

跟 踪 评 级 公 告

联合[2013] 1031 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持“12博兴 SMECN1”信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年七月二十四日



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

本期集合票据信用

跟踪评级结果	AA
上次评级结果	AA

本期集合票据要素

集合票据简称	12 博兴 SMECN1
发行额度	4.5 亿元
发行时间	2012 年 5 月 22 日
期限	3 年

集合票据发行人及担保人主体长期信用等级

集合票据发行人	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 山东锦恒物资有限公司(原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
集合票据担保人	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/稳定	AA/稳定

跟踪评级时间：2013 年 7 月 24 日

分析师

王丽娟 李祥源 景雪 苏薇 石岱 李阳
杨学慧

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。联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）对两家发行人主体长期信用等级进行上调。但同时联合资信关注到，部分发行人债务负担加重，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，基于山东再担保公司担保的持续有效，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“12 博兴 SMECN1”信用等级为 AA。

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。
2. 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、评级人员与各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，未因各发行企业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各发行企业提供，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、基本情况

山东省博兴 2012 年度第一期中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”或“12 博兴 SMECN1”）于 2012 年 5 月 22 日发行，发行总金额为 4.50 亿元人民币，期限为 3 年。本期集合票据由中国建设银行股份有限公司组织牵头，联合山东锦恒物资有限公司（原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。

本期集合票据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。各联合发行人仅负责偿还各自本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金；对其他联合发行人本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金不承担连带责任。2013 年 5 月 23 日，各发行人已全部足额支付当期债券利息。

表 1 集合票据发行人及发债额度

集合票据发行人		发债额度（万元）
1	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	山东锦恒物资有限公司（原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

山东省再担保集团有限公司（以下简称“山东再担保公司”）为本期集合票据出具了信用增进函，为本期集合票据提供不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012 年，中国实现国内生产总值 519322 亿元，同比增长 7.8%，GDP 前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长 8.1%，二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年，中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%，增速同比回落 3.9 个百分点。分季度看，一季度同比增长 11.6%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%，四季度增长 10.0%。2012 年，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现主营业务收入 915915 亿元，同比增长 11%；规模以上工业企业实现利润 55578 亿元，同比增长 5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012 年社会消费品零售总额为 210307 亿元，

同比名义增长 14.3%，同比增速小幅回落 2.8 个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012 年固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比增长 20.6%，较 2011 年同期同比减少 3.9 个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012 年，全年进出口总额为 38667.60 亿美元，同比增长 6.2%，增速同比大幅下降 16.3 个百分点，其中出口金额同比增长 7.9%，增速同比下降 12.4 个百分点，进口金额同比增长 4.3%，增速同比下降 20.6 个百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点 -3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达 -1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年全国教育支出 21165 亿元，同比增长 28.3%；医疗卫生支出 7199 亿元，同比增长 12.0%；社会保障和就业支出 12542 亿元，同比增长 12.9%；住房保障支出 4446 亿元，同比增长 16.4%。

2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8% 和 15.1%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，5 月 23 日召开的国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 2012 年底，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿元，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012

年末,人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.25%,同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道,目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面,继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产,落实和完善扶持政策,加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣,支持中小企业发展,发展生产性服务业,加强生态建设。房地产方面,坚持房地产调控不放松,一方面中央政府多次强调稳定和严格实施房地产调控政策,相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面,支持自住性合理需求,国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施,央行指出满足首套房贷款需求,30 多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看,2012年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策,包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调,基本实现预期政策效果。在产业政策方面,调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线,房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、经营环境

1. 中小企业发展概况

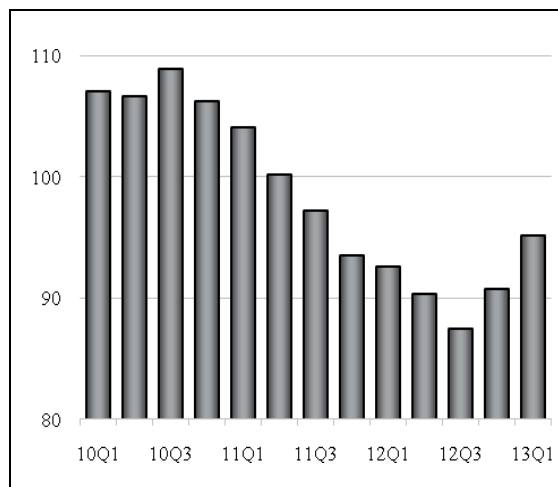
中小企业是国民经济和社会发展的重要组成部分,其在资源配置、技术创新、吸纳就业等方面发挥了举足轻重的作用。中国中小企业国际合作协会发布的《中国中小微企业健康发展报告(2012)》显示,截至 2011 年底,全国工商登记实有企业 1253.1 万户,个体工商户 3756.5 万户,其中中小型企业 1200 多万户,占全国企业总数的 99.7%。其创造的社会总价值约占 GDP 的 60%,实现税利约占全国的 40%,

提供了约 80%的就业机会,为扩大就业和维护社会稳定做出突出贡献。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 年外部环境逐步回暖。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,2012 年第三季度跌至最低点 87.5。2012 年四季度止跌回升,2013 年一季度中小企业发展指数上升幅度有所加大,达 95.2。

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以及融资更加艰难等因素,使国内中小企业步履维艰。主要表现为:

一是市场需求下行压力加大,企业订单不足。从出口看,受外需疲软影响,以及中小微企业的综合成本上升,中小微企业比较集中的劳动密集型企业出口份额下降趋势已非常明显。从国内情况看,受钢铁、汽车、机车等行业需求减少影响,大企业将市场压力转嫁到与之配套的中小微企业身上。

二是在多年物价上涨的累积效应和多种因素叠加的影响下,企业成本价格大幅上升。以工业为例,2011年中小企业主营业务成本同比增长31.20%,其中小型企业主营业务成本增长了37.6%。2011年以来职工工资普遍增长较快,平均达到20%-30%,有的高达50%。另外,最低工资标准持续上调,相应社保支出负担也随之加大。

三是融资难没有得到明显缓解。中国从2009年以来已连续三年加大了小型微型企业信贷投放力度,但企业融资渠道缺乏、贷款规模和比重低等问题依然突出。

四是企业税费负担仍然较重。国家出台的结构性减税措施实际执行效果不如预期,针对中小企业的全部财政资金投入不足全国财政收入的1%,与企业所需支持相比明显不足。此外,提高增值税、营业税起征点后,大量微型企业尽管月收入低于起征点但仍须交税,无法享受此项政策。营业税、增值税并存体制下,服务业重复征税负担重。

五是企业面临用工缺口。近两年来,企业结构性“用工荒”已经从珠三角、长三角等经济发达地区波及主要的内陆省份,招工难已由地区性、季节性难题,演变为普遍性、常态化的难题。据国家统计局抽样统计,2011年57.2%的有招工需求的小型微型企业没有或基本没有招到所需员工。

六是一些资源消耗高、环境污染大的中小企业面临十分紧迫的调整转型升级压力,部分中小企业基础差,管理粗放,创新能力不强,难以适应经济形势变化和转型升级步伐加快的要求,不少中小企业处于不转型难生存、想转型没能力的窘迫境地。

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。但同时中小企业也存在经营规模较小、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》(以下简称《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。2012年4月，国务院发布《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》，从进一步加大对小型微型企业的财税支持力度、努力缓解小型微型企业融资困难、进一步推动小型微型企业创新发展和结构调整、加大支持小型微型企业开拓市场的力度、切实帮助小型微型企业提高经营管理水平、促进小型微型企业集聚发展、加强对小型微型企业的公共服务七个方面为小型微型企业发展创造良好的环境。

3. 区域经济发展概况

2012年博兴县预计完成地区生产总值260亿元，同比增长10.8%；规模以上工业增加值增幅位居滨州市第一，主营业务收入首次突破千亿元大关，同比增长23%。5项主要经济指标在2009年的基础上实现了翻番倍增。2012年博兴县完成财政总收入35.5亿元，其中地方财政收入20.9亿元，同比增长16%；四大主体税种增幅位居滨州市第一。

2012年博兴县实施规模以上固定资产投资项目220个，预计完成投资165亿元，同比增长23%；各项贷款余额增幅位居滨州市第一，高出滨州市11个百分点，是历年增长最快的一年。京博石化扩产、雅美粘胶纤维、香驰蛋白及配套、天宏新能源、诚力150万吨焦化、远大120万吨冷轧薄板、华兴波形腹板等7个投资超10亿元项目达产运行。

总体看，跟踪期内，博兴县经济平稳增长，为中小企业发展创造了良好的环境。

五、发行人主体长期信用情况

跟踪期内，联合资信对本期集合票据的6家发行企业的主体长期信用进行了跟踪分析（详见以下各发行人主体长期信用分析）。跟踪期内，本期集合票据6家发行企业信用基本面未发生根本变化，生产经营及财务状况较为稳定。本期跟踪中，联合资信将2家发行企业的主体长期信用等级进行上调，其中山东远大板业科技有限公司由A⁻上调至A⁺，山东省博兴县华鲁钢铁有限公司由A⁻上调至A，评级展望为稳定，其余4家主体长期信用等级和评级展望未发生调整。

表2 本期集合票据发行人主体长期信用

集合票据发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
山东省博兴县华鲁钢铁有限公司	A ⁻ /稳定	A/稳定
山东远大板业科技有限公司	A ⁻ /稳定	A ⁺ /稳定
山东锦恒物资有限公司（原山东省万事达物资有限公司）	BBB/稳定	BBB/稳定
山东华康食品有限公司	BBB ⁻ /稳定	BBB ⁻ /稳定
山东博兴华韵水业有限公司	BBB ⁻ /稳定	BBB ⁻ /稳定
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

1. 山东省博兴县华鲁钢铁有限公司

（1）主体概况

山东省博兴县华鲁钢铁有限公司（以下简称“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，注册资本818万元；2005年5月，华鲁钢铁增资2362万元，增资后注册资本为3180万元，上述三位自然人的出资比例分别为58%、32%和10%，魏月风为华鲁钢铁的实际控制人；截至2011年底，华鲁钢铁注册资本仍然为3180万元。2012年1月，华鲁钢铁再次增资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，华鲁钢铁注

册资本变为 7180 万元。

华鲁钢铁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，华鲁钢铁的主要业务为彩涂板、镀锌板和轧硬板的贸易。

截至2012年底，华鲁钢铁合并资产总额为24.67亿元，所有者权益合计为12.85亿元；2012年华鲁钢铁实现营业收入46.83亿元，利润总额4.74亿元。

截至 2013 年 3 月底，华鲁钢铁合并资产总额为 27.27 亿元，所有者权益合计为 13.72 亿元。2013 年 1~3 月华鲁钢铁实现营业收入 13.68 亿元，利润总额 1.16 亿元。

华鲁钢铁注册地址：博兴县兴福镇白铁市场 6 路东首；法定代表人：魏月风。

（2）管理层变动情况

跟踪期内，华鲁钢铁在管理体制和管理制度方面无重大变化。

（3）经营分析

①经营现状

华鲁钢铁业务包括镀锌板、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华鲁钢铁本部，后者的经营主体是华鲁钢铁持股 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”）。

2012 年，华鲁钢铁实现营业收入 46.83 亿元，同比增长 14.30%；从收入构成看，镀铝锌硅板占比 65.57%，较上年的 63.31%有所上升，公司贸易业务占比有所下降，其中，镀锌板、彩涂板贸易和轧硬板的贸易分别占营业收入的 15.57%、14.65%和 4.21%，镀锌板贸易和轧硬板占比同比有所下降，彩涂板贸易占比有所上升。

从毛利率来看，2012 年，华鲁钢铁毛利率为 12.19%，较上年上升 1.28 个百分点。其中轧硬板贸易和镀铝锌硅板毛利率较上年分别增长 4.23 和 2.36 个百分点，主要由于华鲁钢铁与上游客户签订长期购货合同，产品成本有所下降所致。镀锌板贸易业务由于销售价格的下降导致其毛利率下滑 3.76 个百分点。

2013 年 1~3 月，华鲁钢铁实现营业收入 13.68 亿元，毛利率为 10.60%，较 2012 年有所下降。

表 3 2010~2013 年 3 月华鲁钢铁营业收入构成及毛利率

产品	营业收入(亿元)				毛利率(%)			
	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月
镀锌板贸易	4.91	8.17	7.29	1.93	10.39	10.89	7.13	13.47
彩涂板贸易	3.99	4.73	6.86	1.28	11.78	10.78	12.10	14.06
轧硬板贸易	1.33	2.13	1.97	0.44	12.03	14.55	18.78	13.64
镀铝锌硅板	22.48	25.94	30.70	10.03	10.50	10.60	12.96	9.47
合计	32.71	40.98	46.83	13.68	10.70	10.91	12.19	10.60

资料来源：华鲁钢铁提供

②贸易业务

跟踪期内，华鲁钢铁贸易业务主要以国内贸易为主，2012 年贸易业务实现销售收入 16.12 亿元，其中国内贸易收入 14.38 亿元，出口贸易收入 1.74 亿元。2013 年 1~3 月，华鲁钢铁贸易业务实现销售收入 3.65 亿元，其中国内贸易收入 2.91 亿元，出口贸易收入 0.74 亿元。

华鲁钢铁贸易产品包括镀锌板、彩涂板和轧硬板，2012 年分别实现销售收入 7.29 亿元、6.86 亿元和 1.97 亿元，其中轧硬板贸易毛利率远高于其他两种产品。

采购方面，华鲁钢铁与山东、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。2012年，前五大供应商占其采购量的61.14%，较上年的59.35%有所上升。

表4 2012年华鲁钢铁贸易业务前五名供应商

贸易商	所占比重
天津恒兴钢业有限公司	15.12%
天津新宇彩板有限公司	14.38%
霸州胜芳万路建材有限公司	11.33%
山东中天复合材料有限公司	10.64%
山东冠县常发板业有限公司	9.67%
合计	61.14%

资料来源：华鲁钢铁提供

采购量方面，跟踪期内，除彩涂板采购量较2011年有所上升外，镀锌板和轧硬板的采购量同比均有所下降；采购价格方面，跟踪期内，华鲁钢铁采购价格呈现下降趋势。

销售方面，华鲁钢铁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；2012年，华鲁钢铁前五大客户占公司国内贸易量的61.14%，较上年的60.21%略有上升，客户集中度较高。销售区域方面，主要为国内贸易（占90%），其中山东省占比15.12%。

③镀锌硅板生产销售业务

华鲁伟业具有镀锌硅板产能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。2012年华鲁伟业实现销售收入30.70亿元，同比增长18.35%，高于华鲁钢铁整体收入的增长速度。产能利用率方面，2012年为90.81%，较上年大幅提高。

表5 近年华鲁钢铁镀锌硅板产销情况

	2010年	2011年	2012年	2013年 1~3月
产量(吨)	344696.52	417569.52	609212.00	201775.00
销量(吨)	335736.12	411392.75	594267.00	193704.00
产销率(%)	97.40	98.52	97.55	96.00
销售均价(元/吨)	6695.73	6305.41	5166.00	5178.00
销售收入(亿元)	22.48	25.94	30.70	10.03

数据来源：华鲁钢铁提供

销售价格方面，跟踪期内，受原材料价格下降的传导，华鲁钢铁镀锌硅板价格随之下降，但毛利率较2011年有所上升，2012年为12.96%。

销售区域方面，华鲁钢铁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。2012年山东省内销售占比为33%，较上年的31%有所上升。

原材料采购方面，镀锌硅板的主要原材料为冷轧板和锌锭，2012年冷轧板和锌锭的采购成本占公司生产成本的98%。跟踪期内，受钢铁行业景气度下行影响，华鲁钢铁冷轧板和锌锭的采购均价呈现下降趋势，华鲁钢铁采购成本有所下降。

华鲁钢铁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，华鲁钢铁与供应商关系稳定。

跟踪期内，华鲁钢铁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，华鲁钢铁新建两条轧机生产线，主要生产供镀锌硅板生产线使用的冷轧卷，年生产能力为80万吨，生产成本进一步下降。总体看，华鲁钢铁有望保持稳定增长。

（4）财务分析

华鲁钢铁提供的2010~2012年度合并财务报表已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。华鲁钢铁2013年一季度财务数据未经审计。

截至2012年底，华鲁钢铁合并资产总额为24.67亿元，所有者权益合计为12.85亿元；2012年，华鲁钢铁实现营业收入46.83亿元，利润总额4.74亿元。

截至2013年3月底，华鲁钢铁合并资产总额为27.27亿元，所有者权益合计为13.72亿元；2013年1~3月，华鲁钢铁实现营业收入13.68亿元，利润总额1.16亿元。

①盈利能力

跟踪期内，华鲁钢铁收入和利润规模保持

稳定增长，2012 年实现营业收入 46.83 亿元，同比增长 14.30%；利润总额 4.74 亿元，同比增长 31.18%，增长速度高于营业收入的增速。2012 年，华鲁钢铁营业利润率为 12.15%，较上年的 10.82%有所上升。

期间费用方面，2012 年，华鲁钢铁三费合计占营业收入的 2.02%，较上年的 2.00%略有升高，在收入规模不断扩大的情况下，华鲁钢铁的期间费用仍维持在 2%左右，成本控制能力较强。

从盈利指标看，2012 年，华鲁钢铁营业利润率为 12.15%，较上年同期上升了 1.33 个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为 16.39%和 27.68%，较 2011 年分别下降 3.61 和 5.96 个百分点，主要系资产和所有者权益大幅增长所致。

2013 年 1~3 月，华鲁钢铁实现营业收入 13.68 亿元，利润总额 1.16 亿元，；营业利润率 10.60%，较 2012 年下降 1.55 个百分点。

总体看，跟踪期内，华鲁钢铁收入和利润规模保持稳定增长，营业利润率有所上升，华鲁钢铁整体盈利能力稳定。

②现金流及保障

从经营活动看，2012年华鲁钢铁经营性现金流入量为52.77亿元，同比增长17.58%，全部来源于销售商品、提供劳务收到现金，高于同期营业收入的增速（14.30%）；同期，华鲁钢铁经营性现金流出量为50.83亿元，同比增长16.97%，主要来自于购买商品、接受劳务支付的现金（49.45亿元）；2012年，华鲁钢铁经营活动现金流量净额为1.95亿元，同比增长36.29%。

从投资活动看，2012年，华鲁钢铁投资活动现金流出1.86亿元，同比下降11.23%，主要是华鲁钢铁购置的固定资产；同期，华鲁钢铁取得投资收益收到的现金1.10万元。

从筹资活动来看，2012年，华鲁钢铁筹资活动现金流入量为3.83亿元，同比增长22.76%，由取得借款收到的现金（3.43亿元）以及吸收

投资收到的现金（0.40亿元）构成；同期，筹资活动产生的现金流出量为2.76亿元，同比增长254.31%，主要由偿还债务支付的现金（1.35亿元）和支付其他与筹资活动有关的现金（1.09亿元）构成；华鲁钢铁筹资活动产生的现金流量净额为1.07亿元。

从收入实现质量看，2012年华鲁钢铁现金收入比为112.68%，较上年的109.53%有所上升，华鲁钢铁收入实现质量较好。

2013年1~3月，华鲁钢铁经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为1.42亿元、-0.20亿元和0.07亿元。

总体看，跟踪期内，华鲁钢铁经营活动获取现金能力有所提高，收入实现质量较好。

③资本及债务结构

资产

截至2012年底，华鲁钢铁资产总额为24.67亿元，同比增长49.11%；从资产构成看，流动资产占74.70%，非流动资产占25.30%，流动资产占比较上年的69.94%有所上升。

流动资产方面，截至 2012 年底，华鲁钢铁流动资产合计 18.43 亿元，同比增长 59.27%，主要系货币资金、预付账款和存货规模大幅增长所致。截至 2012 年底，华鲁钢铁货币资金 6.10 亿元，同比增长 104.71%。同期，华鲁钢铁存货 5.58 亿元，同比增长 39.66%，主要是原材料的大幅增长。

非流动资产方面，截至 2012 年底，华鲁钢铁非流动资产为 6.24 亿元，同比增长 25.47%；2012 年底公司固定资产 5.42 亿元，同比增长 35.43%，主要系新引进的冷轧轧机设备。

截至 2013 年 3 月底，华鲁钢铁资产总额为 27.27 亿元，较 2012 年底增长 10.52%，资产结构较上年变化不大。

总体看，跟踪期内，华鲁钢铁资产规模稳定增长，资产结构以流动资产为主，资产质量较好。

所有者权益

截至 2012 年底，华鲁钢铁所有者权益合计

为 12.85 亿元，同比增长 44.49%；从权益构成看，主要由未分配利润构成（占 76.87%）；截至 2013 年 3 月底，华鲁钢铁所有者权益合计为 13.72 亿元，较 2012 年底增长 10.52%，主要系未分配利润的增长。

总体看，华鲁钢铁权益稳定性较差。

负债

截至 2012 年底，华鲁钢铁负债合计 11.82 亿元，同比增长 54.47%。负债构成中，流动负债占负债总额的比重为 80.02%，非流动负债占 19.98%。

流动负债方面，2012 年底，华鲁钢铁流动负债合计 9.46 亿元，同比增长 67.34%，主要来自于短期借款和应付票据的大幅增加。非流动负债方面，2012 年底，华鲁钢铁非流动负债合计 2.36 亿元，同比增长 18.11%，主要系 0.70 亿元应付债券的增加。2012 年，华鲁钢铁全部债务 9.30 亿元，其中短期债务 8.60 亿元，长期债务 0.70 亿元，债务结构有待改善。

截至 2013 年 3 月底，华鲁钢铁负债合计为 13.55 亿元，较 2012 年底增长 14.59%，主要来自于短期借款和应付票据的增长。截至 2013 年 3 月底，华鲁钢铁全部债务 11.11 亿元，其中短期债务 10.41 亿元，长期债务 0.70 亿元。

债务指标方面，截至 2012 年底，华鲁钢铁全部债务资本化比率和资产负债率分别为 46.05% 和 47.91%，较上年的 43.83% 和 46.25% 有所上升。截至 2013 年 3 月底，上述指标分别为 48.21% 和 49.67%，较上年底进一步上升。

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，债务结构有待改善。

④偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2012 年底，华鲁钢铁的流动比率和速动比率分别为 194.85% 和 135.81%，较上年变化不大；华鲁钢铁经营现金流动负债比为 20.57%，较上年的 25.26% 有所下降。总体看，跟踪期内，华鲁钢铁短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2012 年华鲁钢铁 EBITDA 为 5.09 亿元，EBITDA 利息倍数为 14.66 倍，较上年的 21.67 倍有所下降，主要系 2012 年利息支出较上年大幅增加；同期，华鲁钢铁全部债务/EBITDA 为 2.15 倍，较上年的 1.83 倍有所上升。总体看，华鲁钢铁整体偿债能力较强。

⑤债券保障能力分析

华鲁钢铁参与发行了“12 博兴 SMECN1”，募集资金 7000 万元（以下简称“存续债券”），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。华鲁钢铁根据上述资金用途，已经完成募集资金的使用。

截至 2012 年底，华鲁钢铁现金类资产为 6.49 亿元，为存续债券的 9.26 倍；截至 2013 年 3 月底，华鲁钢铁现金类资产为 7.77 亿元，为存续债券的 11.10 倍；现金类资产对存续债券的保障能力较好。2012 年华鲁钢铁实现 EBITDA 5.09 亿元，为存续债券的 7.27 倍，EBITDA 对存续债券的保障能力较强；2012 年华鲁钢铁经营活动现金流入量为 52.77 亿元，为存续债券的 75.39 倍，经营活动现金流入量对存续债券的保障程度较好。2012 年华鲁钢铁经营活动现金流量净额为 1.95 亿元，为存续债券的 2.79 倍，对存续债券的保障能力较强。

截至 2013 年 3 月底，华鲁钢铁对外担保 1.55 亿元，担保比率 11.30%。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，华鲁钢铁存在一定或有负债风险。

截至 2013 年 3 月底，华鲁钢铁共获得各家银行授信额度合计 10.70 亿元，其中已使用的额度为 7.38 亿元，未使用额度 3.32 亿元，华鲁钢铁间接融资渠道较为畅通。

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: B201306240004771596), 截至2013年6月24日, 华鲁钢铁无未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

华鲁钢铁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, 华鲁钢铁整体抗风险能力较强, 违约风险较低。

(5) 结论

跟踪期内, 华鲁钢铁资产和权益规模进一步扩大, 收入和利润水平稳定增长, 整体偿债能力较强。基于以上原因, 联合资信确定将华鲁钢铁的主体长期信用等级由 A⁻上调至 A, 评级展望为稳定。

2. 山东远大板业科技有限公司

(1) 主体概况

山东远大板业科技有限公司(以下简称“远大板业”)成立于2005年10月, 由五位自然人共同出资组建, 截至2012年底注册资本6000万元。2013年2月17日, 自然人魏曰泉新增注册资本4000万元, 山东黄河有限责任会计师事务所博兴分所已出具验资报告; 截至2013年3月底, 远大板业注册资本为10000万元。目前股东持股情况如下表。

表6 2013年3月底远大板业股东持股情况

股东	出资额(万元)	持股比例(%)
魏曰泉	4000.00	40.00
李勇军	5620.00	56.20
张荣芳	180.00	1.80
石月英	100.00	1.00
郭孟超	100.00	1.00
合计	10000.00	100

资料来源: 远大板业提供

远大板业经营范围包括: 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2013年3月底, 远大板业设立内贸部、国贸部、企管部、行政部、采购部和财务部六

个职能部门及酸洗车间、冷轧车间、彩涂车间、镀锌车间、镀铝锌硅车间和机电部及安监部。

截至2012年底, 远大板业资产总额36.27亿元, 所有者权益15.47亿元; 2012年远大板业实现主营业务收入66.68亿元, 利润总额6.55亿元。

截至2013年3月底, 远大板业资产总额40.71亿元, 所有者权益16.74亿元; 2013年1~3月, 远大板业实现主营业务收入13.34亿元, 利润总额1.17亿元。

远大板业注册地址: 博兴城东大市场; 法定代表人: 李勇军。

(2) 管理分析

2012年12月起, 李勇军取代杨后坤担任公司法定代表人兼总经理。

李勇军, 男, 43岁, 出生于1970年4月, 大学专科学历, 曾任职于滨州市农业银行, 分别担任行政科科员、信贷部主任等职务。2005年起, 李勇军先生担任远大板业的总经理至今, 负责远大板业的谋划创建、项目建设、整体设备采购、市场开拓以及生产运营等一系列相关工作。

(3) 经营分析

①经营概况

2012年, 中国钢铁产业形势严峻, 下游产业的需求乏力使得公司板业行情持续低谷。跟踪期内, 通过技术创新优化产品结构, 远大板业主要产品冷轧板和彩涂板的销量稳步上升, 带动主营业务收入显著增长; 同时, 远大板业的产品结构较同期得到有效调整, 经营产品种类的改善扩大了远大板业的实力。2012年, 远大板业实现主营业务收入66.68亿元, 同比增长78.78%。

从收入构成看, 2012年远大板业实现冷轧板销售收入23.05亿元, 占远大板业主营业务的比重为35.57%, 主要由于远大板业与中国第一重型机械股份公司合作的120吨冷轧薄板项目于2012年3月顺利投产, 主营业务收入获得极大提升。同时, 由于远大板业在扩大产能的基础上对销售区域进行针对性的调整, 资源配

置更加合理，2012 年远大板业实现彩涂板销售收入 16.08 亿元，同比增长 114.69%；2012 年远大板业主营业务新增厚板热镀锌，产品结构得到丰富。

从毛利率看，跟踪期内行业景气度较低，远大板业经营状况受到一定影响。跟踪期内主要产品售价全面下跌，导致远大板业毛利率较 2011 年下滑；分板块看，降幅最大业务为冷轧

板，2012 年为 11.84%，同比下跌 2.42 个百分点。总体上，远大板业毛利率为 11.91%，同比减少 0.46 个百分点。

2013 年 1~3 月，远大板业实现主营业务收入 13.34 亿元，为 2012 年全年的 20.01%；远大板业主营业务毛利率为 11.91%，与 2012 年底相比基本维持不变。

表 7 2011~2013 年 3 月远大板业主营业务收入构成（单位：万元、%）

产品	2011 年			2012 年			2013 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
镀锌板	113613	30.46	14.41	113964	17.09	12.10	27906	20.91	10.92
不锈钢板	57947	15.54	14.10	--	--	--	--	--	--
镀铝锌硅板	116715	31.29	13.83	115157	17.27	12.04	21104	15.82	10.92
彩涂板	74852	20.07	14.13	160793	24.12	13.33	37025	27.75	12.23
冷轧板	9857	2.64	14.23	230537	34.57	11.84	22574	16.92	12.51
厚板热镀锌	--	--	--	46351	6.95	12.02	24821	18.60	12.83
合计	372984	100	12.37	666803	100	11.91	133430	100	11.91

资料来源：远大板业提供

②原材料采购

远大板业生产成本构成中，钢材占 80%，锌锭占 18%，其余为能源消耗等。

随着生产规模的急速扩大与生产结构的不断改良，跟踪期内远大板业原材料采购量显著增长，其中 2012 年钢材和锌锭采购量分别为 142.96 万吨和 1.59 万吨，同比分别增长 233.86% 和 31.82%。2013 年 1~3 月，钢材与锌锭的采购量分别为 32.98 万吨和 0.65 万吨，分别为 2012 年全年采购量的 23.07% 和 40.88%。

表 8 远大板业原材料采购情况（单位：万吨，元/吨）

项目		2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月
钢材	采购量	42.82	142.96	32.98
	均价	4900	4487	4435
锌锭	采购量	1.45	1.59	0.65
	均价	17540	15600	15600

资料来源：远大板业提供

采购价格方面，远大板业钢材采购均价稍有下降，其中 2012 年钢材采购均价为 4487 元/

吨，较上年同期下降 8.43%；锌锭采购均价为 15600 元/吨，同比下降 11.06%。总体看，远大板业成本压力有所减轻。2013 年 1~3 月两者采购价分别为 4435 元/吨与 15600 元/吨，较 2012 年均价变化较小。

远大板业原材料采购采取预付款方式，远大板业议价能力较低，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。远大板业与大部分供应商均为长期合作，信誉较高，材料供应渠道比较稳定。远大板业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，远大板业主要产品的产能得到大幅提升。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；2013 年一季度，镀锌板产能增加 30 万吨；总体上，远大板业产能稳定扩张。

跟踪期内，远大板业镀锌板和镀铝锌硅板

产品产量分别为29.58万吨和29.36万吨，同比变化不大；2012年，远大板业产品结构变化较为显著，彩涂板和冷轧板的产量分别以145.32%和246.16%的增长率激增至32.53万吨和101.53万吨。跟踪期内，远大板业新增厚板热镀锌产品，产品结构更加优化。

2013年1~3月，远大板业镀锌板、镀铝锌硅板、彩涂板、冷轧板产品和厚板热镀锌产品的产量分别为11.55万吨、7.73万吨、8.15万吨、24.59万吨和8.28万吨，分别为2012年全年的39.05%、26.32%、25.05%、24.21%和75.92%。总体看，远大板业生产状况良好。

表9 远大板业主要产品产能、产销量及售价（含税）
（单位：万吨、元/吨、万元）

产品		2011	2012	13.1-3
镀锌板	产能	30	30	60
	产量	29.92	29.58	11.55
	销量	22.01	24.94	6.32
	均价（含税价）	6040	5346	5168
	销售额	113613	113964	27906
	出口量	3.05	4.17	1.07
	出口额	15745	19054	4727
镀铝锌硅板	产能	30	30	30
	产量	29.62	29.36	7.73
	销量	22.56	25.17	4.77
	均价（含税价）	6050	5353	5177
	销售额（万元）	116715	115157	21104
彩涂板	产能	34	34	34
	产量	13.26	32.53	8.15
	销量	13.12	31.70	7.72
	均价（含税价）	6670	5935	5610
	销售额	74852	160793	37025
冷轧板	出口量	1.38	5.51	1.31
	出口额	7872	27927	6302
	产能	30	150	150
	产量	29.33	101.53	24.59
	销量	2.31	56.15	5.72
	均价（含税价）	5000	4804	4618
	销售额（万元）	9857	230537	22574
厚板热	产能	0	60	60

产量	0	10.88	8.26
销量	0	9.32	5.41
均价（含税价）	0	5816	5363
销售额	0	46351	24821

资料来源：远大板业提供

④产品销售

跟踪期内，随着远大板业产品产量的提高，产品的销量也保持稳定增长。其中2012年远大板业镀锌板和镀铝锌硅板产品的销售量分别为24.94万吨和25.17万吨，在远大板业销售策略转变的带动下，产销率分别增至84.31%和85.73%，同比分别增长10.75和9.56个百分点。受益于远大板业的市场开拓力度，2012年冷轧板新增产能的消纳状况较为良好，首年产销率即为55.30%。跟踪期内，远大板业新增厚板热镀锌产品销量为9.32万吨，产销比为85.66%。

2013年1~3月，远大板业镀锌板、镀铝锌硅板、彩涂板、冷轧板产品和厚板热镀锌产品的销量分别为6.32万吨、4.77万吨、7.72万吨、5.72万吨和5.41万吨，分别为2012年全年的25.34%、18.95%、24.35%、10.19%和58.05%，远大板业新增产品销售情况较好。

销售价格方面，2012年，由于经济景气度较低，下游市场需求乏力，板材行业竞争较为激烈，跟踪期内，远大板业主要产品价格下滑显著。

远大板业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，远大板业在上海、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，跟踪期内，远大板业前5名客户的销售收入占销售总额的41.05%，集中度较高。

表10 2012年远大板业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	69271	10.39
山东华兴金属物流有限公司	64277	9.63
山东新日钢板有限公司	54817	8.22
沧州盛园新型建材有限公司	40181	6.03
上海裕齐实业有限公司	45182	6.78
合 计	273728	41.05

资料来源：远大板业提供

在销售回款方面，在市场行情较好的销售环境下，远大板业采取款到发货的结算方式；在市场环境低迷的情况下，远大板业适当给予一定的赊销账期。

总体看，受经济环境和市场竞争的影响，远大板业产品销售价格呈波动下降态势；远大板业地处博兴县，作为中国最大的板材集散中心，远大板业的外部环境较好；随着新建生产线的投产，远大板业产业链得到延伸，产品结构不断完善，部分产品产能得到有效提升，产量及销量增幅明显；原材料采购渠道顺畅但议价能力较低。远大板业整体经营情况较好。

（4）重大事项

2013年3月8日，远大板业成立子公司远大（青岛）钢板有限公司（下称“远大钢板”），注册资本3000万元。

远大钢板经营范围主要包括钢材、板材、管材、型材、线材、建材、木材、五金机电的批发；货物及技术进出口业务等。远大钢板刚刚成立，尚未有经营。

远大钢板注册地址：青岛市市北区辽阳西路18号1008室；法定代表人：李勇军。

（5）财务分析

远大板业提供的 2012 年度财务报表已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。远大板业 2013 年一季度财务数据未经审计。

截至2012年底，远大板业资产总额36.27亿元，所有者权益15.47亿元；2012年实现主营业务收入66.68亿元，利润总额6.55亿元。

截至2013年3月底，远大板业资产总额40.71亿元，所有者权益16.74亿元；2013年1~3月，实现主营业务收入13.34亿元，利润总额1.17亿元。

①盈利能力

跟踪期内，远大板业经营规模持续扩大、产品种类不断丰富，主营业务收入快速增长，2012年远大板业实现主营业务收入66.68亿元，同比增长78.78%；同期公司主营业务成本为58.74亿元，同比增长79.71%，略快于营业收入增速。

2012年，远大板业的期间费用为1.25亿元，同比增长91.30%，主要是由于利息支出的增加，远大板业财务费用同比增长77.60%。远大板业期间费用占主营业务收入的比重为1.88%，较上年同期上升了0.12个百分点。总体看，远大板业对期间费用的控制能力较强。

2012年，远大板业实现利润总额和净利润分别达到6.55亿元和4.91亿元，同比均增长68.42%。

从盈利指标看，2012年，远大板业主营业务利润率为11.70%，较上年同期下降了0.47个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为17.79%和31.76%，同比分别增长2.62和4.13个百分点。

2013年1~3月，远大板业实现主营业务收入13.34亿元，利润总额1.16亿元，分别为2012年总额的20.01%和17.84%；主营业务利润率11.73%，较2012年小幅上升了0.03个百分点。

总体看，跟踪期内远大板业主要产品的销量及主营业务收入的规模均保持较快增长，整体盈利能力较强。

②现金流及保障

从经营活动看，由于收入规模的扩大，2012年公司经营性现金流入量75.54亿元，同比增长72.20%，全部来源于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，远大板业经营性现金流出量为72.86亿元，同比

增长72.70%；由此带来的经营活动产生的现金流净额由上年的6.76亿元降至2.69亿元。从收入实现质量看，2012年远大板业现金收入比为113.29%，同比降低3.99个百分点，远大板业收入实现质量较好。

从投资活动看，2012年，远大板业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金3.86亿元，同比降低49.44%，主要为远大板业对新建生产线的投入；同期，远大板业无投资活动流入。筹资活动前现金流量净额为-1.37亿元。远大板业经营性活动产生的现金不能够完全满足投资所需资金的需求，远大板业对外部融资具有一定的依赖性。

从筹资活动来看，2012年，远大板业筹资活动现金流入量为12.17亿元，全部为取得借款收到的现金；同期，筹资活动产生的现金流出量为9.95亿元，同比增长76.46%，主要为偿还债务支付的现金。2012年，远大板业筹资活动产生的现金流量净额为2.21亿元。

2013年1~3月，远大板业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1.16亿元、-0.12亿元和1.27亿元。

总体看，跟踪期内，远大板业经营活动获取现金能力有所降低，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

跟踪期内，远大板业资产规模保持较快增长。截至2012年底，资产总额36.27亿元，同比增长42.65%，主要是由于远大板业生产、经营及销售规模扩大所致。流动资产和非流动资产在资产总额中所占比重分别为49.41%和50.59%。2012年流动资产占比有所上升，主要来自应收账款及预付款项的增长。

截至2012年底，远大板业应收账款为2.88亿元，较2011年增加2.84亿元，增幅较大主要由于生产销售规模扩大所致。2012年底公司

远大板业全部应收账款账龄均在一年以内，前5名应收账款单位合计欠款1.86亿元，占比为65.58%。

截至2012年底，远大板业预付款项为6.92亿元，同比增长67.29%，主要为钢铁等生产材料预付款。

截至2012年底，远大板业存货为2.75亿元，同比增长62.73%，主要由于公司生产规模扩大，原材料需求增大所致。远大板业未计提存货跌价准备。

截至2012年底，远大板业固定资产为14.91亿元，同比增长213.90%，主要由于生产规模有所扩大，多条生产线投产所致。

截至2013年3月底，远大板业资产总额为40.71亿元，较2012年底增长12.26%，主要来自流动资产的增长。资产结构中流动资产和非流动资产分别占55.26%和44.74%；其中流动资产的增长主要由于远大板业生产规模的持续扩张，货币资金、应收账款及存货不断增长所致。

总体看，跟踪期内，远大板业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，非流动资产中以固定资产为主，远大板业资产流动性一般，整体资产质量较好。

负债和所有者权益

截至2012年底，远大板业所有者权益合计为15.47亿元，同比增长46.53%，全部来自未分配利润的增长；远大板业未分配利润13.81亿元，同比增长55.21%，占所有者权益的比重为89.27%；截至2013年3月底，远大板业所有者权益合计为16.74亿元，较2012年底增长8.25%。总体看，远大板业所有者权益的稳定性差。

截至2012年底，远大板业负债合计为20.80亿元，同比增长39.89%。其中，流动负债14.31亿元，同比增长48.94%，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37.90%和53.91%；长期负债6.49亿元，同比增

长 23.36%，主要来自应付债券新增 2.00 亿元，系远大板业于 2012 年 5 月参与发行的“12 博兴 SMECN1”。截至 2013 年 3 月底，远大板业负债合计为 23.97 亿元，较 2012 年底增长 15.25%，其中短期借款 7.72 亿元，较上年底增长 20.83%；预收账款 7.37 亿元，较上年底增长 133.66%。

截至 2012 年底，远大板业全部债务总额 17.55 亿元，同比增长 37.47%，其中短期债务 13.14 亿元（占 74.89%），包括短期借款 6.39 亿元和应付票据 6.76 亿元；长期债务 4.41 亿元（占 25.11%），包括长期借款 2.41 亿元和应付债券 2.00 亿元。截至 2013 年 3 月底，远大板业全部债务为 19.27 亿元，较 2012 年底增长 9.85%。

远大板业 2012 年底全部债务资本化比率和资产负债率分别为 53.15%和 57.35%，同比分别降低 0.09 和 1.13 个百分点。截至 2013 年 3 月底，上述指标分别为 53.51%和 58.87%。

总体看，跟踪期内，远大板业所有者权益持续增长，但稳定性较差；负债规模增速较快，债务负担适宜。

④偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2012 年底，远大板业的流动比率和速动比率分别为 125.20%和 105.95%，同比分别上升 17.12 和 15.49 个百分点；2013 年 3 月底分别为 139.19%和 116.36%，较上年底分别提高 13.99 和 10.41 个百分点。2012 年，远大板业经营现金流动负债比为 18.78%，较上年同期降低了 51.53 个百分点。总体看，远大板业短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2012 年远大板业 EBITDA 为 8.24 亿元，相应的 EBITDA 利息倍数为 8.60 倍，较上年稍有下降；同期，远大板业全部债务/EBITDA 倍数为 2.13 倍，较上年同期有所降低。总体看，远大板业 EBITDA 对全部债务及利息的保障能力较强。

截至 2013 年 3 月底，远大板业共获得各家商业银行授信额度总量为 23.50 亿元，其中尚

未使用的额度为 5.94 亿元，远大板业具备间接融资渠道。

截至 2013 年 3 月底，远大板业无重大应披露的未决诉讼事项。

截至 2013 年 3 月底，远大板业对外担保金额 6.86 亿元，担保比率为 40.98%，被担保的 8 家企业均正常经营，但远大板业担保比率高，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 11 截至 2013 年 3 月底，远大板业对外担保明细
(单位：万元)

担保企业	担保数额
山东科瑞钢板有限公司	22800.00
山东华康食品有限公司	2500.00
山东省博兴县华鲁钢铁有限公司	3000.00
山东华鲁伟业新板材有限公司	10800.00
山东省博兴县永鑫化工有限公司	22000.00
博兴县诚力供气有限公司	2000.00
山东天宏新能源化工有限公司	4000.00
山东华兴钢结构有限公司	1500.00
合 计	68600.00

资料来源：远大板业提供

远大板业于 2012 年 5 月 22 日参与发行了“12 博兴 SMECN1”，发行额度为 2.00 亿元，期限为 3 年。远大板业已于 2013 年 5 月 23 日付息。2012 年，远大板业 EBITDA 和经营活动现金流入量分别 8.24 亿元和 75.54 亿元，分别为存续债券总额的 4.12 倍和 37.77 倍；截至 2013 年 3 月底，远大板业现金类资产为 7.66 亿元，为存续债券总额的 3.83 倍。远大板业 EBITDA、经营活动现金流入量和现金类资产对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-201307090006063080），截至 2013 年 7 月 9 日，远大板业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，远大板业整体经营情况较好，随着新建生产线的投产，远大板业产品结构不断完善，主营业务收入保持较快增长，整体盈利能力良好；EBITDA对全部债务及利息的保障能力较强，整体偿债能力较强。总体看，远大板业抗风险能力较强。

(6) 结论

跟踪期内，远大板业产能规模进一步扩大，收入和利润水平大幅增长，整体盈利能力和偿债能力较强。基于以上原因，联合资信确定将远大板业的主体长期信用等级由 A⁻上调至 A⁺，评级展望为稳定。

3. 山东省锦恒物资有限公司（原山东省万事达物资有限公司）

(1) 主体概况

山东省锦恒物资有限公司（原山东省万事达物资有限公司，以下简称“锦恒物资”）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，锦恒物资初始注册资本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，锦恒物资注册资本变更为8000万元，魏龙柱、魏龙淮、魏龙峰和于学田总出资分别占注册资本的30%、30%、16%和8%。

2012年11月6日，经股东会决议，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，锦恒物资变更为一人有限公司，经营范围、注册资本、人员结构、经营模式均保持不变，李建岷持有锦恒物资全部股权。

2013年5月23日，经山东省工商行政管理局核准登记，山东省万事达物资有限公司更名为山东锦恒物资有限公司，名称变更后，法律主体和原债权债务关系不发生变化。

锦恒物资经营范围：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2013年3月底，锦恒物资内设组织发展中心、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2012年底，锦恒物资（合并）资产总额54330.99万元，所有者权益24087.03万元。2012年，锦恒物资实现营业收入197035.03万元，利润总额9762.20万元。

截至2013年3月底，锦恒物资（合并）资产总额49492.52万元，所有者权益25837.34万元。2013年第一季度，锦恒物资实现主营业务收入43415.91万元，利润总额2367.07万元。

锦恒物资注册地址：博兴县兴福镇福旺钢材市场；公司法定代表人：李建岷。

(2) 基础素质分析

跟踪期内，锦恒物资继续加强技术研究，并于2012年获得发明专利一项，实用新型专利两项，并获得“2012年度山东省技术市场科技金桥奖”和“2012年度中国钢结构行业三十强”等奖项。

表 12 跟踪期内锦恒物资所获专利情况

专利名称	专利号	专利类型	授权公告时间
建筑屋面用滑移式连续装置	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：锦恒物资提供

(3) 重大事项和管理分析

锦恒物资股权变更后，由李建岷担任执行董事、法定代表人、总经理职务，魏龙柱不再担任锦恒物资相应职务。由巩秋林担任财务总监

监职务，王洪英不再担任财务总监职务。

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，锦恒物资各项制度均未发生变化。

经营方面，股权转让后，锦恒物资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，使锦恒物资发展前景更加广阔。

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，与锦恒物资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，并且李红霞担任锦恒物资公司监事，对各类所有交易进行监督，锦恒物资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。锦恒物资与山东省博兴县锦隆钢板有限公司之间的关联交易正常。

(4) 经营分析

①经营概况

锦恒物资为贸易主导型企业，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。跟踪期内，贸易型收入约占总销售收入的63%左右，生产型收入约占总销售收入37%。

2012年，受建筑业和家电制造业等下游行业需求增速趋缓和产品价格下行的影响，锦恒物资实现主营业务收入19.70亿元，较上年下降13.27%；毛利率为8.38%，低于上年0.84个百分点。2013年1~3月，下游行业需求下降，锦恒物资实现主营业务收入4.34亿元，毛利率较上年略微下降至8.10%。

表 13 2010~2013 年 3 月年锦恒物资主营业务收入、成本及毛利率情况（单位：万元）

分产品	主营业务收入				毛利率			
	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-3 月	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-3 月
彩涂板	70843.55	79464.76	68766.08	15152.34	6.36%	6.96%	6.31%	6.02%
镀锌板	46672.53	53149.76	45055.40	9927.78	6.50%	6.38%	4.42%	4.12%
带钢	8953.11	10576.48	10386.08	2288.53	3.50%	3.59%	2.67%	2.37%
复合板	49615.29	60877.46	50722.00	11176.40	15.00%	13.95%	13.17%	12.90%
其他钢构产品	15720.22	23103.60	22105.47	4870.86	15.00%	13.61%	14.59%	14.33%
合计	191804.70	227171.07	197035.03	43415.91	9.20%	9.22%	8.38%	8.10%

资料来源：锦恒物资提供

②原材料采购

锦恒物资主要原材料是彩涂板、镀锌板和带钢等。锦恒物资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锦恒物资执行差价销售政策，即作为代理商低于市场

价进货，差价卖出，同时由于锦恒物资代理量大，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，各钢厂也能保证按计划供应。

表 14 近年锦恒物资主要原材料采购价格情况

主要原材料	平均采购价格（元/吨）			
	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1~3 月
彩涂板	5880.00	6110.00	5786.00	5550.00
镀锌板	4970.00	4810.00	4550.00	4270.00
带钢	4320.00	3600.00	3512.00	3500.00

资料来源：锦恒物资提供

价格方面，跟踪期内，整体采购价格较上年均有所下降，2012年彩涂板、镀锌板和带钢分别较上年下降5.30%、5.41%和2.44%，2013

年1~3月彩涂板、镀锌板和带钢采购价格较上年分别下降4.08%、6.15%和0.34%。

③生产经营

锦恒物资所处博兴县是中国最大的涂镀板材市场集散地，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。目前锦恒物资买进货物，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。

表 15 2010~2013 年 3 月锦恒物资产品贸易额和平均销售价格

产品	销售量（吨）				平均销售价格（元/吨）			
	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月
彩涂板	112769.70	120980.03	111309.57	25627.39	6282.14	6568.42	6177.91	5912.56
镀锌板	87868.04	107913.91	94613.62	22353.41	5311.66	4925.20	4762.04	4441.28
带钢	19990.72	28258.20	28758.13	6389.53	4478.63	3742.80	3611.53	3581.69

资料来源：锦恒物资提供

贸易方面，锦恒物资作为代理商低于市场价进货，差价卖出，获取利润。2012年，锦恒物资彩涂板、镀锌板和带钢贸易额度较2011年均有一定程度的下滑。从销售量看，2012年锦恒物资彩涂板、镀锌板和带钢的销售量分别为11.13万吨、9.46万吨和2.88万吨，较2011年分别下降7.99%、12.32%和1.77%；从平均销售价格看，2012年彩涂板、镀锌板和带钢的价格较2011年也有不同程度的下降。2013年1~3月，彩涂板、镀锌板和带钢的贸易额分别为15152.34万元、9927.78万元和2283.58万元，平均销售价格进一步下降，但同时进价也随之下降，经营状况尚可。

生产和销售方面，锦恒物资采取定单生产，以产定销，综合客户订单、成本及盈利情况对产品结构及时进行调整。2012年锦恒物资复合板、C型钢和压型板的产量分别为418万平方米、2.21万吨和682万平方米，同比分别下降10.49%、13.33%和13.34%；2013年1~3月，三种产品产量分别为105万平方米、0.49万吨和150万平方米。价格方面，跟踪期内，复合板、C型钢和压型板较2011年均有所下降。整体看，

锦恒物资钢构产品收入主要来自复合板，复合板产量减少对锦恒物资钢结构生产板块收入和利润规模影响较大。

表 16 锦恒物资主要钢构产品产量

产品	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-3 月
复合板 (万平方米)	429	467	418	105
C 型钢 (万吨)	2.16	2.58	2.21	0.49
压型板 (万平方米)	667	887	682	150

资料来源：锦恒物资提供

整体看，2012年，受下游行业增速趋缓影响，锦恒物资贸易额和钢构产品产销量和销售价格均有所下降；2013年1~3月，受下游行业增速明显下滑影响，锦恒物资贸易额和钢构产品产销量继续减少；跟踪期内，下游需求变化和销售价格的下降对锦恒物资经营产生了较大的负面影响。

（5）财务分析

锦恒物资提供的2010~2012年度合并财务报表已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。锦

恒物资 2013 年一季度财务数据未经审计。

截至2012年底，锦恒物资合并资产总额为5.43亿元，所有者权益合计为2.41亿元；2012年，锦恒物资实现营业收入19.70亿元，利润总额0.98亿元。

截至 2013 年 3 月底，锦恒物资合并资产总额为 4.95 亿元，所有者权益合计为 2.58 亿元；2013 年 1~3 月，锦恒物资实现主营业务收入 4.34 亿元，利润总额 0.24 亿元。

①盈利能力

跟踪期内，锦恒物资收入和利润规模有所下降，2012 年锦恒物资实现营业收入 19.70 亿元，同比下降 13.27%；利润总额 0.98 亿元，同比下降 27.82%。

从盈利指标看，2012 年，锦恒物资营业利润率为 8.34%，较上年的 9.18%略有下降，主要系营业收入下降所致；总资本收益率为 19.67%，较 2011 年上升 2.57 个百分点，主要系资产规模有所下降所致；净资产收益率为 30.40%，较 2011 年的 31.94%有所降低。

期间费用方面，2012 年，锦恒物资三费合计占营业收入的 3.39%，较上年的 3.23%略有升高，锦恒物资的成本控制能力尚可。

2013 年 1~3 月，锦恒物资实现主营业务收入 4.34 亿元，利润总额 0.24 亿元，；主营业务利润率 8.06%，较 2012 年下降 0.28 个百分点。

总体看，跟踪期内，锦恒物资收入、利润规模和营业利润率较上年有所下降，整体盈利能力减弱。

②现金流及保障

从经营活动看，2012年锦恒物资经营性现金流入量为23.25亿元，同比下降12.46%，主要来源于销售商品、提供劳务收到现金（23.21亿元）；同期，锦恒物资经营性现金流出量为20.69亿元，同比下降21.27%，主要来自于购买商品、接受劳务支付的现金（20.24亿元）；2012年，锦恒物资经营活动现金流量净额为2.56亿元，同比增长803.14%。

从投资活动看，2012年，锦恒物资无任何投资活动；同期，锦恒物资取得处置子公司及其他单位收到的现金5.00万元。

从筹资活动来看，2012年，锦恒物资筹资活动现金流入量为0.60亿元，同比下降69.85%，全部由取得银行借款收到的现金构成；同期，筹资活动产生的现金流出量为3.43亿元，同比增长98.73%，主要由偿还债务支付的现金（1.74亿元）和分配股利、利润或偿付利息支付的现金（1.69亿元）构成；锦恒物资筹资活动产生的现金流量净额为-2.83亿元。

从收入实现质量看，2012年锦恒物资现金收入比为117.79%，较上年的116.66%有所上升，锦恒物资收入实现质量较好。

2013年1~3月，锦恒物资经营活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为0.47亿元和-0.52亿元。

总体看，跟踪期内，锦恒物资经营活动产生的现金流量净额较2011年大幅增长，收入实现质量较好，投资活动大幅减少，锦恒物资对债务偿还的力度有所加大。

③资本及债务结构

资产

截至2012年底，锦恒物资资产总额为5.43亿元，同比下降33.02%；从资产构成看，流动资产占89.90%，非流动资产占10.10%，流动资产占比较上年的92.37%有所下降。

流动资产方面，截至 2012 年底，锦恒物资流动资产合计 4.88 亿元，同比下降 34.81%，主要系预付款项、存货、其他应收款和货币资金大幅减少所致。截至 2012 年底，锦恒物资预付款项 1.72 亿元，同比下降 45.50%，主要系公司预测采购产品价格呈下行趋势，相应减少合作钢厂的预定量所致；锦恒物资存货 1.28 亿元，同比下降 19.35%，主要是产成品的大幅减少；其他应收款 0.32 亿元，同比下降 55.46%，主要构成为和山东新美达科技材料有限公司的往来款，账龄在一年以内；锦恒物资货币资金 1.13 亿元，同比下降 19.31%，主要系偿还债务所致。

非流动资产方面,截至2012年底,锦恒物资非流动资产为0.55亿元,同比下降11.34%,主要构成为公司的固定资产。

截至2013年3月底,锦恒物资资产总额为4.95亿元,较2012年底下降8.91%,资产结构较上年变化不大。

总体看,跟踪期内,锦恒物资资产规模有所下降,资产结构以流动资产为主,资产流动性较好。

所有者权益

截至2012年底,锦恒物资所有者权益合计为2.41亿元,同比下降24.16%,主要系当年分红导致未分配利润大幅减少所致;从权益构成看,主要由未分配利润(占49.42%)和实收资本(占33.21%)构成;截至2013年3月底,锦恒物资所有者权益合计为2.58亿元,较2012年底增长7.27%,主要系未分配利润的增长。

总体看,锦恒物资权益稳定性较差。

负债

截至2012年底,锦恒物资负债合计3.02亿元,同比下降38.72%。负债构成中,流动负债占负债总额的比重为80.16%,非流动负债占19.84%。

流动负债方面,2012年底,锦恒物资流动负债合计2.42亿元,同比下降50.88%,主要来自于短期借款和应付票据的大幅减少。非流动负债方面,2012年底,锦恒物资非流动负债合计0.60亿元,全部为应付债券。2012年,锦恒物资全部债务2.30亿元,同比下降43.74%,其中短期债务1.70亿元,长期债务0.60亿元。

截至2013年3月底,锦恒物资负债合计为2.37亿元,较2012年底下降21.79%,主要源于短期借款的大幅减少。截至2013年3月底,锦恒物资全部债务1.80亿元,较2012年底减少0.50亿元,其中短期债务1.20亿元,长期债务0.60亿元。

债务指标方面,截至2012年底,锦恒物资全部债务资本化比率和资产负债率分别为48.85%和55.67%,较上年的56.28%和60.85%

有所下降。截至2013年3月底,上述指标进一步下降,分别为41.06%和47.80%。

总体看,跟踪期内,随着偿还银行短期借款,锦恒物资负债规模呈现下降趋势,债务负担有所减轻。

④偿债能力

从短期偿债能力指标看,截至2012年底,锦恒物资的流动比率和速动比率分别为201.46%和148.86%,指标较上年有较大幅度提升;锦恒物资经营现金流动负债比为105.71%,较上年的5.75%有大幅度提升。总体看,跟踪期内,锦恒物资短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看,2012年锦恒物资EBITDA为1.24亿元,EBITDA利息倍数为6.39倍,较上年的7.18倍有所下降,主要系2012年锦恒物资EBITDA较2011年有所下降所致;同期,全部债务/EBITDA为1.85倍,较上年的2.50倍有所下降,主要因为跟踪期内偿还短期债务。总体看,锦恒物资整体偿债能力较强。

⑤债券保障能力分析

锦恒物资参与发行了“12博兴SMECN1”,募集资金6000万元(以下简称“存续债券”),期限为3年。

截至2012年底,锦恒物资现金类资产为1.35亿元,为存续债券的2.25倍;截至2013年3月底,锦恒物资现金类资产为1.31亿元,为存续债券的2.18倍;现金类资产对存续债券的保障能力较好。2012年锦恒物资实现EBITDA 1.24亿元,为存续债券的2.07倍,EBITDA对存续债券的保障能力较强;2012年锦恒物资经营活动现金流入量为23.25亿元,为存续债券的38.75倍,经营活动现金流入量对存续债券的保障程度较好。2012年锦恒物资经营活动现金流量净额为2.56亿元,为存续债券的4.27倍,对存续债券的保障能力较强。

截至2013年3月底,锦恒物资对外担保额7400万元,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,锦恒物资对外担保金额较大,存在一定的或有负债风险。

表17 截至2013年3月底锦恒物资对外担保情况
(单位: 万元)

被担保单位	金额
山东汇金彩钢有限公司	2000
山东科瑞钢板有限公司	2400
山东新美达科技材料有限公司	3000
合 计	7400

资料来源: 锦恒物资提供

截至2013年3月底, 锦恒物资获得银行授信额度3.21亿元, 尚有2.61亿元未使用, 锦恒物资具备间接融资渠道。

⑥过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(报告编号为: B-201305345825), 截至2013年5月30日, 锦恒物资无未结清的不良信贷信息记录, 过往债务履约情况良好。

(6) 结论

综合考虑, 联合资信维持山东锦恒物资有限公司BBB的主体长期信用等级, 评级展望为稳定。

4. 山东华康食品有限公司

(1) 主体概况

山东华康食品有限公司(以下简称“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, 华康食品股东变为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2013年3月底, 华康食品注册资本9800万元, 其中贾前卫出资8927万元, 持股91.09%, 是华康食品实际控制人。

华康食品经营范围: 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)。

华康食品设有采购部、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2012年底, 华康食品合并资产总额为139804.72万元, 所有者权益合计为56673.31万元。2012年, 华康食品实现主营业务收入141658.33万元, 利润总额14901.14万元。

截至2013年3月底, 华康食品合并资产总额为146216.10万元, 所有者权益合计为60693.34万元。华康食品实现主营业务收入43897.53万元, 利润总额4020.04万元。

华康食品注册地址: 山东省博兴县庞家镇广青路198号; 法定代表人: 贾前卫。

(2) 管理层变动情况

跟踪期内, 华康食品管理层和管理制度等方面无重大变动。

(3) 经营分析

华康食品主营业务为樱桃谷种鸭养殖孵化、商品鸭养殖、屠宰加工, 鸭苗和鸭产品销售。受益于鸭产品销量和价格的上涨, 2012年华康食品实现主营业务收入141658.33万元, 同比增长31.96%, 其中鸭产品收入占比90.72%, 较上年有所提升。2013年1~3月, 华康食品实现营业收入43897.53亿元, 其中鸭产品收入占比89.96%, 变化不大。从毛利率看, 2012年, 受鸭产品价格上升的影响, 华康食品鸭产品毛利率上升至12.51%。鸭苗毛利率下降至8.33%, 主要是受鸭苗市场价格下降影响。因鸭产品收入占比较高, 2012年华康食品整体毛利率12.12%, 比2011年上升1.13个百分点。2013年1~3月, 鸭产品毛利率10.64%, 鸭苗毛利率13.27%。

表 18 华康食品收入及毛利率状况（万元、%）

分产品	主营业务收入						毛利率		
	2011 年		2012 年		2013 年 1~3 月		2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	--	--	--
鸭苗	12415	11.57	13141	9.28	4407	10.04	12.83	8.33	13.27
鸭产品	94931	88.43	128517	90.72	39491	89.96	10.75	12.51	10.64
合计	107346	100.00	141658	100.00	43898	100.00	10.99	12.12	10.90

数据来源：华康食品提供

①原材料采购

华康食品采购成本中占比较大的是饲料和商品鸭，后者占比 80%以上。华康食品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。华康食品屠宰加工所需肉鸭三分之一由自备养殖小区养殖，三分之一由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；三分之一是向社会散户根据市场价格购买，因华康食品拥有自己的养殖基地及放养合同鸭，对毛鸭回收价格具有较强的可控性。2012 年，商品鸭采购量 130468 吨，同比增长 31.24%；平均采购价格每吨 8405 元，同比下降 0.65%。华康食品自建的年产 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

华康食品目前有 4 个种鸭养殖基地，年养殖 35 万只种鸭，鸭苗孵化年产能 5000 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。2012 年华康食品年孵化鸭苗 4653 万只，实现鸭苗销售额 13141 万元。

肉鸭养殖

华康食品肉鸭养殖采取“公司+合同养殖户+社会散户”的模式，各占三分之一。华康食品目前拥有 3 个商品鸭标准化养殖场，商品肉鸭年出栏能力 2000 万只。2012 年华康食品肉

鸭出栏量 1396 万只，养殖存活率 98.7%。

养殖户饲养模式为华康食品以订单形式与养殖户签订风险共担、利益共享的饲养合同，华康食品先后与 5840 户养殖户建立了固定合作关系，全年放养合同鸭苗 3700 万只，回收合同鸭 3618 万只。

屠宰加工

华康食品现有 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，具有单线生产规模大、工艺流程完善、生产效率高、副品率低、自动化程度高、综合成本优势明显等特点，使得公司年屠宰加工能力提高至 12 万只，日最大生产肉制品提高到 400 吨。2012 年公司销量和平均价格分别为 122653 吨和 10478 元/吨，分别同比增长 28.20%和 5.60%。2013 年 1~3 月，产量和销量分别为 2012 年全年的 26.01%和 30.80%。

表 19 华康食品肉鸭屠宰加工业务情况

分类	2011 年	2012 年	13 年 1~3 月
产能(吨)	100000	120000	120000
产量(吨)	95948	117412	30538
销量(吨)	95673	122653	37772
平均价格(元/吨)	9922	10478	10455
销售额(万元)	94931	128517	39491

资料来源：华康食品提供。

③产品销售

华康食品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，华康食品北方市场规模有所增长，天津、北京、太原等地区销售额增长，带动华康食品整体销售规模扩大。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。

总体看，跟踪期内，华康食品主要产品价

格呈上升趋势，毛利率有所提高。华康食品的产销量均保持了快速的增速，整体盈利能力有所提高。

④在建项目

目前华康食品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 2012 年底，华康食品已投资 14785 万元，未来投资压力不大。

表 20 华康食品在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		截至 2012 年底投资	2013 年累计投资	2014 年累计投资
			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	4560	5800	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	9225	12000	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	0	1000	2000	2800
合计		23050	14050	9000	14785	19800	23050

数据来源：华康食品提供

（4）财务分析

华康食品提供的 2011 年财务报表已经武汉公证会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；2012 年财务报表已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结论。2013 年一季报财务数据未经审计。

①盈利能力

华康食品 2012 年实现主营业务收入 141658.33 万元，同比增长 31.96%，主要是因为产品销售价格和销量的上升。2013 年 1~3 月，华康食品实现主营业务收入 43897.53 万元，较上年同期上升 74.49%。

2012 年华康食品期间费用为 2294.19 万元，占主营业务收入 1.62%，比 2011 年下降 0.1 个百分点。华康食品期间费用占主营业务收入的比重较低，费用控制能力较强。

2012 年，华康食品利润总额 14901.14 万

元，同比增长 70.76%。2013 年 1~3 月，利润总额为 4020.04 万元，同比增长 96.79%。

从盈利指标来看，2012 年华康食品主营业务利润率和净资产收益率分别为 12.11% 和 26.29%，较 2011 年分别增长 2.24 和 1.97 个百分点；总资本收益率为 12.27%，较上年同期下降 2.31 个百分点，主要是因为应付票据的大幅增长而致。2013 年 1~3 月，华康食品主营业务利润率为 10.89%，比 2012 年下降 1.22 个百分点。

总体看，跟踪期内，受鸭产品销量和价格的带动，华康食品收入持续增长，主营业务利润率有所上升，费用控制能力较强。

②现金流及保障

从经营活动看，2012 年华康食品销售商品、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 149422.83 万元和 149460.34 万元，分别同比增长 24.84% 和 24.87%；同期经营活动产生的现金流出为

131458.46 万元，同比增长 27.49%。2012 年华康食品经营性净现金流为 18001.88 万元，同比增长 8.60%。从收入实现质量看，2012 年华康食品现金收入比 105.48%，较 2011 年下降 6.02 个百分点。

从投资活动看，华康食品购置固定资产、无形资产支付的现金规模较大，并快速增长，2012 年为 25148.59 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-25148.59 万元。

从筹资活动看，2012 年华康食品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，2012 年为 20404.51 万元。

③资本及债务结构

资产

截至 2012 年底，华康食品资产总额为 139804.72 万元，其中，流动资产占 64.10%，非流动资产占 35.90%。公司流动资产以货币资金、应收票据、应收账款、预付账款和存货为主。

截至 2012 年底，华康食品应收票据 4800.00 万元，同比增长 140.00%，全部为银行承兑汇票；应收账款账面价值 14535.22 万元，主要是应收货款，账龄全部在一年以内，未计提坏账准备；预付账款 14273.94 万元，同比增长 192.49%，主要是预付设备款增加所致，账龄全部在一年以内；存货账面价值 22068.55 万元，其中主要库存商品和生产成本，分别占 46.45% 和 45.21%。华康食品未对存货计提跌价准备。

截至 2012 年底，华康食品非流动资产 50192.28 万元，主要由长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产组成。

2012 年长期股权投资为 3424.91 万元，比 2011 年增加 400 万元，是对山东博兴新华村镇银行股份有限公司的新增投资。

截至 2012 年底，华康食品固定原值 32448.56 万元，主要是房屋建筑物和机器设备，

占比分别为 52.36% 和 44.48%，2012 年公司计提累计折旧 11447.70 万元；在建工程 20444.69 万元，较上年大幅增长，主要是熟食项目、肉鸡项目和高庙刘小区项目增长以及新增肉鸭加工车架改造和食堂改造项目所致。

截至 2012 年底，华康食品无形资产为 4220.47 万元，全部是土地使用权，较上年增长 13.79%。

截至 2013 年 3 月底，华康食品资产总额 146216.10 万元，比上年底增长 4.59%，其中流动资产占 64.27%，非流动资产占 35.73%，与 2012 年底相比变化不大。流动资产中，存货增长 9.33%，主要是销售规模扩大，库存商品和生产成本增加，其余科目与 2012 年底相比无大变化。总体看，华康食品资产质量较好。

所有者权益

截至 2012 年底，华康食品所有者权益为 56673.31 万元，较 2011 年底增长 57.91%，主要是股本和未分配利润增长所致。截至 2012 年底，华康食品股本 9800.00 万元，比 2011 年底增加 5000.00 万元，主要是因为 2012 年 5 月 14 日贾前卫以货币资金增资 5000 万元，截至 2013 年 3 月底，贾前卫持股 91.09%，是华康食品实际控制人。截至 2012 年底，华康食品所有者权益中股本占 17.29%、资本公积占 6.67%、盈余公积占 8.70%、未分配利润占 67.34%。华康食品所有者权益稳定性较差。

负债

截至 2012 年底，华康食品负债总额为 83131.41 万元，其中，流动负债占 75.23%，非流动负债占 24.77%。负债总额同比增长 107.60%，主要是短期借款、应付票据、长期借款和应付债券增加所致。其中，应付票据同比增长 169.75%；应付债券为已发行集合票据的待偿还金额。受此因素影响，资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 59.46%、20.37% 和 57.44%，分别同比上升 6.73、10.28 和 8.14 个百分点，债务负担加重。

截至 2013 年 3 月底，华康食品负债总额

为 85522.76 万元，其中，流动负债占 75.92%，非流动负债占 24.08%，与 2012 年底相比变化不大。华康食品资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 58.49%、19.28%和 56.55%，较 2012 年小幅下降。

跟踪期内，华康食品负债增长较快，债务规模上升，债务负担加重；华康食品权益结构稳定性较差。

④偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2012 年底，华康食品流动比率和速动比均较 2011 年有所下降，分别为 143.28%和 108.00%。截至 2013 年 3 月底两指标分别为 144.72%和 107.56%，与 2012 年相比变化不大。2012 年华康食品经营现金流动负债为 28.78%，降幅较大，华康食品短期偿债能力有所下降，但仍处于适宜水平。

从长期偿债指标看，2012 年华康食品 EBITDA 为 19535.27 万元，较上年增长 66.45%，主要是由于华康食品利润总额和折旧的大幅增长；华康食品 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 均较 2011 年有所上升，分别上升至 13.59 和 3.92 倍，华康食品 EBITDA 对全部债务和利息的覆盖程度较高。

⑤债券保障能力分析

华康食品于 2012 年 5 月参与发行了“12 博兴 SMECN1”，发行额度为 5000 万元（以下简称“存续债券”），期限为 3 年。

截至 2012 年底，华康食品现金类资产为 37506.20 万元，为存续债券的 7.50 倍；现金类资产对存续债券的保障能力较强。2012 年华康食品实现 EBITDA 19535.27 万元，为存续债券的 3.91 倍，EBITDA 对存续债券的保障能力较好；2012 年华康食品经营活动现金流入量为 149460.34 万元，为存续债券的 29.89 倍，经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强；2012 年华康食品经营活动现金流量净额为 18001.88 万元，为存续债券的 3.60 倍，对存续债券的保障能力较好。

截至 2013 年 3 月底，华康食品对外担保金

额总计 18300 万元，担保比率为 30.15%，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、博兴县天龙红木家具有限公司、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。对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

截至 2013 年 3 月底，华康食品共获得银行授信额度 78000 万元，已使用金额为 47040 万元，未使用额度为 30960 万元，华康食品具备间接融资渠道。

⑥过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201305173215），截至 2013 年 5 月 17 日，华康食品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。

（5）结论

综合考虑，联合资信维持华康食品主体长期信用等级为 BBB⁻，评级展望为稳定。

5. 山东博兴华韵水业有限公司

（1）主体概况

山东博兴华韵水业有限公司（以下简称“华韵水业”）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。华韵水业成立于 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 年增资 1800 万元、2012 年增资 1850 万元及多次股权转让，截至 2013 年 3 月底，华韵水业注册资本为 4850 万元，拥有 15 个股东（包括 14 个自然人股东）；其中，股东山东京博控股股份有限公司（以下简称“京博控股”）持股比例 32.82%，为华韵水业的控股股东和实际控制人。

华韵水业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。华韵水业为县级供水公司，在博兴县垄断经营。华韵水业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2013年3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。华韵水业无下属子公司。

截至2012年底，华韵水业资产总额为26432.34万元，所有者权益合计21147.56万元。2012年华韵水业实现营业收入11401.34万元，利润总额5342.77万元。

截至2013年3月底，华韵水业资产总额为26589.45万元，所有者权益合计22144.72万元。2013年1-3月，华韵水业实现营业收入2832.96万元，利润总额1329.55万元。

华韵水业注册地址：山东省滨州市博兴县经济开发区，法定代表人：周志峰。

（2）管理层变动情况

跟踪期内，周志峰先生接替张洪庆先生担任华韵水业董事长一职。周志峰，汉族，1974年生人，大学专科学历，历任京博集团监察部长、保安部长、法律事务部长、社会资源部长、法务部长，具备很强的管理和沟通能力；2007年8月任山东海韵生态纸业有限公司副总经理；2010年10月任山东京博控股股份有限公司督察总监；自2010年12月至今任山东京博控股股份有限公司副总裁；自2012年10月起担任华韵水业董事长职务。

（3）经营分析

①公司经营

华韵水业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等超过48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。

2012年，受京博工业园区内部分钢板加工厂开工不足、用水量减少影响，华韵水业实现营业收入11401.34万元，同比小幅下滑0.66%，收入全部来自工业企业供水经营业务；同期，华韵水业维护管线及更新能量水包装物成本支出增加，导致成本上升4.00%，毛利率为53.93%，

同比下降2.06个百分点。2013年1-3月，华韵水业实现营业收入2832.96万元，为2012年的24.85%，毛利率为52.95%，仍保持较高水平。

华韵水业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。2012年华韵水业源水年取水量6413万吨，2013年1-3月，华韵水业源水取水量1613万吨。截至2013年3月底，博兴县源水资源费仍为0.45元/吨。

从制水能力看，跟踪期间华韵水业制水能力无变动。华韵水业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。

华韵水业制水原料成本主要包括源水资源费、电费和辅料费用，2012年在成本中的占比分别为29.75%、28.08%和2.41%。

表 21 2012 年华韵水业制水原料供应情况

供应商	原料	占比（%）
博兴县水务局	源水	18.54
博兴县打渔张渠首水库	源水	11.21
博兴县供电公司	电	21.49
山东益仁纸业有限公司恒丰分公司	电	6.59
山东京博控股发展有限公司	辅料	2.41

资料来源：华韵水业提供

从供水管网看，跟踪期间，华韵水业共新铺设管线12公里，增加覆盖面积2平方公里，目前供水管网的成新率为88%。2012年及2013年1-3月，华韵水业管网维护费用分别为18万元和5万元。华韵水业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。2012年，华韵水业对已有供水管线进行大面积定期维护，管线漏损率降至0.3%，供水保障率为100%。

从供水量看，目前华韵水业的工业供水能力为5800万立方米。2012年和2013年1-3月，华韵水业实际供水量5759万立方米和1445万立方米，同期由于京博工业园区内部分钢板加工厂受行业低迷影响开工不足，华韵水业供水产销

率小幅降至99%。除工业水外，华韵水业生产并包装销售桶装自来水，通过自有网点销售和通过当地超市进行代销；2012年和2013年1-3月分别实现桶装自来水销售量52万立方米和15万立方米。

根据中国管网的数据，滨州市近5年地区工业自来水价格未有调整。从水价看，2012年，山东省15个主要市级城市的工业自来水价格维持在1.19至4.17元之间，滨州市工业自来水价格为2.00元，价格水平中位偏低。

表 22 2012 年底山东省主要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	9	青岛	2.20
2	泰安	3.70	10	日照	2.11
3	淄博	3.15	11	滨州	2.00
4	济南	2.90	12	德州	1.90

5	聊城	2.60	13	枣庄	1.80
6	烟台	2.60	14	东营	1.70
7	威海	2.60	15	济宁	1.53
8	莱芜	2.30	16	临沂	1.19

资料来源：中国管网

从用水客户构成看，跟踪期内，华韵水业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保持在 50%以上，2012 年为 60.54%，集中度较高。

从水费回收看，水费采取电汇回收的方式，跟踪期内由于华韵水业缩短现有客户平均缴款期、对新签中小客户采取预售水费，平均回收周期由一个月降至 20 天，回收率升至 100%。

表 23 华韵水业前 5 名客户情况

客户	2011 年		2012 年		2013 年 1~3 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	2071	18.04	1901	16.67	424	14.95
博兴县恒丰热电有限公司	1000	8.71	1685	14.78	395	13.95
山东盛和热能有限公司	821	7.15	1157	10.14	300	10.58
山东香驰健源生物科技有限公司	1092	9.51	1053	9.24	281	9.93
山东京博石油化工有限公司	1364	11.88	1301	11.41	315	11.13
合 计	6348	55.31	7097	62.24	1715	60.54

资料来源：华韵水业提供

②未来发展

目前华韵水业在建项目为 2012 东区水厂扩产三期工程（包括计入在建工程的供水管网南延项目），计划总投资额为 2520 万元，铺设崇德至渠首泵站 DN710 管线 15.8 公里，建成后将增加 0.5 万立方/日自来水处理能力。截至 2013 年 3 月底已投资 2300 万元。目前华韵水业无其他投资计划。

2012 年 10 月，华韵水业获得增资 1850 万

元，其中京博控股增资 1592 万元，成为华韵水业控股股东和实际控制人；增资后华韵水业注册资本和实收资本均为 4850 万元。京博控股于 2005 年注册成立，目前是集科、工、贸于一体，涉足石油化工、热电联产、旅游、文化、贸易等多个产业领域的大型民营企业，2012 年居中国企业 500 强第 328 位、中国制造业企业 500 强第 167 位。增资扩股后，京博控股将在内部管控、业务经营、科技创新、资金支持等方面

为华韵水业带来有力支持。

(4) 财务分析

华韵水业的 2012 年财务报表已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，2013 年一季度财务报表未经审计。

①盈利能力

2012年，受用水企业生产情况影响，华韵水业营业收入同比下降0.66%；营业收入全部来自工业供水业务。2012年华韵水业实现营业收入11401.34万元，由于维护管线及更新能量水包装物导致成本支出增加，营业利润率降至53.39%，同比下滑1.97个百分点。

从期间费用看，2012年华韵水业期间费用占营业收入的比重为6.54%，同比上升3.29个百分点，主要来自管理费用和财务费用的增加。华韵水业销售费用较少，2012年同比大幅增长218.18%，主要来自能量水包装物更新时发生的包装物损耗费用；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，2012年同比增长97.28%，主要为管线维护车辆费用增加所致；财务费用主要由利息净支出构成，2012年由于集合票据利息支出较多，财务费用同比增长73.64%。

2012年华韵水业利润总额为5342.77万元，净利润4007.08万元，同比分别下降10.68%和10.68%。2012年，由于利润下降、资产和净资产增加，华韵水业总资本收益率和净资产收益率均出现明显下滑，分别为17.25%和18.95%，同比分别下降7.19和9.89个百分点。

2013年1-3月，华韵水业实现营业收入2832.96万元，占2012年全年的24.85%；实现利润总额和净利润分别为1329.55万元和997.16万元，分别占2012年全年的24.88%和24.88%。2013年1-3月，华韵水业营业利润率52.61%，下降主要由于维护管线及更新能量水包装物成本的进一步增加。

总体看，跟踪期间，华韵水业营业收入受下游企业生产用水情况影响小幅下降，同期成本上升导致营业利润率有所下滑，期间费用快

速增加，整体盈利能力明显下降；但华韵水业收入来源稳定，整体盈利水平仍较高。

③现金流分析

从经营活动来看，2012年华韵水业经营活动现金流入量为12078.19万元，构成主要为销售商品、提供劳务收到的现金；流入量同比下降14.37%，主要由于2011年华韵水业往来款现金流量较多。2012年，华韵水业经营活动现金流出量为8373.01万元，同比下降25.25%，其中购买商品、接受劳务支出的现金下降28.82%，主要由于2011年华韵水业为来年管线维护提前买入管支出较多；华韵水业经营活动现金流出构成主要为购买商品、接受劳务支付的现金（占69.90%）和各项税费支出（占24.77%），构成较稳定。2012年，华韵水业经营活动产生的现金流量净额为3705.17万元，同比增长28.36%。2012年华韵水业现金收入比为105.81%。

从投资活动看，2012年华韵水业投资活动产生的现金流量净额为-5494.22万元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金支出。2012年华韵水业在建工程现金支出较多，筹资活动前现金流量净额表现为净流出，流出额为1789.04万元。

从筹资活动看，2012年华韵水业筹资活动现金流入8584.00万元，包括吸收投资2584.00万元、借款2000.00万元和发行债券收到现金4000.00万元；筹资活动现金流出量为5091.72万元，用于偿还短期借款、偿付利息及股东利润分配；华韵水业筹资活动产生的现金流量净额为3492.28万元。

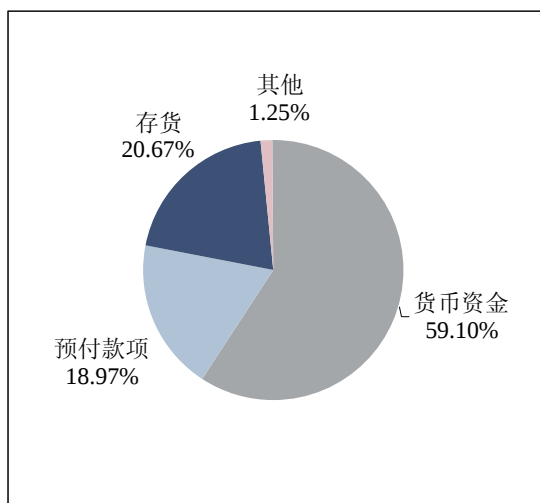
2013年1-3月，华韵水业经营活动现金流量净额为2141.34万元；华韵水业投资活动现金流量净额为-864.61万元，主要为供水管线南延工程建设所支付的现金；华韵水业筹资活动产生的现金流量净额为-1051.46万元。

总体看，跟踪期内，华韵水业新增建设投资项目，投资现金流出量有所增加；发行债券导致筹资活动产生的现金流入增加，主要用于偿还短债、支付利息和股东利润分配。

④资本及债务结构

截至 2012 年底，华韵水业资产合计 26432.34 万元，其中流动资产占 60.72%，占比较 2011 年有所下降，但华韵水业资产仍以流动资产为主。

图 2 2012 年底华韵水业流动资产构成情况



资料来源：华韵水业审计报告

截至 2012 年底，华韵水业流动资产为 15931.30 万元，同比增长 17.30%，主要是华韵水业货币资金和存货大幅增长所致。

截至 2012 年底，华韵水业货币资金 9415.74 万元，同比增长 22.08%，以银行存款为主。

2012 年底，华韵水业预付款项 3022.41 万元，同比下降 5.25%，全部为 1 年内的预付款，构成主要为预付给博兴县水务局的水资源费（占 44.85%）和预付给博兴县打渔张渠首水库管理所的水费（占 34.54%）。

截至 2012 年底，华韵水业应收账款余额小，为 123.56 万元，从构成上看全部为华韵水业客户 2012 年 12 月的应收水费，账龄为 1 年内；应收账款不能按账面价值收回的风险小。

截至 2012 年底，华韵水业存货为 3293.79 万元，同比增长 29.83%，主要是年底采购的原材料入库所致。存货由原材料（占比 99.89%）和少量库存能量水构成，原材料主要包括健康水和辅助材料、PC 水桶及备品备件。

截至 2012 年底，华韵水业非流动资产 10501.04 万元，同比大幅增长 102.44%，主要来自固定资产的增加；非流动资产由固定资产（占 88.90%）、在建工程（占 6.05%）和无形资产（占 5.05%）构成。

截至 2012 年底，华韵水业固定资产原值 11449.46 万元，同比增长 69.24%，主要来自更换的加固输水管道；固定资产构成主要为输水管道（占 77.06%）、房屋建筑物（占 13.69%）和通用或专用设备（占 9.23%）构成。2012 年底，华韵水业对固定资产累计计提折旧 2114.30 万元，固定资产净值 9335.16 万元。

截至 2012 年底，华韵水业在建工程余额 635.82 万元，同比增加 625.13 万元，主要来自新增的供水管网南延、应急水池等在建项目。

截至 2012 年底，华韵水业无形资产为 530.07 万元，全部为土地使用权。

截至 2013 年 3 月底，华韵水业资产总额 26589.45 万元，与 2012 年底基本持平；其中流动资产占资产总额的 57.30%，非流动资产占比小幅升至 42.70%，主要是在建工程增加所致。2013 年 3 月底，华韵水业在建工程为 1500.42 万元，较上年年底增长 135.98%，主要来自供水管线南延工程的增加；存货 2648.74 万元，较上年年底下降 19.58%，主要由于北方冬春季相对降水少，为保证水源地的必要水容量，华韵水业在保证正常供水的前提下减少库存水导致。

总体看，跟踪期内，华韵水业资产增长较快，以货币资金和固定资产为主。货币资金流动性强，且占比高；固定资产以专用性的输水管道为主，变现能力较弱；华韵水业整体资产质量好。

所有者权益

截至 2012 年底，华韵水业所有者权益 21147.56 万元，同比增长 35.94%，主要来自实收资本和未分配利润的增加。2012 年得到 1850 万元增资后，华韵水业实收资本增至 4850 万元，资本公积增至 796.00 万元。2012 年底，华韵水

业所有者权益由未分配利润（占64.61%）、实收资本（占22.93%）、资本公积（占3.76%）和盈余公积（占8.70%）构成。截至2013年3月底，华韵水业所有者权益为22144.72万元，同比增长4.72%，全部来自未分配利润的增加。总体看，华韵水业未分配利润的占比高，所有者权益稳定性较差。

负债

截至2012年底，华韵水业负债总额5284.78万元，其中流动负债占24.31%，主要由短期借款构成；非流动负债4000万元，系华韵水业2012年5月参与发行的中小企业集合票据。

截至2012年底，华韵水业短期借款余额1000.00万元，同比下降64.29%；2012年华韵水业参与发行中小企业集合票据募集资金4000.00万元，其中2500.00万元用于偿还银行贷款。2012年底华韵水业短期借款余额为青岛招商银行提供的1年期贷款，并已于2013年3月全部偿还。

截至2012年底，华韵水业应付账款15.67万元，主要为应付材料款；其他应付款220.86万元，主要为水桶押金和车辆保证金等；华韵水业应付款项规模小。

截至2012年底，华韵水业全部债务为5000.00万元，长短期债务占比分别为80.00%和20.00%，债务结构得到改善。由于三年间华韵水业没有重大投资项目，短期债务融资主要用于日常资金周转。截至2012年底，华韵水业资产负债率和全部债务资本化比率分别为19.99%和19.12%，分别较2011年底上升3.87和2.88个百分点；长期债务资本化比率为15.91%，仍处于较低水平。

截至2013年3月底，华韵水业短期借款已全部偿还，负债合计4444.73万元，主要为应付债券4000.00万元；资产负债率和全部债务资本化比率分别为16.72%和15.30%。总体看，华韵水业债务负担轻。

④偿债能力

由于货币资金及存货的增加和短期借款的

减少，2012年底华韵水业流动比率和速动比率大幅上升，分别为1240.00%与983.63%；2013年3月底两项比率进一步上升至3425.61%和2830.03%，华韵水业短期偿债能力强。

2012年华韵水业EBITDA为5846.82万元，由于利润总额下降的同时有息负债增加，全部债务/EBITDA为0.86倍，同比上升0.42个百分点。2012年华韵水业EBITDA利息倍数由2011年的38.94倍降至11.61倍。综合看，华韵水业整体偿债能力强。

⑤债券保障能力分析

华韵水业于2015年5月22日参与发行了“12博兴SMECN1”，其中华韵水业发行4000万元（以下简称“存续债券”）。存续债券每年付息一次，华韵水业已于2013年5月23日完成当年利息的兑付。

2012年华韵水业经营活动现金流入量为14088.10万元，为存续债券额度的3.52倍，经营活动现金流量净额为3705.17万元，为存续债券额度的0.93倍；EBITDA为5846.82万元，为存续债券的1.46倍；华韵水业经营活动现金流入量和EBITDA对存续债券覆盖程度较好。截至2013年3月底，华韵水业现金类资产9415.74万元，为存续债券额度的2.35倍，现金类资产对存续债券保障程度较好。

截至2013年3月底，华韵水业对外担保总额9000万元，担保比率40.72%。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。华韵水业担保比率高，存在一定或有负债风险。

截至2013年3月底，华韵水业共获得招商银行和博兴农村合作银行授信额度2800万元，全部尚未使用，华韵水业具备间接融资渠道。

⑥过往债务履行情况

截至2013年3月底，根据公开信息查询，华韵水业无未偿还不良贷款及欠息，公司债务履约情况良好。

(5) 结论

综合考虑，联合资信维持华韵水业主体长期信用等级为 BBB⁻，评级展望为稳定。

6. 山东蓝天钢结构工程有限公司

(1) 主体概况

山东蓝天钢结构工程有限公司（以下简称“蓝天钢构”）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，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%。

蓝天钢构主用经营范围包括：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2013年3月底，蓝天钢构下设供应部、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2012年底，蓝天钢构资产总额为36237.13万元，所有者权益为18595.05万元。2012年，蓝天钢构实现主营业务收入99039.66万元，利润总额5406.99万元。

截至2013年3月底，蓝天钢构资产总额为37348.10万元，所有者权益为19559.54万元。

2013年1~3月，蓝天钢构实现主营业务收入21390.59万元，利润总额1111.36万元。

蓝天钢构注册地址：博兴县店子镇工业园；法定代表人：王连山。

(2) 管理分析

跟踪期内，蓝天钢构组织结构及管理制度、高层管理人员无重大变化。

(3) 经营分析

跟踪期内，蓝天钢构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销售原材料的收入。2012年蓝天钢构实现主营业务收入99039.66万元，较2011年大幅增长35.00%，其中彩涂板占比72.00%，镀锌板占比6.58%，钢构产品占比为18.73%，其他占比2.69%；2013年1-3月，蓝天钢构实现主营业务收入21390.59万元，完成2012年全年的21.60%，蓝天钢构业务构成没有发生大的变化。蓝天钢构主要经营业务状况见下表。

从毛利率来看，2011年、2012年及2013年一季度蓝天钢构毛利率小幅上升，分别6.98%、7.55%和7.50%，跟踪期内，受益于蓝天钢构产能进一步释放、销售规模不断扩大，以及通过提高节能降耗使单位消耗量下降，成本得到有效控制，在钢材价格普遍下滑的背景下，蓝天钢构盈利能力有所增强。

表 24 跟踪期内蓝天钢构收入成本及毛利率情况

（单位：万元、%）

项目	2011 年度			2012 年度			2013 年 1~3 月		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
彩涂板	52768.97	49317.88	6.54	71308.08	65922.88	7.55	15614.71	14553.87	7.05
钢构产品	13740.62	12652.36	7.92	18549.31	17076.49	7.94	4006.13	3690.45	7.88
镀锌板	5260.02	4927.06	6.33	6515.36	6122.21	6.03	1407.08	1316.89	6.41
其他	1591.95	1342.97	15.63	2666.91	2438.09	8.55	362.67	305.14	15.86
合计	73361.56	68240.27	6.98	99039.66	91559.67	7.55	21390.59	19786.35	7.50

资料来源：蓝天钢构审计报告

①材料采购

蓝天钢构原材料主要为镀锌卷，自行加工

成彩涂板进行销售。镀锌卷占蓝天钢构生产成本的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，蓝天钢构前五名供应商采购比例变化不大。

表25 2012年蓝天钢构前五名供应商情况

	供应商名称	金额(万元)	占比(%)
1	天津恒兴公司	21974	24%
2	北京首钢特殊钢有限公司	17396	19%
3	济南钢铁有限公司	11902	13%
4	莱芜钢铁有限公司	10987	12%
5	天津凤鸣公司	9100	10%
	合计	71359	78%

资料来源：蓝天钢构提供

表26 2013年1~3月蓝天钢构前五名供应商情况

	供应商名称	金额(万元)	占比(%)
1	天津恒兴公司	4352	22%
2	北京首钢特殊钢有限公司	3561	18%
3	济南钢铁有限公司	3363	17%
4	莱芜钢铁有限公司	2374	12%
5	天津凤鸣公司	2572	13%
	合计	16222	82%

资料来源：蓝天钢构提供

在资金结算方面，蓝天钢构一般预付 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。蓝天钢构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。

蓝天钢构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，2011 年、2012 年及 2013 年 1-3 月蓝天钢构镀锌卷采购均价分别为 4950 元/吨、4800 元/吨和 4800 元/吨，跟踪期内，原材料采购价格小幅下降。

②产品生产

2012年蓝天钢构彩钢板产销量分别为14万吨，和12.73万吨，分别同比增长40%和41.44%，产能利用率较上年有所提升。

在钢构产品方面，蓝天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，蓝天钢构竞争优势不够明显，基本上以价格优势来争取客户订单，跟踪期内销售均价略有下滑。

表27 跟踪期内生产情况

指标名称		2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月
彩钢板	产能（万吨）	15	20	20
	产量（万吨）	10	14	3.08
	销量（万吨）	9	12.73	2.80
	产销率（%）	90%	91%	91%
	销售均价（元/吨）	5780	5600	5600
钢构	产能（万吨）	5	6	6
	产量（万吨）	4.5	4.12	0.89
	销量（万吨）	4.5	4.12	0.89
	产销率（%）	100%	100%	100%
	销售均价（元/吨）	4550	4500	4500
镀锌板	销量（万吨）	0.5	1.34	0.29
	销售均价（元/吨）	4800	4850	4850

资料来源：蓝天钢构提供

③产品销售

蓝天钢构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%。蓝天钢构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，2012 年，前5大客户销售销售额占销售总额的比例为 21.50%，2013年1~3月，前5大客户销售销售额占销售总额的比例为21.10%，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，但对一部分有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。2012年以来，蓝天钢构销售信用政策有所放松，应收账款规模增加。

从销售价格上来看，2012年蓝天钢构主要产品销售价格主要集中在5600元/吨（彩钢板），均价较上年小幅下降，2013年1~3月，蓝天钢构主要产品价格与2012年基本维持不变。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。

总体看，跟踪期内，公司加大力度开拓市场，营业收入大幅增加。同时受益于产能的不断释放，规模效益显现，以及通过加大在节能降耗方面的研发投入，降低单位消耗量使公司生产成本得到有效控制，毛利率水平有所提高。跟踪期内，公司产销量稳定增长，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28 蓝天钢构前五名客户情况

客户名称	主要销售产品	2011 年		2012 年		2013 年 1~3 月	
		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	4030	5.5	5150	5.2	1155	5.4
南阳蓝天公司	彩涂板	3500	4.8	4555	4.6	1070	5.0
濮阳精诚彩钢	彩涂板	3440	4.7	4160	4.2	920	4.3
临清一建公司	彩涂板	2710	3.7	4456	4.5	810	3.8
长春远大钢构公司	钢构产品	2130	2.9	2970	3.0	600	2.8
合计		15810	21.6	21290	21.5	4555	21.3

资料来源：蓝天钢构提供

④未来发展

蓝天钢构近期无大规模投资计划。未来战略方向为走高端产品路线，目前行业内竞争比较激烈，为了在市场中处在有利地位，蓝天钢构上马国内先进的彩涂板生产线，一方面加大研发力度，质检部门严把产品质量；另一方面派遣一线生产员工和业务精英组织培训学习，提高人员素质。“蓝韵”牌彩色涂层钢板获得“山东省名牌产品”称号，已为蓝天钢构高端路线走出坚实一步。

（4）募集资金使用情况

蓝天钢构参与发行了“12 博兴 SMECN1”，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。

（5）财务分析

蓝天钢构2010~2012年财务报表已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审计报告。2013年1季度财务报表未经审计。

①盈利能力

2012 年蓝天钢构实现主营业务收入 99039.66 万元，较 2011 年大幅增长 35.00%。2012 年营业成本同比增长 34.17%，略低于主营业务收入增速，同期蓝天钢构主营业务利润率有所上升，为 7.52%。2012 年，蓝天钢构营业利润合计 5406.41 万元，较 2011 年增长 54.20%。从盈利指标看，2012 年总资产收益率和净资产收益率较上年变化不大，分别为 15.15% 和 24.41%。

2013 年 1~3 月，蓝天钢构实现主营业务收入 21390.59 万元，利润总额 1111.36 万元，分别为 2012 年全年的 21.60% 和 20.55%；主营业务利润率 7.46%，较上年略有上升。

跟踪期内，蓝天钢构营业收入快速增长，盈利水平小幅上升。

②现金流及保障

2012 年，蓝天钢构销售商品和提供劳务收

到的现金为112081.53万元，同比增长31.71%。2012年经营活动产生的现金流入量为112081.53万元，2012年蓝天钢构现金收入比小幅下降至109.30%，整体的收入实现质量较好。2012年和2013年1~3月，蓝天钢构经营活动产生的现金流净额分别为1362.78万元和1243.54万元。

2012年蓝天钢构投资活动现金流出为1280.34万元，同比增加1063.89万元，为固定资产投资增加所致。2012年蓝天钢构投资活动产生的现金流净额为-1280.34万元。

2013年1~3月蓝天钢构投资活动现金流量全部为现金流出，故投资活动现金流量净额为-68.12万元。

筹资活动方面，2012年蓝天钢构筹资活动现金流入及流出分别为12900.00元和8237.54万元。2012年蓝天钢构筹资活动流量净额为4662.46万元，表现为净流入。2013年1-3月筹资活动现金流入及流出分别为4600万元和4719.99万元。2013年1-3，蓝天钢构筹资活动流量净额为-119.99万元，表现为净流出。

总体看，跟踪期内，蓝天钢构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，蓝天钢构对外筹资需求不大。

③资本及债务结构

截至2012年底，蓝天钢构资产总额合计36237.13万元，较上年增长31.05%，其中流动资产合计占78.38%，非流动资产合计占21.62%。蓝天钢构资产以流动资产为主。

截至2012年底，蓝天钢构流动资产合计16848.22万元，较上年增长27.46%，增长主要来自货币资金、应收账款、预付账款和存货的增加。截至2012年底，蓝天钢构货币资金10425.19万元，占总资产的36.70%，主要为银行存款，较2011年增长83.53%，主要是由于2012年以来蓝天钢构加大筹资力度，通过短期借款和发行集合票据筹集货币资金所致；截至2012年底，蓝天钢构应收账款1670.17万元，较2011年增长101.69%，主要系蓝天钢构针对部分客户

的信贷政策有所放松所致。蓝天钢构应收账款客户为山东瑞宸公司成都欣伟公司和邢台腾飞公司，三家欠款客户占全部应收账款的100%，占比很高，账龄均在1年以内。截至2012年底，蓝天钢构预付账款4769.07万元，较2011年底增长81.27%，由于供货商优惠政策影响（供货商按预付款比例给予不同折扣，蓝天钢构根据需求增加了预付款支付金额）。截至2012年底，蓝天钢构存货10300.33万元，较上年增长49.96%，主要为库存商品及原材料的增长。

非流动资产方面，2012年蓝天钢构非流动资产合计7833.35万元，主要为固定资产，较上年增长8.15%。主要是无形资产增加所致。蓝天钢构非流动资产结构较上年变动不大。

截至2013年3月底，蓝天钢构资产总额37348.10万元，较2012年底变化不大，其中流动资产合计占79.23%，非流动资产合计占20.77%，蓝天钢构流动资产结构占比小幅上升。

截至2012年底，蓝天钢构负债总额合计17642.08万元，主要为流动负债构成，较上年大幅增长75.82%，主要是由于应付债券和短期借款的增加。

截至2013年3月底，蓝天钢构负债总额合计17788.56万元，与2012年底基本持平，其中流动负债14788.56万元（占83.14%），非流动负债3000.00万元（占16.86%）。截至2013年3月底，流动负债主要由于短期借款、应付票据增长构成；蓝天钢构应付债券3000.00万元，为蓝天钢构发行的中小企业集合票据。

截至2012年底，蓝天钢构全部债务17400.00万元，其中短期债务占比82.76%，长期债务占比17.24%；截至2013年3月底，蓝天钢构全部债务17500.00万元，短期债务占82.86%。截至2012年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率较2011年底均有所上升，蓝天钢构资产负债率由2011年的41.65%上升至2012年的48.69%，全部债务资本化比率由2011年41.08%上升至2012年的48.34%；截至2013年3月底，蓝天钢构资产负债率及全部债务资

本化比率有所下降，分别为 47.63%和 47.22%；蓝天钢构整体债务负担一般。

截至 2012 年底，蓝天钢构所有者权益合计 18595.05 万元，较 2011 年增长 32.28%，主要来自盈余公积及未分配利润的增加。蓝天钢构实收资本占 13.54%，盈余公积占 14.76%，未分配利润占 71.70%，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 2013 年 3 月底，蓝天钢构所有者权益合计 19559.54 万元，较上年末增长 5.19%。

跟踪期内，蓝天钢构资产结构仍以流动资产为主，资产质量较好，货币资金占比较大，但应收账款及存货规模增加较多，存货占比较高，应收账款集中度很高，资产流动性一般；债务负担尚可；所有者权益稳定性较弱。

④偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内，蓝天钢构流动比率和速动比率提升较快，截至 2012 年底公司流动比率和速动比率分别为 193.99%和 123.64%；截至 2013 年 3 月底，蓝天钢构流动比率和速动比率继续上升至 200.10%和 131.23%。2012 年，蓝天钢构经营现金流动负债比为 9.31%，受经营活动产生的现金净流入减少和流动负债增长较快影响，该指标较 2011 年下降了 10.29 个百分点，经营活动现金流对流动负债的保护能力尚可。总体看，蓝天钢构短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2012 年蓝天钢构 EBITDA 为 7178.75 万元，较上年增长 64.54%。2012 年，蓝天钢构 EBITDA 利息保护倍数和全部债务/EBITDA 分别为 7.84 倍和 2.42 倍，较上年均有所上升。

截至 2013 年 3 月底，蓝天钢构对外提供的担保总额为 5475 万元，担保比率为 28.06%，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，存在一定的或有负债风险。

表29 2013年3月底蓝天钢构对外担保情况

(单位: 万元)

被担保单位	担保类型	担保金额	担保时间
山东发达精密薄板有限公司	贷款	500	2012.8.8-2013.8.7
山东省博兴县龙升食品有限公司	贷款	400	2012.8.17-2013.8.16
山东省富泰新型建材有限公司	承兑	675	2013.2.27-2013.8.27
山东华鲁钢铁有限公司	贷款	1000	2013.1.1-2013.9.16
山东万事达钢构有限公司	贷款	1000	2013.4.3-2013.10.2
山东汇金彩钢有限公司	贷款	1900	2012.4.25-2013.4.18
合计		5475	

资料来源：蓝天钢构提供

截至 2013 年 3 月底，蓝天钢构共获得银行授信 14500 万元，未使用额度 1000 万元，蓝天钢构具备间接融资渠道。

截至 2012 年底，蓝天钢构现金类资产 11230.19 万元，是存续期集合票据发行额度 3000 万元的 3.74 倍；截至 2013 年 3 月底，蓝天钢构现金类资产 11918.62 万元，是存续期集合票据发行额度 3.97 倍。2012 年蓝天钢构经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 分别为 112081.53 万元和 7178.75 万元，分别为存续期集合票据的 37.36 倍和 2.39 倍，蓝天钢构经营活动产生的现金流净额 1362.78 万元，为存续期集合票据的 0.45 倍。整体看，蓝天钢构现金类资产、经营活动产生的现金流入和 EBITDA 对存续期集合票据的保障能力较强。

⑤过往债务履约情况

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》，截至 2013 年 6 月 9 日，蓝天钢构无未结清和已结清的不良贷款或利息，过往债务履约情况良好。

(6) 结论

综合考虑，联合资信将维持蓝天钢构 BBB⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

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32。

表30 山东再担保公司股东及其持股比例

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限责任公司	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司	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）经济开发投资有限公司	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司	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

资料来源：山东再担保公司提供

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月年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、综合评价

综合考虑，基于山东再担保公司担保的持续有效，联合资信维持“12博兴SMECN1”AA的信用级别。

附件 1 集合票据发行人的主要财务数据

公司名称	项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
华鲁钢铁	现金类资产(亿元)	1.31	2.98	6.49	7.77
	资产总额(亿元)	9.90	16.55	24.67	27.27
	所有者权益(亿元)	5.90	8.89	12.85	13.72
	短期债务(亿元)	3.32	4.94	8.60	10.41
	全部债务(亿元)	3.32	4.94	9.30	11.11
	营业收入(亿元)	32.71	40.98	46.83	13.68
	利润总额 (亿元)	2.75	3.62	4.74	1.16
	EBITDA(亿元)	2.89	3.79	5.09	--
	经营性净现金流(亿元)	1.39	1.43	1.95	1.42
	营业利润率(%)	10.69	10.82	12.15	10.60
	净资产收益率(%)	39.02	33.64	27.68	--
	资产负债率(%)	40.38	46.25	47.91	49.67
	全部债务资本化比率(%)	36.03	43.83	46.05	48.21
	流动比率(%)	169.76	204.72	194.85	190.19
	全部债务/EBITDA(倍)	1.15	1.83	2.15	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	20.64	21.67	14.66	--
	经营现金流动负债比(%)	34.87	25.26	20.57	--
远大板业	现金类资产(亿元)	3.63	4.51	5.36	7.66
	资产总额(亿元)	16.19	25.42	36.27	40.71
	所有者权益(亿元)	7.64	10.56	15.47	16.74
	短期债务(亿元)	6.63	9.02	13.14	15.03
	全部债务(亿元)	8.18	12.02	17.55	19.27
	主营业务收入(亿元)	30.26	37.30	66.68	13.34
	利润总额 (亿元)	3.51	3.89	6.55	1.17
	EBITDA(亿元)	4.10	4.85	8.25	--
	经营性净现金流(亿元)	3.21	6.76	2.69	1.16
	主营业务利润率(%)	10.58	12.17	11.70	11.73
	净资产收益率(%)	34.41	27.63	31.76	--
	资产负债率(%)	52.80	58.48	57.35	58.87
	全部债务资本化比率(%)	51.71	53.24	53.15	53.51
	流动比率(%)	121.24	108.07	125.20	139.19
	全部债务/EBITDA(倍)	1.99	2.48	2.13	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	15.68	9.54	8.60	--
	经营现金流动负债比(%)	45.93	70.30	18.78	--
锦恒物资	现金类资产(亿元)	1.21	1.72	1.35	1.31
	资产总额(亿元)	6.23	8.11	5.43	4.95

	所有者权益(亿元)	2.56	3.18	2.41	2.58
	短期债务(亿元)	2.84	4.09	1.70	1.20
	全部债务(亿元)	2.84	4.09	2.30	1.80
	营业收入/主营业务收入(亿元)	19.18	22.72	19.70	4.34
	利润总额 (亿元)	1.29	1.35	0.98	0.24
	EBITDA(亿元)	1.40	1.64	1.24	--
	经营性净现金流(亿元)	0.03	0.28	2.56	0.47
	营业利润率/主营业务利润率(%)	9.17	9.18	8.34	8.06
	净资产收益率(%)	37.78	31.94	30.40	--
	资产负债率(%)	58.91	60.85	55.67	47.80
	全部债务资本化比率(%)	52.61	56.28	48.85	41.06
	流动比率(%)	153.31	151.81	201.46	250.23
	全部债务/EBITDA(倍)	2.03	2.50	1.85	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	19.19	7.18	6.39	--
	经营现金流动负债比(%)	0.85	5.75	105.71	--
华康食品	现金类资产(亿元)	1.20	2.14	3.75	3.82
	资产总额(亿元)	5.39	7.59	13.98	14.62
	所有者权益(亿元)	2.57	3.59	5.67	6.07
	短期债务(亿元)	1.93	2.70	6.20	6.45
	全部债务(亿元)	2.03	3.20	7.65	7.90
	主营业务收入(亿元)	8.41	10.73	14.17	4.39
	利润总额 (亿元)	0.53	0.87	1.49	0.40
	EBITDA(亿元)	0.75	1.17	1.95	--
	经营性净现金流(亿元)	0.55	1.66	1.80	0.47
	主营业务利润率(%)	8.06	9.87	12.11	10.89
	净资产收益率(%)	20.67	24.32	26.29	--
	资产负债率(%)	52.26	52.74	59.46	58.49
	全部债务资本化比率(%)	44.04	47.17	57.44	56.55
	流动比率(%)	151.08	158.05	143.28	144.72
	全部债务/EBITDA(倍)	2.70	2.73	3.92	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	8.97	9.98	13.59	--
	经营现金流动负债比(%)	26.74	58.92	28.78	--
华韵水业	现金类资产(亿元)	0.82	0.77	0.94	0.96
	资产总额(亿元)	1.75	1.88	2.64	2.66
	所有者权益(亿元)	1.41	1.56	2.11	2.21
	短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.40	0.40
	全部债务(亿元)	0.28	0.28	0.50	0.40
	营业收入(亿元)	0.93	1.15	1.14	0.28

	利润总额 (亿元)	0.48	0.60	0.53	0.13
	EBITDA(亿元)	0.56	0.64	0.58	--
	经营性净现金流(亿元)	0.29	0.29	0.37	0.21
	营业利润率(%)	55.47	55.37	53.39	52.61
	净资产收益率(%)	25.85	28.84	18.95	--
	资产负债率(%)	19.76	17.12	19.99	16.72
	全部债务资本化比率(%)	16.60	15.25	19.12	15.30
	流动比率(%)	357.32	422.75	1240.00	3425.61
	全部债务/EBITDA(倍)	0.50	0.44	0.86	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	34.86	38.94	11.61	--
	经营现金流动负债比(%)	83.98	89.84	288.39	--
蓝天钢构	现金类资产(亿元)	0.40	0.62	1.12	1.19
	资产总额(亿元)	2.11	2.41	3.62	3.73
	所有者权益(亿元)	1.10	1.41	1.86	1.96
	短期债务(亿元)	1.00	0.98	1.44	1.45
	全部债务(亿元)	1.00	0.98	1.74	1.75
	主营业务收入(亿元)	6.38	7.34	9.90	2.14
	利润总额 (亿元)	0.30	0.35	0.54	0.11
	EBITDA(亿元)	0.41	0.44	0.72	--
	经营性净现金流(亿元)	0.26	0.20	0.14	0.12
	主营业务利润率(%)	6.82	6.95	7.52	7.46
	净资产收益率(%)	24.52	22.10	24.41	--
	资产负债率(%)	48.10	41.65	48.69	47.63
	全部债务资本化比率(%)	47.73	41.08	48.34	47.22
	流动比率(%)	130.23	167.91	193.99	200.10
	全部债务/EBITDA(倍)	2.42	2.25	2.42	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	7.00	6.09	7.84	--
	经营现金流动负债比(%)	25.22	19.60	9.31	--

注：各发行人 2013 年一季度财务数据未经审计。

附件 2 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。