期内，随着新建生产线的投产，公司主要产品的产能得到大幅提升。其中2011年，公司年产24万吨彩涂板和年产30万吨冷轧板生产线投产，年产10万吨的不锈钢生产线置换为彩涂板生产线并投产；2012年3月，年产120万吨五机冷轧生产线投产；2012年7月，年产60万吨厚板热镀锌生产线投产。截至2012年9月底，公司镀锌板、镀铝锌硅板、彩涂板、冷轧板和厚板热镀锌产品的产能分别可达年产30万吨、30万吨、34万吨、150万吨和60万吨。

2011年，公司镀锌板、不锈钢、镀铝锌硅板产品产量分别为29.92万吨、4.47万吨和29.62万吨，同比分别增长9.08%、下降48.91%和增长103.99%，不锈钢产品下降主要是由于2011年下半年公司将不锈钢产品生产线置换为彩涂板生

产线；彩涂板和冷轧板产量分别为13.26万吨和29.33万吨。

2012年1~9月，公司镀锌板、镀铝锌硅板、彩涂板和冷轧板产品的产量分别为22.02万吨、21.99万吨、26.44万吨和73.65万吨，分别为2011年全年的73.60%、74.24%、199.40%和251.11%；厚板热镀锌产品的产量为4.16万吨。

表6 公司主要产品产能、产销量及售价（含税）情况
（单位：万吨，元/吨，万元）

产品	2010	2011	2012.9
镀锌板	产能	30	30
	产量	27.43	29.92
	销量	21.08	22.01
	均价（含税价）	5900	6040
	销售额	124346	113613
	出口量	2.03	--
	出口额	12830	--
不锈钢	产能	10	10
	产量	8.75	4.47
	销量	8.06	3.81
	均价（含税价）	17500	15200
	销售额	109375	57947
镀铝锌硅板	产能	30	30
	产量	14.52	29.62
	销量	11.68	22.56
	均价（含税价）	5900	6050
	销售额（万元）	68928	116715
彩涂板	产能	--	34
	产量	--	13.26
	销量	--	13.12
	均价（含税价）	--	6670
	销售额	--	74852
冷轧板	产能	--	30
	产量	--	29.33
	销量	--	2.31
	均价（含税价）	--	5000
	销售额（万元）	--	9857
厚板热镀锌	产能	--	60
	产量	--	4.16
	销量	--	3.88
	均价（含税价）	--	5810
	销售额	--	19273

资料来源：公司提供

(4) 产品销售

跟踪期内，随着公司产品产量的提高，公司产品的销量也保持稳定增长。其中2011年公司镀锌板和镀铝锌硅板产品的销售量分别为22.01万吨和22.56万吨，同比分别增长4.41%和93.15%；2012年1~9月，分别为19.68万吨和19.64万吨，占2011年全年的比重分别为89.42%和87.06%。2011年彩涂板和冷轧板产品的销量分别为13.12万吨和2.31万吨，其中冷轧板的产销率较低，主要是由于公司将其大部分用于深加工项目；2012年1~9月，销量分别为26.44万吨和45.42万吨。2012年1~9月，公司厚板热镀锌产品销量为3.88万吨。

销售价格方面，2011年，随着原材料钢材价格的上涨，公司主要产品价格整体均有所上升，但2012年以来受钢材价格的大幅下降以及市场竞争加剧的影响，公司主要产品价格下降幅度较大。

公司销售区域主要集中在博兴当地贸易市场，销售额约占50%以上。目前，公司在上海、天津、哈尔滨等地设立了办事处，也在青岛、烟台和淄博设有3个销售网点，逐步形成了一个立足山东，并辐射到北京、天津、江苏、上海、河北等国内二十余个省、市和地区的销售网络。从客户集中度看，2012年1~9月，公司前5名客户的销售收入占销售总额的40.89%，集中度较高。

表7 2011年公司前五名客户销售情况（单位：万元）

客户名称	销售收入	占销售总额比重
新疆加翰国际贸易有限公司	55170	11.07%
山东华兴金属物流有限公司	47879	9.61%
山东新日钢板有限公司	38147	7.65%
上海裕齐实业有限公司	34785	6.98%
山东省博兴县名扬新型材料有限公司	27816	5.58%
合 计	203797	40.89%

资料来源：公司提供

在销售回款方面，在市场行情较好的销售环境下，公司采取款到发货的结算方式；在市

场环境低迷的情况下，公司适当给予一定的赊销账期。

总体看，随着新建生产线的投产，公司产品结构不断完善，部分产品产能得到有效提升，产量及销量大幅增长；原材料采购渠道顺畅但议价能力较低。受原材料价格波动和市场竞争的影响，公司产品销售价格呈波动下降态势。公司整体经营情况较好。

八、募集资金使用情况

公司参与发行了山东省博兴县2012年度第一期中小企业集合票据（“12博兴SMECN1”），发行额度为2.00亿元，期限为3年，其中6000万元用于补充营运资金，6000万元用于偿还银行借款，8000万元用于公司“年产60万吨厚板热镀锌生产线及配套设施辅助设备”配套资金。截至2012年9月底，公司募集资金已全部使用完毕。年产60万吨厚板热镀锌生产线已于2012年7月建成并投产，目前尚处于试生产阶段，预计2013年初可完成调试并达产。

九、财务分析

公司提供的 2011 年度财务报表经滨州宏信有限责任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报告。公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

截至2011年底，公司资产总额25.42亿元，所有者权益10.56亿元；2011年公司实现主营业务收入37.30亿元，利润总额3.89亿元。

截至2012年9月底，公司资产总额34.01亿元，所有者权益14.31亿元；2012年1~9月，公司实现主营业务收入49.85亿元，利润总额5.00亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司经营规模持续扩大、产品种类不断丰富，主营业务收入快速增长，2011年公司实现主营业务收入 37.30 亿元，同比增

长 23.24%；同期公司主营业务成本为 32.68 亿元，同比增长 20.98%，增幅小于营业收入。

2011 年，公司的期间费用为 0.66 亿元，同比增长 92.59%，主要是由于贷款利率上调导致利息支出的增加，公司财务费用同比增长 102.46%。公司期间费用占主营业务收入的比重为 1.76%，较上年同期上升了 0.63 个百分点。总体看，公司对期间费用的控制能力较强。

2011 年，公司实现利润总额和净利润分别达到 3.89 亿元和 2.92 亿元，同比均增长 10.94%。

从盈利指标看，2011 年，公司主营业务利润率为 12.17%，较上年同期上升了 1.59 个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为 15.19%和 32.06%，同比分别下降 6.09 和 9.51 个百分点。

2012 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 49.85 亿元，利润总额 5.00 亿元，分别为 2011 年全年的 133.64%和 128.65%；主营业务利润率 11.77%，较 2011 年底小幅下降了 0.39 个百分点。

总体看，跟踪期内公司主要产品的销量及主营业务收入的规模均保持较快增长，但受期间费用增长的影响，公司整体盈利能力有所下降。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2011 年公司经营性现金流入量 43.74 亿元，同比增长 23.65%，全部来源于公司产品销售收入增长带来的销售商品、提供劳务收到现金的增加；同期，公司经营性现金流出量为 36.99 亿元，同比增长 15.00%；由此带来的公司经营活动产生的现金流净额由上年的 3.21 亿元增长至 6.76 亿元。从收入实现质量看，2011 年公司现金收入比为 117.28%，同比提高 0.39 个百分点，公司收入实现质量较好。

从投资活动看，2011 年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 7.63 亿元，同比增长 120.44%，主要为公司对新建生

产线的投入；同期，公司投资活动现金流入和净额分别为 0.01 亿元和 -7.78 亿元；筹资活动前现金流量净额为 -1.03 亿元。公司经营性活动产生的现金不能够完全满足公司投资所需资金的需求，公司对外部融资具有一定的依赖性。

从筹资活动来看，2011 年，公司筹资活动现金流入量为 7.67 亿元，全部为公司取得借款收到的现金；同期，筹资活动产生的现金流出量为 5.64 亿元，同比增长 79.88%，主要为偿还债务支付的现金。2011 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 2.03 亿元。

2011 年，公司现金及现金等价物净增加额为 1.00 亿元。

2012 年 1~9 月，公司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和筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.43 亿元和 -3.43 亿元和 3.58 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.58 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现金能力有所提高，收入实现质量较好；经营活动产生的现金流净额不能够完全满足公司投资需求，对外部融资具有一定的依赖性。

3. 资本及债务结构

资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持较快增长。截至 2011 年底，公司资产总额 25.42 亿元，同比增长 57.08%，主要是由于在建工程的大幅增长所致。资产构成主要以流动资产和固定资产为主，占资产总额的比重分别为 40.85%和 50.23%，占比较上年底分别下降 11.56 和增长 15.98 个百分点。

截至 2011 年底，公司流动资产合计 10.39 亿元，同比增长 22.44%，主要来自货币资金和预付款项的增长。流动资产构成中，主要以货币资金、预付款项和存货为主。

截至 2011 年底，公司货币资金 4.51 亿元，同比增长 28.39%，其中银行存款占 99.91%；预付款项 4.14 亿元，同比增长 26.44%，主要为预

付钢材货款；存货 1.69 亿元，同比增长 9.54%，构成主要为原材料（占 29.79%）和产成品（占 70.15%），公司未提取存货跌价准备。

截至 2011 年底，公司长期股权投资 0.50 亿元，同比增长 47.06%，系公司新增对中国铁路物资博兴有限公司 0.16 亿元的股权投资所致。

截至 2011 年底，公司固定资产原值 6.04 亿元，同比增长 10.34%，主要来自生产用设备的增长。公司固定资产构成中主要为房屋建筑物（占 11.75%）、生产用设备（占 84.63%）和交通用具等。截至 2011 年底，公司累计计提固定资产折旧 1.29 亿元，未提取减值准备。

截至 2011 年底，公司在建工程 8.02 亿元，同比大幅增长 737.69%，主要为车间和生产线项目的投资，包括年产 120 万吨五机冷轧和年产 60 万吨厚板热镀锌生产线的建设。

截至 2011 年底，公司无形资产 1.77 亿元，同比下降 2.69%，构成全部为土地使用权。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额为 34.01 亿元，较 2011 年底增长 33.79%，主要来自流动资产和固定资产的增长。资产结构中仍以流动资产和固定资产为主，分别占 47.18% 和 46.23%。流动资产中，货币资金较上年底增长 12.91%；随着产品销售收入的增长，公司应收账款增长较快，为 1.69 亿元，较上年年底大幅增长 3742.73%；预付款项较上年底增长 57.32%；存货较上年底增长 62.86%。固定资产 13.83 亿元，较上年底增长 191.25%，主要为年产 120 万吨五机冷轧生产线工程完工后转入所致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持较快增长，资产构成主要以流动资产和固定资产为主。流动资产中，货币资金、预付款项和存货占比较大，公司资产流动性较好；非流动资产中以固定资产、在建工程和无形资产为主。公司整体资产质量较好。

负债和所有者权益

截至 2011 年底，公司所有者权益合计为

10.56 亿元，同比增长 38.18%，全部来自未分配利润的增长；公司未分配利润 8.90 亿元，同比增长 48.77%，占所有者权益的比重为 84.28%；截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益合计为 14.31 亿元，较 2011 年底增长 35.54%。总体看，公司所有者权益的稳定性较差。

截至 2011 年底，公司负债合计为 14.87 亿元，同比增长 73.97%。其中，流动负债 9.61 亿元，同比增长 37.36%，主要是由于短期借款和应付票据的增长所致，二者同比分别增长 31.53% 和 41.13%；长期负债 5.26 亿元，同比增长 239.23%，其中长期借款同比增长 93.55%，新增长期应付款 2.26 亿元，系新增的应付工程款。截至 2012 年 9 月底，公司负债合计为 19.71 亿元，较 2011 年底增长 32.54%，其中短期借款 7.32 亿元，较上年底增长 57.99%；预收账款 0.63 亿元，较上年底增长 129.70%；应付债券新增 2.00 亿元，系公司于 2012 年 5 月参与发行的“12 博兴 SMECN1”中小企业集合票据。

截至 2011 年底，公司全部债务总额 12.02 亿元，同比增长 46.93%，其中短期债务 9.02 亿元（占 75.04%），包括短期借款 4.63 亿元和应付票据 4.39 亿元；长期债务 3.00 亿元（占 24.96%），全部为长期借款。截至 2012 年 9 月底，公司全部债务为 16.37 亿元，较 2011 年底增长 36.22%，主要来自短期借款和应付债券的增长。

公司 2011 年全部债务资本化比率和资产负债率分别为 53.24% 和 58.48%，同比分别增长 1.53 和 5.68 个百分点。截至 2012 年 9 月底，上述指标分别为 53.36% 和 57.93%。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益持续增长，但稳定性较差；负债规模增速较快，债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2011 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 108.07% 和 90.46%，同比分别下降 13.17 和 8.70 个百分点；

2012年9月底分别为123.86%和102.58%，较上年底分别提高15.78和12.12个百分点。2011年，公司经营现金流动负债比为70.30%，较上年同期提升了24.37个百分点。考虑到公司货币资金规模较充裕，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2011年公司EBITDA为4.84亿元，相应的EBITDA利息倍数为9.76倍，较上年的15.68倍有所下降；同期，公司全部债务/EBITDA倍数为2.48倍，较上年同期增长0.49倍。总体看，公司EBITDA对全部债务及利息的保障能力较强，整体偿债能力较强。

截至2012年9月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为19.57亿元，其中尚未使用的额度为3.65亿元，公司具备间接融资渠道。

截至2012年9月底，公司无重大应披露的未决诉讼事项。

截至2012年9月底，公司对外担保金额5.91亿元，担保比率为41.28%，被担保的8家企业均正常经营，但公司担保比率高，且被担保企业区域及行业集中度高，存在一定或有负债风险。

表8 截至2012年9月底，公司对外担保明细
(单位：万元)

担保企业	担保数额
山东科瑞钢板有限公司	22400.00
山东华康食品有限公司	1000.00
山东省博兴县华鲁钢铁有限公司	1100.00
山东华鲁伟业新板材有限公司	5500.00
山东省博兴县永鑫化工有限公司	14062.00
博兴县供电公司	7000.00
山东天宏新能源化工有限公司	7000.00
山东华兴钢构有限公司	1000.00
合 计	59062.00

资料来源：公司提供

公司于2012年5月22日参与发行了山东省滨州市博兴县2012年度第一期中小企业集合票据（“12博兴SMECN1”），发行额度为2.00亿元，期限为3年。根据发行条款约定，公司每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金兑

付一期支付。截至2012年9月底，公司尚未支付债券本金及利息。2011年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别4.84亿元和43.74亿元，分别为公司存续债券总额的2.42倍和21.87倍；截至2012年9月底，公司现金类资产为5.09亿元，为公司存续债券总额的2.55倍。公司EBITDA、经营活动现金流入量和现金类资产对公司存续债券总额的覆盖程度高。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201212860041），截至2012年12月5日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

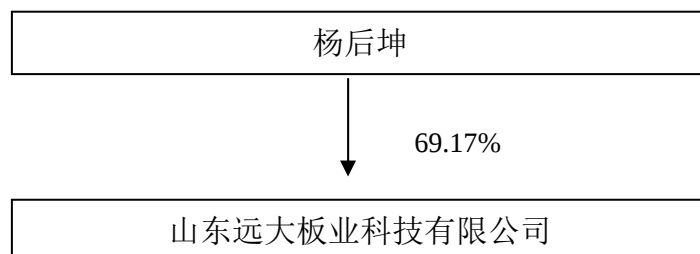
6. 抗风险能力

跟踪期内，公司整体经营情况较好，随着新建生产线的投产，公司产品结构不断完善，部分产品产能得到有效提升，产销量大幅增长；主营业务收入保持较快增长，但受期间费用增长的影响，公司整体盈利能力有所下降；公司经营活动获取现金能力有所提高，收入实现质量较好；资产规模保持较快增长，资产流动性较好；负债规模增速较快，债务负担有所加重；EBITDA对全部债务及利息的保障能力较强，整体偿债能力较强；公司对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。总体看，公司抗风险能力较强。

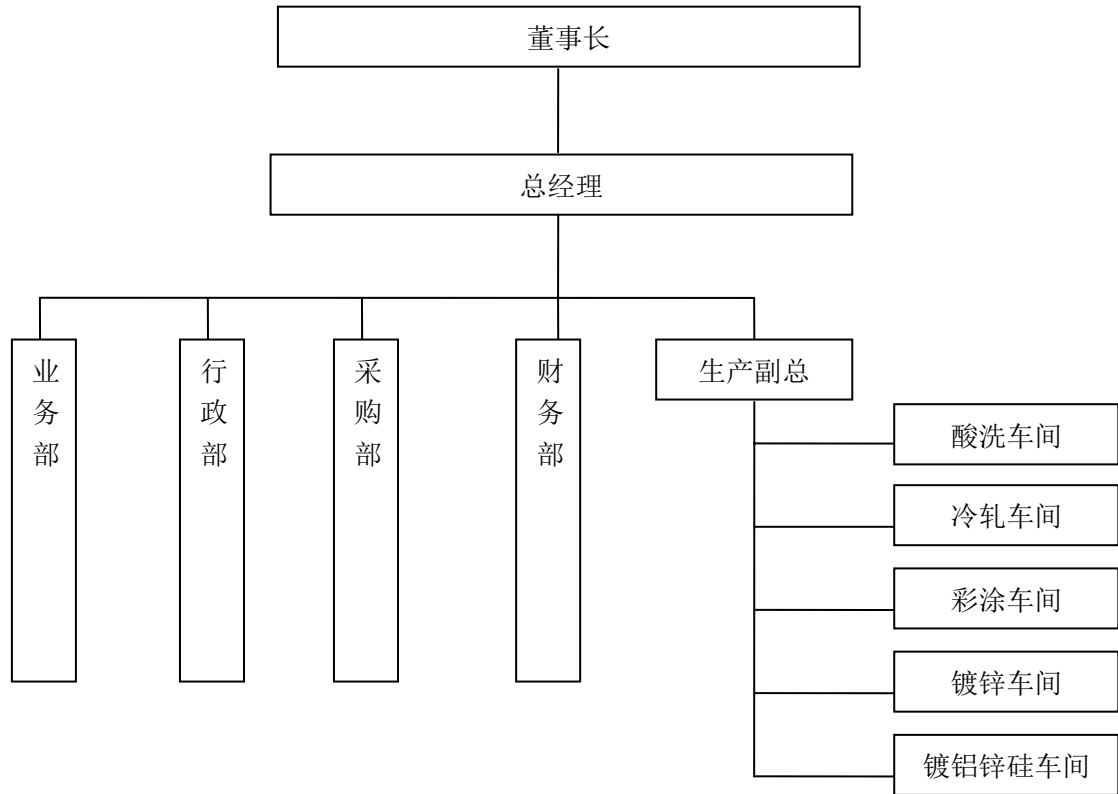
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	14405.54	35125.63	45097.03	76.93	50920.94
短期投资					
应收票据	899.13	1150.00	0.00	-100.00	0.00
应收股利					
应收利息					
应收账款	549.13	358.85	439.52	-10.54	16889.63
其他应收款					
预付账款	26923.47	32735.03	41390.55	23.99	65114.73
应收补贴款					
存货	5971.39	15450.50	16924.24	68.35	27562.25
待摊费用	275.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
其他流动资产					
流动资产合计	49023.66	84820.01	103851.34	45.55	160487.55
长期投资					
长期股权投资	1400.00	3400.00	5000.00	88.98	5000.00
长期债权投资					
长期投资合计	1400.00	3400.00	5000.00	88.98	5000.00
固定资产					
固定资产原值	37637.51	54773.09	60436.92	26.72	156062.84
减：累计折旧	5790.50	8901.73	12940.39	49.49	17727.67
固定资产净值	31847.01	45871.36	47496.54	22.12	138335.17
固定资产净值减值准备					
固定资产净额	31847.01	45871.36	47496.54	22.12	138335.17
工程物资					
在建工程	3521.47	9575.99	80216.68	377.28	18925.42
固定资产清理					
待处理固定资产净损失					
固定资产合计	35368.48	55447.35	127713.22	90.02	157260.59
无形资产及其他资产					
无形资产	6657.09	18156.25	17667.03	62.91	17387.91
长期待摊费用	56.80	29.54	0.00	-100.00	0.00
其他长期资产					
无形资产及其他资产合计	6713.89	18185.78	17667.03	62.22	17387.91
递延税项					
递延税项借项					
资产总计	92506.03	161853.14	254231.59	65.78	340136.06

附件 2-2 资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债					
短期借款	14900.00	35200.00	46300.00	76.28	73150.00
应付票据	15900.00	31100.00	43890.00	66.14	44890.00
应付账款					
预收账款	2147.94	1633.35	2761.24	13.38	6342.52
应付工资	36.51	51.47	281.51	177.67	266.93
应付福利费	19.68	0.00	0.00	-100.00	0.00
应付利润（股利）					
应交税金	935.83	1274.40	1628.57	31.92	2768.66
其他未交款	15.83	21.79	36.02	50.86	67.24
其他应付款					
预提费用	445.44	678.25	1196.33	63.88	2091.35
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	34401.23	69959.27	96093.68	67.13	129576.70
长期负债					
长期借款	8000.00	15500.00	30000.00	93.65	25678.69
应付债券	0.00	0.00	0.00	--	20000.00
长期应付款	0.00	0.00	22579.93	--	21802.26
专项应付款					
其他长期负债					
长期负债合计	8000.00	15500.00	52579.93	156.37	67480.95
负债合计	42401.23	85459.27	148673.62	87.25	197057.65
少数股东权益					
所有者权益					
实收资本	6000.00	6000.00	6000.00	0.00	6000.00
资本公积	7243.09	7243.09	7243.09	0.00	7243.09
盈余公积	3352.63	3352.63	3352.63	0.00	3352.63
其中：法定公益金					
未分配利润	33509.07	59798.14	88962.25	62.94	126482.68
未确认的投资损失					
外币报表折算差额					
所有者权益合计	50104.80	76393.87	105557.98	45.15	143078.40
负债及所有者权益合计	92506.03	161853.14	254231.59	65.78	340136.06

附件 3 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、主营业务收入	212248.48	302648.75	372983.56	32.56	498460.69
减: 主营业务成本	189463.16	270143.22	326828.27	31.34	438729.56
主营业务税金及附加	348.62	498.86	770.31	48.65	1038.95
加: 代购代销收入					
二、主营业务利润	22436.70	32006.67	45384.98	42.23	58692.19
加: 其他业务利润					
减: 营业费用	394.02	318.94	522.01	15.10	950.95
管理费用	414.89	448.81	696.18	29.54	1005.27
财务费用	1370.69	2638.26	5341.31	97.40	6708.77
其他					
三、营业利润	20257.10	28600.66	38825.48	38.44	50027.24
加: 投资收益	0.00	39.47	60.00	--	0.00
补贴收入					
营业外收入	0.00	6411.97	0.00	--	0.00
其他					
减: 营业外支出					
其他支出					
加: 以前年度调整					
四、利润总额	20257.10	35052.09	38885.48	38.55	50027.24
减: 所得税	5064.27	8763.02	9721.37	38.55	0.00
减: 少数股东损益					
加: 未确认的投资损失					
五、净利润	15192.82	26289.07	29164.11	38.55	50027.24

附件 4-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量					
销售商品、提供劳务收到的现金	247098.18	353774.74	437437.98	33.05	570330.17
收到的税费返还					
收到的其他与经营活动有关的现金					
经营活动产生的现金流入小计	247098.18	353774.74	437437.98	33.05	570330.17
购买商品、接受劳务支付的现金	228427.25	306521.00	350307.63	23.84	540753.41
支付给职工以及为职工支付的现金	488.12	542.52	1804.85	92.29	2709.39
支付的各项税费	8994.79	14445.13	17768.25	40.55	22528.74
支付的其他与经营活动有关的现金	320.80	132.17	0.00	-100.00	0.00
经营活动产生的现金流出小计	238230.96	321640.81	369880.74	24.60	565991.53
经营活动产生的现金流量净额	8867.23	32133.92	67557.24	176.02	4338.64
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	0.00	39.47	60.00	--	0.00
投资活动产生的现金流入小计	0.00	39.47	60.00	--	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	16296.83	34615.04	76304.53	116.38	34334.66
投资所支付的现金	1400.00	2000.00	1600.00	6.90	0.00
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	17696.83	36615.04	77904.53	109.81	34334.66
投资活动产生的现金流量净额	-17696.83	-36575.57	-77844.53	109.73	-34334.66
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	30800.00	56516.54	76660.00	57.76	87350.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	2368.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
筹资活动产生的现金流入小计	33168.00	56516.54	76660.00	52.03	87350.00
偿还债务所支付的现金	17940.00	28716.54	51060.00	68.71	44821.31
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	1370.69	2638.26	5341.31	97.40	6708.77
支付的其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动产生的现金流出小计	19310.69	31354.80	56401.31	70.90	51530.08
筹资活动产生的现金流量净额	13857.31	25161.74	20258.69	20.91	35819.92
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	5027.70	20720.09	9971.40	40.83	5823.91

附件 4-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
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	15192.82	26289.07	29164.11	38.55
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	2513.24	3111.23	4038.66	26.77
无形资产摊销	114.33	200.79	489.22	106.85
长期待摊费用摊销	27.26	27.26	29.54	4.08
待摊费用减少(减:增加)				
预提费用增加(减:减少)	247.01	232.81	518.08	44.82
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	1370.69	2638.26	5341.31	97.40
投资损失(减:收益)	0.00	-39.47	-60.00	--
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-2855.41	-9479.11	-1473.74	-28.16
经营性应收项目的减少(减:增加)	-13084.19	-5872.15	-7586.20	-23.86
经营性应付项目的增加(减:减少)	5341.46	15025.23	37096.26	163.53
其他				
经营活动产生的现金流量净额	8867.23	32133.92	67557.24	176.02
三、现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	2580.33	35125.63	45097.03	318.06
减: 现金的期初余额	14405.54	14405.54	35125.63	56.15
现金等价物的期末余额	9377.84	0.00	0.00	-100.00
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-2447.37	20720.09	9971.40	--

附件 5 公司主要财务指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	239.86	204.69	382.87	--
存货周转次数(次)	41.70	25.22	20.19	--
总资产周转次数(次)	2.85	2.38	1.79	--
现金收入比(%)	116.42	116.89	117.28	114.42
盈利能力				
主营业务利润率(%)	10.57	10.58	12.17	11.77
总资本收益率(%)	23.29	21.28	15.19	--
净资产收益率(%)	36.76	41.56	32.06	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	13.77	16.87	22.13	24.20
全部债务资本化比率(%)	43.64	51.71	53.24	53.36
资产负债率(%)	45.84	52.80	58.48	57.93
偿债能力				
流动比率(%)	142.51	121.24	108.07	123.86
速动比率(%)	125.15	99.16	90.46	102.58
经营现金流动负债比(%)	25.78	45.93	70.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	17.77	15.68	9.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.60	1.99	2.48	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-6.46	-1.70	-2.07	--
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.23	-0.05	-0.09	--

注：2012 年三季度财务数据未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

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

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

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

跟踪评级公告

联合[2012] 1330 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东省万事达物资有限公司主体长期信用等级为BBB，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

Http: //www.lhratings.com

山东省万事达物资有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB 评级展望: 稳定

上次评级结果: BBB 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 31 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	0.79	1.21	1.72	1.58
资产总额(亿元)	3.43	6.23	8.11	7.10
所有者权益合计(亿元)	1.59	2.56	3.18	3.36
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.60
全部债务(亿元)	0.41	2.84	4.09	2.73
营业收入(亿元)	12.50	19.18	22.72	14.16
利润总额(亿元)	0.60	1.29	1.35	0.78
EBITDA(亿元)	0.63	1.40	1.63	--
经营性净现金流(亿元)	0.04	0.03	0.28	0.58
营业利润率(%)	6.57	9.17	9.18	9.45
净资产收益率(%)	28.07	37.78	31.94	--
资产负债率(%)	53.49	58.91	60.85	52.61
全部债务资本化比率(%)	20.59	52.61	56.28	44.80
流动比率(%)	177.11	153.31	151.81	208.37
全部债务/EBITDA(倍)	0.65	2.03	2.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	84.35	19.19	7.36	--
经营现金流负债比(%)	2.34	0.85	5.75	--

注 1: 公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

孙恩哲

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

山东省万事达物资有限公司(以下简称“公司”)作为彩涂板及镀锌板贸易、加工和销售的企业,在彩涂板及镀锌板行业地位、技术优势等方面具有显著优势。同时,联合资信也关注到跟踪期内,公司盈利能力受下游建筑、汽车和家电行业景气度下滑影响较大;在资产减值、或有负债方面存在风险。

彩涂板及镀锌板行业周期性较强,在产能过剩以及下游行业需求增速放缓背景下,行业竞争加剧,落后的产能将被淘汰,公司凭借其品牌、技术和规模优势,综合实力有望获得提升。

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

优势

1. 博兴县是中国最大的涂镀板材市场集散地,公司是博兴县涂镀板材行业发展最早的民营企业,区域内行业地位突出。
2. 公司产品技术优势明显,企业品牌影响力较大。
3. 公司采取贸易生产互相支撑的经营策略,有助于一定程度上规避经营风险。

关注

1. 跟踪期内,公司盈利能力受下游建筑、汽车和家电行业景气度下滑影响较大。
2. 公司应收账款集中度高,未计提坏账准备;存货未计提跌价准备;存在减值风险。
3. 公司债务负担重,有息债务以短期债务为主,债务结构不尽合理。
4. 公司对外担保额大,存在一定或有债务风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东省万事达物资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东省万事达物资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因山东省万事达物资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山东省万事达物资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于山东省万事达物资有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山东省万事达物资有限公司(以下简称“公司”)于2000年10月17日经山东省工商行政管理局登记注册成立,并取得注册号370000228008054的企业法人营业执照,公司初始注册资本1000万元,其中魏龙柱出资300万元,占注册资本的30%;魏龙淮出资300万元,占注册资本的30%、魏龙峰出资160万元,占注册资本的16%;王连华出资160万元,占注册资本的16%;于学田出资80万元,占注册资本的8%。

之后,股东分别于2002年和2010年增资3000万元和4000万元,公司注册资本变更为8000万元,魏龙柱、魏龙淮、魏龙峰和于学田总出资分别占占注册资本的30%、30%、16%和8%。

2012年11月6日,经公司股东会决议,同意李建岷以5400万元收购魏龙柱所持的2400万元股份、以5400万元收购魏龙淮所持的2400万元股份、以2880万元收购王连华所持的1280万元股份、以2880万元收购魏龙峰所持的1280万元股份、以1440万元收购于学田所持的640万元股份。收购完成后,公司变更为一人公司,公司经营范围、注册资本、人员结构、经营模式均保持不变,李建岷全部持有公司8000万元股份。

公司经营范围:彩涂板、复合板、钢结构件及其他金属板制品的加工、销售;货物的进出口。

截至2011年底,公司内设组织发展中心、战略发展中心、财务中心、研发中心、总务部和企划部等职能部门。截至2011年底,公司(合并)资产总额81115.06万元,所有者权益31760.38万元。2010年,公司实现主营业务收

入227171.07万元,利润总额13525.29万元。

截至2012年9月底,公司(合并)资产总额70981.65万元,所有者权益33634.78万元。2011年前三季度,公司实现营业收入141613.64万元,利润总额7832.52万元。

公司注册地址:博兴县兴福镇福旺钢材市场;公司法定代表人:李建岷。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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

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

2012年上半年实现国内生产总值22.7万亿元,同比增长7.8%,增幅比上年同期回落1.8个百分点。其中二季度同比增长7.6%,增速比上年季度回落0.5个百分点,环比增长1.8%。根据

国家统计局发布的最新统计数据，2012年1-8月，固定资产投资（不含农户）217958.07亿元，同比增长20.2%。其中，东部地区投资103988.31亿元，同比增长20.2%；中部地区投资60090.23亿元，同比增长25.3%；西部地区投资52375.59亿元，同比增长23.8%。2012年1-8月，全社会货物运输量261.06亿吨，同比增长11.5%；货物运输周转量110199.09亿吨公里，同比增长9.7%。

2. 政策环境

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

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长

13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~7月，央行3次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据2012年第二季度《中国货币政策执行报告》，截至2012年6月底，中国广义货币供应量M2余额为92.5万亿元，同比增长13.6%。人民币贷款余额同比增长16.0%，比年初增加4.86万亿元，同比多增6833亿元。上半年社会融资规模为7.78万亿元。金融机构贷款利率继续下行，6月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为7.06%，比3月份和年初分别下降0.56个和0.95个百分点。

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

四、行业及区域经济环境

目前，中国镀锌板大约30%用于建筑行业、约30%用于生产彩涂板，约10%用于家电行业，约20%用于汽车行业，其他部分用于机械制造、轻工等行业；而彩涂板超过85%用于建筑行业。

表1 全国房地产行业主要开发指标

指标	2010年	2011年	增长率(%)	增速变化(百分点)
本年完成投资额(万亿元)	4.83	6.18	23.80	-0.70
房屋施工面积(亿平方米)	40.54	50.68	25.30	-1.30
房屋竣工面积(亿平方米)	7.87	9.26	13.30	8.80
房屋新开工面积(亿平方米)	16.36	19.12	16.20	-24.50
指标	2011年1~9月	2012年1~9月	增长率(%)	增速变化(百分点)
本年完成投资额(万亿元)	4.42	5.10	20.50	-4.40
房屋施工面积(亿平方米)	46.08	52.54	14.00	-15.70
房屋竣工面积(亿平方米)	4.35	5.06	16.40	-1.40
房屋新开工面积(亿平方米)	14.78	13.50	-8.60	-32.30

资料来源：wind 资讯

注：2012年1~9月增速变化为与上年同期增速相比的变化。

建筑行业发展方面，2011年房地产行业仍呈增长态势，但由于受到国家宏观调控影响，增速有所放缓。从房地产开发投资完成情况看，房地产开发投资处高位，但增速有所放缓。根据统计局数据显示（表1），2011年房地产完成房地产开发投资额、全国房地产开发企业房屋施工面积和开发面积仍保持增长，但增速均有不同程度的下滑。2012年1~9月，这一形势继续，房地产行业各项主要开发指标保持增长，但增速继续下滑。

汽车行业发展方面，2011年受国家宏观调控和鼓励政策的退出、节能惠民补贴门槛提高、用车成本提高等因素的影响，中国汽车市场增长持续放缓，2011年全年汽车产销1841.89万辆和1850.51万辆，同比增长0.84%和2.45%。其中：

乘用车产销1448.53万辆和1447.24万辆，同比增长4.23%和5.19%；商用车产销393.36万辆和403.27万辆，同比下降9.94%和6.31%。2012年1~9月，中国汽车市场汽车产销1413.12万辆和1409.23万辆，同比分别增长4.98%和3.37%。

表2 中国空调、电冰箱及洗衣机产量情况

产品	2010年	2011年	增长率(%)	增速变化(百分点)
家用洗衣机(万台)	6248	6716	11.51	-15.63
家用电冰箱(万台)	7296	8699	20.33	-6.61
空调(万台)	10887	13913	24.59	-17.00
产品	2011年1~9月	2012年1~9月	增长率(%)	增速变化(百分点)
家用洗衣机(万台)	4826	4879	1.40	-15.63
家用电冰箱(万台)	6827	6454	-4.60	-22.79
空调(万台)	11296	10711	0.30	-31.92

资料来源：wind 资讯

注：2012年1~9月增速变化为与上年同期增速相比的变化。

家电行业方面，2011年中国家用电器行业整体运行平稳，其中生产和销售总量平稳增长、出口增速放缓；冰箱、洗衣机和空调的产量虽保持增长，但增速均有不同程度的回落（表2）。2012年1~9月，受中国以及全球宏观经济景气度下滑，楼市调控和节能惠民补贴、家电下乡、以旧换新刺激政策退出等因素的叠加影响，中国家电行业销量呈现整体下滑的态势；冰箱、洗衣机和空调的产量较上年同期小幅增长或小幅下降，增速大幅下滑（表2）。

总体看，2011年，下游建筑、汽车和家电行业景气度下滑，市场对彩涂板和镀锌板的需求增长放缓；2012年1~9月，下游行业景气度下滑明显，市场对彩涂板和镀锌板的需求有所下降。未来，在产能过剩以及下游行业需求增速放缓背景下，随着竞争加剧，落后的产能将被淘汰；未来，具有品牌、技术和规模优势的企业将可能面临更好的发展机遇。

五、基础素质分析

跟踪期内，公司继续加强技术研究，并于2012年获得发明专利一项，实用新型专利两项。

表3 跟踪期内公司所获专利情况

专利名称	专利号	专利类型	授权公告时间
建筑屋面用移动式连续装置	ZL 2011 1 0115515.2	发明专利	2012年10月
V型槽复合板总想均胶装置	ZL 2011 2 0418203.4	实用新型	2012年7月
金属面盒式幕墙保温板	ZL 2011 2 0546435.8	实用新型	2012年7月

资料来源：公司提供

六、重大事项和管理分析

2012年11月6日，经公司股东会决议，同意李建岷以5400万元收购魏龙柱所持的2400万元股份、以5400万元收购魏龙淮所持的2400万元股份、以2880万元收购王连华所持的1280万元股份、以2880万元收购魏龙峰所持的1280万元股份、以1440万元收购于学田所持的640万元股份。

公司股权变更后，由李建岷担任公司执行董事、法定代表人、总经理职务，魏龙柱不再担任公司执行董事、法定代表人、总经理职务。由巩秋林担任公司财务总监职务，王洪英不再担任公司财务总监职务。

李建岷，男，1979年出生，中专学历。1996年9月至1998年5月任山东省博兴县金达实业公司销售部经理；1998年5月至2000年6月任山东省金达贸易有限公司董事长；2000年6月至2002年7月任山东省博兴县华兴钢板有限公司销售部经理；2002年7月至今任山东省博兴县锦隆钢板有限公司董事长。

巩秋林，男，1977年出生，大专学历。无境外居留权。2000年1月至2002年4月任山东省博兴县万达皮业有限责任公司成本核算会计；

2002年4月至2006年2月任山东龙华钢板有限责任公司财务经理；2006年2月至今任山东省博兴县锦隆钢板有限公司财务经理。

制度方面，股权变更后，公司各项制度均未发生变化。

经营方面，股权转让后，公司只是在产品结构上增加了山东省博兴县锦隆钢板有限公司的中高端产品，将更加有利于提高公司的盈利能力，使公司发展前景更加广阔。

关联交易方面，山东省博兴县锦隆钢板有限公司为李建岷出资4800万元、李红霞出资1200万元共同设立的公司。为了避免关联交易，保证价格的公允，与万事达之间的交易均按照山东省博兴县锦隆钢板有限公司正常市场交易价格，并且李红霞担任万事达公司监事，对各类所有交易进行监督，公司通过各种途径避免不公允的现象发生，保证正常的关联交易。

七、经营分析

公司为贸易主导型企业，主导产品有彩涂板、镀锌板、带钢，复合板及其他钢结构产品。其中，彩涂板、镀锌板、带钢属贸易类产品，复合板、其他钢构产品属工业生产类产品。贸易型收入约占总销售收入的60%左右，生产型收入约占总销售收入40%。

2011年，下游行业需求增速趋缓，公司实现营业收入227171.07万元，较上年增长18.44%，增速较上年下滑35个百分点；毛利率为9.22%，与上年基本持平。2012年1~9月，下游行业需求增速下滑明显，公司实现营业收入141613.64万元，较上年同期下降68%，毛利率较上年略微增长至9.50%。

表 4 2010~2012 年 9 月公司主营业务收入、成本及毛利率情况（单位：万元）

分产品	主营业务收入			主营业务成本			毛利率		
	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
彩涂板	70843.55	79464.76	49423.77	66339.20	73936.64	45740.55	6.36%	6.96%	7.45%
镀锌板	46672.53	53149.76	32382.36	43639.14	49757.10	30574.66	6.50%	6.38%	5.58%
带钢	8953.11	10576.48	7464.72	8639.67	10196.63	7176.95	3.50%	3.59%	3.85%
复合板	49615.29	60877.46	36455.08	42171.74	52383.09	31268.02	15.00%	13.95%	14.23%
其他钢构 产品	15720.22	23103.60	15887.72	13362.48	19958.29	13403.71	15.00%	13.61%	15.63%
合计	191804.70	227171.07	141613.64	174152.23	206231.76	128163.91	9.20%	9.22%	9.50%

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

公司主要原材料是彩涂板、镀锌板、带钢。公司与上游钢铁企业具有多年的战略合作关系，在价格方面生产商允许公司执行差价销售政策，即作为代理商低于市场价进货，差价卖出，同时由于公司代理量大，基本是山东地区的总代理，各家钢铁公司均以较低价格直接供给。在数量上，各钢厂也能保证按公司计划供应。

表 5 近年公司主要原材料采购价格情况

主要原材料	采购价格（元/吨）		
	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
彩涂板	5880.00	6110.00	5580.00
镀锌板	4970.00	4810.00	4350.00
带钢	4320.00	3600.00	3440.00

资料来源：公司提供

价格方面，跟踪期内，除彩涂板价格在 2011 年小幅增长并在 2012 年回落之外，采购价格整体上呈现逐年下降的态势，2011 年镀锌板和带钢分别较上年下降 3.22% 和 16.67%，2012 年 1~9 月镀锌板和带钢采购价格较上年分别下降 9.56% 和 4.44%。

3. 生产经营

公司所处博兴县是中国最大的涂镀板材市场集散地，公司采取贸易生产两条腿走路，互相支撑的策略，主要板材类产品以贸易形式而

不以产业竞争激烈的生产形式进行。目前公司买进货物，70% 左右销给各钢结构生产商或零售商，30% 左右自己用来加工钢结构产品。

贸易方面

表 6 2010~2012 年 9 月公司产品贸易额

单位：万元

产品	2010 年	2011 年	增长率	2012 年 1-9 月
彩涂板	70843.55	79464.76	12.17%	49423.77
镀锌板	46672.53	53149.76	13.88%	32382.36
带钢	8953.11	10576.48	18.13%	7464.72

资料来源：公司提供

贸易方面，公司作为代理商低于市场价进货，差价卖出，获取利润。2011 年，公司彩涂板，镀锌板和带钢贸易额度分别较上年增长 12.17%、13.88% 和 18.13%，增速较上年分别下滑 28.73、83.51 和 44.59 个百分点。2012 年 1~9 月，彩涂板，镀锌板贸易额度较上年同期减少 9.00% 和 10.57%，带钢贸易额度较上年小幅增长 3.40%，经营形势较 2011 年有所恶化。

生产和销售

表 7 公司主要钢构产品生产量

产品	2010 年	2011 年	增长率	2012 年 1-9 月
复合板 (万平方米)	429	467	32.17%	306
C 型钢 (万吨)	2.16	2.58	19.44%	1.94
压型板 (万平方米)	667	887	32.98%	638

资料来源：公司提供

表 8 近年公司产品销售价格情况

单位：元/吨；复合板单位为元/平方米

产品	2010 年	2011 年	2012 年 1-9 月
	销售价格	销售价格	销售价格
彩涂板	6282.14	6568.42	6028.60
镀锌板	5311.66	4925.20	4612.20
带钢	4478.63	3742.80	3585.60
复合板	115.60	130.20	119.20

资料来源：公司提供

生产方面，公司采取定单生产，以产定销，综合客户订单、成本及盈利情况对产品结构及适时进行调整。2011年公司复合板、C型钢、压型板的产量增长较快，增速分别为32.17%、19.44%和32.98%；但进入2012年，产量均有不同程度的回落，2012年1~9月公司复合板、C型钢、压型板的产量分别较上年同期下降15.93%、5.83%和1.54%。价格方面，跟踪期内，彩涂板，镀锌板和带钢整体上有所下降，复合板波动中小幅增长。整体看，公司钢构产品收入主要来自复合板，2011年公司钢构产品收入中复合板占72.49%，复合板产量减少对公司钢结构生产板块收入和利润规模影响较大。

整体看，2011年，受下游行业增速趋缓影响，公司贸易额和钢构产品产销量增速下滑；2012年1~9月，受下游行业增速明显下滑影响，公司贸易额和钢构产品产销量减少；跟踪期内，下游需求变化对公司经营产生了较大的负面影响。

6. 未来发展

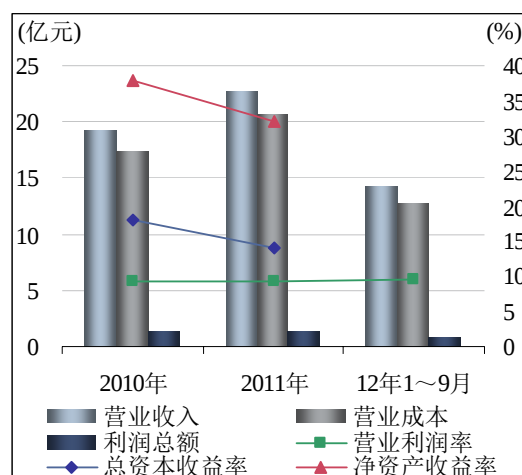
贸易方面，为进一步加强充实营销力度，努力降低客户成本，践行“为顾客创造价值”的经营理念，实现与客户双赢、长期发展，在成立上海、东北、西南（重庆、成都）、华东（武汉）、华南（广州）、北京、天津、烟威、邯郸，郑州、西安等驻外销售分支或办事处基础上。公司正在酝酿在其他经济发达、需求旺盛的地区设立新的驻外机构。未来几年将形成销售网点拓展到全国各大中心城市，销售网络覆盖全国的销售格局，产品销售量进入前一二名，市场占有率达到5%。扩大销售渠道，铺设销售网络，需要增加投资和流动资金的支持，预计在4000万元左右。

加工方面：公司2010年计划新上新型节能墙体材料项目，由于市场预期发生变化，并未发生实际投入，未来暂时没有投资计划。

八、财务分析

1. 盈利能力

图 1 2010 年~2012 年 9 月公司盈利分析



资料来源：公司提供

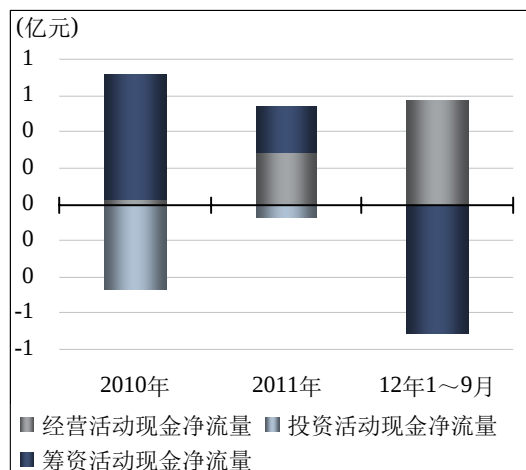
2011年，公司下游行业需求增速趋缓，公司实现营业收入22.72亿元，同比增长18.44%。随着营业收入的增长，公司营业成本也较上年增长18.42%。期间费用方面，由于公司业务增长导致销售和管理费用的增加，以及短期借款的大幅增长导致财务费用的大幅增加，2011年，

公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）为0.73亿元，较上年大幅增长56.20%。2011年，公司营业利润、利润总额和净利润分别为1.35亿元、1.35亿元和1.01亿元，较2010年分别增长4.85%、4.81%和4.81%。从盈利指标看，2011年公司营业利润率为9.18%，较2010年的9.17%上升0.01个百分点；公司总资本收益率和净资产收益率分别为13.96%和31.94%，较上年有所下降。2012年1~9月，由于下游行业需求增速明显下滑，公司经营态势有所恶化，公司实现营业收入14.16亿元，占2011年营业收入的比重为62.34%，公司实现利润总额0.78亿元，占2011年利润总额的比重为57.91%。

整体看，2011年公司营业收入和利润规模较上年有所增长，但由于财务费用的大幅上涨，盈利水平有所下降；2012年1~9月，公司盈利能力有所下降；跟踪期内，公司营业收入和利润规模呈波动下降趋势。

2. 现金流及保障

图2 2010年~2012年9月公司现金流分析



资料来源：公司提供

受公司营业收入快速增长的影响，2011年，公司经营活动现金流入较2010年增长19.97%至26.56亿元，主要为公司销售商品、提供劳务收到的现金，2011年为26.50亿元；经营活动现金流出较2010年增长18.85%至26.27亿元，主要为公司购买商品、接受劳务支付的现金，2011年为25.59亿元；2011年公司经营性现金净流量为

0.28亿元，较2010年增加0.25亿元，主要原因是支付其他与经营活动有关的现金大幅下降66.26%至0.26亿元所致，这部分资金流动主要是关联方的资金往来，规模较大，对公司经营活动现金流净额的稳定性影响较大；现金收入比为116.66%，较上年有所提高。

2011年，公司投资性现金流动全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金0.07亿元，规模较小，公司经营活动产生的现金流可以满足投资活动对资金的需求。

筹资活动方面，2011年，公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款，现金流出主要是偿还银行借款和分配股利、利润及偿付利息。公司筹资活动产生的现金流量净额为0.26亿元，较上年下降61.67%。

2012年1~9月，公司经营性现金净流量为0.58亿元，占2011年经营性现金净流量的比重为203.65%，主要是支付其他与经营活动有关的现金中关联方的资金往来减少所致；公司无投资性现金流；筹资性活动现金净流量为-0.71亿元。

综合来看，跟踪期内，关联方的往来资金规模较大且不稳定，公司经营性净现金流波动大，固定资产投资支规模较小，筹资压力有所下降。

3. 资本及债务结构

资产

截至2011年底，公司资产总额为8.11亿元，较2010年底增长30.11%，资产总额增幅较大，主要是公司流动资产中货币资金和预付账款增加较多所致。其中流动资产占92.37%，非流动资产占7.63%，非流动资产占比较上年略有下降，公司资产以流动资产为主。

截至2011年底，公司流动资产为7.49亿元，较2010年底增长33.07%，主要由货币资金（占18.71%）、应收票据（占4.30%）、应收账款（占4.26%）、预付款项（占42.03%）、其他应收款（占9.59%）和存货（占21.10%）构成。

2011年底，公司货币资金较2010年底增长

51.19%至1.40亿元，主要是银行存款；随着销售收入的增长，公司应收账款较2010年底增长16.94%至0.32亿元，全部为1年以内，其中应收账款前五名（巴特勒（上海）有限公司、来实建筑系统（上海）有限公司、苏州鑫三焱钢结构有限公司、巴特勒（天津）有限公司、上海钢之杰钢结构建筑有限公司）合计占应收账款总额的52.88%，应收账款集中度高，具有一定的违约风险，且公司未计提坏账准备，存在减值风险；随着贸易额的增长，公司预付账款较2010年底增长59.18%至3.15亿元，主要是由于货物发票未到未结算的货款；由于贸易和生产规模的扩大，公司存货较2010年底增长8.15%至1.58亿元，未计提存货跌价准备，存在减值风险。

截至2011年底，公司非流动资产为0.62亿元，较2010年底增长2.53%，主要由固定资产（占99.79%）和无形资产（占0.21）构成。公司固定资产净额为0.62亿元，主要构成为房屋及建筑物和机器设备，分别占29.14%和65.09%。固定资产账面价值为0.90亿元，成新率为68.72%。

2012年9月底，公司资产总额7.10亿元，较年初下降12.49%，主要流动资产中货币资金和预付款项减少所致。资产中流动资产占92.02%，非流动资产占7.98%，资产构成变化不大。

总体来看，公司资产以流动资产为主，固定资产占比较小，符合公司以贸易为主的经营特点；流动资产中存货和预付账款占比较大，应收账款和存货存在减值风险；公司资产质量一般。

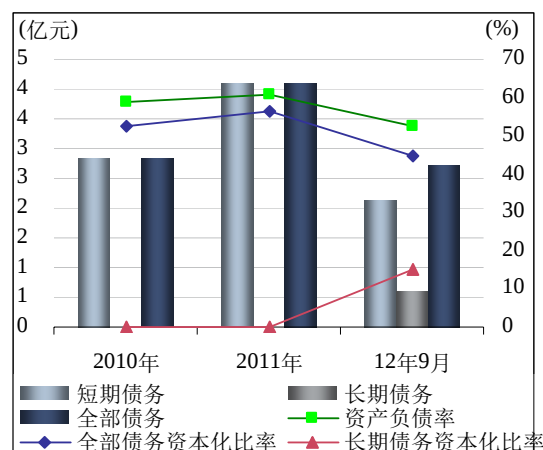
所有者权益

截至2011年底，公司所有者权益，为3.18亿元，较2010年底增长23.98%，主要是未分配利润增长所致，主要由股本（占25.19%）、资本公积（占0.00%）、盈余公积（占11.11%）和未分配利润（占58.56%）构成。2012年9月底，公司所有者权益3.36亿元，较年初增长5.90%，主要是未分配利润增加所致。公司所有者权益以未分配利润为主，稳定性较差。

负债

截至2011年底，公司负债总额为4.94亿元，全部为流动负债，较2010年底增长34.39%；流动负债主要由短期借款（占53.49%）、应付票据（占29.34%）和预收款项（占14.97%）构成。截至2012年9月底，公司负债总额为3.73亿元，较2011年下降24.33%，其中流动负债占83.93%，非流动负债占16.07%，债务结构有所改善，非流动负债的增长是公司发行6000万元的中期票据所致。

图3 2010年~2012年9月公司债务负担情况



资料来源：公司提供

2011年底，公司债务负担有所上升，全部债务资本化比率和资产负债率分别为56.28%和60.85%，较2010年底分别增加3.67个百分点和1.94个百分点。2012年9月底，公司长期债务增加6000万元中期票据，全部债务规模有所下降，全部债务资本化比率、资产负债率和长期债务资本化比率分别为44.80%、52.61%和15.14%。

总体看，跟踪期内公司债务规模波动下降，债务负担有所减轻，债务结构有所改善。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2011年，公司流动比率和速动比率分别为151.81%和119.77%，较上年分别下降1.50个百分点和增加6.27个百分点。2011年，公司经营现金流动负债比率为5.75%，较2010年的0.85%上升4.90个百分点。总体看，公司短期偿债能力有所增强，但仍具有一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2011年，公司

EBITDA为1.63亿元，较2010年增长16.19%；由于债务规模的增长，全部债务/EBITDA的比率为2.51倍，较2010年上升0.48倍；EBITDA利息倍数为7.36倍，较2010年下降11.83倍；由于未能获得公司资本化利息支出数据，EBITDA利息倍数中的利息未包含利息资本化部分，该指标不能真实反映EBITDA对利息的保障程度。

截至2012年9月底，公司对外担保额15420万元，是2012年9月底公司净资产的45.85%，公司担保对象主要为博兴当地的同行业企业，目前经营状况正常。总体看，公司对外担保额大，存在一定或有负债风险。

表9 截至2012年9月底公司对外担保情况

单位：万元

被担保单位	金额
山东远大板业科技有限公司	2000
山东蓝天钢结构工程有限公司	4100
山东发达精密薄板有限公司	2500
山东省博兴县锦隆钢板有限公司	1200
山东科瑞钢板有限公司	2600
山东汇金彩钢有限公司	2000
山东省博兴县领航新材料有限公司	600
山东泰丰节能新材料有限公司	420
合 计	15420

资料来源：公司提供

截至2012年9月底，公司获得银行授信额度8亿元，尚有1.93亿元未使用，公司间接融资渠道较畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的公司《企业基本信用信息报告（报告编号：B-201212651141）》，截至2012年12月24日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

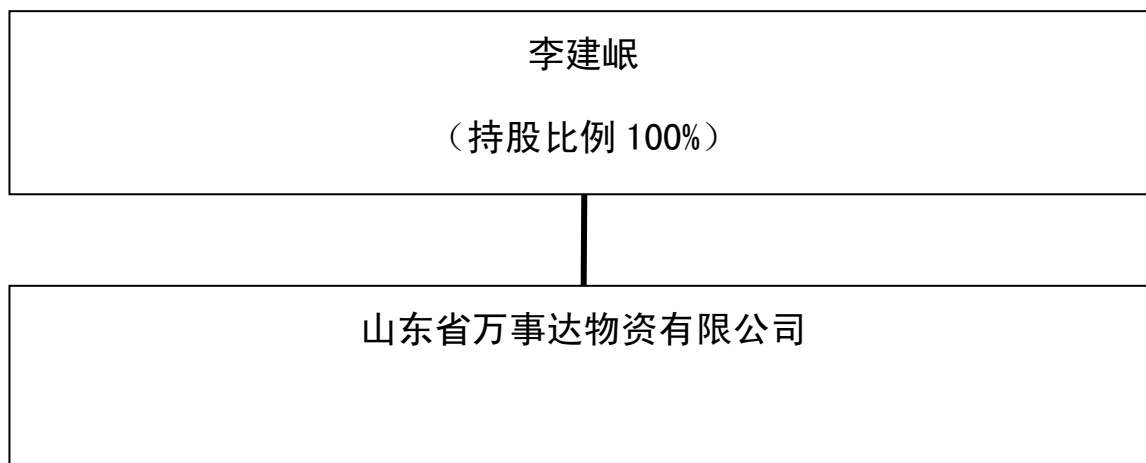
涂镀板材行业主要下游行业建筑，家电和汽车行业均为周期性行业，受宏观经济波动影响较大；额博兴县是中国最大的涂镀板材市场

集散地，公司是博兴县涂镀板材行业发展最早的民营企业，区域内行业地位突出，产品技术优势明显，企业品牌影响力较大；但公司在资产减值、或有负债方面存在风险。总体看，公司抗风险能力一般。

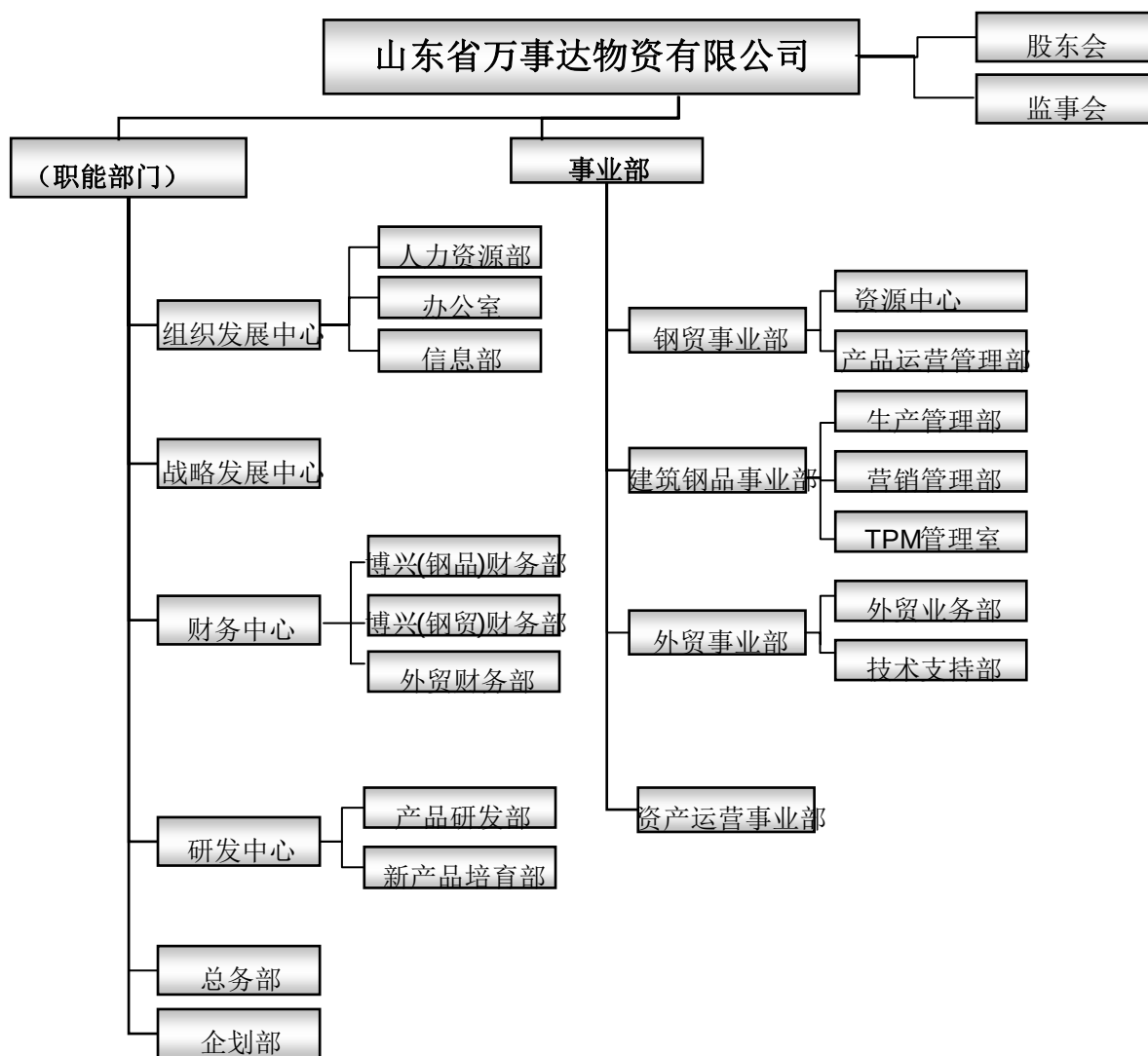
十、结论

综合考虑，联合资信维持山东省万事达物资公司BBB的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	6749.43	9272.56	14018.98	44.12	12685.39
交易性金融负债					
应收票据	1131.18	2815.28	3220.52	68.73	3114.69
应收账款	680.05	2730.43	3193.06	116.69	2768.10
预付款项	13474.82	19782.15	31489.32	52.87	27956.53
应收利息					
应收股利					
其他应收款	3522.91	6880.65	7185.98	42.82	3546.49
存货	6892.58	14619.78	15811.93	51.46	15246.42
待摊费用	8.21	9.13	4.90		
应收补贴款		194.91			
流动资产合计	32459.18	56304.90	74924.69	51.93	65317.62
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资					
投资性房地产					
固定资产	1771.27	4360.64	6177.53	86.75	5659.44
在建工程		1652.96			
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	34.85	23.85	12.84	-39.30	4.59
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用					
递延所得税资产					
其他非流动资产					
非流动资产合计	1806.12	6037.45	6190.37	85.13	5664.03
资产总计	34265.30	62342.34	81115.06	53.86	70981.65

附件 2-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	3300.00	17500.00	26400.00	182.84	19000.00
交易性金融负债					
应付票据	830.00	10940.00	14479.61	317.68	2300.00
应付账款	20.94	146.96		-100.00	
预收款项	6963.27	7289.70	7389.94	3.02	9706.42
应付职工薪酬	62.55	75.71	84.37	16.14	72.86
应交税费	388.10	467.42	122.17		160.05
应付利息					
应付股利					
其他应付款	6727.36	294.35	878.58	-63.86	107.53
预提费用	33.18	10.91			
其他应付款	2.04			-100.00	
其他未交款		0.88			
流动负债合计	18327.44	36725.93	49354.68	64.10	31346.87
非流动负债：					
长期借款					
应付债券					6000.00
长期应付款					
专项应付款					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计					6000.00
负债合计	18327.44	36725.93	49354.68	64.10	37346.87
所有者权益：					
实收资本(或股本)	5000.00	8000.00	8000.00	26.49	8000.00
资本公积					
专项储备					
盈余公积	1711.88	2616.37	3528.74	43.57	3528.74
未分配利润	9225.97	15000.05	20231.64	48.08	22106.04
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	15937.86	25616.41	31760.38	41.17	33634.78
少数股东权益					
所有者权益合计	15937.86	25616.41	31760.38	41.17	33634.78
负债和所有者权益总计	34265.30	62342.34	81115.06	53.86	70981.65

附件 3 合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	125004.82	191804.70	227171.07	34.81	141613.64
减：营业成本	116756.50	174152.23	206231.76	32.90	128163.91
营业税金及附加	41.15	66.26	79.33	38.85	62.36
销售费用	1392.88	2758.65	3013.21	47.08	2320.63
管理费用	894.82	1137.17	1614.65	34.33	1199.71
财务费用	-4.22	799.98	2706.83		2034.51
资产减值损失					
加：公允价值变动收益					
投资收益					
其中：对合营企业投资收益					
其他业务利润	20.10	8.88			
二、营业利润	5943.79	12899.30	13525.29	50.85	7832.52
加：营业外收入	26.45	5.44		-100.00	
减：营业外支出	4.26			-100.00	
其中：非流动资产处置损失					
三、利润总额	5965.98	12904.74	13525.29	50.57	7832.52
减：所得税费用	1491.49	3226.18	3381.32	50.57	1958.13
四、净利润	4474.48	9678.55	10143.97	50.57	5874.39

附件 4 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	149364.53	221013.84	265022.52	33.20	171836.17
收到的税费返还	137.08	355.75	553.07	100.86	338.55
收到其他与经营活动有关的现金	12530.07			-100.00	
经营活动现金流入小计	162031.68	221369.59	265575.60	28.02	172174.72
购买商品、接受劳务支付的现金	134531.13	209420.24	255900.49	37.92	163078.32
支付给职工以及为职工支付的现金	572.66	884.46	832.55	20.58	701.97
支付的各项税费	691.27	4535.42	3906.80	137.73	2136.75
支付其他与经营活动有关的现金	25807.73	6218.77	2098.04	-71.49	478.67
经营活动现金流出小计	161602.79	221058.89	262737.87	27.51	166395.70
经营活动产生的现金流量净额	428.89	310.70	2837.72	157.22	5779.01
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额					
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计					
购建固定资产、无形资产等支付的现金	421.17	4624.01	711.75	30.00	
投资支付的现金					
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	421.17	4624.01	711.75	30.00	
投资活动产生的现金流量净额	-421.17	-4624.01	-711.75	30.00	
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金		3000.00			
取得借款收到的现金	7685.00	20200.00	19900.00	60.92	6000.00
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	7685.00	23200.00	19900.00	60.92	6000.00
偿还债务支付的现金	4290.00	6000.00	11000.00	60.13	7400.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1500.00	3731.19	6279.55	104.61	5712.60
支付其他与筹资活动有关的现金		6632.36			
筹资活动现金流出小计	5790.00	16363.55	17279.55	72.75	13112.60
筹资活动产生的现金流量净额	1895.00	6836.45	2620.45	17.59	-7112.60
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	1902.71	2523.14	4746.42		-1333.59
加: 期初现金及现金等价物余额			9272.56		14018.98
六、期末现金及现金等价物余额	1902.71	2523.14	14018.98	171.44	12685.39

附件 5 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	4474.48	9678.55	10143.97	50.57
加: 资产减值准备				
固定资产折旧及其他	264.11	381.68	547.82	44.02
无形资产摊销	11.01	11.01	11.01	
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产等损失				
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用		731.19	2279.55	
投资损失				
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加				
待摊费用减少	-2.61	-0.92	4.23	
预提费用增加	33.18	-22.27	-10.91	
存货的减少	-2851.57	-7727.20	-1192.15	
经营性应收项目的减少	-8575.49	-13594.45	-12685.45	
经营性应付项目的增加	7170.78	10853.12	3739.66	
其他	-95.00			
经营活动产生的现金流量净额	428.89	310.70	2837.72	
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额				
减: 现金的期初余额				
加: 现金等价物的期末余额	6749.43	9272.56	14018.98	
减: 现金等价物的期初余额	4846.71	6749.43	9272.56	
现金及现金等价物净增加额	1902.71	2523.14	4746.42	

附件 6 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	69.02	52.14	37.99	--
存货周转次数(次)	16.94	16.19	13.55	--
总资产周转次数(次)	3.65	3.97	3.17	--
现金收入比(%)	119.49	115.23	116.66	121.34
盈利能力				
主营业务利润率(营业利润率)(%)	6.57	9.17	9.18	9.45
总资本收益率(%)	22.29	17.90	13.96	--
净资产收益率(%)	28.07	37.78	31.94	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	15.14
全部债务资本化比率(%)	20.59	52.61	56.28	44.80
资产负债率(%)	53.49	58.91	60.85	52.61
偿债能力				
流动比率(%)	177.11	153.31	151.81	208.37
速动比率(%)	139.50	113.50	119.77	159.73
经营现金流流动负债比(%)	2.34	0.85	5.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	84.35	19.19	7.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.65	2.03	2.51	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.00	-0.15	0.05	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.10	-5.90	0.96	--

注：公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

附件 7 有关计算指标的计算公式

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

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

附件 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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2012] 1331 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东华康食品有限公司主体长期信用等级为BBB⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

山东华康食品有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 31 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(万元)	6640.28	11973.73	21448.40	37012.16
资产总额(万元)	37723.28	53916.10	75933.50	128127.06
所有者权益合计(万元)	18204.98	25741.28	35889.17	51075.84
短期债务(万元)	11460.00	19260.00	27040.00	55500.00
全部债务(万元)	12460.00	20260.00	32040.00	70625.00
主营业务收入(万元)	68105.63	84087.02	107345.52	93214.96
利润总额(万元)	4078.28	5321.81	8726.54	9510.67
EBITDA(万元)	5871.60	7493.52	11736.60	--
经营性净现金流(万元)	2587.31	5506.27	16577.13	10880.87
主营业务利润率(%)	7.49	8.06	9.87	12.00
净资产收益率(%)	22.40	20.67	24.32	--
资产负债率(%)	51.74	52.26	52.74	60.14
全部债务资本化比率(%)	40.63	44.04	47.17	58.03
流动比率(%)	173.11	151.08	158.05	150.53
全部债务/EBITDA(倍)	2.12	2.70	2.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.43	8.97	9.98	--
经营现金流/流动负债(%)	21.05	26.74	58.92	--

注: 公司 2012 年三季度数据未经审计。

分析师

仲大伟

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 山东华康食品有限公司(以下简称“公司”)生产销售规模扩大, 推动公司资产和收入增长, 整体盈利能力上升。同时, 联合资信也注意到, 公司有息债务负担加重, 在建项目较多, 投资规模较大以及对外担保比例较高等因素对公司经营带来的不利影响。

考虑到公司农牧产业链(孵化—饲料—养殖—屠宰加工等)的不断延伸, 并且在建项目完工后, 公司产能将有较大提升, 以及国家对行业的政策扶持, 公司未来发展前景较好。

综合考虑, 联合资信维持山东华康食品有限公司 BBB⁻的主体长期信用等级, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司已初步形成孵化—养殖—屠宰加工等产业链, 区域规模优势显现。
2. 跟踪期内, 公司资产和收入规模有所增长, 经营情况良好, 整体盈利能力上升。
3. 跟踪期内, 公司经营活动现金流量、现金类资产及 EBITDA 对本期票据发行额度的保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内, 公司债务规模呈上升趋势, 债务负担有所加重。
2. 公司投资规模较大, 外部融资需求增加。
3. 公司对外担保比率较高, 存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东华康食品有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东华康食品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，未因山东华康食品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山东华康食品有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于山东华康食品有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山东华康食品有限公司（以下简称“公司”或“华康食品”）成立于 2002 年 1 月，初始注册资本 1000 万元，由 14 位自然人和博兴县第一油棉厂共同出资组建；经过多次股权变更和增资，公司股东变为 5 位自然人，2012 年 5 月 14 日贾前卫以货币资金增资 5000 万元，截至 2012 年 9 月底，公司注册资本 9800 万元，其中贾前卫出资 8927 万元，持股 91.09%，是公司实际控制人。

公司经营范围：禽类养殖、孵化、加工、销售；羽绒加工、销售；本企业自产的种禽、各类肉制品、羽绒及其制品的出口；本企业生产科研所需的原辅材料，仪器仪表、机器设备、备品备件，及相关技术的进口（国家由特殊规定的商品除外）。

公司设有采购部、销售部、品管部、审计部、财务部等 9 个职能部门和良种繁育、肉鸭养殖、肉鸭加工三个事业部。

截至 2011 年底，公司资产总额 75933.50 万元，所有者权益 35889.17 万元；2011 年公司实现主营业务收入 107345.52 万元，利润总额 8726.54 万元。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额 128127.06 万元，所有者权益 51075.84 万元；2012 年 1~9 月公司实现主营业务收入 93214.96 万元，利润总额 9510.67 万元。

公司注册地址：山东省博兴县庞家镇广青路 198 号；法定代表人：贾前卫。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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

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

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

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

2. 政策环境

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

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

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

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

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

跟踪期内,中国畜牧业保持增长趋势,2011 年,中国肉类总产量 7957 万吨,同比增

长 0.39%，跟踪期内，中国畜牧业依旧多为传统的个体经营方式，集约经营的规模化企业较少，进入门槛较低，从事养殖的企业和个体数量较多，养殖技术水平较低，难以抵抗养殖行业多发的疫情和市场风险，可持续发展能力较差。

从政策看，养殖方面，2009 年在中央财政的支持下，生猪和奶牛标准化规模养殖资金由 27 亿元增加至 30 亿元；良种补贴资金由 6 亿元增加到 9.9 亿元，更多养殖户得到了实惠。屠宰加工方面，政府对大型现代化屠宰场的支持为冷鲜肉生产的迅速发展提供了良好的外部环境。另外国家财政提供 20% 保费补贴，且参加了保险的企业还可将保险标的作为抵押物，向银行、农业担保公司等金融机构申请抵押贷款。

中国是最大的肉鸭生产和消费市场，年屠宰 13-15 亿只肉鸭，国内消费以 5-7% 的速度增长。中国肉鸭市场总体具有两大特点：一是传统养殖基地养殖数量保持稳定增长的同时，经营方式由粗放型向质量效益型转变明显；二是起步较晚的地市，养殖规模发展迅猛。从整个产业链的效益对比分析，由于大部分以合同鸭养殖为主体，养殖户利润菲薄但比较稳定，主要靠规模增效；种鸭场利润最好。

饲料成本方面，跟踪期内，玉米价格持续在高位区间运行，现货价格和期货价格超过 2000 元/吨，2011 年 9 月达到年内高点，至 2597 元/吨；此后，新粮丰产并逐渐进入市场，玉米价格逐渐回落，至 2011 年底，玉米现货价格达到 2378 元/吨，较 9 月下降 8.43%。进入 2012 年，玉米价格一路上涨，2012 年 9 月份，玉米现货价格已达到 2560 元/吨。目前中国产量维持在历史较高水平，但增速较为平缓，2011 年中国玉米产量为 19175 万吨，较 2010 年增长 8.18%。2011 年，受国际市场需求低迷、大豆价格波动下降影响，豆粕价格波动中有所下降，截至 2011 年底，豆粕期货收盘价为 2850 元/吨，较年初下降 14.62%。2012 年上半年，

豆粕价格波动中有所上涨，2012 年 6 月底，期货收盘价达到 3550 元/吨。2012 年 9 月，豆粕期货收盘价维持在 4500 元/吨左右。豆粕价格高位运行，给养殖企业成本控制带来了较大压力。

整体看，随着人口的增长，加之生活水平的提升，未来中国畜牧行业的发展空间仍然较大，但粮食价格的高位运行以及产品市场价格的大幅波动给畜牧养殖企业带来了较大经营压力，行业将进一步整合，具有较完整产业链及经营规模优势的企业将表现出更强的抗风险能力。

2. 区域环境

博兴县位于鲁北平原黄河下游南岸，盛产小麦、棉花、大豆、玉米以及林果、蔬菜等多种农副产品，是山东重要的粮棉生产基地和无公害蔬菜生产基地。2011 年，实现生产总值 235.37 亿元，同步增长 12.3%。其中第一产业增加值 18.98 亿元，增长 3.2%；第二产业增加值 127.68 亿元，增长 13.4%；第三产业增加值 88.72 亿元，增长 12.7%。三次产业比例为 8.06:54.25:37.69。人均生产总值达到 48255 元，比上年增加 6839 元。2011 年，博兴县完成财政总收入 31.23 亿元，比上年增长 37.5%，其中完成地方财政收入 18 亿元，增长 29%。完成财政支出 24.37 亿元，增长 28.9%。

2011 年，博兴县实现农林牧渔业总产值 34.52 亿元，同比增长 4.5%，其中畜牧业生产稳定增长。全县共培植畜牧示范专业化乡镇 4 个，畜牧龙头加工企业发展到 9 家，肉鸭和肉鸡年屠宰加工能力达 1.8 亿只，年供应雏禽 1.2 亿羽。截止 2011 年底，全县肉牛出栏 10.5 万头、奶牛存栏 0.36 万头；生猪出栏 48 万头；羊出栏 17.14 万只；家禽出栏 5100 万羽，其中樱桃谷鸭出栏 3600 万只，比上年增长 22.22%；肉类总产 14.03 万吨，比上年增长 14.47%；禽蛋总产 3.4 万吨，比上年增长 10.29%；奶类总产 1.3 万吨，比上年增长 26.92%。

五、基础素质分析

公司以种鸭孵化、商品鸭养殖、屠宰加工及其制品的生产和销售为主营业务，目前拥有3个种鸭养殖基地、2个孵化厂、3个商品鸭养殖厂、1个肉鸭加工厂，总占地面积2531亩。截至2012年9月底，公司拥有年存栏种鸭2400万只、鸭苗年孵化能力3000万只、商品肉鸭年出栏能力2000万只，肉鸭年屠宰加工能力10万吨。2010年12月“金达客”商标被认定为滨州市知名商标，2011年11月公司鸭产品通过“清真认证”、取得“清真证书”。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理和人员方面未发生重大变化。

七、经营分析

公司主营业务为樱桃谷种鸭养殖孵化、商品鸭养殖、屠宰加工，2011年鸭苗、鸭产品销售为主要收入来源。受益于鸭产品价格的上涨，2011年公司实现主营业务收入107345.52万元，同比增长27.66%，其中鸭产品收入占比88.43%，较上年有所提升。2012年1~9月，公司鸭产品收入占比持续上升。从毛利率看，2011年，受鸭产品价格上升影响，公司鸭产品毛利率均上升，但鸭苗毛利率下降至12.83%，主要是受鸭苗市场价格下降影响。2012年1~9月，鸭产品毛利率持续上升，鸭苗毛利率下降。跟踪期内，因鸭产品收入占比较高，公司综合毛利率呈上升趋势，2011年为10.99%。

表1 近年公司主营业务情况（单位：万元，%）

分产品	主营业务收入								毛利率			
	2009年		2010年		2011年		2012年1~9月		2009年	2010年	2011年	2012年1~9月
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	--	--	--	--
1、鸭苗	12626	18.54	13413	15.95	12415	11.57	9140	9.81	12.70	18.27	12.83	12.18
2、鸭产品	55480	81.46	70674	84.05	94931	88.43	84075	90.19	6.32	7.17	10.75	12.00
合计	68106	100	84087	100	107346	100	93215	100	7.49	8.80	10.99	12.02

资料来源：公司提供

1. 原材料采购

公司所需饲料实行集中采购，与六和集团有限公司、山东通威饲料有限公司、东营华誉饲料有限公司等供应商建立了长期合作关系，结算方式为款到发货。公司屠宰加工所需肉鸭除一部分自给外，大多数外购，包括两种模式，一是签订回购合同的养殖户按合同约定的价格采购，供应有保障；二是社会散户根据市场价格购买，具有较强的价格可控性。2011年，商品鸭采购量99408吨，平均采购价格每吨8460元。公司自建的年产40万吨的饲料生产厂一期18万吨项目目前已完工，设备安装到位，进入试运营状态，该饲料生产厂的建设可

以有效的减少采购成本。

2. 鸭苗孵化、肉鸭养殖及屠宰加工 鸭苗孵化

公司目前有3个种鸭养殖基地，年养殖26万只种鸭，鸭苗孵化年产能3000万只，约三分之一自留养殖，其余销售给合同养殖户、社会散户。2011年公司年孵化鸭苗2681万只，实现鸭苗销售额12415万元。

肉鸭养殖

公司肉鸭养殖采取“公司+合同养殖户+社会散户”的模式，各占三分之一。公司目前拥有3个商品鸭标准化养殖场，商品肉鸭年出

栏能力 2000 万只。2011 年公司肉鸭出栏量 1060 万只，养殖存活率 98.60%。

养殖户饲养模式为公司以订单形式与养殖户签订风险共担、利益共享的饲养合同，公司先后与 5330 户养殖户建立了固定合作关系，全年放养合同鸭苗 2010 万只，回收合同鸭 1970 万只。

屠宰加工

公司现有 1 个肉鸭加工厂，肉鸭加工车间主要采用国内外较先进的丹麦灵科公司生产的肉鸭屠宰加工设备，目前公司年屠宰加工能力为 10 万只，日最大生产肉制品 332 吨。2011 年，公司肉鸭产量和销量均高于 2010 年水平，2012 年 1~9 月，产量和销量分别为 2011 年全年水平的 85.80%和 90.13%。

表 2 公司肉鸭屠宰加工业务情况

分类	2009	2010	2011	12 年 1~9 月
产能(吨)	85000	90000	100000	100000
产量(吨)	71650	83141	95948	82322
销量(吨)	70139	82941	95673	86227
平均价格(元/吨)	7910	8520	9922	9750
销售额(万元)	55480	70674	94931	84075

资料来源：公司提供。

跟踪期内，鸭产品销售价格回升，2011 年，

公司屠宰加工肉鸭 3551 万只，加工冷鲜（冻）鸭肉 9.59 万吨，销售量 9.57 万吨，产销率为 99.71%，实现销售额 94931 万元，毛利率为 10.75%，由于产品价格上升，毛利率较上年增长 3.58 个百分点。

3. 产品销售

公司鸭苗销售主要是周边的养殖户和社会散户，对合同养殖户收取一定的押金；对社会散户实行现款现货。鸭产品已注册商标“金达客”，销售目标市场为冻品市场、国内熟食加工厂及超市。2012 年，公司北方市场规模有所增长，天津、北京、太原等地区销售额增长，带动公司整体销售规模扩大。鸭产品销售价格采取生产成本加上合理的利润空间，冻品市场销售价格相对较低。跟踪期内，鸭产品价格上升，带动销售收入增长。

4. 在建项目

目前公司的在建工程，总投资约 23050 万元，主要是 40 万吨饲料加工项目、年产 2 万吨肉鸭数制品加工建设项目和樱桃谷鸭标准化养殖基地扩建 4 处项目。截至 2011 年底，公司已投资 9700 万元。（详情见表 3）

表 3 公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		截至 2011 年底投资	2012 年	2013 年
			自有资金	贷款			
40 万吨饲料加工项目	新建 40 万吨/年饲料加工建设项目，项目建成后年产 40 万吨的颗粒饲料。项目建设条件：土地已征用，水、电、汽、污水处理等公用设施基本具备；公司内部每年可消耗饲料 30 万吨	8250	6250	2000	3000	4500	8250
年产 2 万吨肉鸭熟制品加工建设项目	包括鸭肉制品的烘烤、蒸煮、油炸、烟熏、灌肠等	12000	5000	7000	6000	9000	12000
新建樱桃谷鸭标准化养殖基地扩建 4 处	新建樱桃谷鸭标准化养殖基地扩建 4 处，于山东省庞家镇、乔庄镇建设标准化养殖基地 4 处。	2800	2800	—	700	2000	2800
合计		23050	14050	9000	9700	15500	23050

数据来源：公司提供

总体看，公司在建项目投资规模较大，但项目建成后将对公司产能和规模有较大提升。

八、重大事项

跟踪期内，公司无重大事项。

九、财务分析

公司 2011 年财务报表经滨州宏信有限责任公司会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2012 年三季度财务报表未经审计。

截至 2011 年底，公司资产总额 75933.50 万元，所有者权益 35889.17 万元；2011 年公司实现主营业务收入 107345.52 万元，利润总额 8726.54 万元。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额 128127.06 万元，所有者权益 51075.84 万元；2012 年 1~9 月公司实现主营业务收入 93214.96 万元，利润总额 9510.67 万元。

1. 盈利能力

公司主营樱桃谷种鸭养殖孵化、商品鸭养殖、屠宰加工业务，2011 年，公司主营业务收入和主营业务成本分别为 107345.52 万元和 96717.06 万元，同比分别上涨 27.66% 和 25.14%，主要是公司产品销售价格以及原材料价格上升影响。从其构成来看，公司主营业务收入主要以鸭产品为主，2011 年公司主营业务利润率有 2010 年的 8.06% 上升至 9.87%。

2011 年公司期间费用为 1846.34 万元，同比增长 23.12%，期间费用占主营业务收入的比重由 2010 年的 1.78% 下降至 1.72%，公司费用控制能力较强。扣除成本及各项期间费用后，2011 年公司实现营业利润 8753.29 万元，利润总额为 8726.54 万元，分别较上年增长 65.79% 和 63.98%。据财税【2008】149 号文件，公司属于农产品初加工企业，享受所得税优惠政策，2011 年免征所得税。2011 年公司总资本

收益率和净资产收益率均较 2010 年有所上升，分别为 14.58% 和 24.32%，公司盈利能力有所增强。

2012 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 93214.96 万元，占 2011 年全年的 81.23%；同期主营业务成本 82009.95 万元，占 2011 年全年的 84.79%；公司主营业务利润率上升至 12.00%。2012 年 1~9 月，公司实现利润总额 9510.67 万元。

总体看，跟踪期内，受鸭产品销售价格的带动，公司收入持续增长，费用控制能力较强，整体盈利能力增强，享受税收优惠政策较多。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2011 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较上年均有所增长，分别为 119690.06 万元和 119692.56 万元，分别同比增长 27.51% 和 27.41%；同期公司经营性净现金流为 16577.13 万元，较上年大幅增长 201.06%。从收入实现质量看，2011 年公司现金收入比 111.50%，较 2010 年下降 0.13 个百分点。

从投资活动看，公司购置固定资产、无形资产支付的现金规模较大，并呈上升趋势，2011 年为 8926.67 万元，主要是饲料项目、熟食项目和肉鸡项目等在建工程致使投资活动频繁，包括购买设备、建立厂房等。同期投资活动产生的现金流量净额为 -8923.12 万元。

从筹资活动看，2011 年，公司筹资活动现金流入主要表现为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要是偿还债务以及偿付利息支付的现金，跟踪期内，筹资活动现金流量净额表现为净流入，2011 年为 1520.66 万元。

2012 年 1~9 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 97274.14 万元，现金收入比为 104.35%，较 2011 年略有下降，公司现金回收质量有所下降；经营活动产生的现金流量净额为 10880.87 万元。公司继续购进设备、土地、建设厂房，投资活动产生的现金流量净额为

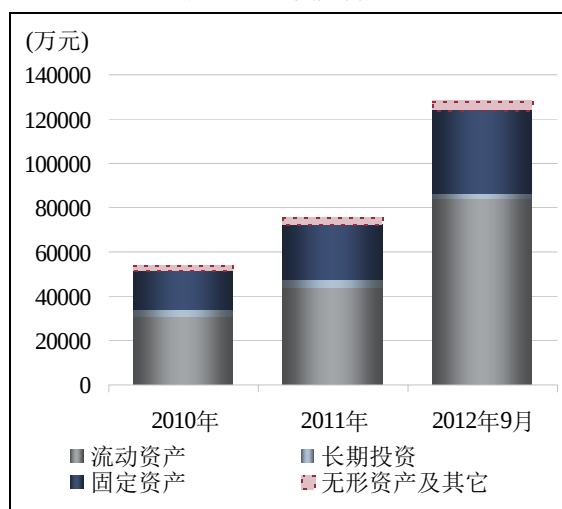
-18590.61 万元。公司银行借款增加，并且吸收投资，偿还部分到期本金和利息，筹资活动产生的现金流量净额 21873.50 万元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流充足，但投资规模较大，有一定的筹资压力。

3. 资本及债务结构

截至 2011 年底，公司资产总额为 75933.50 万元，较上年增长 40.84%，主要是货币资金和固定资产增长所致。资产结构中以流动资产和固定资产为主。公司资产中流动资产占 58.56%，长期投资占 3.98%，固定资产占 32.58%，无形资产占 4.88%，流动资产和固定资产占比有所上升。

图1 公司资产构成



资料来源：公司年报

流动资产

截至 2011 年底，公司流动资产 44466.08 万元，同比增长 42.91%，主要是由于货币资金和预付账款增长所致。公司流动资产主要以货币资金、应收账款、预付款项和存货为主，占比分别为 43.74%、15.04%、10.98%和 20.40%。截至 2011 年底，公司货币资金 19448.40 万元，较上年大幅增长 43.74%，其中银行存款占 48.47%，其他货币资金占 52.46%，其他货币资金主要是银行承兑汇票保证金；应收账款

6688.88 万元，主要是应收货款，账龄全部在一年以内；其他应收款 2377.04 万元，较上年略有下降，主要是公司在建工程的代垫款和周转金；预付账款 4880.21 万元，较上年大幅增长，主要是预付设备款增加所致，账龄全部在一年以内；存货 9071.54 万元，其中原材料占 4.43%、库存商品占 54.73%，低值易耗品占 1.58%，生产成本占 39.26%，公司未对存货计提跌价准备。

长期投资

2011 年长期股权投资为 3021.53 万元，较上年无变化。主要是对博兴县汇诚小额贷款有限公司和山东博兴农村合作银行银行的股权投资。

固定资产

截至 2011 年底，公司固定资产合计 24736.96 万元，其中固定资产净值占 63.54%，固定资产原值为 23457.79 万元，较上年增长 14.00%，主要是房屋建筑物和机器设备，占比分别为 52.34%和 44.26%，2011 年公司计提累计折旧 7739.79 万元；在建工程 8548.39 万元，较上年大幅增长，主要是饲料项目和熟食项目增长以及新增肉鸭项目和高庙刘小区项目所致，高庙刘小区项目是樱桃谷鸭标准化基地之一，投资 700 万元。

无形资产

截至 2011 年底公司无形资产为 3708.94 万元，较上年增长 48.12%，主要是土地使用权。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额 128127.06 万元，比上年底增长 68.74%，其中流动资产占比上升至 65.60%。流动资产中，由于公司增加长短期借款以及发行集合票据，公司货币资金大幅增长；应收账款较 2011 年底增长 99.12%，主要是 2012 年公司北方销售市场扩大，应收货款增加；存货增长主要是销售规模扩大，库存商品和生产成本增加；预付账款增长主要是在建项目中的设备预付款增加；在建工程增长主要是公司三个主要的在建项目增长所致。其余科目无大变化。

负债

截至 2011 年底，公司负债合计 40044.33 万元，较上年增长 42.13%，主要是由于应付票据以及长期借款增长所致。其中流动负债占 70.26%，长期负债占 29.74%，公司负债以流动负债为主。

截至 2011 年底，公司流动负债 28134.33 万元，较上年增长 36.61%，主要以短期借款和应付票据为主，占比分别为 38.53%和 57.58%，应付票据较上年增幅较大，主要是公司采用票据方式付款增多；长期负债为 11910.00 万元，其中长期借款 5000.00 万元，长期应付款 6910.00 元，主要为公司向股东贾前卫的借款以及职工入职缴纳的资金。

跟踪期内，公司为补充流动资金需求，银行借款增多，2011 年公司全部债务 32040.00 万元，较上年增长 58.14%，主要是由于长期借款以及应付票据增长所致，其中短期债务占 84.39%，长期债务占 15.61%，公司债务结构仍以短期债务为主。截至 2011 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 52.74%、47.17%和 12.23%，均较上年有不同程度的增长。公司债务负担上升。

截至 2012 年 9 月底，公司负债合计 77051.22 万元，较 2011 年底增加 92.41%，流动负债增加至 55836.22 万元，长期负债增加至 21215.00.00 万元。流动负债中，短期借款和应付票据大幅增长；长期负债中，长期借款规模扩大并且新增应付债券 5000.00 万元。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上升至 60.14%、58.03%、22.85%，高于 2011 年底指标值。

所有者权益

截至 2011 年底，所有者权益为 35889.17 万元，实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占 13.37%、8.08%、9.58%、68.97%，未分配利润占比较高，公司权益结构稳定性一般。截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益

51075.84 万元，较 2011 年底增长 42.32%，主要是公司自然人股东贾前卫以货币资金增资 5000 万元，公司实收资本增至 9800.00 万元。公司所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占 19.19%、7.00%、6.73%、67.08%，构成与 2011 年相比变化不大。

跟踪期内，公司负债增长较快，为补充在建工程所需流动资金，公司增加有息债务和应付票据，债务规模上升，债务负担加重；公司权益稳定性一般。

4. 偿债能力

截至 2011 年底，公司流动比率和速动比分别为 158.05%和 125.81%，分别较 2010 年有不同程度的增长，截至 2012 年 9 月底两指标分别为 150.53%和 115.23%，较 2011 年略有下降。2011 年公司经营现金流动负债为 58.92%、增幅较大，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2011 年公司 EBITDA 为 11736.60 万元，较上年增长 56.62%，主要是由于公司借款增加导致利息支出增长以及公司利润规模上升；公司 EBITDA 利息倍数为 9.98 倍，全部债务/EBITDA 为 2.73 倍，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度较高。

公司长期与银行保持着良好的合作关系。截至 2012 年 9 月底，公司获得银行授信 7.80 亿元，已使用 4.29 亿元，尚未使用额度为 3.51 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2012 年 9 月底，公司对外担保金额总计 19750.00 万元，担保比率为 38.67%，担保比率较高，主要是对山东科瑞钢板有限公司、山东恒达精密薄板科技有限公司、博兴县汇诚小额贷款有限公司、山东颐兴医疗器械有限公司等提供担保，被担保公司目前生产经营正常。

5. 本期票据偿还能力分析

公司于 2012 年 5 月参与发行了“12 博兴 SMECN1”（以下简称“本期票据”），发行额

度为 5000 万元，期限为 3 年。

以 2011 年财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对本期票据的保护倍数分别为 2.35 倍、23.93 倍和 3.31 倍，公司 EBITDA、经营性现金流入量和经营活动现金净流量对本期票据覆盖程度均较高。

截至 2012 年 9 月底，公司现金类资产为 37012.16 万元，剔除使用受限资金 22760.00 万元后，是本期票据的 2.85 倍，非受限现金类资产对本期票据的覆盖程度好。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201210742647），截至 2012 年 10 月 16 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

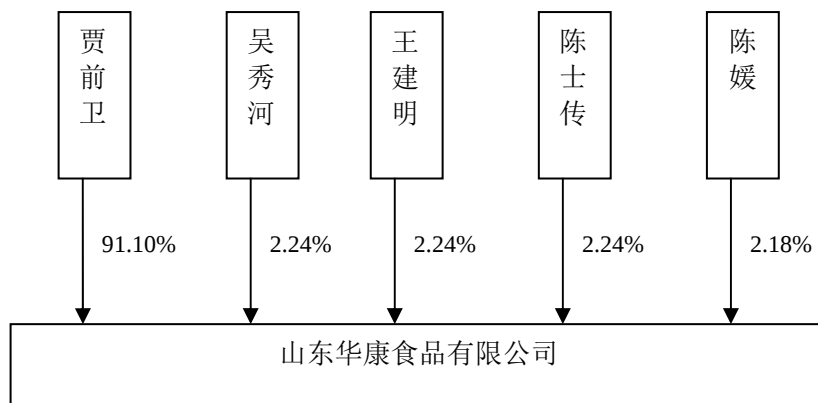
7. 抗风险能力

公司种鸭孵化和商品鸭养殖规模具有明显区域优势并且拥有知名品牌“金达客”，经营稳定，资产和收入规模持续增长，整体盈利能力上升，经营现金流充足，但同时公司债务规模持续上升，对外投资规模较大，对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力一般。

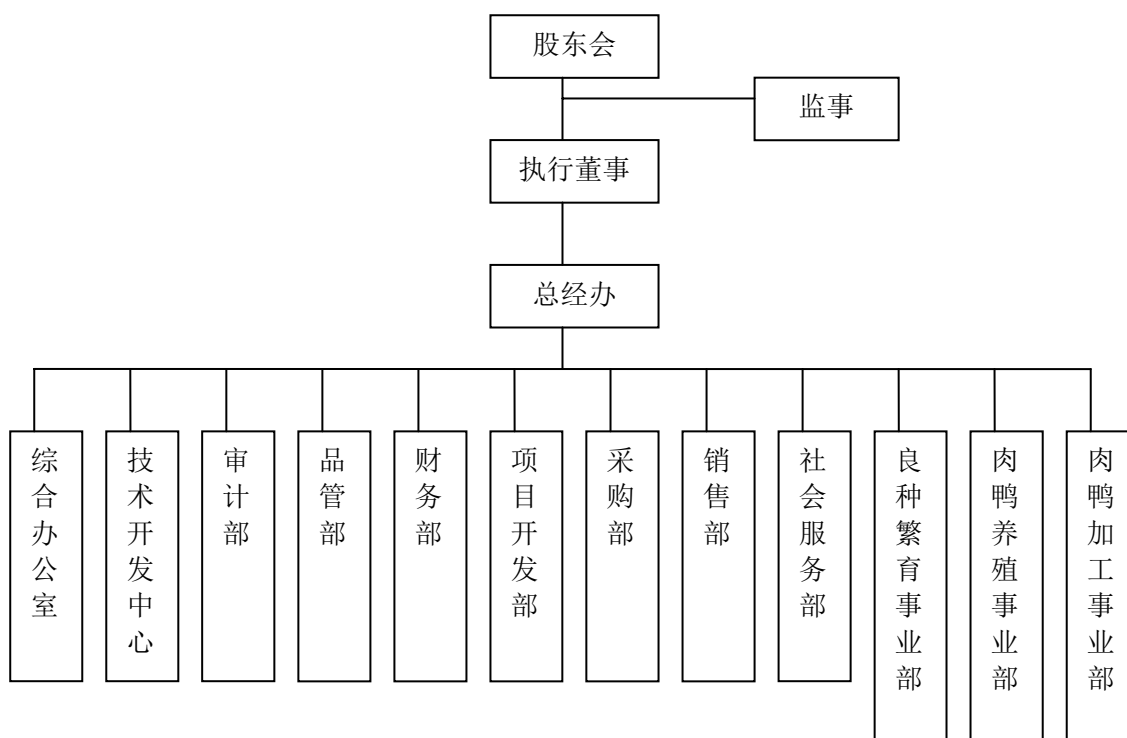
十、结论

综合考虑，联合资信维持山东华康食品有限公司 **BBB⁻** 的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 公司资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	5640.28	10273.73	19448.40	85.69	33612.16
短期投资	0.00	0.00	0.00		0.00
应收票据	1000.00	1700.00	2000.00	41.42	3400.00
应收股利	0.00	0.00	0.00		0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00		0.00
应收账款	4923.85	5519.19	6688.88	16.55	13318.08
其他应收款	2625.97	2714.80	2377.04	-4.86	1016.85
预付账款	917.05	1643.21	4880.21	130.69	12994.95
存货	6133.10	9252.01	9071.54	21.62	19706.28
待摊费用	32.78	11.33	0.00	-100.00	0.00
待处理流动资产净损失	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的长期债权投资	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
流动资产合计	21273.03	31114.26	44466.08	44.58	84048.32
长期投资					
长期股权投资	21.53	3021.53	3021.53	1,084.79	3024.91
长期债权投资	0.00	0.00	0.00		0.00
长期投资合计	21.53	3021.53	3021.53	1,084.79	3024.91
长期投资净额	21.53	3021.53	3021.53	1,084.79	3024.91
固定资产					
固定资产原值	20131.88	20577.29	23457.79	7.94	29206.87
减：累计折旧	4569.74	5905.67	7739.79	30.14	10437.51
固定资产净值	15562.14	14671.62	15718.00	0.50	18769.37
固定资产净值减值准备	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产净额	15562.14	14671.62	15718.00	0.50	18769.37
工程物资	0.00	0.00	470.57		935.60
在建工程	135.16	2604.63	8548.39	695.27	17209.59
固定资产合计	15697.30	17276.25	24736.96	25.53	36914.56
无形资产及其他资产					
无形资产	731.43	2504.07	3708.94	125.18	4139.27
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00		0.00
其他长期资产					
无形资产及其他资产合计	731.43	2504.07	3708.94	125.18	4139.27
递延税项					
递延税项借项					
资产总计	37723.28	53916.10	75933.50	41.88	128127.06

附件 2-2 公司资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债					
短期借款	9460.00	12060.00	10840.00	7.05	18800.00
应付票据	2000.00	7200.00	16200.00	184.60	36700.00
应付账款	210.66	441.61	285.32	16.38	156.71
预收账款	105.51	252.80	112.11	3.08	82.55
应付工资	189.24	173.12	144.36	-12.66	51.93
应付福利费	0.00	0.00	0.00		0.00
应付利润（股利）	0.00	0.00	0.00		0.00
应交税金	13.36	58.82	21.58	27.12	9.65
其他未交款	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应付款	152.28	226.02	530.96	86.73	35.37
预提费用	157.65	182.46	0.00	-100.00	0.00
预计负债					
一年内到期的长期负债	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动负债					
流动负债合计	12288.70	20594.82	28134.33	51.31	55836.22
长期负债					
长期借款	1000.00	1000.00	5000.00	123.61	10125.00
应付债券	0.00	0.00	0.00		5000.00
长期应付款	6229.61	6580.00	6910.00	5.32	6090.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
其他长期负债					
长期负债合计	7229.61	7580.00	11910.00	28.35	21215.00
递延税项					
递延税项贷款					
负债合计	19518.31	28174.82	40044.33	43.24	77051.22
少数股东权益	0.00	0.00	0.00		0.00
所有者权益					
实收资本	2700.00	4800.00	4800.00	33.33	9800.00
资本公积	1362.28	1476.78	2898.12	45.86	3574.12
盈余公积	2033.06	2565.24	3437.90	30.04	3437.90
其中：法定公益金	0.00	0.00	0.00		0.00
未分配利润	12109.63	16899.26	24753.15	42.97	34263.82
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	18204.98	25741.28	35889.17	40.41	51075.84
负债及所有者权益合计	37723.28	53916.10	75933.50	32.04	128127.06

附件 3 公司利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、主营业务收入	68105.63	84087.02	107345.52	25.55	93214.96
减: 主营业务成本	62994.31	77289.20	96717.06	23.91	82009.95
主营业务税金及附加	11.17	18.37	28.85	60.73	14.92
加: 代购代销收入	0.00	0.00	0.00		0.00
二、主营业务利润	5100.15	6779.46	10599.62	44.16	11190.09
加: 其他业务利润	0.00	0.00	0.00		0.00
减: 营业费用	39.11	40.03	47.90	10.67	34.87
管理费用	507.33	574.30	539.10	3.08	471.18
财务费用	514.63	885.30	1259.34	56.43	1211.50
其他	0.00	0.00	0.00		0.00
三、营业利润	4039.08	5279.83	8753.28	47.21	9472.54
加: 投资收益	0.00	0.00	3.55		1.18
补贴收入	0.00	0.00	0.00		0.00
营业外收入	50.90	75.18	2.50	-77.84	37.51
其他	0.00	0.00	0.00		0.00
减: 营业外支出	11.70	33.20	32.78	67.39	0.57
其他支出	0.00	0.00			
加: 以前年度调整	0.00	0.00			
四、利润总额	4078.28	5321.81	8726.54	46.28	9510.67
减: 所得税	0.00	0.00	0.00		0.00
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00		0.00
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00		0.00
五、净利润	4078.28	5321.81	8726.54	46.28	9510.67

附件 4-1 公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	12 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	75520.94	93870.28	119690.06	25.89	97274.14
收到的税费返还	745.66	0.00	0.00	-100.00	0.00
收到的其他与经营活动有关的现金	50.90	75.18	2.50	-77.84	37.51
经营活动产生的现金流入小计	76317.50	93945.47	119692.56	25.23	97311.65
购买商品、接受劳务支付的现金	65954.73	86414.84	100179.93	23.24	83172.55
支付给职工以及为职工支付的现金	6693.83	1761.72	2487.24	-39.04	2705.47
支付的各项税费	1069.93	229.43	415.48	-37.68	552.19
支付的其他与经营活动有关的现金	11.70	33.20	32.78	67.39	0.57
经营活动产生的现金流出小计	73730.20	88439.20	103115.43	18.26	86430.78
经营活动产生的现金流量净额	2587.31	5506.27	16577.13	153.12	10880.87
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
取得投资收益所收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	3.55		0.00
投资活动产生的现金流入小计	0.00	0.00	3.55		0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	1041.73	4687.51	8926.67	192.73	18590.61
投资所支付的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
投资活动产生的现金流出小计	1041.73	4687.51	8926.67	192.73	18590.61
投资活动产生的现金流量净额	-1041.73	-4687.51	-8923.12	192.67	-18590.61
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资所收到的现金	0.00	2100.00	0.00		5000.00
借款所收到的现金	10440.00	16120.00	19140.00	35.40	30550.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
筹资活动产生的现金流入小计	10440.00	18220.00	19140.00	35.40	35550.00
偿还债务所支付的现金	8240.00	13520.00	16360.00	40.91	12465.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	685.63	885.30	1259.34	35.53	1211.50
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
筹资活动产生的现金流出小计	8925.63	14405.30	17619.34	40.50	13676.50
筹资活动产生的现金流量净额	1514.37	3814.70	1520.66	0.21	21873.50
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00		0.00
五、现金及现金等价物净增加额	3059.95	4633.45	9174.67	73.16	14163.76

附件 4-2 公司现金流量表（补充资料）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
净利润	4078.28	5321.81	8726.54	46.28
加：未确认的投资损失（以“+”号填列）				
加：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	
计提的资产减值准备	0.00	0.00	0.00	
固定资产折旧	1279.48	1335.93	1834.22	19.73
无形资产摊销	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	0.00	
待摊费用减少(减:增加)	-19.16	0.00	11.33	
预提费用增加(减:减少)	-90.17	0.00	-182.46	42.25
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	0.00	0.00	0.00	
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	514.63	885.30	1259.34	56.43
投资损失(减:收益)	0.00	0.00	-3.55	
递延税款贷项(减:借项)	0.00	0.00	0.00	
存货的减少(减:增加)	-748.96	-3118.91	180.47	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-3206.66	-2210.32	-4357.61	16.57
经营性应付项目的增加(减:减少)	779.86	3192.46	9108.94	241.76
其他	0.00	0.00	0.00	
经营性活动产生的现金流量净额	2587.31	5406.27	16577.23	153.12
三、现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	2580.33	10273.73	19448.40	85.69
减：现金的期初余额	2580.33	5640.28	10273.73	99.54
现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	3059.95	4633.45	9174.67	73.16

附件 5 主要财务指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	11.50	12.80	13.50	-
存货周转次数(次)	10.27	10.05	10.56	-
总资产周转次数(次)	1.81	1.84	1.65	--
现金收入比(%)	110.89	111.63	111.50	104.35
盈利能力				
主营业务利润率(%)	7.49	8.06	9.87	12.00
总资本收益率(%)	14.98	13.39	14.58	--
净资产收益率(%)	22.40	20.67	24.32	-
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	5.21	3.74	12.23	22.85
全部债务资本化比率(%)	40.63	44.04	47.17	58.03
资产负债率(%)	51.74	52.26	52.74	60.14
偿债能力				
流动比率(%)	173.11	151.08	158.05	150.53
速动比率(%)	123.20	106.15	125.81	115.23
经营现金流动负债比(%)	21.05	26.74	58.92	-
EBITDA 利息倍数(倍)	11.43	8.97	9.98	-
全部债务/EBITDA(倍)	2.12	2.70	2.73	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.12	0.04	0.24	-
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	3.01	0.98	6.51	-
本期集合票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.17	1.50	2.35	-
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	15.26	18.79	23.93	-
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.52	1.10	3.31	-
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.31	0.16	1.53	-

注：公司 2012 年三季度数据未经审计。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益余额 × 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
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

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

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

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 9 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

跟踪评级公告

联合[2012] 1332 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持山东博兴华韵水业有限公司主体长期信用等级为BBB-,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)
电话:010-85679696
传真:010-85679228
<http://www.lhratings.com>

山东博兴华韵水业有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 31 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	0.82	0.82	0.77	0.64
资产总额(亿元)	1.56	1.75	1.88	2.32
所有者权益(亿元)	1.24	1.41	1.56	1.79
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.28	0.10
全部债务(亿元)	0.30	0.28	0.28	0.50
营业收入(亿元)	0.89	0.93	1.15	0.86
利润总额(亿元)	0.47	0.48	0.60	0.44
EBITDA(亿元)	0.56	0.56	0.63	--
经营性净现金流(亿元)	0.24	0.29	0.29	0.47
营业利润率(%)	52.36	55.47	55.37	55.60
净资产收益率(%)	28.15	25.85	28.84	--
资产负债率(%)	20.55	19.76	17.12	23.00
全部债务资本化比率(%)	19.44	16.60	15.25	21.87
流动比率(%)	324.51	357.32	422.75	831.96
全部债务/EBITDA(倍)	0.54	0.50	0.44	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.68	34.86	38.94	--
经营现金流流动负债比(%)	74.52	83.98	89.84	--

注: 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

胡 岩

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 山东博兴华韵水业有限公司(以下简称“公司”)作为滨州市博兴县主城区唯一从事工业供水经营的主体, 继续保持区域垄断经营优势, 盈利能力强, 同时, 联合资信注意到, 公司短期债务占比高, 债务结构有待改善, 以及对外担保比率高等因素给公司经营及财务状况带来一定的不利影响。

公司供水经营收入和盈利有望随着地区新增工业企业数量增加和生产规模扩大而有所提升, 对公司信用水平形成一定支撑。

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

优势

1. 受益于博兴县进入“百强县”, 区域经济发展较为迅速, 工业企业数量增长较快。
2. 公司区域内供水经营的垄断优势明显, 盈利能力强。
3. 公司现金类资产充足, 经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期集合票据覆盖程度较好。

关注

1. 公司业务单一, 成长性不足。
2. 公司短期债务占比高, 债务结构有待改善。
3. 公司计划投资规模较大, 融资压力上升。
4. 公司对外担保比率高, 存在或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东博兴华韵水业有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东博兴华韵水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，未因山东博兴华韵水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山东博兴华韵水业有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于山东博兴华韵水业有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山东博兴华韵水业有限公司（以下简称“公司”）的前身是山东京博供水有限公司，是博兴县为满足全县工业企业工业用水需求而组建的公司。公司注册成立于2003年2月27日，初始注册资本1200万元，由山东京博石化有限公司（出资占比58.33%）和博兴县水务局钻井大队（出资占比41.67%）出资建立。经2004年7月15日增资1800万元及多次股权转让，截至2012年9月底，公司注册资本为3000万元，拥有13个自然人股东，其中，股东张洪庆（受让时未持有公司股份）接受前股东高英江2020.9万元全额股权转让，持股比例67.36%，为公司的控股股东和实际控制人。

公司的主营业务为山东省博兴县第二水源工程中的工业用水供应部分的经营管理。公司为县级供水公司，在博兴县垄断经营。公司拥有城东水厂和工业东区水厂，分别为博兴县经济开发区和京博工业园供水，供水能力分别达到7万吨/日和6万吨/日。截至2012年9月底，公司拥有仓储部、安全生产部、保安部、营销部、综合部和财务部6个职能部门。公司无下属子公司。

截至2011年底，公司资产总额为18769.23万元，所有者权益合计15556.48万元。2011年公司实现营业收入11476.85万元，利润总额5981.87万元。

截至2012年9月底，公司资产总额为23201.30万元，所有者权益合计17863.80万元。2012年1-9月，公司实现营业收入8617.65万元，利润总额4409.75万元。

公司注册地址：山东省滨州市博兴县经济

开发区，法定代表人：张洪庆。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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

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

2012年1-9月实现GDP 353480亿元，同比增长7.7%。其中，三季度和二季度比，下滑了0.2%。虽然经济增速仍然在下滑，但下滑的幅度在收窄，经济逐渐企稳的态势已显现。1-9月份，规模以上工业增加值同比增长10.00%，比1-6月份回落0.5个百分点。总体来看，中国经济仍处于“筑底”阶段。

2. 政策环境

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

货币政策方面, 2011 年, 央行货币政策较为频繁, 年度内 6 次上调存款准备金率, 3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》, 2011 年年末, 中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元, 同比增长 13.6%, 增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%, 增速比上年低 4.1 个百分点, 比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元, 其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行, 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%, 比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~9 月, 央行 3 次下调存款准备金率, 并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率, 通过此类货币政策工具向实体经济释放

流动性。央行货币政策委员会 2012 年第三季度例会指出, 当前中国经济金融运行呈现缓中趋稳态势, 物价形势基本稳定, 全球经济仍较为疲弱。会议还强调, 要密切关注国际国内经济金融最新动向及其影响, 继续实施稳健的货币政策, 同时, 着力提高政策的针对性、灵活性和前瞻性, 根据形势变化适时适度进行预调微调, 正确处理保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者的关系。综合运用多种货币政策工具, 引导货币信贷平稳适度增长, 保持合理的社会融资规模。优化金融资源配置, 有效解决信贷资金供求结构性矛盾, 防范金融风险, 提高金融服务水平, 更好地支持实体经济, 促进国民经济平稳较快发展。继续发挥直接融资的作用, 更好地满足多样化投融资需求, 推动金融市场规范发展。稳步推进利率市场化改革, 完善人民币汇率形成机制, 增强人民币汇率双向浮动弹性, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

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

四、行业及区域经济环境

1. 区域经济

山东省滨州市博兴县地处环渤海经济圈和山东半岛城市群、济南城市圈近辐射地带, 是

连接京津冀的重要节点。

2011 年全年博兴县实现生产总值 235.37 亿元，按可比价格计算，比上年增长 12.3%。其中第一产业增加值 18.98 亿元，增长 3.2%；第二产业增加值 127.68 亿元，增长 13.4%；第三产业增加值 88.72 亿元，增长 12.7%。三次产业比例为 8.06: 54.25: 37.69，与上年相比，第一产业下降 0.42 个百分点，第二产业下降 0.86 个百分点，第三产业提高 1.28 个百分点。人均生产总值达到 48255 元，比上年增加 6839 元。财政总收入占全县生产总值的比重为 13.3%，地方财政收入占全县生产总值的比重为 7.6%，分别比去年增长 2.0 和 0.7 个百分点。

全县规模以上工业企业（年主营业务收入 2000 万元及以上的工业法人企业）达到 166 家，比上年增加 16 家，实现总产值 743.4 亿元，增长 32.11%。增加值增长 15.52%。实现高新技术产业总产值 94.7 亿元，增长 57.39%，高新技术产业产值占规模以上工业总产值比重达 13.65%，比年初提高 9.55 个百分点。规模以上工业实现主营业务收入 852.3 亿元，比上年增长 42.95%；实现利润 24.9 亿元，增长 14.66%；利税 36.7 亿元，增长 5.06%。截至 2011 年底，民营经济总户数达到 1.16 万户，比上年减少 18%；从业人员 9.31 万人，增长 3.6%；注册资金 118.9 亿元，增长 92.1%；实缴税金 15.6 亿元，增长 37.9%。

规模以上固定资产投资施工项目 288 个，其中 5000 万元以上项目 198 个。规模以上固定资产投资完成 145.49 亿元，比上年增长 21.7%，其中城镇投资完成 128.69 亿元，农村投资完成 16.80 亿元。2011 年投资 2800 万元，铺设热水管线 28 公里，建设分配站 36 座，使城区集中供热“汽改水”面积达到 224 万平方米。2011 年，投资 2200 余万元完成了新城二路南延路面工程建设、博城六路西延及桥涵工程建设、博昌一路（新城一路至新城二路段）和博城三路（新城一路至新城二路段）绿化工程等项目。

总体上，博兴县依托区位优势，地区生产

总值、财政收入和固定资产投资金额均得到较大幅度的提升，经济发展状况良好。

2. 水务行业

工业供水行业属于公用事业行业，与区域内经济发展水平和政府支持力度联系紧密，目前该行业内的企业以国有企业为主。由于同一区域内工业供水管网铺设量大、更新周期较长，以及各地区的取水成本差异较大和定价权主要由地方政府掌控等因素共同决定了该行业具有区域垄断的特性。

“十一五”期间，中国加快城市供水管网建设和改造，在扩大供水服务范围、提高供水普及率的同时，降低供水管网漏损率、促进城市节约用水。2006~2011 年，全国城市用水普及率从 86.73% 上升到 96.81%。尽管城市人口增长和用水普及率提高带来用水需求的增加，但中国城市供水总量自 2007 年起就基本保持在 500 亿立方米左右的水平，主要原因是供水基础设施的改善提高了城市供水效率以及节能减排政策的实施有利于工业企业通过技术进步、综合利用、产业结构调整等降低水耗。

水务行业是关系国计民生的公共事业，政府对行业运行加以较严格的监督和管理，集中体现在供排水价格的定价机制上。中国水价制度经历了公益性无偿供水、政策性低价供水、按成本核算计收水费、按商品价格管理四个阶段，水价改革呈现价格不断上涨、价格分类不断简化、逐渐推行阶梯式水价等特征。随着人口增长、城市化推进和经济发展，中国供水行业和供排水价格一直保持稳定上升态势。全国主要城市工业用水平均价格由 2003 年的 2.04 元/吨上涨至 2012 年 6 月 2.43 元/吨，年均复合增长率为 1.96%；工业综合用水价格由 2.58 元/吨上升至 3.43 元/吨，年均复合增长率为 3.21%。

随着人口增长、城市化推进和经济发展，中国供水行业和供排水价格将保持稳定上升态势，供水商将迎来新的发展空间。国家环保总局环境规划院此前一项预测显示，中国“十二

五”和“十三五”时期废水治理投入将分别达1.05万亿元和1.39万亿元，其中工业和城镇生活污水的治理投资将分别达4355亿元和4590亿元。其次，未来超出水资源控制量之外的增量指标，将通过水权流转或再生水使用的方式满足，这些政策将为从事污水处理的相关公司带来明显利好。

为进一步占领和巩固国内水务市场，各水务公司纷纷加快区域布局，北京、江苏、湖南、内蒙古、山东等省市均已成为各大水务公司抢占的重点区域，一些区域政府也通过投资成立区域性水务公司来规划本地市场，行业竞争日渐激烈。“十二五”期间，国家通过政策发布推动环境产业向环境服务业转型，引导各水务企业把各自的战略定位倾向于综合环境服务商或系统解决方案提供商，这一转型也正在被市场和越来越多的企业所认同。未来几年将是水务市场的快速转型时期，也将是重新洗牌的重要时期，同时污泥处置、海水淡化、再生水循环利用、餐厨垃圾处置、景观水治理等新兴产业也将成为市场关注的热点。

总体看，未来水价改革将成为中国价格改革的重点之一，水价进一步上涨已成为必然趋势，这将为水务行业创造更为可观和稳定的盈利空间，水务行业的利润率有望提升。

五、管理分析

公司已建立规范的法人治理结构，管制制度较为完善，跟踪期内，公司治理结构及内部管理未发生重大变动。

六、经营分析

1. 公司经营

公司为盛和热电有限公司、京博物流有限公司、香驰热电有限公司等43家工业企业提供用水，在滨州市博兴县工业供水行业中具有垄断地位。

公司营业收入逐年增长，年均复合增长

13.14%，2011年为11476.85万元，收入全部来自工业企业供水经营业务。公司利润总额逐年上升，年均复合增长13.21%，2011年为5981.87万元；2012年1-9月，公司实现营业收入8617.65万元，利润总额4409.75万元，分别为2011年底的75.09%和73.72%。

从盈利能力看，受供水价格上涨及供水量增加因素的影响，公司供水的毛利率较高，2010年和2011年毛利率分别为56.02%和55.08%，2012年1-9月为55.81%，毛利率仍保持较高的水平。

公司源水主要取自黄河的取水闸——打渔张渠首水库。该水库设计库容量1340万吨，年调蓄容量6800万吨，源水的水质标准为Ⅱ类水源。2011年公司源水年取水6000万吨，2012年1-9月，公司源水取水4788万吨。截至2012年9月底，博兴县源水资源费仍为0.45元/吨。

从制水能力看，2012年9月底，公司制水能力无变动。公司拥有城东水厂和工业东区水厂2个自来水厂，设计制水产能分别为7万吨/日和6万吨/日。

公司制水原料成本主要包括源水资源费、电费和辅料费用。2012年1-9月，其在原料成本中的占比分别为23.37%、28.68%和3.56%。

表1 2012年1-9月公司制水原料供应情况

供应商	原料	占比(%)
博兴县水务局	源水	14.61
博兴县打渔张渠首水库	源水	8.76
博兴县供电公司	电	22.37
山东益仁纸业有限公司恒丰分公司	电	6.31
山东京博控股发展有限公司	辅料	2.56

资料来源：公司提供

从供水管网看，2012年9月底，公司共新铺设管线70公里，目前，供水管网的成新率为62%。2011年及2012年1-9月，公司管网维护费用分别为20万元和16万元。公司配备了专门的管网维护队伍，近三年间未发生严重的管线损坏事故，管线漏损率仅为1%，供水保障率为

100%。

从供水量看，目前公司的工业供水能力为5475万立方米。2011年和2012年1-9月，公司实际供水量5396万立方米和4029万立方米。由于公司区域垄断经营的特性，供水产销率始终保持100%。

工业水销售量方面，由于公司工业供水的产销率保持为100%，公司自来水销售量即为供水量，2011年和2012年1-9月，分别销售5396万立方米、4029万立方米。

根据中国水网的数据，滨州市近5年地区工业自来水价格未有调整。从水价看，截至2011年底，山东省共50个市级城市的工业自来水价格维持在0.60元至4.17元之间，滨州市工业自来水价格位列第25位，价格水平居中。

表2 2011年山东省前25位市级工业自来水价格
(单位：元/吨)

排名	城市	水价	排名	城市	水价
1	潍坊	4.17	14	临清	2.40
2	泰安	3.70	15	海阳	2.40

3	淄博	3.15	16	荣成	2.40
4	章丘	3.00	17	招远	2.35
5	济南	2.90	18	胶州	2.30
6	滕州	2.85	19	莱芜	2.30
7	高密	2.83	20	青岛	2.20
8	聊城	2.60	21	莱州	2.16
9	烟台	2.60	22	日照	2.11
10	蓬莱	2.60	23	平度	2.10
11	威海	2.60	24	龙口	2.00
12	栖霞	2.50	25	滨州	2.00
13	乳山	2.44			

资料来源：中国水网

从用水客户构成看，跟踪期内，公司排名前五位的客户稳定，分别为：山东香驰粮油有限公司、博兴县恒丰热电有限公司、山东盛和热能有限公司、山东香驰健源生物科技有限公司、山东京博石油化工有限公司。此五家公司的销售收入之和在年度销售收入中的占比在50%以上，集中度保持较高的水平。

从水费回收看，水费以电汇回收的方式，平均回收周期为一个月，回收率为94.73%。

表3 公司前5名客户情况

客户	2010年		2011年		2012年1~9月	
	销售额(万元)	年收入占比(%)	销售额(万元)	年收入占比(%)	销售额(万元)	年收入占比(%)
山东香驰粮油有限公司	2140.41	29.87	2071	18.04	1800	15.09
博兴县恒丰热电有限公司	1582.04	22.08	1000	8.71	902	10.47
山东盛和热能有限公司	1675.10	23.38	821	7.15	644	7.47
山东香驰健源生物科技有限公司	930.61	12.99	1092	9.51	800	9.28
山东京博石油化工有限公司	837.55	11.69	1364	11.88	1000	10.57
合计	7165.72	77.00	6348	55.31	4557	52.88

资料来源：公司提供

2. 未来发展

公司投资计划需对外筹集资金1500万元，占2012年9月底全部债务的30.00%，未来债务负担有所加重；从投资时段看，主要的投资额集中在2012年，2012年累计需要投资1947万元，为2012年1-9月经营性现金流量净额的41.69%，经营性现金流量净额可以覆盖所需的

投资额。

公司经营性业务中供水经营收入和盈利短期内有望随着地区新增工业企业数量增加和生产规模扩大而有所提升，但新增工业企业数量有限，并且未来的投资和工程项目少；此外，随着电价的上调趋势和劳动力成本的上升，供水长期盈利能力将受到一定程度的影响。

表 4 公司投资计划（单位：万元）

序号	项 目	建设规模	计划 总投资	截至 2012 年 9 月底已投 资金额	自有 资金	筹集 资金	拟投资金额	
							2012 年	2013 年
1	2011 东区水厂扩 产二期工程	崇德加压泵站一座，铺 设 3000 米供水管道	450	150	450	0	175	0
2	2012 东区水厂扩 产三期工程	增加 0.5 万立方/日处理 能力。铺设崇德至渠首 泵站 DN710 管线 15.8 公 里	2520	1200	1020	1500	1743	777
3	2011 日产 120 吨 的纯净项目	开发建设日产 120 吨纯 净项目	500	250	500	0	269	105
合计			3470	1600	1970	1500	1947	882

资料来源：公司提供

七、财务分析

1、财务概况

公司的 2011 年财务报表经滨州宏信会计师事务所审计并出具了标准无保留的审计结论，2012 年 3 季度财务报表未经审计。

截至 2011 年底，公司资产总额为 18769.23 万元，所有者权益合计 15556.48 万元。2011 年公司实现营业收入 11476.85 万元，利润总额 5981.87 万元。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额为 23201.30 万元，所有者权益合计 17863.80 万元。2012 年 1-9 月，公司实现营业收入 8617.65 万元，利润总额 4409.75 万元。

1. 盈利能力

2009~2011 年，受公司供水量增长的促进，公司营业收入复合增长 13.47%；营业收入全部来工业供水业务的收入增长。2011 年公司实现营业收入 11476.85 万元。

从期间费用看，公司期间费用占营业收入的比重较低，2011 年为 3.25%。公司销售费用较少，主要是能量水销售发生的运输费及印制水票费用等。管理费用主要由管理人员费用以及输水管网维护费用构成；财务费用主要由利息净支出构成，金额及波动幅度均较小。

受公司供水量上升拉动收入和利润增长的因素作用，2009~2011 年，公司利润总额复合增长率为 13.97%，2011 年公司利润总额为 5981.87 万元；营业利润率为 55.37%，与 2011

年相比基本持平；2011 年受净利润同比快速增长影响，公司总资本收益率和净资产收益率有所增长，分别为 24.44% 和 25.85%，保持较高水平。

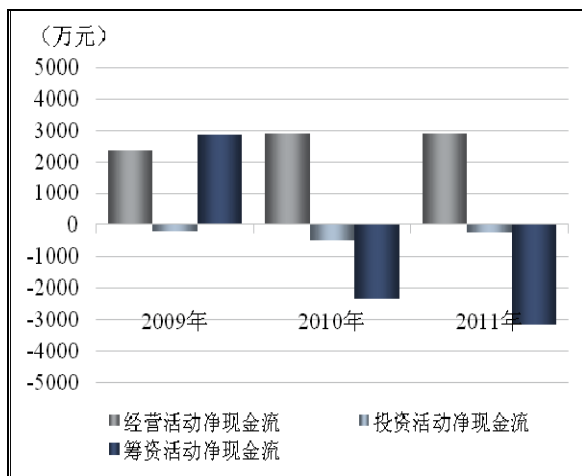
2012 年 1-9 月，公司实现营业收入 8617.65 万元，占 2011 年全年的 75.09%，实现利润总额 4409.75 万元，营业利润率 55.60%，与 2011 年底相比差异小。

总体看，公司营业收入保持较快增长，营业成本增速低于收入增长，加之期间费用较少，因而公司利润增长较迅速，营业利润率、总资本收益率和净资产收益率高，公司盈利能力强。

2. 现金流分析

从经营活动来看，2011 年，公司经营活动现金流入量快速增长，为 14088.10 万元，同比增长 69.20%，构成全部为销售商品、提供劳务收到的现金。2011 年，公司经营活动现金流出量为 11201.61 万元，同比增长 106.78%，增速较快，主要由购买商品、接受劳务支出的现金（占 73.39%）和各项税费支出（占 21.4699%）构成。2011 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 2886.29 万元，与 2010 年相比基本持平。2011 年公司现金收入比为 122.75%，与 2010 年相比增长幅度较大，主要是 2010 年新增 1800 万元公司间往来借款计入其他应收款所致，总体上，公司收入实现质量好。

图1 2009~2011年公司现金流量情况



资料来源：公司审计报告

从投资活动看，2011年公司投资活动产生的现金流量净额为-230.58万元，近三年均表现为净流出，但由于公司没有重大的投资项目，投资活动产生的现金流出金额较小。2011年公司筹资活动前现金流量净额为2655.91万元，筹资活动的资金主要用于偿还前期的短期借款及分配利润。

从筹资活动看，2011年公司未发生筹资活动现金流入，筹资活动现金流出为3168.00万元，主要是公司用于偿还前期的短期借款，偿付利息及股东利润分配产生的现金流出；公司筹资活动产生的现金流量净额为-3168.00万元。

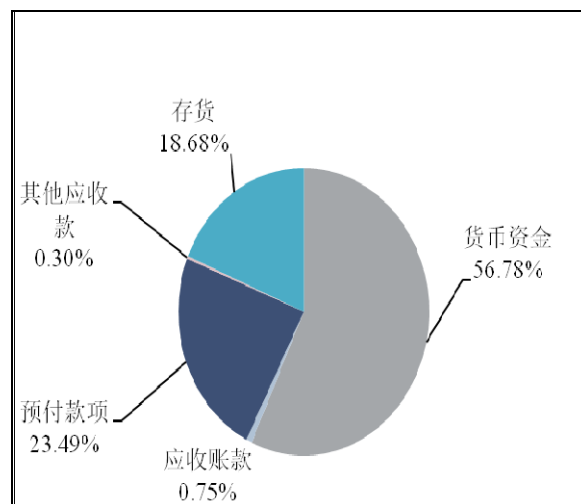
2012年1-9月，公司经营活动现金流入9248.20万元，经营活动现金流出4577.60万元，经营活动现金流净额为4670.70万元；公司投资活动现金流量净额为-7063.35万元，为购建固定资产和东区水厂扩产三期工程开建所支付的现金；公司筹资活动现金净流入量为6000.00万元，其中包括公司发行集中票所筹集的4000.00万元，筹资活动产生的现金流量净额为。

总体看，公司经营状况良好，经营活动现金流较快增长；公司重大投资项目少，投资现金流量小；筹资活动产生的现金流主要用于偿还短债、支付利息和股东利润分配。

3. 资本及债务结构

截至2011年底，公司资产合计为18769.22万元，其中流动资产占72.36%，公司资产以流动资产为主。

图2 2011年底公司流动资产构成情况



资料来源：财务报表

2011年，公司流动资产为13581.99万元，同比增长9.73%，主要是公司预付账款和存货大幅增长所致。

截至2011年底，公司货币资金7712.49万元，同比下降6.23%，以银行存款为主。

公司预付账款呈现较快增长的趋势，近三年复合增长率为69.79%。截至2011年底，公司预付账款为3189.84万元，同比增长163.99%，构成主要为预付给博兴县水务局的水资源费（占56.14%）和预付给博兴县打渔张渠首水库管理所的水费（占43.39%）。

截至2011年底，公司应收账款余额小，为102.45万元，从构成上看全部为公司客户2011年12月的应收水费，应收账款不能按账面价值收回的风险小。

截至2011年底，公司存货为2536.99万元，同比增长188.39%，主要是年底采购的原材料入库所致。存货由原材料（占比98.915%）和少量库存能量水构成，原材料主要分为液氯、聚丙烯酰胺以及液体聚合氯化铝等。公司近三年存货周转次数分别为8.16次/年、5.36次/年和

3.98次/年，存货周转速度减慢。

截至 2011 年底，公司固定资产原值 6765.36 万元，主要由输水管道（占 65.64%）、房屋建筑物（占 23.16%）和通用或专用设备（占 11.20%）构成。2011 年底，公司对固定资产计提累计折旧 1942.38 万元，固定资产净值 4822.97 万元，成新率为 71.29%，公司未对固定资产计提坏账准备，固定资产整体状况一般。

截至2011年底，公司无形资产为356.57万元，全部为土地使用权。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额 23205.30 万元，较 2011 年底增长 23.63%，主要是固定资产和在建工程增长所致。截至 2012 年 9 月底，公司流动资产占资产总额的 47.95%，相比 2011 年流动资产占比大幅下降；非流动资产占比升至 52.05%，主要是固定资产和在建工程增长所致。2012 年 9 月底，公司在建工程为 2184.04 万元，为东区水厂扩产三期工程开建。

总体看，公司资产增长较快，以货币资金和固定资产为主。货币资金流动性强，且占比高；而固定资产以专用性的输水管道为主，变现能力较弱；应收各类款项金额适宜，回收周期短，不确定性较小。公司整体资产质量好。

所有者权益

截至2011年底，公司所有者权益15556.48万元，主要由未分配利润（占比71.07%）、实收资本（占比19.28%）和盈余公积（占比9.24%）构成。截至2012年9月底，公司所有者权益为17863.80万元，同比增长14.83%，主要来自未分配利润的增长。总体看，公司未分配利润的占比高，所有者权益稳定性一般。

负债

截至2011年底，公司负债总额3212.75万元，负债构成全部为流动负债，其中，短期借款占比87.12%。

截至2011年底，公司短期借款余额为2800万元，分别为青岛招商银行提供的1年期1000

万元（2011年3月10日放款）的控股担保贷款以及农村合作银行纯梁支行提供的1年期1800万元贷款（2011年2月17日放款）。截至2012年9月底的1000万元为以上两笔款项的续借款项。

截至2011年底，公司应付账款和其他应付款分别为19.32万元和107.06万元，应付款项规模小。

截至2011年底，公司全部债务为2800万元，全部为短期债务。由于三年间公司没有重大投资项目，短期债务融资主要用于获取日常营运资金；全部债务资本化比率和资产负债率分别为15.25%和17.12%。

截至2012年9月底，公司负债合计5337.51万元，其中短期借款降低64.29%，应付债券增加4000.00万元，为公司发行集合票据筹集的资金。与2011年底相比，资本结构有较大改善。总体看，公司债务负担较轻。

4. 偿债能力

2011年底公司流动比率和速动比率分别为422.75%与343.79%；2012年9月底两项比率上升至831.96%与668.44%，公司短期偿债能力强。

由于 2011 年利润总额的上升，公司 EBITDA 增加至 0.63 亿元，全部债务/EBITDA 为 0.44 倍，较 2010 年的 0.50 倍有所下降；EBITDA 利息倍数为 38.94 倍，较 2010 年的 34.86 倍有所上升。综合看，公司整体偿债能力强。

2011 年公司经营活动现金流入量为 14088.10 万元，为本期发行 4000.00 万元集合票据额度的 3.52 倍，经营活动现金流入量对本期集合票据覆盖程度较好；经营活动现金流量净额仅为 2886.49 万元，为本期集合票据额度的 0.72 倍，经营活动现金流入量净额对本期集合票据覆盖程度一般；EBITDA 为 0.63 亿元，为本期集合票据额度的 1.58 倍。截至 2012 年 9 月，公司现金类资产为 0.64 亿元，为本期集

合票据的 1.60 倍，现金类资产对本期集合票据保障程度较好。

在或有负债方面，截至 2012 年 9 月底，公司对外担保总额 9000 万元，担保比率 57.85%。担保分别为对山东京博石油化工有限公司和山东京博物流中心有限公司 2 笔共计 9000 万短期银行贷款提供的不可撤销连带责任担保。公司担保比率高，存在一定或有负债风险。

截至2011年9月底，公司共获得招商银行和博兴农村合作银行授信额度2200万元，已使用额度1000.00万元，未使用额度1200.00万元，公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履行情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》（编号：B-201211989008），截至 2012 年 12 月 14 日，公司无未偿还不良贷款及欠息，公司债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

滨州市博兴县近几年来工业发展迅速，整体水务发展环境较好。公司作为博兴县主城区唯一从事供水经营的主体，在区域垄断经营方面拥有优势。公司营业收入稳步增长，供水盈利能力较强，期间费用较低，公司整体经营状况良好。综合判断，公司的抗风险能力一般。

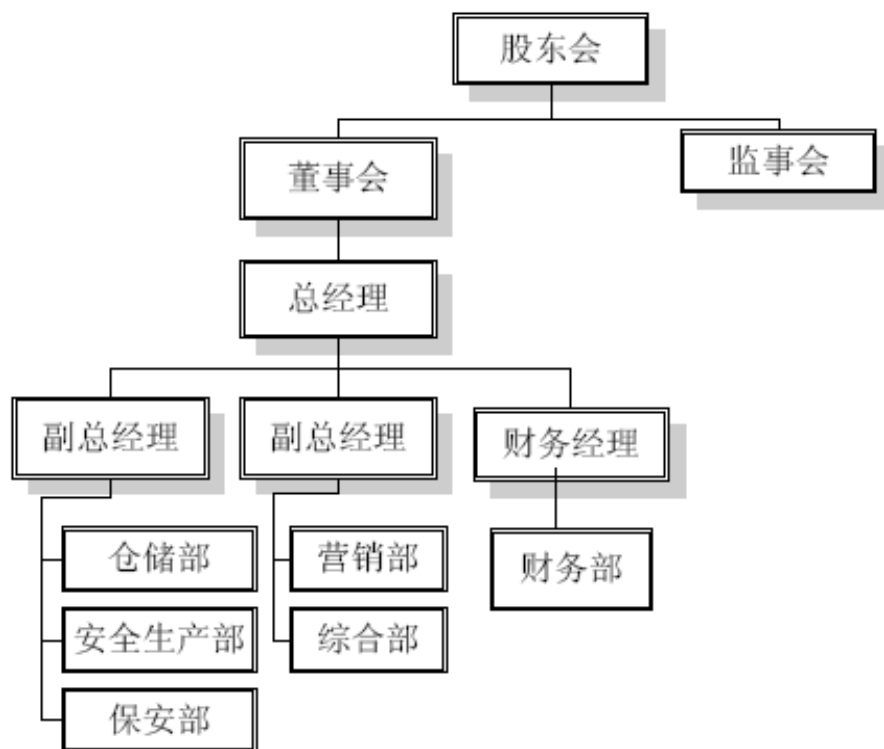
八、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 BBB⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2012 年 9 月底公司股权结构图

编号	股东	金额（万元）	占比（%）
1	张洪庆	2020.90	67.36
2	岳振杰	202.00	6.73
3	杨国涛	163.90	5.46
4	魏建明	133.10	4.44
5	张爱梅	130.60	4.35
6	孙兰兰	68.80	2.29
7	马新功	61.20	2.04
8	张紫剑	49.50	1.65
9	李继东	49.50	1.65
10	刘金涛	42.50	1.42
11	陈曙泉	31.00	1.03
12	安长东	28.00	0.93
13	耿绪成	19.00	0.64
	总计	3000	100

附件 1-2 公司组织机构图



附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	8152.87	8224.58	7712.49	0.44	6366.77
交易性金融资产					
应收票据					
应收账款	340.29	251.32	102.45	-45.13	104.45
预付款项	1106.53	1208.32	3189.84	69.79	2374.41
应收利息					
应收股利					
其他应收款	186.90	1813.99	40.22	211.54	51.22
存货	647.09	879.72	2536.99	98.01	2186.99
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					43.63
流动资产合计	10433.69	12377.94	13581.99	14.09	11127.47
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资					
投资性房地产					
固定资产	4734.01	4715.98	4822.97	-0.19	9339.78
在建工程	6.56	76.40	7.69	8.27	2184.04
工程物资					20.92
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	474.46	363.85	356.57	-13.31	533.10
开发支出					
商誉					
长期待摊费用					
递延所得税资产					
其他非流动资产					
非流动资产合计	5215.03	5156.23	5187.23	-0.57	12077.83
资产总计	15648.71	17534.17	18769.22	9.52	23205.30

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债与所有者权益）
 （单位：万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	3000.00	2800.00	2800.00	-3.39	1000.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	35.59	441.79	19.32	-26.32	23.75
预收款项					
应付职工薪酬		0.61			0.66
应交税费	154.82	163.65	286.37	36.00	180.90
应付利息					
应付股利					1.60
其他应付款	24.76	58.04	107.06	53.10	130.60
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	3215.16	3464.10	3212.75	-0.04	1337.51
非流动负债：					
长期借款					
应付债券					4000.00
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计					4000.00
负债合计	3215.16	3464.10	3212.75	3.80	5337.51
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	3000.00	3000.00	3000.00		3000.00
资本公积	62.00	62.00	62.00		62.00
减：库存股					
盈余公积	1282.62	1438.09	1438.09	5.89	1438.09
未分配利润	8088.93	9569.99	11056.40	16.91	13363.71
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	12433.55	14070.08	15556.48	11.86	17863.80
少数股东权益					
所有者权益（或股东权益）合计	12433.55	14070.08	15556.48	11.86	17863.80
负债和所有者权益（或股东权益）总计	15648.71	17534.17	18769.23	9.52	23201.30

附件 3 公司合并利润表

(单位: 万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1-9 月
一、营业收入	8914.09	9306.13	11476.85	13.14	8617.65
减：营业成本	3951.76	4092.56	5050.49	13.05	3773.37
营业税金及附加	48.73	51.49	71.97	21.53	52.76
销售费用		8.66	41.58		101.14
管理费用	95.44	165.74	162.94	30.66	127.66
财务费用	151.09	137.79	168.00	5.45	152.97
资产减值损失					
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）					
投资收益（损失以“－”号填列）					
其中：对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益（损益以“－”号添列）					
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	4667.07	4849.87	5981.87	13.21	4409.75
加：营业外收入					
减：营业外支出		1.17			
其中：非流动资产处置损失					
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	4667.07	4848.71	5981.87	13.21	4409.75
减：所得税费用	1167.08	1212.18	1495.47	13.20	1102.44
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	3500.00	3636.53	4486.40	13.22	3307.31
其中：归属于母公司所有者的净利润					
少数股东损益					
被合并方合并前实现的净利润					

附件 4-1 公司合并现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率	2012 年 1-9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	9399.76	8326.37	14088.10	-5.88	9234.32
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金					13.88
经营活动现金流入小计	9399.76	8326.37	14088.10	22.42	9248.20
购买商品、接受劳务支付的现金	5012.04	3300.28	8221.38	28.08	2735.83
支付给职工以及为职工支付的现金	91.17	109.81	414.82	113.31	155.07
支付的各项税费	1806.36	1841.33	2402.48	15.33	1561.70
支付其他与经营活动有关的现金	94.38	165.74	162.94	31.39	124.99
经营活动现金流出小计	7003.94	5417.16	11201.61	26.46	4577.60
经营活动产生的现金流量净额	2395.82	2909.21	2886.49	9.76	4670.60
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的					
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计					
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的	190.52	499.71	230.58	61.95	7063.35
投资支付的现金					
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	190.52	499.71	230.58	10.01	7063.35
投资活动产生的现金流量净额	-190.52	-499.71	-230.58	10.01	-7063.35
三、筹资活动产生的现金流量:					
取得借款收到的现金	3000.00	2800.00			2000.00
发行债券收到的现金					4000.00
收到其他与筹资活动有关的现金					0.00
筹资活动现金流入小计	3000.00	2800.00			6000.00
偿还债务支付的现金		3000.00			3800.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	151.09	2137.79	3168.00	276.15	1152.97
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	151.09	5137.79	3168.00	357.90	4952.97
筹资活动产生的现金流量净额	2848.91	-2337.79	-3168.00		1047.03
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	5054.21	71.71	-512.09		-1345.73

附件 4-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 万元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	3500.00	3636.53	4486.40	1.93
加: 资产减值准备				
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物	380.49	392.49	192.31	-28.91
无形资产摊销	166.01	166.01	7.28	-79.06
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的				
固定资产报废损失(收益以“一”号填列)				
公允价值变动损失(收益以“一”号填列)				
财务费用(收益以“一”号填列)	151.09	137.79	168.00	-4.50
投资损失(收益以“一”号填列)				
递延所得税资产减少(增加以“一”号填列)				
递延所得税负债增加(减少以“一”号填列)				
待摊费用减少(增加以“-”号填列)				
预提费用增加(减少以“-”号填列)				
存货的减少(增加以“一”号填列)	-325.31	-232.63	-1657.27	-15.44
经营性应收项目的减少(增加以“一”号填列)	-49.18	-1538.13	1922.65	
经营性应付项目的增加(减少以“一”号填列)	-1427.28	347.14	-2232.87	25.08
其他				
经营活动产生的现金流量净额	2395.82	2909.21	2886.49	9.76
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	8152.87	8224.58	7712.50	0.44
减: 现金的期初余额	3098.66	8152.87	8224.58	62.92
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	5054.21	71.71	-512.09	

附件 5 主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	25.49	31.46	224.04	--
存货周转次数(次)	8.16	5.36	3.98	--
总资产周转次数(次)	0.69	0.56	1.22	--
现金收入比 (%)	105.45	89.47	122.75	107.16
盈利能力				
营业利润率(%)	52.36	55.47	55.37	55.60
总资本收益率(%)	24.98	22.50	24.44	--
净资产收益率(%)	28.15	25.85	28.84	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	18.30
全部债务资本化比率(%)	19.44	16.60	15.25	21.87
资产负债率(%)	20.55	19.76	17.12	23.00
偿债能力				
流动比率(%)	324.51	357.32	422.75	831.96
速动比率(%)	304.39	331.93	343.79	668.44
经营现金流动负债比(%)	74.52	83.98	89.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.68	34.86	38.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.54	0.50	0.44	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.74	0.86	0.95	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	6.21	15.09	16.30	--

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

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

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

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级。

跟踪评级公告

联合[2012] 1333 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东蓝天钢结构工程有限公司BBB⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

山东蓝天钢结构工程有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 31 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
现金类资产(亿元)	0.35	0.40	0.62	1.13
资产总额(亿元)	1.50	2.11	2.41	3.41
所有者权益(亿元)	0.83	1.10	1.41	1.67
短期债务(亿元)	0.64	1.00	0.98	1.41
全部债务(亿元)	0.64	1.00	0.98	1.71
主营业务收入(亿元)	5.34	6.38	7.34	7.00
利润总额(亿元)	0.25	0.30	0.35	0.30
EBITDA(亿元)	0.30	0.41	0.44	--
经营性净现金流(亿元)	0.16	0.26	0.20	0.11
营业利润率(%)	6.56	6.82	6.95	6.16
净资产收益率(%)	26.20	24.52	22.10	--
资产负债率(%)	44.95	48.10	41.65	50.94
全部债务资本化比率(%)	43.71	47.73	41.08	50.56
流动比率(%)	139.36	130.23	167.91	186.72
全部债务/EBITDA(倍)	2.11	2.42	2.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.05	7.00	6.09	--
经营现金流负债比(%)	23.20	25.22	19.60	--

注: 公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

周 旭

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 山东蓝天钢结构工程有限公司(以下简称“公司”)作为一家以彩涂板生产销售为主的民营企业, 产能利用率不断提升, 营业收入及利润规模稳步增长。但联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 房地产、汽车等下游行业增速放缓、公司债务负担加重和对外担保规模较大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司地处全国板材中心--山东博兴地区, 规模效应、集成效应显著, 公司原材料供应及下游客户较为稳定。未来随着宏观经济的回暖, 产能利用率的提升, 公司业务规模将维持增长, 进而支撑公司经营及财务状况。

综合考虑, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)维持公司 BBB⁻ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内, 公司产能利用率提升, 资产规模和收入水平稳定增长。
2. 公司现金类资产、经营活动产生的现金流量和 EBITDA 对存续期集合票据发行额度保障程度良好。

关注

1. 房地产、汽车等下游行业增速放缓, 公司经营压力增大。
2. 公司债务规模波动上升, 债务负担有所加重。
3. 公司对外担保规模较大, 被担保企业行业集中度高, 存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东蓝天钢结构工程有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东蓝天钢结构工程有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山东蓝天钢结构工程有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于山东蓝天钢结构工程有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山东蓝天钢结构工程有限公司（以下简称“蓝天钢构”或“公司”）成立于2004年9月14日，取得博兴县工商行政管理局3716252810214号企业法人营业执照，公司注册资本2518.00万元，由自然人王连山、王增平兄弟共同出资，其中王连山出资1300.00万元，占注册资本51.63%，王增平出资1218.00万元，占注册资本48.37%。

公司主要经营范围包括：钢结构工程的承揽、设计、安装（凭资质证经营）加工H型钢、C型钢、彩钢夹芯板、压型瓦、彩光板、自攻钉、工程安装附件；镀锌板、彩涂板、冷热轧板、带钢、EPS苯板、钢结构建材附件购销等。截至2012年9月底，公司下设供应部、生产部、贸易部、人力资源部、财务部、审计部六个职能部门。

截至2011年底，公司资产总额为24091.08万元，所有者权益为14056.93万元。2011年，公司实现主营业务收入73361.564万元，利润总额3506.41万元；公司经营活动产生的现金流量净额为1966.25万元。

截至2012年9月底，公司资产总额为34081.00万元，所有者权益为16720.89万元。2012年1~9月，公司实现主营业务收入69957.90万元，利润总额2955.87万元；公司经营活动产生的现金流量净额为1138.78万元。

公司注册地址：博兴县店子镇工业园；法定代表人：王连山。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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

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

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

2. 政策环境

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

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

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

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

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

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

目前，中国镀锌板大约30%用于建筑行业、约30%用于生产彩涂板，约10%用于家电行业，约20%用于汽车行业，其他部分用于机械制造、轻工等行业；而彩涂板超过85%用于建筑行业。

从房地产开发投资完成情况看，开发投资增速持续放缓。根据国家统计局数据显示，2011年全国共完成房地产开发投资61740亿元，比2010年增长27.9%，增速下降5.3个百分点。2012年房地产开发投资增速延续上年来的下降趋势，2012年1~7月，全国房地产开发投资36774亿元，同比名义增长15.4%，较上年同期33.6%的增速大幅回落。

2011年受国家宏观调控和鼓励政策的退出、节能惠民补贴门槛提高、用车成本提高等因素的影响，中国汽车市场增长持续放缓，2011年全年汽车产销1841.89万辆和1850.51万辆，同比增长0.84%和2.45%。2012年1~9月，中国汽

车市场汽车产销1413.12万辆和1409.23万辆，同比分别增长4.98%和3.37%。

总体上，在房地产、汽车等行业影响下，中国镀锌板和彩涂板市场消费量增速放缓。尽管2011年消费量增长减缓，但仍保持了稳定，2011年中国完成镀锌板产量1426.96万吨，完成涂层板产量143.07万吨，分别较上年增长14.62%和2.56%。2012年1~9月，中国镀锌板生产量完成1098.76万吨，彩涂板生产量完成118.39万吨，同比分别增长2.15%和11.47%。

表1 近年中国镀锌板、彩涂板生产情况

单位：万吨

项目	2009年	2010年	2011年	12年1~9月
镀锌板	775.44	1245.00	1426.96	1098.76
涂层板	110.27	139.50	143.07	118.39
合计	885.71	1384.5	1570.03	1217.15

资料来源：中国钢铁工业协会

在欧债危机影响下，中国镀锌板出口量增速下降。2011年为202.33万吨，增长34.89%，2012年1~9月份出口量165.10万吨，较上年同期下降0.79%。

表2 近年中国镀锌板、彩涂板进出口情况

单位：万吨

出口	2009年	2010年	2011年	12年1~9月
镀锌板	65.54	150.00	202.33	165.10
涂层板	14.00	37.86	37.60	34.17
合计	79.54	187.86	239.93	199.27

资料来源：中国钢铁工业协会

短期来看，近年中国经济增速放缓，汽车、房地产行业景气度有所回落，因此对镀锌板产品需求下降。但中国是世界上最大的家电和汽车生产国，长期来看，中国汽车和家电将进一步普及并有大量更新换代需求，中国家电和汽车生产大国的地位将会继续保持，上述产品庞大的生产规模将继续保障镀锌板产品的需求。

因此，总体上看，中国的镀锌板和彩涂板行业仍将具有广阔的市场空间。但未来，生产

能力小、产品档次低、质量得不到保障的生产企业将可能面临更加激烈的竞争，并可能退出市场；而生产规模大，对质量要求高的生产企业将可能面临更好的发展机遇。

2. 区域经济

山东省滨州市博兴县地处环渤海经济圈和山东半岛城市群、济南城市圈近辐射地带，是连接京津冀的重要节点。

2011年全年博兴县实现生产总值235.37亿元，按可比价格计算，比上年增长12.3%。其中第一产业增加值18.98亿元，增长3.2%；第二产业增加值127.68亿元，增长13.4%；第三产业增加值88.72亿元，增长12.7%。三次产业比例为8.06:54.25:37.69，与上年相比，第一产业下降0.42个百分点，第二产业下降0.86个百分点，第三产业提高1.28个百分点。人均生产总值达到48255元，比上年增加6839元。财政总收入占全县生产总值的比重为13.3%，地方财政收入占全县生产总值的比重为7.6%，分别比去年增长2.0和0.7个百分点。

全县规模以上工业企业（年主营业务收入2000万元及以上的工业法人企业）达到166家，比上年增加16家，实现总产值743.4亿元，增长32.11%。增加值增长15.52%。实现高新技术产业总产值94.7亿元，增长57.39%，高新技术产业产值占规模以上工业总产值比重达13.65%，比年初提高9.55个百分点。规模以上工业实现主营业务收入852.3亿元，比上年增长42.95%；实现利润24.9亿元，增长14.66%；利税36.7亿元，增长5.06%。截至2011年底，民营经济总户数达到1.16万户，比上年减少18%；从业人员9.31万人，增长3.6%；注册资金118.9亿元，增长92.1%；实缴税金15.6亿元，增长37.9%。

规模以上固定资产投资施工项目288个，其中5000万元以上项目198个。规模以上固定资产投资完成145.49亿元，比上年增长21.7%，其中城镇投资完成128.69亿元，农村投资完成

16.80 亿元。2011 年投资 2800 万元，铺设热水管线 28 公里，建设分配站 36 座，使城区集中供热“汽改水”面积达到 224 万平方米。2011 年，投资 2200 余万元完成了新城二路南延路面工程建设、博城六路西延及桥涵工程建设、博昌一路（新城一路至新城二路段）和博城三路（新城一路至新城二路段）绿化工程等项目。

总体上，博兴县依托区位优势，地区生产总值、财政收入和固定资产投资金额均得到较大幅度的提升，经济发展状况良好。

五、管理分析

跟踪期内，公司组织结构及管理制度、高

层管理人员无重大变化。

六、经营分析

跟踪期内，公司主要产品为彩涂板和钢构产品，同时还承接部分镀锌板的贸易销售业务，其他业务收入主要为公司销售原材料的收入。

2011 年，公司实现主营业务收入 73361.56 万元，其中彩涂板占比为 71.9%，镀锌板占比为 7.2%，钢构产品占比为 18.7%，其他占比为 2.2%；2012 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 69957.90 万元，公司业务构成没有发生大的变化。

公司主要经营业务状况见下表：

表 3 公司主营业务收入情况 (单位：万元、%)

项目	2009 年度			2010 年度			2011 年度			2012 年 1~9 月		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
彩涂板	37743.49	34985.69	7.31	45908.15	42926.2	6.49	52768.97	49317.88	6.54	50320.72	47055.89	6.49
钢构产品	9707.16	9173.55	5.50	11951.88	10959.98	8.30	13740.62	12652.36	7.92	13103.11	12550.93	4.21
镀锌板	4592.84	4386.78	4.49	4579.10	4289.89	6.32	5260.02	4927.06	6.33	5015.98	4716.02	5.98
其他	1353.24	1307.07	3.41	1383.47	1198.27	13.39	1591.95	1342.97	15.63	1518.09	1305.10	14.03
合计	53396.73	49853.08	6.64	63822.60	59374.34	6.97	73361.56	68240.27	6.98	69957.90	65627.94	6.19

资料来源：公司审计报告

1. 原材料采购

公司原材料主要为镀锌卷，自行加工成彩涂板进行销售。镀锌卷占公司生产成本的85%左右，主要从首钢集团、天津恒兴钢业公司、济南钢铁股份有限公司、莱阳钢铁股份有限公司等钢铁厂采购，上述几家钢厂采购量占78%左右。跟踪期内，公司前五名供应商采购比例变化不大。

表 4 2011 年公司前五名供应商情况

	供应商名称	金额(万元)	占比(%)
1	天津恒兴钢业公司	19480	24%
2	北京首钢特殊钢有限公司	15422	19%
3	济南钢铁有限公司	10547	13%
4	莱芜钢铁有限公司	9740	12%
5	天津凤鸣公司	8116	10%
	合计	63305	78%

资料来源：公司提供

表 5 2012 年 1~9 月公司前五名供应商情况

	供应商名称	金额(万元)	占比(%)
1	天津恒兴钢业公司	17808	23%
2	北京首钢特殊钢有限公司	14711	19%
3	济南钢铁有限公司	10840	14%
4	莱芜钢铁有限公司	8517	11%
5	天津凤鸣公司	8517	11%
		60393	78%

资料来源：公司提供

在资金结算方面，公司一般预付 20%，余款结算方式电汇或银行承兑汇票，采购周期一般为 30 天。公司原材料采购周期在一个月左右，一般每月的 20 号左右制定采购计划，月底与供货商签订采购合同。

公司位于博兴县兴福钢板市场，采购价格

相对比较透明，近年来原材料价格基本上均是依照市场均价采购。

2. 产品生产

2011年公司彩钢板产量10万吨，同比增长11%，产能利用率较上年有所提升；从销售获利能力来看，公司近三年的销售毛利率分别为7.31%、6.49%和6.54%，受市场原因影响公司主营业务盈利能力略有下降，2012年1~9月公司产量9.72万吨，销售毛利率6.49%，毛利率略有下降。

在钢构产品方面，公司钢构产品严格按照以销定产的模式进行运作，生产部根据市场部承揽的订单对客户进行定制生产，并且负责相关的工程安装工作，在钢构产品领域，公司竞争优势不够明显，基本上以价格优势来争取客户订单，近年来销售毛利率波动下降。

表6 2009年以来生产情况

指标名称		2009年	2010年	2011年	2012年 1~9月
彩钢板	产能(万吨)	10	15	15	15
	产量(万吨)	7.5	9	10	9.72
	销量(万吨)	6.5	8	9	8.75
	产销率(%)	89%	89%	90%	90%
钢构	产能(万吨)	3	5	5	5
	产量(万吨)	2	4.5	4.5	4.1
	销量(万吨)	2	4.5	4.5	3.8
	产销率(%)	100%	100%	100%	93%

资料来源：公司提供

3. 产品销售

公司客户主要是各地的彩涂板经销商和钢构厂家，产品主要销往长江以北的广大地区，销售比例较大的山东、河南、山西、河北、北京、内蒙古、吉林等地。其中山东市场约占销售量的35%。公司的销售客户比较分散，前五名分别为成都欣伟贸易公司、南阳蓝天公司、濮阳精诚彩钢、临清一建公司和长春远大钢构公司。从具体客户的集中度上来看，2011年，前5家客户销售销售额占销售总额的比例为21.6%，2012年1~9月，前5家客户销售销售额占销售总额的比例为21.5%，客户集中度风险较低。

在销售回款方面，销售采取款到发货模式，但对一部分合作时间较长和信用比较好的单位，经销售经理和总经理同意后可以给予一定的回款期限。2011年以来，公司销售信用政策有所放松，公司应收账款规模增加。

从销售价格上来看，2011年公司主要产品销售价格主要集中在5200-6300（彩涂板）元/吨之间，均价较上年变动不大，2012年1~9月，价格在5150-6200（彩涂板）元/吨之间。主要产品的销售价格基本上以市场均价为主，只针对部分采购规模较大，商业信誉度较高的企业给予一定的价格优惠。

跟踪期内，公司营业收入稳定增长，利润率略有下降。公司产量稳定增长，产能利用率有所提升，主要下游客户较为稳定，但受宏观环境影响，销售信用政策有所放松。

表7 公司前五名客户情况

客户名称	主要销售产品	2009年		2010年		2011年		2012年1~9月	
		销售额(万元)	占比(%)	销售额(万元)	占比(%)	销售额(万元)	占比(%)	销售额(万元)	占比(%)
成都欣伟贸易公司	彩涂板	2400	5.0	3500	5.4	4030	5.5	3770	5.4
南阳蓝天公司	彩涂板	2300	4.8	2800	4.4	3500	4.8	3280	4.7
濮阳精诚彩钢	彩涂板	2600	5.4	3000	4.7	3440	4.7	3550	5.1
临清一建公司	彩涂板	1800	3.8	1600	2.5	2710	3.7	2450	3.5
长春远大钢构公司	钢构产品	1500	3.1	2000	3.1	2130	2.9	1960	2.8
合计		10600	22.1	12900	20.1	15810	21.6	15010	21.5

资料来源：公司提供

4. 未来发展

未来,公司仍将继续大力发展彩涂板及钢结构,主要依托现有生产设备,通过提升产能利用率、提高整体管理水平等方式,降本增效,增强公司竞争力。公司近期无大规模投资计划。

七、募集资金使用情况

山东省博兴 2012 年度第一期中小企业集合票据公司发行额度 3000 万元,期限为 3 年,募集资金中 2000 万元用于补充流动资金,1000 万元用于偿还银行借款,优化融资结构,降低融资成本。目前募集资金已按规划全部投入。

八、财务分析

公司2010~2011年财务报表由滨州宏信有限责任会计师事务所审计,均出具了标准无保留意见审计结论的专项审计报告。2012年三季度财务报表未经审计。

截至2011年底,公司资产总额为24091.08万元,所有者权益为14056.93万元。2011年,公司实现主营业务收入73361.564万元,利润总额3506.41万元。

截至2012年9月底,公司资产总额为34081.00万元,所有者权益为16720.89万元。2012年1~9月,公司实现主营业务收入69957.90万元,利润总额2955.87万元。

1. 盈利能力

2011年公司实现主营业务收入73361.564万元,较2010年增长14.95%。2011年公司营业成本增长14.93%,略低于主营业务收入增速,同期公司营业利润率略有上升,为6.95%。2011年,公司营业利润合计3506.41万元,较2010年增长17.80%。从盈利指标看,2011年总资本收益率和净资产收益率较上年变化不大,分别为16.02%和22.10%。

2012年1~9月,公司实现主营业务收入69957.90万元,利润总额2955.87万元,营业利

润率6.16%,盈利能力与上年略有下降。

跟踪期内,公司主营业务收入持续增长,但公司盈利能力略有下降。

2. 现金流及保障

2011年,公司销售商品和提供劳务收到的现金为85095.14万元,同比增长16.26%。2011年经营活动产生的现金流入量为85095.14万元,2011年公司现金收入比小幅上升至115.99%,整体的收入实现质量较好。2011年和2012年1~9月,公司经营活动产生的现金流净额分别为1966.25万元和1138.78万元。

2011年公司投资活动现金流出为216.45万元,同比减少2596.58万元,主要由于公司固定资产投资减少所致。2011年公司投资活动产生的现金流净额为-216.45万元。

2012年1~9月公司投资活动现金流出646.57万元,投资活动现金流量净额为-646.57万元,表现为净流出。

筹资活动方面,2011年公司筹资活动现金流入及流出分别为7000.00万元和6758.63万元。2011年公司筹资活动流量净额为241.37万元,表现为净流入。

2012年1~9月公司筹资活动现金流入及流出分别为12000.00万元和7361.53万元,筹资活动现金流量净额为4638.47万元,表现为净流入。

总体看,公司经营活动获现能力尚可,投资规模不大,经营性现金能够覆盖投资需求,公司对外筹资需求不大。

3. 资本及债务结构

截至2011年底,公司资产总额合计24091.08万元,较上年增长14.17%,其中流动资产合计占69.94%,非流动资产合计占30.06%。公司资产以流动资产为主。

截至2011年底,公司流动资产合计16848.22万元,较上年增长27.46%,增长主要来自货币资金的增加。截至2011年底,公司货

币资金5680.29万元，占总资产的23.58%，主要为银行存款；截至2011年底，公司应收账款828.10万元，较2010年增加204.84%，主要系公司针对部分客户的信贷政策有所放松所致。公司主要应收账款客户为山东瑞宸公司（占44.14%）、吉林长城公司（占19.94%）、桓台万鑫公司（占15.27%）和邢台腾飞公司（占20.65%），主要欠款客户占比较高。截至2011年底，公司货币资金5680.29万元，主要为银行存款。截至2011年底，公司其他应收款295.00万元，较上年下降76.68%，主要为部分往来款结清所致。同期，公司存货6868.91万元，较上年底增长30.90%，主要为库存商品及原材料的增长。

非流动资产方面，2011年公司非流动资产合计7242.86万元，较上年下降1.35%。主要是固定资产折旧所致。公司非流动资产结构较上年变动不大。

截至2012年9月底，公司资产总额34081.00万元，其中流动资产合计占78.68%，非流动资产合计占21.32%，公司流动资产占比有所上升。截至2012年9月底，公司应收账款1321.10万元，较上年底增长59.53%，主要由于公司信贷政策有所放松所致；公司预付账款4271.69万元，较上年增长62.37%，主要由于供应商优惠政策影响（供应商按预付款比例给予不同折扣，公司根据需求增加了预付款支付金额）。

截至2011年底，公司负债总额合计10034.16万元，较上年下降1.14%，全部为流动负债。公司负债结构变化不大。

截至2012年9月底，公司负债总额合计17360.11万元，其中流动负债14360.11万元（占82.72%），非流动负债3000.00万元（占17.28%）。截至2012年9月底，流动负债较上年底增长73.01%，主要由于短期借款、应付票据增长所致；公司应付债券3000.00万元，主要为公司新发行的中小集合债。

截至2011年底，公司全部债务9800.00万元，全部为短期债务；截至2012年9月底，公司

全部债务17100.00万元，短期债务占82.46%。公司资产负债率和全部债务资本化比率较2010年底有所下降，公司资产负债率由2010年48.10%下降至2011年41.65%，全部债务资本化比率由2010年47.73%下降至2011年41.08%；截至2012年9月底，公司资产负债率及全部债务资本化比例有所回升，分别为50.94%和50.56%。跟踪期内，公司债务规模增长较快，整体债务负担加重。

截至2011年底，公司所有者权益合计14056.93万元，较2010年增长28.37%，主要来自盈余公积及未分配利润的增加。公司实收资本占17.91%，盈余公积占13.07%，未分配利润占69.02%，公司所有者权益结构中未分配利润占比较大，稳定性较弱。

受未分配利润增加影响，截至2012年9月底，公司所有者权益合计16720.89万元，较上年末增长18.95%。

跟踪期内，公司资产质量较好，货币资金占比较大，但公司应收账款及存货规模增幅较大；公司未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性较弱，债务负担加重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，公司流动比率和速动比率较上年有所提升，截至2011年底公司流动比率和速动比率分别为167.91%和99.45%；截至2012年9月底，公司流动比率和速动比率分别为186.72%和123.85%。2011年，公司经营现金流动负债比为19.60%，经营活动现金流对流动负债的保护能力尚可。公司短期偿债能力较好。

从长期偿债指标看，2011年公司EBITDA为4362.91万元，较上年增长5.59%。2011年，公司EBITDA利息保护倍数和全部债务/EBITDA分别为6.09倍和2.25倍，均较上年略有下降，但仍处于较好水平。整体看，公司长期偿债能力良好。

截至2012年9月底，公司对外提供的担保

总额为 7550 万元，担保比率为 45.16%，担保比率较高。被担保方主要是博兴地区其它生产彩涂板、镀锌板的经营企业，行业较为集中，担保风险大。

表8 截至2012年9月底公司对外担保情况

单位：万元

被担保单位	担保类型	担保金额	担保时间
山东华鲁钢铁有限公司	贷款	1000	2012.02.14-2012.12.20
山东省富泰新型建材有限公司	承兑	600	2012.08.20-2013.02.20
山东华鲁钢铁有限公司	承兑	1200	2012.09.18-2013.03.14
山东鑫丰源工贸有限公司	承兑	1950	2012.09.24-2013.03.24
山东汇金彩钢有限公司	贷款	1900	2012.04.25-2013.04.18
山东发达精密薄板有限公司	贷款	500	2012.08.08-2013.08.07
山东省博兴县龙升食品有限公司	贷款	400	2012.08.17-2013.08.16
合计		7550	

资料来源：公司提供

截至2012年9月底，公司共获得银行授信14100万元，未使用额度6900万元，公司间接融资渠道畅通。

5. 本期集合票据偿债能力分析

截至2011年底，公司现金类资产6225.29万元，是存续期集合票据发行额度3000万元的2.08倍；截至2012年9月底，公司现金类资产11322.97万元，是存续期集合票据发行额度3.77倍。2011年公司经营活动产生的现金流入量和EBITDA分别为85095.14万元和4362.91万元，分别为存续期集合票据公司发行额度3000万元的28.37倍和1.45倍，公司经营活动产生的现金流净额1966.25万元，为存续期集合票据发行额度3000万元的0.66倍。

整体看，现金类资产、公司经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 对存续期集合票据公司发行额度保障程度良好。

6. 过往债务履约情况

根据公开市场数据，截至2012年12月12日，公司历次公开发行的债务融资工具均已按时还

本付息，无违约记录。

7. 抗风险能力

公司是一家集新型建材的研究、生产与销售为一体的综合性民营企业，主要生产各种型号的彩钢板、CZH型钢、钢构工程附件等钢构建材产品，产能位于山东博兴钢板市场前列。近年来，公司产能利用率提升，资产及收入规模呈上升趋势，资产质量较好，债务负担加重。整体来看，公司抗风险能力一般。

九、结论

综合考虑，联合资信将维持公司BBB⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司合并资产负债表

(单位: 人民币万元)

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产:					
货币资金	3315.39	3689.11	5680.29	30.89	10810.97
短期投资					
应收票据	204.00	350.00	545.00	63.45	512.00
应收股利					
应收利息					
应收账款	245.91	271.65	828.10	83.51	1321.10
其他应收款	560.00	1265.20	295.00	-27.42	764.02
预付账款	1167.05	2394.56	2630.91	50.14	4271.69
期货保证金					
应收补贴款					
应收出口退税					
存货	3885.10	5247.57	6868.91	32.97	9028.92
待摊费用	29.60	0.00			105.00
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					
流动资产合计	9407.05	13218.10	16848.22	33.83	26813.70
长期投资					
长期股权投资					
长期债权投资					
长期投资合计					
减: 长期投资减值准备					
加: 合并价差					
长期投资净额					
固定资产					
固定资产原值	5004.38	9084.15	9840.92	40.23	10146.29
减: 累计折旧	1202.18	1742.31	2598.05	47.01	3220.18
固定资产净值	3802.21	7341.84	7242.86	38.02	6926.10
固定资产净值减值准备					
固定资产净额	3802.21	7341.84	7242.86	38.02	6926.10
工程物资					
在建工程	1807.06	540.32			
固定资产清理					
固定资产合计	5609.26	7882.16	7242.86	13.63	6926.10
无形资产及其他资产					
无形资产					341.20
长期待摊费用					
其他长期资产					
无形资产及其他资产合计	0.00	0.00			341.20
递延税项					
递延税项借项					
资产总计	15016.31	21100.26	24091.08	26.66	34081.00

附件 1-2 公司合并资产负债表

(单位: 人民币万元)

负债及所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债					
短期借款	4570.00	5800.00	6800.00	21.98	9100.00
应付票据	1850.00	4200.00	3000.00	27.34	5000.00
应付账款	106.72	26.12	59.02	-25.63	65.19
预收账款	153.20	45.41	92.04	-22.49	91.73
应付工资	29.47	39.61	42.90	20.65	58.00
应付福利费					
应付利润(股利)					
应交税金	40.86	38.41	40.20	-0.81	45.19
其他未交款					
其他应付款					
预提费用					
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	6750.24	10149.56	10034.16	21.92	14360.11
长期负债					
长期借款					
应付债券					3000.00
长期应付款					
专项应付款					
其他长期负债					
长期负债合计					3000.00
递延税项					
递延税项贷款					
负债合计	6750.24	10149.56	10034.16	21.92	17360.11
少数股东权益					
所有者权益					
实收资本	2518.00	2518.00	2518.00	0.00	2518.00
资本公积					
盈余公积	968.80	1371.49	1837.43	37.72	1837.43
其中: 法定公益金					
未分配利润	4779.27	7061.20	9701.50	42.47	12365.46
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	8266.07	10950.70	14056.93	30.41	16720.89
负债及所有者权益合计	15016.31	21100.26	24091.08	26.66	34081.00

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1-9 月
一、主营业务收入	53396.73	63822.60	73361.564	17.21	69957.90
减: 主营业务成本	49853.08	59374.34	68240.27	17.00	65627.94
主营业务税金及附加	40.41	93.24	26.21	-19.46	23.09
加: 代购代销收入					
二、主营业务利润	3503.24	4355.02	5095.084	20.60	4306.87
加: 其他业务利润					
减: 营业费用	246.69	247.72	294.73	9.30	247.12
管理费用	595.24	527.74	535.32	-5.17	442.35
财务费用	187.94	603.08	758.627	100.91	661.53
其他					
三、营业利润	2473.38	2976.47	3506.407	19.07	2955.87
加: 投资收益					
补贴收入					
营业外收入					
其他					
减: 营业外支出					
其他支出					
加: 以前年度调整					
四、利润总额	2473.38	2976.47	3506.407	19.07	2955.87
减: 所得税	307.80	291.85	400.18	14.02	291.91
减: 少数股东损益					
加: 未确认的投资损失					
五、净利润	2165.58	2684.63	3106.227	19.76	2663.96

附表 3 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量					
销售商品、提供劳务收到的现金	61734.81	73192.35	85095.14	17.41	80079.01
收到的税费返还					
收到的其他与经营活动有关的现金					
经营活动产生的现金流入小计	61734.81	73192.35	85095.14	17.41	80079.01
购买商品、接受劳务支付的现金	58615.10	69153.20	81169.05	17.68	77429.02
支付给职工以及为职工支付的现金	456.94	350.62	520.19	6.70	350.19
支付的各项税费	1096.83	1128.69	1439.65	14.57	1161.03
支付的其他与经营活动有关的现金					
经营活动产生的现金流出小计	60168.87	70632.51	83128.89	17.54	78940.24
经营活动产生的现金流量净额	1565.93	2559.84	1966.25	12.06	1138.78
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					
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					
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	2830.68	2813.03	216.45	-72.35	646.57
投资所支付的现金					
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	2830.68	2813.03	216.45	-72.35	646.57
投资活动产生的现金流量净额	-2830.68	-2813.03	-216.45	-72.35	-646.57
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资所收到的现金	1000.00	0.00			
借款所收到的现金	4990.00	6000.00	7000	18.44	9000.00
收到的其他与筹资活动有关的现金					3000.00
筹资活动产生的现金流入小计	5990.00	6000.00	7000	8.10	12000.00
偿还债务所支付的现金	1520.00	4770.00	6000	98.68	6700.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	987.91	603.08	758.63	-12.37	661.53
支付的其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动产生的现金流出小计	2507.91	5373.08	6758.63	64.16	7361.53
筹资活动产生的现金流量净额	3482.09	626.92	241.37	-73.67	4638.47
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	2217.35	373.72	1991.18	-5.24	82932.14

附表 4 现金流量表补充表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	2165.58	2684.63	3106.227	19.76
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	351.98	540.13	855.74	55.92
无形资产摊销				
长期待摊费用摊销				
待摊费用减少(减:增加)	11.46	29.60		
预提费用增加(减:减少)				
固定资产报废损失				
财务费用	187.94	603.08	758.63	100.91
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-1794.66	-1362.47	-1621.34	--
经营性应收项目的减少(减:增加)	-464.04	-2104.45	-17.6	-
经营性应付项目的增加(减:减少)	1107.68	2169.32	-1115.403	--
其他				
经营活动产生的现金流量净额	1565.93	2559.84	1966.25	12.06

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	110.21	119.12	73.55	94.56	--
存货周转次数(次)	16.69	13.00	11.26	12.87	--
总资产周转次数(次)	4.63	3.53	3.25	3.61	--
现金收入比(%)	115.62	114.68	115.99	115.52	114.47
盈利能力					
营业利润率(%)	6.56	6.82	6.95	6.83	6.16
总资本收益率(%)	16.12	15.61	16.02	15.92	--
净资产收益率(%)	26.20	24.52	22.10	23.64	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	15.21
全部债务资本化比率(%)	43.71	47.73	41.08	43.60	50.56
资产负债率(%)	44.95	48.10	41.65	44.25	50.94
偿债能力					
流动比率(%)	139.36	130.23	167.91	150.90	186.72
速动比率(%)	81.80	78.53	99.45	89.65	123.85
经营现金流动负债比(%)	23.20	25.22	19.60	22.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.05	7.00	6.09	8.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.11	2.42	2.25	2.27	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.20	-0.03	0.18	0.04	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-6.29	-0.43	2.44	-0.17	--
现金偿债倍数(倍)	1.17	1.35	2.08	1.68	3.77
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	20.58	24.40	28.37	25.62	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.52	0.85	0.66	0.69	--

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。