

信用等级公告

联合[2012] 130 号

联合资信评估有限公司通过对山东省博兴 2012 年度第一期中小企业集合票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

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
二零一二年四月九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街22号中国人寿大厦1901

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100020

网址：www.lhcredit.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与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、山东博兴华韵水业有限公司主体长期信用等级自 2012 年 4 月 9 日至 2013 年 4 月 8 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一二年四月九日



山东省博兴2012年度第一期中小企业集合票据 信用评级报告

评级结果：

本期集合票据信用等级：AA

本期集合票据发行额度：4.5 亿元

本期集合票据期限：三年

评级时间：2012 年 4 月 9 日

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	评级结果	
	信用等级	评级展望
1 山东省博兴县华鲁钢铁有限公司	A ⁺	稳定
2 山东远大板业科技有限公司	A ⁺	稳定
3 山东省万事达物资有限公司	BBB	稳定
4 山东华康食品有限公司	BBB ⁺	稳定
5 山东博兴华韵水业有限公司	BBB ⁺	稳定
6 山东蓝天钢结构工程有限公司	BBB ⁺	稳定
集合票据担保人		评级结果
山东省再担保集团有限公司		AA

分析师

刘新宇 丁继平 刘献荣 潘诗湛

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评估观点

近年来，中国国民经济整体保持了快速发展势头，良好的外部环境推动了中小民营经济的快速发展。山东省博兴县地区经济较为发达，区域内中小企业发展的外部环境良好。

本期集合票据参与发行主体为博兴县中小企业，六家发行人主体长期信用等级均在投资级以上。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也注意到中小企业个体抗风险能力相对较弱，且所涉及细分行业相关度较高，风险的分散作用有限。

山东省再担保集团有限公司为本期集合票据提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，山东省再担保集团有限公司担保实力强，有效提升了本期集合票据的信用水平。

综合看，本期集合票据不能按期还本付息的风险低。

优势

1. 博兴县地区经济较为发达，区域内中小企业具有良好的发展环境。
2. 作为本期集合票据的信用增信机构——山东省再担保集团有限公司担保实力强，可有效提升本期集合票据本息偿还的安全性。

关注

1. 本期集合票据参与企业所处行业较为集中，风险分散作用有限。
2. 本期集合票据的发行人全部为中小企业，经营状况易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响，个体抗风险能力相对较弱。

一、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”）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。

本期集合票据计划发行总额度为 4.5 亿元（各发行人申请发债额度见表 1），期限为 3 年，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。

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

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

二、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 2009 年底，中国在册登记的中小企业数量已达到 1023 万户，占中国企业总数的 99%以上。中小企业对全国 GDP 和税收的贡献已经超过 50%，并提供了近 70%的进出口贸易额和 80%左右的城镇就业岗位，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。中国中小企业协会发布数据，2010 年四季度，中国中小企业发展指数为 106.3，环比下降 2.6 点。中小企业对原材料和劳动力成本上升以及融资困难普遍有所担心。多种因素叠加下，企业效益指数跌至景气临界值以下，仅为 95.9，比三季度下降 8.7 个点；成本指数为 72.3，比三季度下降 11 个点，处于景气临界值 100 以下，表明企业生产成本进一步上升。2011 年第二季度，中国中小企业发展指数为 100.2，比一季度下降 3.9 点，跌至几近景气临界值 100，中小企业总体景气度稍差；效益指数为 83.8，比上季度下降 6 个点，大部分行业的企业效益较差。

2. 政策环境

中国政府历来高度重视中小及民营经济发展,“十五”期间,中国扶持和促进中小企业发展的第一部专门法律——《中华人民共和国中小企业促进法》(以下简称《促进法》)正式颁布实施,广大中小及民营企业进入了一个里程碑式的发展阶段。2008年以来,国内外经济金融形势振荡多变、国际市场快速萎缩,为避免国际金融危机对国内民营经济造成过大冲击,中央政府密集出台了一系列针对中小企业的发展举措和政策,陆续颁布了《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》(国办发〔2008〕126号)、《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》(国发〔2009〕36号)等政策文件,其中对营造有利于中小企业发展的良好环境,缓解中小企业融资困难,加大对中小企业的财税扶持力度以及加快中小企业技术进步和结构调整等方面都作了具体说明和指导,对帮助中小企业克服困难,转变发展方式,实现又好又快发展具有积极意义。

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。

3. 博兴县经济发展概况

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。

近年来,博兴县大力实施环境立县、工业强县、服务兴县、城乡统筹“四大战略”,着力打造电力能源、化工、粮油食品加工、机械制造、纺织服装、厨具、新型材料、文化旅游“八大产业”,全县经济和社会各项事业保持了快速发展的良好势头。

2010年实现地方财政收入13.95亿元,完成地区生产总值200亿元,分别是2005年的3.2倍、2.3倍,年均分别增长26%、18%。年末金融机构各项存款余额185亿元、贷款余额153亿元,分别比2005年增加119亿元、106亿元。“十一五”期间,累计完成规模以上固定资产投资489亿元,是前五年的2.9倍。全县规模以上工业企业发展到273家,比2005年增加123家,工业增加值增长3.4倍。实施投资过千万元工业项目107个,其中过亿元项目39个,累计完成工业投资80亿元,比2009年增加10亿元。全县新增高新技术企业、省级以上创新型企业4家,主营业务收入过百亿元企业达到2家,过10亿元企业10家。全县居民储蓄存款余额达到88亿元,比2005年增加47亿元;城镇居民人均可支配收入2.2万元,农民人均纯收入7300元,分别是2005年的2.2倍、1.8倍,年均分别增长16.6%、12.4%。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、全国农机安全示范县、国家级新农村电气化县、全国现代渔业生产项目示范县和省级文明县、平安山东建设先进县等荣誉称号。

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。

三、发行人基本情况及集合票据募集资金用途

本期集合票据发行主体共六家，各企业主要财务数据见附件 1。

1. 山东省博兴县华鲁钢铁有限公司

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。截至 2012 年 1 月底，华鲁钢铁注册资本 7180 万元，魏月风和李宝兰的出资比例分别为 75% 和 25%，魏月风为华鲁钢铁的实际控制人。

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 2010 年底，华鲁钢铁合并资产总额为 98988.04 万元，所有者权益合计为 59014.49 万元。2010 年，华鲁钢铁实现营业收入 327131.43 万元，利润总额 27493.91 万元；华鲁钢铁经营活动产生的现金流量净额为 13937.24 万元。

截至 2011 年 9 月底，华鲁钢铁合并资产总额为 139512.93 万元，所有者权益合计为 78418.95 万元。2011 年 1~9 月，华鲁钢铁实现营业收入 271510.42 万元，利润总额 23114.14 万元；经营活动产生的现金流量净额为 17337.05 万元。

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。

募集资金用途

华鲁钢铁本次计划发行集合票据 7000 万元，期限三年，其中 2800 万用于还银行短期借款，4200 万元的用于补充流动资金。

2. 山东远大板业科技有限公司

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，注册资本 6000 万元，目前股东持股情况如下表。

表 2 2010 年底远大板业股东持股情况

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：远大板业提供

远大板业经营范围包括：冷轧板、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 2010 年底，远大板业设立财务部、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、不锈钢车间、镀锌车间、镀锌铝硅车间。

截至 2010 年底，远大板业资产总额 161853.14 万元，所有者权益 76393.87 万元；2010 年远大板业实现主营业务收入 302648.75 万元，利润总额 35052.09 万元。

截至 2011 年 9 月底，远大板业资产总额 225340.02 万元，所有者权益 96638.83 万元；2011 年 1~9 月，远大板业实现主营业务收入 258939.40 万元，利润总额 26993.29 万元。

远大板业注册地址：博兴城东大市场；法定代表人：杨后坤。

募集资金用途

远大板业本次计划发行集合票据 20000 万元，期限三年，其中 6000 万元用于补充营运资金，6000 万元用于置换银行借款，以降低融资成本，8000 万元用于项目配套资金。

3. 山东省万事达物资有限公司

主体概况

山东省万事达物资有限公司(以下简称“万事达”)于2000年10月17日经山东省工商行政管理局登记注册成立,并取得注册号为370000228008054的企业法人营业执照,万事达初始注册资本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%。

2002年11月26日增加注册资本4000万元,注册资本变更为5000万元,其中:魏龙柱追加投资1200万元,总出资占注册资本的30%;魏龙淮追加投资1200万元,总出资占注册资本的30%;魏龙峰追加投资640万元,总出资占注册资本的16%;王连华追加投资640万元,总出资占注册资本的16%;于学田追加投资320万元,总出资占总注册资本的8%。

2010年6月24日增加注册资本3000万元,注册资本变更为8000万元。其中:魏龙柱追加投资900万元,总出资占注册资本的30%;魏龙淮追加投资900万元,总出资占注册资本的30%;王连华追加投资480万元,总出资占注册资本的16%;魏龙峰追加投资480万元,总出资占注册资本的16%;于学田追加投资240万元,总出资占注册资本的8%。魏龙柱、魏龙淮和魏龙峰为兄弟关系,万事达实际控制人为魏氏兄弟。

万事达经营范围: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2010年底,万事达内设组织发展中心、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2010年底,万事达(合并)资产总额62342.34万元,所有者权益25616.41万元。2010年,万事达实现主营业务收入191804.70万元,利润总额12904.74万元。

截至2011年9月底,万事达资产总额81147.45万元,所有者权益33259.93万元。2011年前三季度,万事达实现营业收入155066.53万元,利润总额10191.36万元。

万事达注册地址:博兴县兴福镇福旺钢材市场;万事达法定代表人:魏龙柱。

募集资金用途

万事达本次募集资金6000万元,其中3600万元用于补充营运资金,2400万元用作偿还银行贷款。

4. 山东华康食品有限公司

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,目前华康食品股东为5位自然人,注册资本增加至4800万元,其中,贾前卫出资3927万元,持股比例为81.82%;其余4位自然人合计出资873万元,持股比例为18.18%。

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2010年底,华康食品资产总额54272.91万元,所有者权益26098.09万元;2010年华康食品实现主营业务收入84087.02万元,利润总额5321.81万元。

截至2011年9月底,华康食品资产总额74800.95万元,所有者权益33491.12万元;2011年1~9月华康食品实现主营业务收入78690.19万元,利润总额6328.50万元。

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。

募集资金用途

华康食品计划本次发行集合票据5000万元，期限三年，其中2000万元用于补充营运资金，3000万元用于项目配套资金。

5. 山东博兴华韵水业有限公司

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，是博兴县第二水源工程，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（注资占比58.33%）和博兴县水务局钻井大队（注资占比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2011年9月底，华韵水业注册资本为3000万元，拥有13个自然人股东，其中，股东张洪庆（受让时未持有华韵水业股份）接受前股东高英江2020.9万元全额股权转让，持股比例67.36%，为现今华韵水业的控股股东和实际控制人。

表3 华韵水业最新股东结构表

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

资料来源：华韵水业提供

华韵水业现已被山东京博控股发展有限公司（以下简称“京博控股”）托管。

京博控股是涉及石油化工、热电联产、旅游、文化、贸易等多个产业领域的大型民营企业。下属子公司有山东京博石油化工有限公司、山东孔子文化产业发展有限公司、山东九珑山旅游文化有限公司、京博新华科贸（北京）有限公司、山东清远环保工程有限公司等。2010年，京博控股在中国制造业排名第199位。

截至2010年底，京博控股资产总额为549778万元，所有者权益合计215296万元。2010年京博控股实现营业收入1221417万元，利润总额83650万元。

截至2011年9月底，京博控股资产总额为629136万元，所有者权益合计277687万元，2011年1~9月京博控股实现营业收入1374015万元，利润总额80233万元，经营状况正常。

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华韵水业，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；2010年华韵水业实际年供水量达到4755.73万立方米，2011年1~9月，华韵水业实际供水量达到4276.30万立方米；华韵水业共新敷设管线30公里，增加覆盖面积7平方公里。

截至2011年9月底，华韵水业拥有仓储部、安全生产部、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2010年底，华韵水业资产总额为17534.17万元，所有者权益合计14070.08万元。2010年华韵水业实现营业收入9306.13万元，利润总额4848.71万元。

截至2011年9月底，华韵水业资产总额为17644.87万元，所有者权益合计14439.77万元，2011年1~9月华韵水业实现营业收入8747.87万元，利润总额4492.92万元。

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：张洪庆。

募集资金用途

华韵水业本次发行集合票据募集资金 4000 万元，其中 1500 万元用作补充公司营运资金，2500 万元用作偿还银行借款。

6. 山东蓝天钢结构工程有限公司

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，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%。

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 2010 年 9 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 2010 年底，蓝天钢构资产总额为 21100.26 万元，所有者权益为 10950.70 万元。2010 年，蓝天钢构实现主营业务收入 63822.60 万元，利润总额 2976.47 万元。

截至 2011 年 9 月底，蓝天钢构资产总额为 23116.48 万元，所有者权益为 13551.28 万元。2011 年 1~9 月，蓝天钢构实现主营业务收入 53215.46 万元，利润总额 3020.97 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。

募集资金用途

蓝天钢构本次计划发行集合票据 3000 万元，期限三年，本期集合票据发行所募集资金中 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。

四、本期集合票据主体长期信用状况分析

经联合资信评估有限公司评定，六家发行企业主体长期信用等级见表 4，具体分析参见附件中各集合票据发行人的《主体长期信用评级报告》。

从表 4 可以看出，本期集合票据发行企业的主体长期信用等级全部在投资级别以上，其中 A⁻级别企业 2 家，BBB 级别企业 1 家，BBB⁻级别企业 3 家，各占发行总数的 16.67%、33.33%、50%。从行业集中度看，6 家发行主体中有 4 家以彩涂板、镀锌板的生产、贸易为主，行业相关度较高，如果彩涂板、镀锌板整体行业发生较大的经济波动，将对本期集合票据担保前整体偿债能力造成较大影响。

从发行额度分布来看，发行企业中额度最大一笔为 2 亿元，占比为 44.44%，发行额度前三家占比为 73.33%，发行额度较为集中。

表 4 发债企业信用状况及额度分布

集合票据发行人	主体长期信用	发债额度
山东博兴华鲁钢铁有限公司	A ⁻ /稳定	7000
山东远大板业科技有限公司	A ⁻ /稳定	20000
山东万事达物资有限公司	BBB/稳定	6000
山东华康食品有限公司	BBB ⁻ /稳定	5000
山东博兴华韵水业有限公司	BBB ⁻ /稳定	4000
山东蓝天钢结构工程有限公司	BBB ⁻ /稳定	3000
合计		45000

表 5 发债企业所涉及细分行业分布

集合票据发行人	涉及细分行业
山东博兴华鲁钢铁有限公司	彩涂板、镀锌板
山东远大板业科技有限公司	彩涂板、镀锌板
山东万事达物资有限公司	彩涂板、镀锌板
山东华康食品有限公司	食品
山东博兴华韵水业有限公司	工业供水
山东蓝天钢结构工程有限公司	彩涂板、镀锌板

五、增信能力分析

本期集合票据由山东省再担保集团有限公司提供不可撤销的连带责任保证担保，保证范围为本期票据存续期限内联合发行人应偿费用，并为本期集合票据出具了信用增进函。

山东省再担保集团有限公司（以下简称“山

东再担保”）是于2009年9月成立的省级再担保机构，注册资本9.85亿元。山东省国有资产投资控股有限公司以其持有的山东省企业信用担保有限责任公司的全部股权（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，占注册资本的61.42%；其余股东共出资3.80亿元，占注册资本的38.58%。

山东再担保主要在山东省内开展担保、再担保业务，在担保客户选择上空间很大，所担保、再担保的都是相对优质客户，担保资产质量良好。

截至2011年9月底，山东再担保资产总额（合并报表）113716.99万元，所有者权益合计100852.21万元。山东再担保合计在保余额为114.59亿元，其中再担保业务方面，再担保余额达到78.98亿元；担保业务方面，山东再担保本部在保业务中融资性担保业务余额1.18亿元、债券担保余额15.50亿元，子公司在保业务中融资性担保业务余额12.32亿元，合同履行担保业务余额6.61亿元。

联合资信评估有限公司评定山东省再担保集团有限公司2011年主体长期信用等级为AA。山东再担保主体长期信用评级报告见附件。该信用等级反映了山东省再担保集团有限公司代偿能力很强，风险很小。

本期集合票据发行额度45000万元，占2011年9月底山东再担保所有者权益44.62%，占2011年9月底在保余额的3.93%，对山东省再担保集团有限公司有一定影响。

六、综合评价

博兴县区位优势显著、地区经济较发达、有利于区域内中小企业发展。

本期集合票据的六家发行人，具有良好的持续经营能力和发展潜力，发行人主体长期信用等级均在投资级以上。同时，联合资信也注意到本期集合票据参与企业所涉及细分行业相关度较高，风险的分散作用有限等不利因素。

山东省再担保集团有限公司为本期集合票据提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，山东省再担保集团有限公司担保实力强，有效提升了本期集合票据的信用水平。

综合看，本期集合票据不能按期还本付息的风险很低。

附件 1 集合票据发行人的主要财务数据

公司名称	项目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 9 月
山东博兴华韵水业有限公司	资产总额（万元）	10226.89	15648.71	17534.17	17644.87
	所有者权益（万元）	8933.55	12433.55	14070.08	14439.77
	长期债务（万元）	0.00	0.00	0.00	0.00
	全部债务（万元）	1000.00	3000.00	2800.00	2800.00
	营业收入（万元）	7269.44	8914.09	9306.13	8747.87
	利润总额（万元）	3732.82	4667.07	4848.71	4492.92
	EBITDA（万元）	5567.42	5568.62	5566.90	--
	经营性净现金流（万元）	5058.04	2395.82	2909.21	2796.53
	营业利润率（%）	51.32	52.36	55.47	54.47
	净资产收益率（%）	31.30	28.15	25.85	--
	资产负债率（%）	12.65	20.55	19.76	18.16
	全部债务资本化比率(%)	10.07	19.44	16.60	16.24
	流动比率（%）	359.99	324.51	357.32	387.98
	全部债务/EBITDA（倍）	0.18	0.54	0.50	--
	EBITDA/ 本期票据额度（倍）	1.39	1.39	1.39	--
山东省博兴县华鲁钢铁有限公司	资产总额(万元)	37541.56	66215.90	98988.04	139512.93
	所有者权益(万元)	20726.53	35988.26	59014.49	78418.95
	长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
	全部债务(万元)	4729.00	22650.16	33231.95	54006.00
	营业收入(万元)	133817.51	223641.73	327131.43	271510.42
	利润总额(万元)	8866.41	16453.41	27493.91	23114.14
	EBITDA(万元)	10116.62	18254.05	30131.54	--
	经营性净现金流(万元)	4245.69	5756.87	13937.24	17337.05
	营业利润率(%)	9.19	9.36	10.69	10.75
	净资产收益率(%)	37.70	42.41	39.02	--
	资产负债率(%)	44.79	45.65	40.38	43.79
	全部债务资本化比率(%)	18.58	38.63	36.03	40.78
	流动比率(%)	142.09	159.19	169.76	160.25
	全部债务/EBITDA(倍)	0.47	1.24	1.10	--
	EBITDA/ 本期发债额度(倍)	1.45	2.61	4.30	--
山东远大板业科技有限公司	资产总额（万元）	56496.73	92506.03	161853.14	225340.02
	所有者权益（万元）	32543.98	50104.80	76393.87	96638.83
	长期债务（万元）	0.00	8000.00	15500.00	30500.00
	全部债务（万元）	20740.00	38800.00	81800.00	112127.00

	主营业务收入（万元）	151363.05	212248.48	302648.75	258939.40
	利润总额（万元）	14486.73	20257.10	35052.09	26993.29
	EBITDA（万元）	17010.47	24278.51	40943.38	--
	经营性净现金流（万元）	12626.46	8867.23	32133.92	44822.27
	主营业务利润率（%）	10.76	10.57	10.58	12.19
	净资产收益率（%）	33.39	30.32	34.41	--
	资产负债率（%）	42.40	45.84	52.80	57.11
	全部债务资本化比率（%）	38.92	43.64	51.71	53.71
	流动比率（%）	115.98	142.51	121.24	105.49
	全部债务/EBITDA（倍）	1.22	1.60	2.00	--
	EBITDA/本期发债额度（倍）	0.85	1.21	2.05	--
山东华康食品有限公司	资产总额（万元）	30926.32	37723.28	54272.91	74800.95
	所有者权益（万元）	14125.20	18204.98	26098.09	33491.12
	长期债务（万元）	1100.00	1000.00	1000.00	6000.00
	全部债务（万元）	8360.00	12460.00	20260.00	33600.00
	主营业务收入（万元）	67140.06	68105.63	84087.02	78690.19
	利润总额（万元）	3550.23	4078.28	5321.81	6328.50
	EBITDA（万元）	5423.99	5871.60	7543.04	--
	经营性净现金流（万元）	4087.81	2587.31	5506.27	13259.44
	主营业务利润率（%）	7.41	7.49	8.06	9.81
	净资产收益率（%）	18.85	22.40	20.39	--
	资产负债率（%）	54.33	51.74	51.91	55.23
	全部债务资本化比率（%）	37.18	40.63	43.70	50.08
	流动比率（%）	156.96	173.11	147.46	157.81
	全部债务/EBITDA（倍）	1.54	2.12	2.69	--
	EBITDA/本期发债额度（倍）	1.08	1.17	1.51	--
山东蓝天钢结构工程有限公司	资产总额(万元)	8073.02	15016.31	21100.26	23116.48
	所有者权益(万元)	5900.49	8266.07	10950.70	13551.28
	长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
	全部债务(万元)	1800.00	6420.00	10000.00	9300.00
	主营业务收入(万元)	34079.11	53396.73	63822.60	53215.46
	利润总额(万元)	1850.48	2473.38	2976.47	3020.97
	EBITDA(万元)	2302.34	3037.98	4132.09	--
	经营性净现金流(万元)	414.86	1565.93	2559.84	1109.81
	主营业务利润率(%)	7.85	6.56	6.82	7.88
	净资产收益率(%)	26.59	26.20	24.52	--
	资产负债率(%)	26.91	44.95	48.10	41.38
	全部债务资本化比率(%)	23.38	43.71	47.73	40.70
	流动比率(%)	227.50	139.36	130.23	166.57

	全部债务/EBITDA(倍)	0.78	2.11	2.42	--
	EBITDA/本期中期票据额度(倍)	0.77	1.01	1.38	--
山东省万事达物资有限公司	资产总额(万元)	20786.85	34265.30	62342.34	81147.45
	所有者权益(万元)	12963.38	15937.86	25616.41	33259.93
	长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
	全部债务(万元)	4100.00	4130.00	28440.00	35650.00
	主营业务收入 (万元)	101715.96	125004.82	191804.70	155066.53
	利润总额(万元)	3056.19	5965.98	12904.74	10191.36
	EBITDA(万元)	3439.07	6315.97	14028.61	---
	经营性净现金流 (万元)	5079.20	428.89	310.70	---
	主营业务利润率 (%)	5.05	6.57	9.17	10.15
	净资产收益率(%)	17.65	28.07	37.78	---
	资产负债率(%)	37.64	53.49	58.91	59.01
	全部债务资本化比率(%)	24.03	20.58	52.61	51.73
	流动比率(%)	244.48	177.11	153.31	156.17
	全部债务/EBITDA(倍)	1.19	0.65	2.03	---
	EBITDA/本期发债额度(倍)	0.57	1.05	2.34	---

附件 2 中长期债券信用等级设置及其含义

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

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 山东省博兴 2012 年度第一期中小企业集合票据 跟踪评级安排

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

集合票据发行人（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）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。集合票据发行人或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，集合票据发行人应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

如集合票据发行人不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

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

联合资信评估有限公司

二零一二年四月九日

评级业务专用章

信用等级公告

联合[2012] 234 号

联合资信评估有限公司通过对山东博兴华韵水业有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

山东博兴华韵水业有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年四月九日



地址：北京市朝阳门内大街2号中国人寿大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679298

邮编：100022

网址：www.lianhezhixing.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与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、山东博兴华韵水业有限公司主体长期信用等级自 2012 年 4 月 9 日至 2013 年 4 月 8 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一二年四月九日



山东博兴华韵水业有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：BBB⁻

评级展望：稳定

评级时间：2012 年 4 月 9 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 9 月
资产总额（万元）	10226.89	15648.71	17534.17	17644.87
所有者权益（万元）	8933.55	12433.55	14070.08	14439.77
长期债务（万元）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务（万元）	1000.00	3000.00	2800.00	2800.00
营业收入（万元）	7269.44	8914.09	9306.13	8747.87
利润总额（万元）	3732.82	4667.07	4848.71	4492.92
EBITDA（万元）	5567.42	5568.62	5566.90	--
经营性净现金流（万元）	5058.04	2395.82	2909.21	2796.53
营业利润率（%）	51.32	52.36	55.47	54.47
净资产收益率（%）	31.30	28.15	25.85	--
资产负债率（%）	12.65	20.55	19.76	18.16
全部债务资本化比率（%）	10.07	19.44	16.60	16.24
流动比率（%）	359.99	324.51	357.32	387.98
全部债务/EBITDA（倍）	0.18	0.54	0.50	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.96	15.68	34.86	--
EBITDA/ 本期票据额度（倍）	1.39	1.39	1.39	--

注：2011 年 3 季度财务报表未经审计。

分析师

潘诗湛 丁继平
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）对山东博兴华韵水业有限公司（以下简称“华韵水业”或“公司”）的评级反映了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，在区域垄断经营方面具有优势。联合资信注意到，公司业务成长性不足，经营成本有所上升，短期债务占比高，债务结构有待改善，债务负担有所加重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。但基于公司供水经营的盈利能力和偿债能力强，联合资信认为，公司主体信用风险较低。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 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. 公司偿债能力强，现金类资产、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. 公司业务范围成长性不足，并且“十二五规划”的供水缺口难以填补。
2. 公司短期债务占比高，债务结构有待改善。
3. 公司未来三年需对外融资 1500 万元用于项目投资，债务负担有所加重。
4. 公司对外担保比率高，存在或有负债风险。

一、主体概况

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2011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%,为现今公司的控股股东和实际控制人。

表1 公司最新股东结构表

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

资料来源:公司提供

公司现已被山东京博控股发展有限公司(以下简称“京博控股”)托管,京博控股与公司没有股权关系(见表1,京博控股公司股东结构见附件1)。

京博控股是涉及石油化工、热电联产、旅游、文化、贸易等多个产业领域的大型民营企业。下属子公司有山东京博石油化工有限公司、山东孔子文化产业发展有限公司、山东九珑山

旅游文化有限公司、京博新华科贸(北京)有限公司、山东清远环保工程有限公司等。2010年,京博控股在中国制造业排名第199位。

截至2010年底,京博控股资产总额为549778万元,所有者权益合计215296万元。2010年京博控股实现营业收入1221417万元,利润总额83650万元。

截至2011年9月底,京博控股资产总额为629136万元,所有者权益合计277687万元。2011年1~9月,京博控股实现营业收入1374015万元,利润总额80233万元,经营状况正常。

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。2010年公司实际年供水量达到4755.73万立方米。2011年1~9月,公司实际供水量达到4276.30万立方米;公司共新铺设管线30公里,增加覆盖面积7平方公里。

截至2011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2010年底,公司资产总额为17534.17万元,所有者权益合计14070.08万元。2010年公司实现营业收入9306.13万元,利润总额4848.71万元。

截至2011年9月底,公司资产总额为17644.87万元,所有者权益合计14439.77万元。2011年1~9月,公司实现营业收入8747.87万元,利润总额4492.92万元。

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。

二、本期集合票据状况

公司本次计划募集资金4000万元,期限为

3 年。其中 1500 万元用作补充公司营运资金，2500 万元用作偿还银行借款。

三、行业分析

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。

区域经济

滨州市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，区位优势明显。

2010 年滨州市实现规模以上工业增加值 919.83 亿元，同比增长 16.6%，增幅列全省第 3 位，同比提高 1 个百分点，比全省平均增速快 1.6 个百分点。其中，惠民县以 27.3% 的增速位列全市之首。全市全年实现规模以上工业主营业务收入 4269.33 亿元，同比增长 36.1%；利税 361.89 亿元，同比增长 42.1%；实现利润 239.42 亿元，同比增长 57.4%。主营业务收入和利润增幅均列全省第 2 位，利税增幅居全省第 4 位。

2010 年滨州市全年实现规模以上固定资产投资 886.12 亿元，同比增长 22.4%。分产业看，第一产业投资 22.12 亿元，同比增长 17.1%；第二产业投资 512.11 亿元，同比增长 19.8%；第三产业投资 351.88 亿元，同比增长 32.3%。分县区看，惠民县、博兴县增速较快，分别同比增长 24.6% 和 24.5%。

2010 年滨州市全年累计地方财政收入 103.99 亿元，同比增长 29.7%，增速继续列全省第 3 位。其中，税收收入 73.61 亿元，同比增长 20.7%，占地方财政收入的 70.8%。分县区看，市直、高新区地方财政收入增速较快，分别同比增长 88.6% 和 73.0%。同期全市全年累计地方财政支出 161.62 亿元，同比增长 29.5%。

总体上，滨州市依托区位优势，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。

第二水源工程

博兴县目前人均水资源占有量约 300 立方米，不足全国水平的六分之一。与此同时，长期以来城区第一水源——地下水严重超量开采，年均地下水位下降 4~5 米。面对数量不断增加的工业企业和日益扩大的供水缺口，为了保护有限的地下水资源，2001 年县委、县政府提出了引黄河水进入博兴县的第二水源工程方案。方案通过后，该工程作为 2003 年的“民心工程”于当年开工并在年内投产运营。这项工程建设及经营采取完全市场化运作，并由马韵升、史庆领等 15 个自然人以及博兴县水务局钻井大队共同出资组建了山东京博供水有限公司（即公司的前身），该公司负责工程项目的筹资、建设及项目建成后的管理经营。

项目竣工后，公司被授予特许经营管理权，负责向全县工业企业提供工业用水。供水采用国家定价，按基本水费收取的运营模式。

四、管理分析

1、法人治理

公司设股东大会、董事会、监事会和总经理。股东会由 13 位自然人股东组成，其中张洪庆持股比例为 67.36%；公司的董事会由 3 名董事组成，董事会对股东会负责，董事长为公司法定代表人；公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘；公司设 1 名监事，由股东会聘任或解聘，监事会行使检查公司财务、监督董事、高级管理人员等职责。

公司共设立 6 个职能部门，分别由 2 名副总经理和 1 名财务经理负责管理。其中，1 名副总经理管理仓储部、安全生产部和保安部；另 1 名副总经理管理营销部和综合部；财务经理管理财务部。

从内部管理来看,根据公司提供的证明文件,公司依托京博控股的优势资源来提升公司的经营管理水平。京博控股在博兴县区域经济发展中扮演重要角色,经多年发展,在经营管理方面积累了较丰富的经验,公司委托京博控股代为管理。京博控股在公司权力机构授权范围内参与企业的经营管理,执行京博控股的管理、经营理念,管理行为经过公司股东会或董事会审批后在公司执行。经过京博控股西点执行力、4R、4C等项目培训,从公司领导到员工的执行力和凝聚力得以很大提升,并初步形成了独特的企业文化。此外,公司在财务管理、供水管理、水质管理等方面建立了内控机制。

综合看,公司建立了法人治理结构和一些内部管理制度,整体管理水平一般。

2、人员素质

公司董事长张洪庆先生,现年51岁,专科学历。历任纯化镇政府委员、副书记,2003年公司创立时进入公司,2003年至2012年3月一直担任公司董事长兼总经理,2012年3月公司实行董事长和总经理职务分离以后只担任公司的董事长职务。对公司业务非常熟悉,并具有较丰富的水业治理及管理经验。

公司总经理杨本兵,高级工程师职称,1992~2012年期间分别在山东京博石油化工有限公司、博兴恒丰热电有限公司担任高级管理人员,具有丰富的管理经验,2012年3月份开始担任公司的总经理职务。

截至2011年9月底,公司员工总数为45人,其中生产人员、管理人员、销售人员和研发人员占比分别为53.33%、15.56%、17.78%和13.33%;从学历构成角度,大专及以上学历人数占比51.11%,初中以下学历人数占比11.11%;从年龄结构角度,50岁以上员工的占比为4.44%,30至50岁员工的占比为75.56%,30岁以下员工的占比为20.00%。

总体上,公司高管对公司业务非常熟悉,并具有较丰富的水业治理及管理经验,员工岗

位、学历和年龄构成符合行业特征。

五、经营分析

1、公司经营

公司主营业务为博兴县工业企业供水经营业务。

2008~2010年,公司营业收入逐年增长,年均复合增长13.14%,2010年为9306.13万元,收入全部来自工业企业供水经营业务。近三年,公司利润总额逐年上升,年均复合增长13.97%,2010年为4848.71万元;2011年1~9月,公司实现营业收入8747.87万元,利润总额4492.92万元。

从盈利能力看,受供水价格上涨及供水量增加因素的影响,公司供水的毛利率呈现上升的趋势,2008~2010年的毛利率分别为54.78%、55.67%和56.02%;2011年9月的毛利率为55.08%,仍保持较高的水平。

2、供水业务

根据博发[2003]6号文件第三条建设及经营方式,公司负责城区工业用水供应,县自来水公司负责城区生活用水供应,经营时间没有限制。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,在博兴县供水行业中具有垄断地位。

① 源水获取

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。2008~2010年,公司源水年取水量保持逐年增长的趋势,三年分别取水3929.43万吨、4530.09万吨和4755.73万吨。2008~2011年9月,博兴县源水资源费保持0.45元/吨不变。2011年1~9月,公司源水取水量4501.37万吨,实现2010年全年取水量的94.65%。

② 制水情况

从制水能力看,2008~2011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。

从制水原料成本看，公司制水原料成本主要包括源水资源费、电费和辅料费用。2011年1~9月，其在原料成本中的占比分别为38.20%、53.00%和8.80%。

表2 2011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	27.4%
博兴县打渔张渠首水库	源水	10.8%
博兴县供电公司	电	35.2%
山东益仁纸业有限公司恒丰分公司	电	17.8%
山东京博控股发展有限公司	辅料	8.8%

资料来源：公司提供

从制水工艺看，工业东区水采用平流沉淀池+普通滤池+清水池工艺，该工艺具有稳妥可靠、操作简便、造价低等优势。该工艺流程适合以黄河水为水源的地表水厂；此外，该水厂采用自动化管理水处理流程，提高了供水的可靠性。公司各水厂出厂水指标符合国家《生活饮用水卫生标准》GB5749-2006的水质标准。

③ 自来水供应

从供水缺口看，目前公司的工业供水能力为4500万立方米，而“十二五”规划预计全县工业用水量将达到5850万立方米，工业供水缺口为1350万立方米。

从供水量看，2007~2009年，公司实际供水量呈现波动增长趋势。2007年供水量为4044.39万立方米；受全球金融危机影响，工业用水需求降低，2008年工业供水量降至3929.43万立方米，2009年供水量回升至4330.09万立方米，2010年继续增长至4755.73万立方米；2011年1~9月供水量为4276.30万立方米，实现2010年全年供应的89.92%。由于公司区域垄断经营的特性，供水产销率始终保持100%。

从供水管网看，2008~2011年9月，公司共新铺设管线30公里，增加覆盖面积10平方

公里；目前，供水管网的成新率为62%。近三年间，公司管网维护费用分别为32万元、7万元和18万元。公司还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，管线漏损率约为1%，供水保障率为100%。

④ 工业水销售

从工业水销售量看，2008~2010年，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，销售量保持波动上升，由2008年3929.43万立方米上升至2010年4755.73万立方米。

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2010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3 2010年山东省前25位市级工业自来水价格
(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	荣城	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

从销售收入看，2008~2010年，由于公司上调工业水销售价并且供水量上升，公司自来水销售收入稳步增加。2010年公司实现供水收入9306.13万元，2011年1~9月，公司实现供水收入8467.06万元，完成2010年供水收入的

90.98%。

从用水客户构成看，2008~2011年9月，公司排名前五位的客户稳定，三年多时间排名仅略有变化，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60%以上，2010年3季度前5家客户的收入占比下降至58.64%，主要是新客户增加，集中度有所分散所致，但总体上，集中度仍保持较高的水平。

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4 公司前5名客户情况

客户	2008年		2009年		2010年		2011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 (%)	销售额 (万元)	年收入 占比 (%)
山东香驰粮油有限公司	1735.62	23.88	2039.26	22.88	2140.41	29.87	1673.48	19.13
博兴县恒丰热电有限公司	1269.29	17.46	1645.67	18.46	1582.04	22.08	808.08	9.24
山东盛和热能有限公司	1206.54	16.60	1479.59	16.60	1675.10	23.38	663.61	7.59
山东香驰健源生物科技有限公司	812.48	11.18	907.21	10.18	930.61	12.99	882.06	10.08
山东京博石油化工有限公司	536.58	7.38	836.28	9.38	837.55	11.69	1102.17	12.60
5家公司总计	5561.12	76.50	6908.01	77.50	7165.72	77.00	5129.40	58.64

资料来源：公司提供

3、未来发展

公司2011~2013年投资计划需对外筹集资金1500万元，占2011年9月底全部债务的53.57%，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2187万元，分别为2011年9月底经营性现金流量净额和现金类资产的78.20%和28.42%，经营性现金流量净额和现金类资产可

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5 公司2011~2013年投资计划（单位：万元）

序号	项目	建设规模	计划总投资	已投资金额	自有资金	筹集资金	拟投资金额		
							2011年	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3,000米供水管道	450	45	450	0	275	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	0	1020	1500	0	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	51	500	0	126	269	105

六、财务分析

1、财务概况

公司的2008~2009年财务报表经国富浩华会计师事务所审计，2010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，2011年3季度财务报表未经审计。

截至2010年底，公司资产总额为17534.17万元，所有者权益合计14070.08万元。2010年公司实现营业收入9306.13万元，利润总额

4848.71 万元。

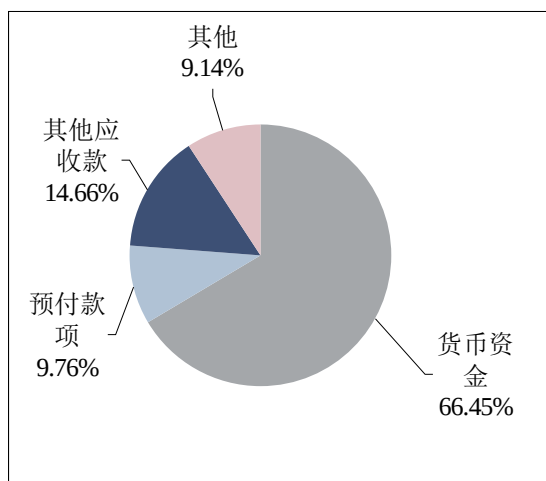
截至 2011 年 9 月底，公司资产总额为 17644.87 万元，所有者权益合计 14439.77 万元，2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 8747.87 万元，利润总额 4492.92 万元。

公司采用新会计制度编制财务报表，以下财务分析以 2008~2010 年财务报表为主，2011 年 3 季度报表作为补充。

2、资产质量

2008~2010 年，公司资产规模持续增长，年复合增长率为 30.94%，截至 2010 年底，公司资产合计为 17534.17 万元，其中流动资产占 70.59%，公司资产以流动资产为主。

图 1 2010 年底公司流动资产构成情况



资料来源：财务报表

2008~2010 年，公司流动资产持续增长，年复合增长率为 63.05%，主要是公司货币资金和其他应收款大幅增长所致。截至 2010 年底，公司流动资产 12377.94 万元，占资产总额的 70.59%。其中占比最高的为货币资金、其他应收款和预付账款。

截至 2010 年底，公司货币资金 8224.58 万元，同比增长 0.88%，公司货币资金由库存现金（占 0.005%）和银行存款（占 99.995%）构成。

2008~2010 年，公司预付账款呈现较快增长

的趋势，年复合增长率为 26.31%。截至 2010 年底，公司预付账款为 1208.32 万元，同比增长 9.20%，构成主要为预付款项 1200 万元（占比 99.31%），其他款项为预付 30% 的水泵款、反渗透装置 20% 定金以及加压泵站电费。

2008~2010 年，公司应收账款规模呈逐年减少趋势，年均复合下降 16.34%。截至 2010 年底，公司应收账款余额小，为 251.32 万元，从构成上看全部为公司客户 2010 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。

2008~2009 年，公司其他应收账款规模增长 15.89%；截至 2010 年底，公司其他应收账款为 1813.99 万元，同比迅速增长 870.57%，主要是山东清远环保工程有限公司向公司借款 1800 万元所致。

2008~2010 年，公司存货呈逐年上升趋势，年复合增长率为 65.35%，主要是年底采购的原材料入库所致。截至 2010 年底，公司存货净额在流动资产中占比较小，为 879.72 万元，由原材料（占比 99.995%）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 10.22 次/年、8.16 次/年和 5.36 次/年，存货周转速度减慢。

2008~2010 年，公司固定资产略有下降。截至 2010 年底，公司固定资产原值 6466.06 万元，主要由输水管道（占 64.95%）、房屋建筑物（占 23.41%）和通用或专用设备（占 11.65%）构成。2010 年底，公司对固定资产计提累计折旧 1750.08 万元，固定资产净值 4715.98 万元，成新率为 75.25%，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 2010 年底，公司无形资产为 363.85 万元，全部为土地所有权，无形资产摊销 166.01 万元。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额 17644.87 万元，较 2010 年底小幅增长，主要是采购的原水量增加，预付款项和存货增长所致。截至 2011 年 9 月底，公司流动资产占资产总额的 70.47%，

相比 2010 年的占比有所下降。

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。

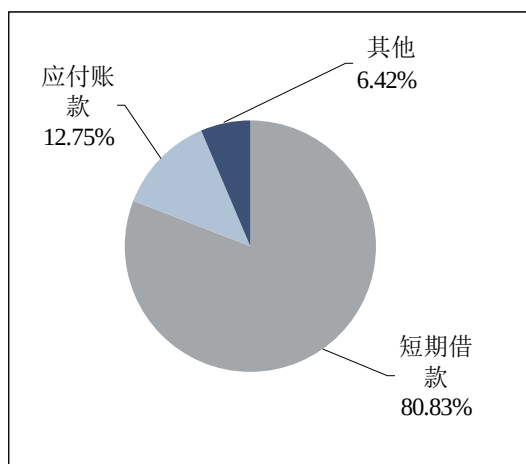
3、负债及所有者权益

① 所有者权益

2008~2010年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长40.10%。公司所有者权益的增长主要来自未分配利润和盈余公积的增长。截至2010年底，公司所有者权益14070.08万元，主要由未分配利润（占比68.08%）、实收资本（占比21.32%）和盈余公积（占比10.22%）构成。总体看，公司未分配利润的占比高，所有者权益稳定性一般。

② 负债

图2 2010年底公司流动负债构成情况



资料来源：财务报表

2008~2010年，公司负债总额年均复合增长63.66%，主要由于公司2009~2010年新增短期借款所致。截至2010年底，负债总额3464.10万元，同比增长7.74%，负债构成全部为流动负债，其中，短期借款占比80.83%，公司债务结构有待改善。

截至2010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半年期1000万元（2010年9月8日放款，年利率5.346%）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（2010年3月12日放款，年利率5.310%），以上2笔款项已于2011年3月到期还本付息。截至2011年9月底的2800万元为以上两笔款项的续借款项。

截至2010年底，公司应付账款和其他应付账款分别为441.79万元和58.04万元，应付账款主要由对博兴税务局的水资源费（占比57.79%）欠款和对博兴县打渔张渠首水库管理所的水费（占比36.81%）欠款所致。其他应付款则主要为车辆保证金（占比32.66%）和水桶押金（占比25.38%）构成。应付款项规模一般。

2008~2010年，公司全部债务分别为1000万元、3000万元和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。

2008~2010年，主要受短期债务增长的影响，公司债务规模有所上涨，但仍保持较低的水平。全部债务资本化比率和资产负债率在波动中有所上升，三年全部债务资本化比率分别为10.07%、19.44%和16.60%；资产负债率分别为12.65%、20.55%和19.76%，总体看，债务负担较轻。

截至2011年9月底，公司所有者权益14439.77万元，较2010年底增加了369.69万元，为公司新增的未分配利润。公司负债合计3205.10万元，全部为流动负债，以短期借款为主（占比87.36%），负债结构与2010年底相比差异不大。公司债务结构有待改善。

4、盈利能力

2008~2010年，受公司供水量增长的促进，公司营业收入复合增长13.14%，其增长率超过三年间营业成本复合增长率1.56个百分点；营业收入全部来工业供水业务的收入增长。2010年公司实现营业收入9306.13万元。

从期间费用看，2008~2010年，期间费用占营业收入的比重较低，在2.77%~3.35%之间。三年间，仅于2010年支出少量销售费用，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，波动幅度较小。

受公司供水量上升拉动收入和利润增长的因素作用，2008~2010年，公司利润总额分别为3732.82万元、4667.07万元和4848.47万元，复合增长率为13.97%。公司三年间营业利润率逐年上升，分别为51.32%、52.36%和55.47%；2010年受所有者权益同比快速增长影响，公司总资产收益率和净资产收益率有所下降，分别为22.50%和25.85%，但依旧保持高水平。

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、总资产收益率和净资产收益率高，公司盈利能力强。

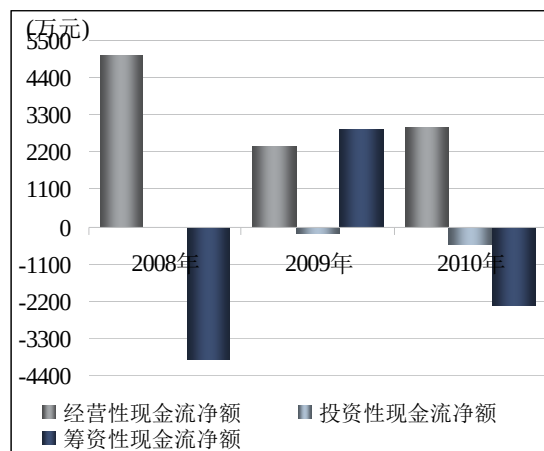
2011年1~9月，公司实现营业收入8747.87万元，占2010年全年的94.00%，实现利润总额4492.92万元，营业利润率54.47%，与2010年底相比差异小。

5、现金流分析

从经营活动来看，2008~2010年，公司经营活动现金流入量波动中小幅增长，分别为8244.56万元、9399.76万元和8326.37万元，年均复合增幅远低于同期营业收入增幅。构成全部为销售商品、提供劳务收到的现金。2008~2010年，公司经营活动现金流出复合增幅30.38%，高于现金流入增幅，2010年为5417.16万元，主要由购买商品、接受劳务支出的现金（占60.92%）和各项税费支出（占33.99%）构成。

2008~2010年，公司经营活动产生的现金流量净额波动下降，分别为5058.04万元、2395.82万元和2909.21万元；此外，公司现金收入比分别为113.08%、105.45%和89.47%，2010年现金收入比降幅较大主要是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，公司收入实现质量一般。

图3 2008~2010年公司现金流量情况



资料来源：财务报表

从投资活动看，2008~2010年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-30.90万元、-190.52万元和-499.71万元，均表现为净流出。由于公司三年内少有重大的投资项目，投资活动产生的现金流出金额较小。2008~2010年公司筹资活动前现金流量净额分别为5027.14万元、2205.30万元和2409.50万元，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，2008~2010年公司筹资活动现金流入量分别为20.98万元、3000万元和2800万元，主要为借款获得的资金，2008~2010年公司筹资活动现金流出量分别为3951.91万元、151.09万元和5137.79万元，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分别为-3930.92万元、2848.91万元和-2337.79万元。

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。

2011年1~9月，公司经营活动现金流入11237.64万元，超过2010年底的水平，经营活动现金流出8441.12万元，净额为2796.53万元；2011年1~9月，公司投资活动现金流量净额为2796.53万元，投资活动的现金净流出额为

203.12 万元，为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金；公司筹资活动现金净流出量为 3122.04 万元，为偿付利息和股东利润分配的支出。联合资信关注到，公司分别于 2009 年和 2010 年分配利润 2000 万元和 3000 万元，公司所有者权益有所下降。

6、偿债能力

短期偿债能力方面，2008~2010年公司流动比率分别为359.99%、324.51%和357.32%；速动比率分别为335.11%、304.39%和331.93%。从指标看，流动比率与速动比率三年间变动幅度小，且始终保持在较高水平。2008~2010年，公司经营现金流动负债比分别为391.09%、74.52%和83.98%，受2009年和2010年短期借款金额较大的影响，经营现金流动负债比率相比2008年降幅明显。2011年1~9月，受公司预付

账款和存货增长的影响，公司流动比率较2010年底有所增长，为387.98%；速动比率则下降至325.83%，但仍保持很高的水平。总体看，公司短期偿债能力好。

从长期支付能力看，由于公司利润总额增长和费用化利息支出递减的效应相抵消的影响，2008~2010年公司EBITDA规模基本没有变化，分别为5567.42万元、5568.62万元和5566.90万元；三年间全部债务/EBITDA倍数总体有所上涨，2010年为0.50倍，但依然保持较低的水平；总体看，公司整体偿债能力强。

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2800万元，已全部使用。

截至 2011 年 9 月底，公司对外担保总额 4800 万元，担保比率 33.24%。

表 6 公司对外担保状况一览表

被担保公司	担保金额（万元）	银行名称	担保种类	担保起止日期
山东华韵新材料有限公司	1800	博兴农合行纯梁支行	连带责任担保	2011.9.6-2011.12.5
山东京博农化有限公司	2000	博兴农行	连带责任担保	2011.5.19-2012.5.18
山东京博农化有限公司	1000	博兴农行	连带责任担保	2011.6.9-2012.5.18
合计	4800	--	--	--

资料来源：财务报表

担保分别为对山东华韵新材料有限公司（以下简称“华韵新材料公司”）和山东京博农化有限公司（以下简称“京博农化公司”）1800 万和 2 笔共计 3000 万短期银行贷款提供的不可撤销连带责任担保。

华韵新材料公司注册资本 11666.00 万元，主要从事高分子材料、压延涂镀精密金属薄板及制品的生产及销售业务。截至 2010 年底，华韵新材料公司总资产 5.44 亿元，实现销售收入 6.61 亿元，利润总额 8173 万元。截至 2011 年 9 月底，华韵新材料公司总资产 8.06 亿元，实现销售收入 8.23 亿元，利润总额 8554 万元。目前，华韵新材料公司经营状况正常。

京博农化公司注册资本 7071.00 万元，主要经营范围：农药的合成分装、复配、加工生

产及销售；化工产品生产及销售等，是国家火炬计划重点高新技术企业。截至 2010 年底，京博农化公司总资产 5.96 亿元，实现销售收入 5.89 亿元，利润总额 8789 万元。截至 2011 年 9 月底，京博农化公司总资产 5.74 亿元，实现销售收入 5.50 亿元，利润总额 7167 万元。根据公司提供的证明文件，京博农化得到京博控股授权后借助品牌资源提升公司社会影响力和竞争力。目前，京博农化公司经营状况正常。

但考虑较高的担保比率及经济波动对上述 2 家被担保公司生产经营的影响，公司存在一定或有负债风险。

七、本期集合票据偿债能力分析

1、本期集合票据对公司现有债务的影响

公司本期拟发行集合票据4000万元，为2011年9月底公司全部债务的142.86%，将计入应付债券科目，对公司现有债务规模和结构影响很大。

截至2011年9月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为0.00%、16.24%和18.16%，较2010年底有所下降，主要是资产规模增长的同时，大部分应付账款已支付，减少了负债规模所致；本期集合票据发行后，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别上升至21.69%、32.02%和33.29%，债务负担进一步加重。

2、本期集合票据偿债能力分析

截至2011年9月底，公司现金类资产7695.95万元，为本期发行额度的1.92倍；2010年公司EBITDA为5566.90万元，为本期集合票据的1.39倍。公司现金类资产和EBITDA对本期集合票据覆盖程度较好。

2011年1~9月公司经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为11237.64万元和2796.53万元，为本期集合票据的2.81倍和0.70倍，经营活动现金流入量对本期集合票据的覆盖程度较强。

综合看，基于公司主体基本信用状况以及对本期票据偿债能力分析，联合资信认为，本期公司集合票据到期不能偿还的风险较低。

八、综合评价

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，供水盈利能力强，期间费用较低，公司整体经营状况良好。

联合资信注意到，公司公司业务成长性不足，经营成本有所上升，短期债务占比高，债务结构有待改善，债务负担有所加重以及对外担保比率高将给公司经营及财务状况带来一定的不利影响，但基于公司供水经营的盈利能力和偿债能力强，联合资信认为，公司主体信用风险较低。

附件 1 京博控股公司股东结构表

序号	股 东	股份数	百分比	序号	股 东	股份数	百分比
1	马韵升	88906736	63.02%	26	吴锦超	945000	0.67%
2	史庆苓	3298000	2.34%	27	卢敬祥	925000	0.66%
3	马晓华	2483164	1.76%	28	马志军	917000	0.65%
4	燕锡尧	2466500	1.75%	29	王英杰	915000	0.65%
5	耿继强	2218800	1.57%	30	杨本兵	880000	0.62%
6	韩爱梅	2132000	1.51%	31	张 靖	860000	0.61%
7	曹利军	1928000	1.37%	32	王建芳	716500	0.51%
8	毛爱勇	1880600	1.33%	33	郑亭路	697000	0.49%
9	侯岩红	1783500	1.26%	34	魏建明	677400	0.48%
10	刘志祥	1707000	1.21%	35	尹国栋	641000	0.45%
11	韩克平	1580000	1.12%	36	马雪英	620000	0.44%
12	郭少云	1559000	1.10%	37	王长美	600000	0.43%
13	张丙建	1519000	1.08%	38	郑艳丽	553000	0.39%
14	李海涛	1316000	0.93%	39	李新江	543000	0.38%
15	马新功	1248500	0.88%	40	牛瑞兴	527000	0.37%
16	孙 涛	1244000	0.88%	41	祝 伟	480000	0.34%
17	刘爱蓉	1226000	0.87%	42	刘 飞	430000	0.30%
18	牛 星	1223000	0.87%	43	刘振学	428000	0.30%
19	刘爱香	1200000	0.85%	44	张霞芝	428000	0.30%
20	柳林飞	1096000	0.78%	45	张永军	321000	0.23%
21	赵乐东	1070000	0.76%	46	韩立军	303000	0.21%
22	张继刚	1009300	0.72%	47	赵春水	285000	0.20%
23	郭鹏强	1000000	0.71%	48	邹志勇	277000	0.20%
24	张建波	966000	0.68%	49	张继光	130000	0.09%
25	赵玉勇	960000	0.68%	总计		141120000	100.00%

附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：					
货币资金	3098.66	8152.87	8224.58	62.92	7695.95
交易性金融资产					
应收票据					
应收账款	359.10	340.29	251.32	-16.34	59.58
预付款项	757.42	1106.53	1208.32	26.31	2646.84
应收利息					
应收股利					
其他应收款	118.91	186.90	1813.99	290.58	40.84
存货	321.78	647.09	879.72	65.35	1991.99
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	4655.87	10433.69	12377.94	63.05	12435.20
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	4930.54	4734.01	4715.98	-2.20	4695.54
在建工程		6.56	76.40		155.73
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	640.47	474.46	363.85	-24.63	358.39
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	5571.01	5215.03	5156.23	-3.79	5209.67
资产总计	10226.89	15648.71	17534.17	30.94	17644.87

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）	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：					
短期借款		3000.00	2800.00		2800.00
交易性金融负债					
应付票据	1000.00				
应付账款	143.64	35.59	441.79	75.38	12.91
预收款项					
应付职工薪酬	1.15		0.61	-27.17	-1.49
应交税费	89.85	154.82	163.65	34.96	225.08
应付利息					
应付股利					
其他应付款	58.70	24.76	58.04	-0.56	168.60
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	1293.33	3215.16	3464.10	63.66	3205.10
非流动负债：					
长期借款					
应付债券					
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					
负债合计	1293.33	3215.16	3464.10	63.66	3205.10
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	3000.00	3000.00	3000.00	0.00	3000.00
资本公积	62.00	62.00	62.00	0.00	62.00
减：库存股					
盈余公积	932.62	1282.62	1438.09	24.18	1438.09
未分配利润	4938.94	8088.93	9569.99	39.20	9939.68
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	8933.55	12433.55	14070.08	25.50	14439.77
少数股东权益					
所有者权益（或股东权益）合计	8933.55	12433.55	14070.08	40.10	14439.77
负债和所有者权益（或股东权益）总计	10226.89	15648.71	17534.17	30.94	17644.87

附件 3 公司合并利润表

(单位: 万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-9 月
一、营业收入	7269.44	8914.09	9306.13	13.14	8747.87
减：营业成本	3287.19	3951.76	4092.56	11.58	3929.28
营业税金及附加	39.25	48.73	51.49	14.54	53.96
销售费用			8.66		24.36
管理费用	81.35	95.44	165.74	42.74	125.33
财务费用	130.92	151.09	137.79	2.59	122.04
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）	3730.73	4667.07	4849.87	14.02	4492.92
加：营业外收入	2.30				
减：营业外支出	0.21		1.17	136.04	
其中：非流动资产处置损失					
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	3732.82	4667.07	4848.71	13.97	4492.92
减：所得税费用	936.83	1167.08	1212.18	13.75	1123.23
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	2795.99	3500.00	3636.53	14.04	3369.69
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	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 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	8220.34	9399.76	8326.37	0.64	11237.64
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	24.22				
经营活动现金流入小计	8244.56	9399.76	8326.37	0.49	11237.64
购买商品、接受劳务支付的现金	2115.81	5012.04	3300.28	24.89	6331.89
支付给职工以及为职工支付的现金	68.86	91.17	109.81	26.28	311.11
支付的各项税费	920.51	1806.36	1841.33	41.43	1672.79
支付其他与经营活动有关的现金	81.35	94.38	165.74	42.74	125.33
经营活动现金流出小计	3186.53	7003.94	5417.16	30.38	8441.12
经营活动产生的现金流量净额	5058.04	2395.82	2909.21	-24.16	2796.53
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的 现金净额					
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	0.00	0.00	0.00		0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的 现金	30.90	190.52	499.71	302.14	203.12
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	30.90	190.52	499.71	302.14	203.12
投资活动产生的现金流量净额	-30.90	-190.52	-499.71	302.14	-203.12
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		
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	20.98				
筹资活动现金流入小计	20.98	3000.00	2800.00	1055.25	
偿还债务支付的现金	3800.00		3000.00	-11.15	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	151.91	151.09	2137.79	275.14	3122.04
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	3951.91	151.09	5137.79	14.02	3122.04
筹资活动产生的现金流量净额	-3930.92	2848.91	-2337.79	-22.88	-3122.04
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	1096.22	5054.21	71.71	-74.42	-528.64

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	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	2795.99	3500.00	3636.53	14.04
加: 资产减值准备				
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	263.18	380.49	392.49	22.12
无形资产摊销	166.01	166.01	166.01	0.00
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)				
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)				
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)				
财务费用(收益以“-”号填列)	130.92	151.09	137.79	2.59
投资损失(收益以“-”号填列)				
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)				
递延所得税负债增加(减少以“-”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“-”号填列)	-67.25	-325.31	-232.63	
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	425.84	-49.18	-1538.13	
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	1343.34	-1427.28	347.14	-49.17
其他				
经营活动产生的现金流量净额	5058.04	2395.82	2909.21	-24.16
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	3098.66	8152.87	8224.58	62.92
减: 现金的期初余额	2002.45	3098.66	8152.87	101.78
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	1096.22	5054.21	71.71	-74.42

附件 5 主要财务指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	20.24	25.49	31.46	--
存货周转次数(次)	10.22	8.16	5.36	--
总资产周转次数(次)	0.71	0.69	0.56	--
现金收入比 (%)	113.08	105.45	89.47	128.46
盈利能力				
营业利润率(%)	51.32	52.36	55.47	54.47
总资本收益率(%)	42.29	24.98	22.50	--
净资产收益率(%)	31.30	28.15	25.85	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	10.07	19.44	16.60	16.24
资产负债率(%)	12.65	20.55	19.76	18.16
偿债能力				
流动比率(%)	359.99	324.51	357.32	387.98
速动比率(%)	335.11	304.39	331.93	325.83
经营现金流动负债比(%)	391.09	74.52	83.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.96	15.68	34.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.18	0.54	0.50	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	5.03	0.74	0.86	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	3.58	6.21	15.09	--
本期集合票据偿债能力				
EBITDA/本期票据额度(倍)	1.39	1.39	1.39	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.06	2.35	2.08	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.26	0.60	0.73	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	1.26	0.55	0.60	--

注：2008~2010 年财务报表已经审计，2011 年 3 季度财务报表未经审计。

附件 6 有关指标的计算公式

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

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

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

信用等级公告

联合[2012] 132 号

联合资信评估有限公司通过对山东华康食品有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

山东华康食品有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年四月九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街22号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679698

邮编：100022

网址：www.lianhecredit.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与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、山东华康食品有限公司主体长期信用等级自 2012 年 4 月 9 日至 2013 年 4 月 8 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一二年四月九日

评级业务专用章

山东华康食品有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：BBB⁻

评级展望：稳定

评级时间：2012 年 4 月 9 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 9 月
资产总额（万元）	30926.32	37723.28	54272.91	74800.95
所有者权益（万元）	14125.20	18204.98	26098.09	33491.12
长期债务（万元）	1100.00	1000.00	1000.00	6000.00
全部债务（万元）	8360.00	12460.00	20260.00	33600.00
主营业务收入（万元）	67140.06	68105.63	84087.02	78690.19
利润总额（万元）	3550.23	4078.28	5321.81	6328.50
EBITDA（万元）	5423.99	5871.60	7543.04	--
经营性净现金流（万元）	4087.81	2587.31	5506.27	13259.44
主营业务利润率（%）	7.41	7.49	8.06	9.81
净资产收益率（%）	18.85	22.40	20.39	--
资产负债率（%）	54.33	51.74	51.91	55.23
全部债务资本化比率（%）	37.18	40.63	43.70	50.08
流动比率（%）	156.96	173.11	147.46	157.81
全部债务/EBITDA（倍）	1.54	2.12	2.69	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.08	1.17	1.51	--

注：公司 2011 年前 3 季度数据未经审计。

分析师

刘献荣

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下称“联合资信”）对山东华康食品有限公司（以下称“公司”）的评级反映了其在区域规模、经营稳步增长、产业链初步形成、经营现金流充足等方面所具备的优势。同时，联合资信也关注到行业竞争激烈、对外担保比率较高、未来资本支出规模较大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，以及国家对行业的政策扶持，联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司所处行业关系民生，优惠政策较多。
2. 公司已初步形成孵化—养殖—屠宰加工等产业链，区域规模优势正逐步显现。
3. 公司经营稳步增长，经营现金流充足。

关注

1. 公司所处行业竞争激烈，食品安全、动物疾病等因素对行业利润影响较大。
2. 公司未来计划投资支出规模较大，对外融资需求上升。
3. 对外担保比率较高，存在或有负债风险。

一、主体概况

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，目前公司股东为 5 位自然人，注册资本增加至 4800 万元，其中，贾前卫出资 3927 万元，持股比例为 81.82%；其余 4 位自然人合计出资 873 万元，持股比例 18.18%。

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 2010 年底，公司资产总额 54272.91 万元，所有者权益 26098.09 万元；2010 年公司实现主营业务收入 84087.02 万元，利润总额 5321.81 万元。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额 74800.95 万元，所有者权益 33491.12 万元；2011 年 1~9 月公司实现主营业务收入 78690.19 万元，利润总额 6328.50 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。

二、本期集合票据概况

公司计划本次发行集合票据 5000 万元，期限三年，其中 2000 万元用于补充营运资金，3000 万元用于项目配套资金。

三、行业分析

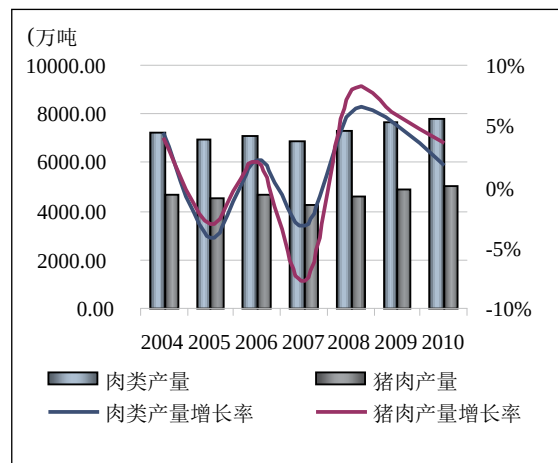
公司主营种鸭孵化、商品鸭养殖、屠宰加工及其制品的生产和销售，属于养殖屠宰加工

行业。

1. 行业现状

近几年中国畜牧业稳健发展，其中，肉类产品产量波动中小幅增长。2004~2010 年，中国肉类总产量年均增长 1.19%。2009 年，尽管受到金融危机、甲型流感、三聚氰胺、瘦肉精等事件影响，但是中国政府加强质量监管，畜牧业抗风险能力显著增强，中国畜牧业保持增长趋势，中国肉类总产量 7649 万吨，同比增长 5.10%，其中，猪肉产量 4891 万吨，同比增长 5.85%。2010 年，中国肉类总产量继续保持稳定增长，全年肉类总产量 7780 万吨，同比增长 1.70%，其中，猪肉产量 5070 万吨，同比增长 3.66%。

图 1 2004 年~2010 年中国肉类产量情况



资料来源：中国农业信息网

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。但是随着养殖数量的增加，饲料成本的降低，肉鸭价格会有所下滑，行业竞争加剧，这主要缘于种鸭场鸭苗供应量大幅减少，2007 年鸭市高盈利情况引发了种鸭存栏量高速扩张，极大地透支了行业发展潜力，2008 年种鸭的存栏量是 2007 年的 3 倍，肉鸭市场陷入动荡，尤其在下半年，鸭苗价格数次跌到低谷，许多种鸭企业因资金、技术困扰而退出种鸭饲养，种鸭数量大大减少，就目前看，种鸭存栏

数量降幅超过 1 / 3，产蛋种群更是超过 60%，鸭苗数量暂时出现供不应求，2009 年肉鸭价格呈一路上扬走势，各种鸭的附生产品市场也向好。2010 年肉鸭延续上年行情，价格继续走高；另外，受多种疫病困扰，存栏下降，山东等地鸭苗和毛鸭价格继续高位运行。

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；屠宰企业上半年效益明显，下半年多在成本线徘徊。

2009 年中国畜牧业克服价格长期低迷、寒潮冰雪灾害异常严重、口蹄疫疫情形势较为严峻的不利影响，生产运行总体保持平稳，主要畜禽产品继续增长。2010 年三季度，饲料、人工、防疫等费用推高养殖成本，畜产品价格迅速回升，全年效益好转，规模养殖发展较快。

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。2009 年中国规模（年屠宰量 2 万只以上）以上屠宰量占七成，规模化企业发展优势明显。

博兴县隶属山东省滨州市，属于全国玉米主产区、棉花主产区，饲料资源丰富。公司在滨州市是产量最大的肉鸭食品加工厂，受到当地政府及相关部门的扶持，已形成集孵化、养殖、屠宰加工、销售于一体的综合加工厂。

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

2. 上下游情况

养殖业成本中最重要的一部分是饲料成本，我国饲料年产量由 2000 年的 7429 万吨发展到 2010 年的 1.56 亿吨，十年平均年增产量为 822 万吨，但增幅下降且波动加大。饲料生产成本中约 80%集中于玉米和豆粕等原料，农作物生产具有季节性，同时作为全球性大宗商品、战略物资和主要的期货交易品种、价格变化等多种因素导致饲料价格及供应存在较大的波动性。

中国玉米市场尽管处于紧平衡状态，但仍可满足国内需求。2003~2009 年，中国玉米价格波动上涨，主要是畜牧业和饲料加工行业快速增长带动对玉米的需求所致。2010 年玉米价格持续在高位区间运行（图 3），现货价格和期货价格超过 2000 元/吨，为维持粮食市场稳定，国家也加强了对农场品价格的调控。日前发改委提出要严厉打击农产品炒作行为，同时国家粮食局等部门将通过释放玉米储备，增加进口配额等一系列举措，增加玉米供应，以期降低价格维持粮食稳定。此外，开放玉米进口也一定程度上抑制了价格进一步上扬。从长期上来看，玉米价格仍然将维持在高位运行。

图 2 黄玉米价格情况



数据来源：wind 资讯

从 2007 年开始，豆粕价格开始不断走高，截至 2011 年 6 月 1 日，豆粕期货结算价为 2967 元/吨。豆粕价格高位运行，给养殖企业成本控

制带来了较大压力。

除受饲料行业影响外，养殖屠宰行业的经济效益也明显受到牲畜、家禽价格等市场因素的影响。2009年以来肉鸭价格的一路上扬直接推高屠宰加工行业的成本，利润削薄。2010年各地屠宰业基本形势是总量基本稳定，价格持续回落，效益继续缩水。

养殖加工行业下游直接面对的是消费者，山东省生产的肉鸭加工产品主要是在国内消费，南京、广州等南方城市是主销区，随着消费习惯的转变，近几年北方肉鸭消费也在不断增长，鸭产品需求区域不断扩大。鸭产品通过冻鲜肉批发市场、各熟食加工厂及超市等渠道进入百姓饭桌。以熟食加工厂为例，包括绝味、久久丫、煌上煌、精武、鸭霸王等 10 多个品牌的上千家分店在销售鸭脖等卤味熟食，全国以鸭脖为主的卤味熟食市场每年的市场规模达 50 亿元，每年还在以 20% 的速度增长。

3. 行业关注

养殖与屠宰加工业进入壁垒较低，市场化程度高，企业数量众多，竞争激烈。我国养殖与屠宰行业克服禽类价格长期低迷、寒潮冰雪灾害异常严重、口蹄疫疫情严峻、三聚氰胺超标等不利影响，在总体盈利能力较弱的状况下，养殖加工企业通过提升内部管理、增加布点数量、提高产品覆盖面积、扩大产销规模等措施，保持相应的竞争能力；而大型企业积极探索产业链向上游饲料行业延伸，不仅可以更迅速的掌握市场环境的变化，而且可以平衡不同行业对企业运营效益的影响。

经过多年的竞争和发展，中国养殖与屠宰加工业已逐步形成一批具有明显竞争优势和规模效益的大型企业集团，有助于行业资源整合和行业集中度的提高，比如双汇、金锣等。大型养殖与屠宰加工集团由于存在其品牌影响力和资金实力，在竞争中占有明显优势，这使得全国范围内的竞争主要集中在部分规模较大的全国性养殖与屠宰加工企业之间，而各区域内的竞争则体现为本地中小企业与全国

性养殖与屠宰加工企业集团在当地设立的加工企业之间的竞争。

4. 未来发展

1998 年国家实施家禽良种工程项目实施以来，中央和地方共投入资金 50 多亿元，先后改扩建 1100 多个原良种场、140 多个资源保护场，新建 41 个种畜禽质量检测中心，以原种场和资源场为核心，扩繁场、改良站为支撑，以质量检测中心为保障的畜禽良种繁育体系框架已经形成。

2010 年初发布的《全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010 年-2015 年）》（以下简称《纲要》）明确表达了淘汰落后屠宰产能的决心和促进行业整合，扶持大型现代化屠宰场的态度。未来 3-5 年，屠宰加工行业的集中度将进一步提高，行业龙头企业的定价能力也会得到进一步提升，营业成本由于规模效应将会有大幅的下降。

“十二五”期间，畜牧业将着力构建和完善畜产品标准化生产体系、现代畜禽牧草种业体系、现代饲料产业体系、现代畜牧业服务体系、畜产品质量安全保障体系和草原生态保护支撑体系等“六大体系”。力争用五年时间，推进畜牧业综合生产能力迈上新台阶，饲料和畜产品质量安全跃上新台阶，草原生态保护建设取得新突破。

从短期看，养殖与屠宰加工业由于受饲料价格波动、自然灾害、疾病等因素影响而使企业利润有所变动。长期看，中国的人口基础决定了肉食、禽蛋、乳品等庞大的消费规模，特别是农村收入的提高将继续带动此类产品的消费增长，另外作为基本生活必需品，国家的宏观调控对保护养殖与屠宰企业的利益方面起到了一定的作用，所以长远看来养殖与屠宰加工业的发展前景看好。

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

的低位徘徊给畜牧养殖企业带来了较大经营压力，利润空间将受到一定挤压，行业将进一步整合，具有较完整产业链及经营规模优势的养殖企业将表现出更强的抗风险能力。

四、基础素质分析

1. 企业规模

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，3个种鸭养殖基地、1个孵化厂、3个商品鸭养殖厂、1个肉鸭加工厂，总占地面积2188亩。截至2011年9月底，公司拥有鸭苗年孵化能力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。

公司在2005年、2008年均被山东省人民政府授予农业产业化先进龙头企业称号；2007年被山东省农业厅授予山东省重点农产品加工骨干企业、村企互动示范企业。2008年公司鲜、冻鸭肉制品注册商标“金达客”。

2. 人员素质

目前公司高层管理人员3人。公司法定代表人、执行董事贾前卫先生，47岁，本科学历，高级经济师，1981年8月—1991年6月，历任博兴县城关供销社棉站站长、博兴县城关供销社副主任、主任；1991年6月—2005年1月，先后任博兴县第一油棉厂厂长、博兴县供销社联社主任；2002年1月至今，任公司董事长；现为滨州市人大代表、博兴县人大常委。

公司总经理吴秀河先生，41岁，硕士研究生学历，1991年7月—2001年12月，先后在山东鲁南化学工业集团有限公司、山东渤海油脂工业公司工作，2002年1月至2012年3月担任公司常务副总经理，2012年3月开始担任公司总经理。

截至2011年9月底，公司员工总数2730人，其中生产人员占82.17%；具有初中及以下学历的占34.26%，高中及中专学历的占53.25%；30岁以下的占35.23%、30-50岁之间

的占63.64%。员工构成符合加工企业特点。

总体看，公司种鸭孵化和商品鸭养殖、屠宰规模在当地具有明显优势，人员素质能满足经营需要。

五、管理分析

1. 治理结构

公司按照《公司法》及其他相关法律、法规要求，制定了《公司章程》，建立了包括股东会、执行董事、监事和经理层在内的法人治理结构。

公司股东会由5人组成，是公司的最高权力机构，决定公司的经营方针、经营目标、经营范围；审议批准公司的年度预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等。公司设立监事一名，负责检查公司财务，对执行董事、经理、副经理及财务总监等高级管理人员执行公司职务时违反法律法规或者是公司章程的行为进行监督。

公司执行董事、总经理负责公司重大经营决策，三位副总经理分管生产、销售、采购及行政工作，组成公司的经理层，对全部法人财产及其净资产的保值增值承担责任。

2. 管理体制

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，各部门职责清晰。

从内部管理制度看，公司建立并完善了包括生产、采购、财务、人事、存货在内的各项内部管理制度。

财务管理方面，公司根据《中华人民共和国会计法》及其他相关法律法规制定了公司的财务管理制度，对财务管理、会计核算、资金筹集和管理等方面进行了细致的系统规范。

采购方面，公司规划和设立了采购与付款业务的机构和岗位，明确了存货的请购、审批、采购和验收程序；规定了应付和预付账款的支付手续；对大额的商品以招投标方式采购。

人事管理方面，公司在员工激励、考核、授权控制程序等方面做了详细规定。

综合看，公司已初步建立了法人治理结构，内部相关规章制度符合经营管理需要。

六、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，目前鸭苗、鸭产品销售为主要收入来源。受益于产品价格的上涨，2008年-2010年公司主营业务收入年均复合增长率为11.91%，2010年主营业务收入84087.02万元。2011年1-9月份，公司鸭产品收入增加且占比提高，受价格上升影响，公司鸭苗和鸭产品毛利率均上升。

表1 2008年~2011年9月公司主营业务情况（单位：万元，%）

分产品	主营业务收入								毛利率			
	2008年		2009年		2010年		2011年1-9月		2008年	2009年	2010年	2011年1-9月
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比				
1、鸭苗	14971	22.30	12626	18.54	13413	15.95	8815	11.20	13.49	12.70	18.27	22.20
2、鸭产品	52169	77.70	55480	81.46	70674	84.05	69875	88.80	5.71	6.32	7.17	8.27
合计	67140	100	68106	100	84087	100	78690	100	7.41	7.49	8.80	9.83

资料来源：公司提供，数据采取四舍五入法。

1. 原材料采购

公司采购成本中占比较大的是饲料和商品鸭，后者占比80%以上。公司所需饲料实行集中采购，与一批具有一定规模实力的供应商建立长期合作关系，包括六和集团有限公司、山东通威饲料有限公司、东营华誉饲料有限公司等，双方定期签订包括饲料配方、价格、结算、售后服务等框架协议，因公司所需饲料为标准配方，市场供应充足，实际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。近三年公司商品鸭采购量分别为73777吨、80280吨、93372吨，平均采购价格每吨分别为5940元、6300元、6900元。

为减少成本、提高盈利水平，公司目前正自建年产40万吨的饲料生产厂；为保证肉鸭的持续稳定供应，计划扩大自给肉鸭比例，建立2个养殖场，养殖肉鸭100万只。

2. 鸭苗孵化、肉鸭养殖及屠宰加工 鸭苗孵化

公司现有孵化车间拥有智能模糊电脑操作系统，实现了全自动化计算机控制；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。近三年公司年孵化鸭苗分别为2811万只、2466万只、2590万只，实现鸭苗销售额14971万元、12626万元、13413万元。

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。公司自身建设的养殖场推行商品鸭的标准化养殖，从源头保障鸭肉品质，目前拥有2个140万只的商品鸭标准化养殖场。公司养殖系统有一整套的管理制度、技术规程、操作标准。2010年公司肉鸭出栏量600万只，养殖存活率97.50%。

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，实行“五统一+双高+保底”合同养殖管理服务方式，即：“统一供苗，统一供饲料，统一防疫

用药，统一技术指导，统一收购加工”，按照高于市场价格向养殖户放鸭苗，按照高于市场价格高价回收肉鸭；以略高于养殖成本价的保护价作为肉鸭收购价，确保合同养殖户每只有1-5元的养殖利润。

公司与养殖户的合作模式得到了养殖户的拥护，公司先后与4320户养殖户建立了固定合作关系，全年放养合同鸭苗1766万只，回收合同鸭1730万只。

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，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10万只，日最大生产肉制品332吨。

表2 公司肉鸭屠宰加工业务情况

分类	2008	2009	2010	11年1-9月
产能(吨)	75000	85000	90000	75000
产量(吨)	65846	71650	83141	80156
销量(吨)	65089	70139	82941	79609
平均价格(元/吨)	8015	7910	8520	8777
销售额(万元)	52169	55480	70674	69875

资料来源：公司提供。

近三年受行业竞争激烈影响，鸭产品销售价格逐年下降。2010年，公司屠宰加工肉鸭3335万只，加工冷鲜（冻）鸭肉8.34万吨，销售量8.29万吨，产销率为99.76%，实现销售额70674万元，毛利率为7.17%。2010年以来，受农副产品价格上涨影响，鸭产品价格随之上升。

3. 产品销售

公司收入主要来源于鸭苗和鸭产品的销售。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，以控制风险；对社会散户实行现款现货。

公司鸭产品销售主要是鲜、冻鸭肉制品，

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。冻品市场即各大城市肉类批发市场，除云南、贵州、新疆、西藏等偏远区域外，公司产品销往36个冻品市场，销售收入占70%以上；在结算方式上，公司对合作时间较长的大客户给予一定的账期，对规模小、合作时间较短的客户实行现款现货。国内熟食加工厂客户有5个，包括久久鸭、煌上煌等；对销售回款较慢的超市，公司通过经销商进行销售，主要集中在重庆、杭州、广州和深圳四个城市。

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。受禽流感、市场竞争激烈等因素影响，公司鸭产品销售价格和销售收入逐年下降；受农副产品价格上涨影响，饲料价格上升，鸭产品价格回升。

总体看，公司经营稳定，所需饲料和肉鸭供应有保障，养殖模式多样化，销售渠道顺畅。

4. 经营效率

从经营效率指标看，2008年~2010年，公司业务规模稳步发展，销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数逐年下降，2010年指标值分别为12.80次、10.05次、1.83次。

总体看，公司经营效率一般。

5. 在建项目

目前公司有三个在建工程，总投资约23050万元，具体如下：

1、新建年产40万吨饲料加工项目：项目总投资8250万元，其中企业自筹6250万元、外部融资2000万元（募集票据资金1000万元），其中一期项目18万吨/年饲料加工建设项目，目前完成了厂房建设，主机设备安装，正在安装辅助设备及工程的收尾工作，预计12月份正式进行一期工程投产，每年生产18万吨的颗粒饲料。

2、新建年产2万吨肉鸭熟制品加工建设

项目，包括烘烤、蒸煮、油炸、烟熏、灌肠等。项目总投资 12000 万元，其中企业自筹 5000 万元、融资 7000 万元（募集票据资金 2000 万元），目前完成了土建工程的 90%，相关设备已完成订购，预计 2011 年 12 月份试生产。

3、新建樱桃谷鸭标准化养殖基地扩建 4 处。项目总投资 2800 万，全部由企业自筹解决，目前已建成 1 个养殖基地——庞家镇三合寺小区养殖场，占地 260 亩，年可出栏商品鸭 260 万只，第一批商品鸭已出栏；绳耿小区养殖场和高庙刘小区养殖业的征地工作已完成，正在建设鸭舍，预计 2012 年初建成全部 4 个养殖基地并投入使用，每年成品鸭出栏量将增加 400 万只。

总体看，公司在建项目进展顺利，项目建成后将对产能有较大提升。

6. 未来发展

公司将继续推进生产管理持续创新和产品质量的不断提高，以规模化、标准化提高竞争优势，不断完善和拓展产业链。通过完成在建项目，进一步扩大养殖基地、满足当地养殖饲料需求、提高鸭肉熟食产品附加值，实现饲料加工、孵化、养殖、屠宰加工、熟食加工的产业链目标。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2008~2009 年财务报表经国富浩华会计师事务所有限公司审计，2010 年财务报表经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的审计结论。公司 2011 年三季度报表未经审计。

截至 2010 年底，公司资产总额 54272.91 万元，所有者权益 26098.09 万元；2010 年公司实现主营业务收入 84087.02 万元，利润总额 5321.81 万元。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额 74800.95 万元，所有者权益 33491.12 万元；2011

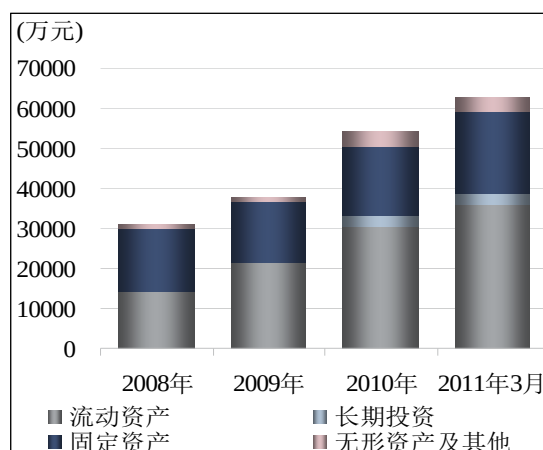
年 1~9 月公司实现主营业务收入 78690.19 万元，利润总额 6328.50 万元。

2008 年至今，公司采用会计准则无变化，本财务分析以 2008~2010 年财务报表为基础，2011 年三季度报表作为补充。

2. 资产质量

2008~2010 年，公司资产规模快速增长，年复合增长率为 32.47%，主要是货币资金、存货和无形资产增长所致。资产结构中以流动资产为主，固定资产占比逐年下降。截至 2010 年底，公司资产合计为 54272.91 万元，其中流动资产占 55.96%，长期投资占 5.57%，固定资产占 31.83%，无形资产占 6.65%。

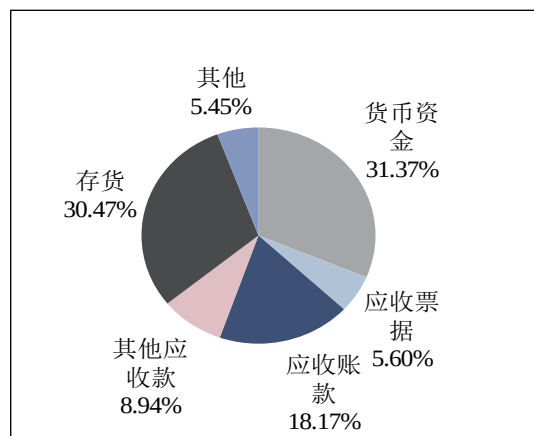
图3 公司资产构成



资料来源：公司年报

流动资产

图4 公司 2010 年底流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2008~2010 年, 公司流动资产复合增长 46.04%。截至 2010 年底, 公司流动资产 30368.60 万元, 其内部构成如上图 2。

2008~2010 年, 公司增加流动资金贷款及增加银行承兑汇票, 导致货币资金三年复合增长率为 92.16%。截至 2010 年底, 公司货币资金 9528.06 万元。

2008~2010 年, 随着业务的发展, 公司应收账款年均复合增长 17.00%。截至 2010 年底, 应收账款 5519.19 万元, 账龄全部在 1 年以内; 应收数额较大的前五大客户占应收账款的比例为 50.13%, 存在一定的集中风险。

2008~2010 年, 随着业务的发展, 公司其他应收款年均复合增长 95.07%, 主要由于公司在建工程较多, 导致往来款增加。截至 2010 年底, 其他应收款 2714.80 万元, 账龄全部在 1 年以内, 主要是代垫鸭棚建设款、往来款等。

2008~2010 年, 公司存货年复合增长率 31.09%; 截至 2010 年底, 公司存货为 9252.01 万元, 其中原材料占 6.55%、产成品占 60.61%, 在产品占 32.83%, 公司为满足正常销售, 冷库中保持一定的产成品, 导致产成品和在产品较大, 公司未对其计提跌价准备。

长期投资

2008 年和 2009 年公司长期股权投资均为 21.53 万元, 为对当地农村合作银行的权益投资。2010 年长期股权投资增至 3021.53 万元, 公司增加对博兴县汇诚小额贷款有限公司的权益投资。

固定资产

2008~2010 年, 公司固定资产合计复合增长率 4.21%, 保持稳定。截至 2010 年底, 公司固定资产合计 17276.25 万元, 其中固定资产净值占 84.92%, 固定资产原值为 20577.29 万元, 主要是房屋建筑物、机器设备、运输工具、办公设施等, 计提累计折旧 5905.67 万元; 在建工程 2604.63 万元, 为在建养殖场等工程。

2008 年和 2009 年公司无形资产变化不大, 2009 年底为 731.43 万元, 2010 年无形资

产增至 3606.53 万元, 主要是土地使用权。

截至 2011 年 9 月底, 公司资产总额 74800.95 万元, 比上年底增长 37.82%。与 2010 年底相比, 公司增加长期借款以及较多地采取应付票据结算导致货币资金增加至 19938.94 万元; 在建工程增加至 7117.09 万元。其余科目无大变化。

总体看, 公司资产以流动资产为主, 资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

2008~2010 年, 公司负债总额复合增长率 29.50%; 截至 2010 年底, 负债总额为 28174.82 万元, 流动负债和长期负债分别占比 73.10%、26.90%。近三年公司为扩充孵化、养殖、屠宰规模及采购饲料等向银行借入流动资金较多, 流动负债有所增长, 年均增长 50.67%, 2010 年为 20594.82 万元, 其中短期借款占 58.56%、应付票据占 34.96%; 长期负债为 7580.00 万元, 其中长期借款 1000.00 万元, 长期应付款 6580.00 元, 为公司向股东贾前卫、员工等借款。

公司为补充流动资金需求, 银行借款较多, 近三年有息债务分别为 8360.00 万元、12460.00 万元、20260.00 万元, 长期债务资本化率逐年下降, 全部债务资本化比率逐年上升, 2010 年指标值分别为 3.69%和 43.70%; 受所有者权益增加影响, 资产负债率在 2010 年略降至 51.91%。

截至 2011 年 9 月底, 公司负债合计 41309.83 万元, 较上年增加 46.62%, 流动负债增加至 28399.83 万元, 长期负债增加至 12910.00 万元, 长期负债增加的主要原因是长期借款增加了 5000 万元。短期借款和应付票据合计占流动负债的 97.18%; 公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别上升至 15.19%、50.08%、55.23%, 略高于 2010 年底指标值。

所有者权益

2008~2010 年,受实收资本和未分配利润增加影响,公司所有者权益年均增长 35.93%,截至 2010 年底,所有者权益为 26098.09 万元,实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占 18.39%、9.70%、9.83%、62.082%,权益结构稳定性一般。截至 2011 年 9 月底,公司所有者权益 33491.12 万元,构成与 2010 年相比变化不大,其中未分配利润增加至 23227.75 万元,主要是上年盈余。

总体看,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,整体负债水平适中;权益稳定性一般。

4. 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,属传统养殖加工业,受饲料价格上涨等影响,公司产品销售价格及成本均较上两年增速较快,2008 年~2010 年,公司主营业务收入三年复合增长 11.91%,2010 年公司实现主营业务收入 84087.02 万元;公司主营业务成本复合增长率为 11.52%,2010 年主营业务成本 77289.20 万元。

近三年期间费用总额分别为 1441.54 万元、1061.07 万元和 1499.63 万元,分别占当年主营业务收入的 2.15%、1.56%、1.78%,公司费用控制能力较强。

扣除成本及各项期间费用后,2008~2010 年公司实现营业利润分别为 3534.96 万元、4039.08 万元、5279.83 万元,利润总额分别为 3550.23 万元、4078.28 万元和 5321.81 万元。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,2009 年和 2010 年均免征所得税。

2008 年~2010 年,受肉鸭销售价格上升影响,公司主营业务利润率呈上升趋势,2010 年指标值为 8.06%;债务增加导致总资本收益率下降,2010 年为 13.39%;净资产收益率分别为 18.85%、22.40%、20.39%,处于行业较

好水平。

2011 年 1~9 月,公司实现主营业务收入 78690.19 万元,利润总额 6328.50 万元,分别占 2010 年的 93.58%、181.92%,增长迅速。

总体看,受销售价格的带动,公司收入增长加快,费用控制能力较强,整体盈利能力在行业中处于较好水平,享受税收优惠政策较多。

5. 现金流量

从经营活动看,受业务规模平稳发展影响,公司经营活动现金流入量和流出量均有所增速,三年复合增长率分别为 12.90%、12.71%。公司经营活动现金流入主要是销售鸭苗、鸭产品收到的现金,近三年现金收入比分别为 109.75%、110.89%、111.63%,收入实现质量变化不大;现金流出主要是购买商品鸭、饲料等支付的现金,2008 年现金流出少,原因是公司为保证食品安全,对销售的鸭产品进行来源可追溯,对合同鸭的付期期限由原来的半个月增加至一个月,导致 2008 年现金净流量较多;支付给职工以及为职工支付的现金为 1761.72 万元,较上两年减少,为公司暂借员工款。上述导致近三年经营活动产生的现金流量净额波动,分别为 4087.81 万元、2587.31 万元、5506.27 万元。

近三年公司扩建养殖场、建设鸭副产品深加工及沼气工程等项目致使投资活动频繁,包括购买设备、建立厂房等,无投资活动产生的现金流入量,投资活动产生的现金流量净额分别为-2135.96 万元、-1041.73 万元、-4687.51 万元。

从筹资活动看,近三年公司融资活动主要依赖银行借款,2010 年吸收投资 2100.00 万元;现金流出主要是还本付息。近三年筹资活动产生的现金流量净额分别为-1364.56 万元、1514.37 万元、3814.70 万元。

2011 年 1~9 月,公司销售商品、提供劳务收到的现金为 87024.40 万元,现金收入比为

110.59%，较 2010 年略有下降；经营活动产生的现金流量净额为 13259.44 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-7484.83 万元。公司增加银行借款，偿还少部分到期本金和利息，筹资活动产生的现金流量净额 3890.60 万元；现金及现金等价物净增加额为 9665.21 万元。

总体看，公司经营活动产生的现金流充足，公司目前处于规模扩充阶段，投资活动频繁，筹资活动前产生的现金流量净额不能满足投资需求，对外融资主要是银行借款。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2008 年~2010 年，公司流动比率、速动比率均波动，2010 年分别为 147.46%和 102.53%，2011 年 9 月底分别为 157.81%和 125.07%。近三年公司经营现金流动负债比分别为 45.06%、21.05%、26.74%，波动较大，2008 年指标值高，原因是 2008 年商品鸭付款期限延长，经营现金净流量增多。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2008 年~2010 年，公司 EBITDA 分别为 5423.99 万元、5871.60 万元、7543.04 万元；EBITDA 利息倍数分别为 8.00 倍、11.43 倍、8.52 倍，全部债务/EBITDA 有所上升，2010 年为 2.69 倍，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度较高。

近三年公司信用记录较好，不存在逾期还款情况。截至 2011 年 9 月底，公司获得银行授信 4.55 亿元，已使用 2.529 亿元。

截至 2011 年 9 月底，公司对外担保金额总计 8000 万元，担保比率为 23.89%，被担保企业山东科瑞钢板有限公司生产经营正常。

公司不存在未决重大诉讼事件。

总体看，公司短期偿债能力尚可，对利息的覆盖程度较高，考虑到未来较大的资本支出，长期债务压力增大；对外担保比率较高，存在或有负债风险。

八、本期集合票据偿还分析

公司发行本期集合票据 5000 万元，是 2011 年 9 月底公司全部债务的 14.88%，对公司现有债务有一定影响。

截至 2011 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 55.23%、50.08%、15.19%，本期集合票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别上升至 58.03%、53.54%、24.72%，公司债务负担加重。

以 2010 年财务数据为基础，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对本期集合票据的保护倍数分别为 18.79 倍和 1.10 倍，经营活动产生的现金净流量对本期集合票据本金覆盖程度适宜。公司 EBITDA/本期发债额度为 1.51 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度适中。

截至 2011 年 9 月底，公司现金类资产为 22738.94 万元，是本期集合票据的 4.55 倍，公司现金类资产对本期集合票据的保障能力相对较强。

九、综合评价

养殖加工行业是民生产业，受行业竞争加剧、疾病疫情、食品安全等各种因素影响，产量和价格波动较大，整体利润率较低，产业链的延伸拓展成为行业未来发展方向；随着人口的增长、城市化进程的加快，人们在肉类、禽蛋方面的开支不断加大，养殖与屠宰加工业面临良好的发展机遇。

公司种鸭孵化和商品鸭养殖规模在当地具有明显优势，人员素质和内部相关规章制度符合经营管理需要。公司经营稳定，养殖模式多样化，销售渠道顺畅。

公司资产质量尚可，整体负债水平适中，权益稳定性一般；收入增长加速，费用控制能力较强，整体盈利能力较高；经营活动产生的

现金流充足，在建项目较多，对外融资主要依赖银行借款；短期偿债能力较强，考虑到未来较大的资本支出，长期债务压力增大。对外担保比率较高，存在或有负债风险。

总体看，公司主体信用风险一般。

附件 1-1 公司资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：					
货币资金	2580.33	5640.28	9528.06	92.16	19938.94
短期投资	0.00	0.00	0.00	-	0.00
应收票据	700.00	1000.00	1700.00	55.84	2800.00
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	4031.53	4923.85	5519.19	17.00	6163.00
其他应收款	713.41	2625.97	2714.80	95.07	3899.50
预付账款	815.27	917.05	1643.21	41.97	2608.90
存货	5384.14	6133.10	9252.01	31.09	9296.87
待摊费用	13.63	32.78	11.33	-8.81	109.91
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	14238.31	21273.03	30368.60	46.04	44817.12
长期投资					
长期股权投资	21.53	21.53	3021.53	1084.79	3021.53
长期债权投资	0.00	0.00	0.00	-	0.00
长期投资合计	21.53	21.53	3021.53	1084.79	3021.53
长期投资净额	21.53	21.53	3021.53	1084.79	3021.53
固定资产					
固定资产原值	18866.70	20131.88	20577.29	4.44	22437.01
减：累计折旧	3290.26	4569.74	5905.67	33.97	6927.40
固定资产净值	15576.44	15562.14	14671.62	-2.95	15509.60
固定资产净值减值准备	0.00	0.00	0.00	-	0.00
固定资产净额	15576.44	15562.14	14671.62	-2.95	15509.60
工程物资	0.00	0.00	0.00	-	715.34
在建工程	330.84	135.16	2604.63	180.58	7117.09
固定资产合计	15907.28	15697.30	17276.25	4.21	23342.03
无形资产及其他资产					
无形资产	759.20	731.43	3606.53	117.96	3620.27
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	759.20	731.43	3606.53	117.96	3620.27
递延税项					
递延税项借项					
资产总计	30926.32	37723.28	54272.91	32.47	74800.95

附件 1-2 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	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债					
短期借款	7160.00	9460.00	12060.00	29.78	11900.00
应付票据	100.00	2000.00	7200.00	748.53	15700.00
应付账款	732.07	210.66	441.61	-22.33	271.64
预收账款	351.61	105.51	252.80	-15.21	101.09
应付工资	82.86	189.24	173.12	44.55	202.46
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	104.76	13.36	58.82	-25.07	31.54
其他未交款	0.00	0.00	0.00	-	0.00
其他应付款	292.37	152.28	226.02	-12.08	125.46
预提费用	247.82	157.65	182.46	-14.19	67.64
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	9071.49	12288.70	20594.82	50.67	28399.83
长期负债					
长期借款	1100.00	1000.00	1000.00	-4.65	6000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	-	0.00
长期应付款	6629.63	6229.61	6580.00	-0.37	6910.00
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	7729.63	7229.61	7580.00	-0.97	12910.00
递延税项					
递延税项贷款					
负债合计	16801.12	19518.31	28174.82	29.50	41309.83
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	2700.00	4800.00	33.33	4800.00
资本公积	1360.78	1362.28	2531.12	36.38	2898.12
盈余公积	1694.99	2033.06	2565.24	23.02	2565.24
其中：法定公益金	0.00	0.00	0.00	-	0.00
未分配利润	8369.43	12109.63	16201.72	39.13	23227.75
未确认的投资损失（以“-”号填列）					
外币报表折算差额					
所有者权益合计	14125.20	18204.98	26098.09	35.93	33491.12
负债及所有者权益合计	30926.32	37723.28	54272.91	32.47	74800.95

附件 2 公司利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-9 月
一、主营业务收入	67140.06	68105.63	84087.02	11.91	78690.19
减: 主营业务成本	62143.81	62994.31	77289.20	11.52	70954.60
主营业务税金及附加	19.75	11.17	18.37	-3.58	18.96
加: 代购代销收入	0.00	0.00	0.00		0.00
二、主营业务利润	4976.50	5100.15	6779.46	16.72	7716.63
加: 其他业务利润	0.00	0.00	0.00	-	0.00
减: 营业费用	78.05	39.11	40.03	-28.39	35.86
管理费用	683.93	507.33	574.30	-8.36	376.74
财务费用	679.56	514.63	885.30	14.14	949.40
其他	0.00	0.00	0.00		0.00
三、营业利润	3534.96	4039.08	5279.83	22.21	6354.63
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	-	3.55
补贴收入	0.00	0.00	0.00	-	0.00
营业外收入	0.00	0.00	0.00	-	2.50
其他	15.27	50.90	75.18	-	0.00
减: 营业外支出	0.00	11.70	33.20	-	32.18
其他支出	0.00	0.00	0.00	-	0.00
加: 以前年度调整	0.00	0.00	0.00	-	0.00
四、利润总额	3550.23	4078.28	5321.81	22.43	6328.50
减: 所得税	887.56	0.00	0.00	-100.00	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	2662.67	4078.28	5321.81	41.37	6328.50

附件 3-1 公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 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	73685.07	75520.94	93870.28	12.87	87024.40
收到的税费返还	0.00	745.66	0.00	-	0.00
收到的其他与经营活动有关的现金	15.27	50.90	75.18	121.91	2.50
经营活动产生的现金流入小计	73700.34	76317.50	93945.47	12.90	87026.90
购买商品、接受劳务支付的现金	60840.66	65954.73	86414.84	19.18	71886.97
支付给职工以及为职工支付的现金	6636.70	6693.83	1761.72	-48.48	1557.27
支付的各项税费	2135.17	1069.93	229.43	-67.22	291.04
支付的其他与经营活动有关的现金	0.00	11.70	33.20	-	32.18
经营活动产生的现金流出小计	69612.53	73730.20	88439.20	12.71	73767.46
经营活动产生的现金流量净额	4087.81	2587.31	5506.27	16.06	13259.44
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	0.00	-	3.55
投资活动产生的现金流入小计	0.00	0.00	0.00	-	3.55
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	2135.96	1041.73	4687.51	48.14	7488.38
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	2135.96	1041.73	4687.51	48.14	7488.38
投资活动产生的现金流量净额	-2135.96	-1041.73	-4687.51	48.14	-7484.83
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资所收到的现金	0.00	0.00	2100.00	-	0.00
借款所收到的现金	6930.00	10440.00	16120.00	52.52	15400.00
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	6930.00	10440.00	18220.00	62.15	15400.00
偿还债务所支付的现金	6075.00	8240.00	13520.00	62.90	10560.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	2219.56	685.63	885.30	-36.84	949.40
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	8294.56	8925.63	14405.30	31.78	11509.40
筹资活动产生的现金流量净额	-1364.56	1514.37	3814.70	#NUM!	3890.60
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	587.29	3059.95	4633.45	180.88	9665.21

附件 3-2 公司现金流量表（补充资料）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-6 月
净利润	2662.67	4078.28	5321.81	6328.50
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	1195.74	1279.48	1335.93	1021.73
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)	23.74	-19.16	21.45	-98.58
预提费用增加(减:减少)	143.26	-90.17	24.81	-114.82
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	679.56	514.63	885.30	949.40
投资损失(减:收益)	0.00	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)	1533.01	-748.96	-3118.91	-44.85
经营性应收项目的减少(减:增加)	-1451.59	-3206.66	-2088.87	-3992.79
经营性应付项目的增加(减:减少)	-698.59	779.86	3124.75	9214.41
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	4087.81	2587.31	5506.27	13259.44
三、现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	5640.28	2580.33	9528.06	19938.94
减：现金的期初余额	1993.04	2580.33	4894.61	10273.73
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	0.00
现金及现金等价物净增加额	3647.23	3059.95	4633.45	9665.21

附件 4 主要财务指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	14.19	12.78	12.80	-
存货周转次数(次)	11.54	10.94	10.05	-
总资产周转次数(次)	2.17	1.98	1.83	--
现金收入比(%)	109.75	110.89	111.63	110.59
盈利能力				
主营业务利润率(%)	7.41	7.49	8.06	9.81
总资本收益率(%)	14.86	14.98	13.39	--
净资产收益率(%)	18.85	22.40	20.39	-
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	7.22	5.21	3.69	15.19
全部债务资本化比率(%)	37.18	40.63	43.70	50.08
资产负债率(%)	54.33	51.74	51.91	55.23
偿债能力				
流动比率(%)	156.96	173.11	147.46	157.81
速动比率(%)	97.60	123.20	102.53	125.07
经营现金流动负债比(%)	45.06	21.05	26.74	-
EBITDA 利息倍数(倍)	8.00	11.43	8.52	-
全部债务/EBITDA(倍)	1.54	2.12	2.69	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.23	0.12	0.04	-
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.88	3.01	0.92	-
本期集合票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.08	1.17	1.51	-
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	14.74	15.26	18.79	-
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.82	0.52	1.10	-
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.39	0.31	0.16	-

注：公司 2011 年前 3 季度数据未经审计。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
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 6 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

信用等级公告

联合[2011] 089 号

联合资信评估有限公司通过对山东蓝天钢结构工程有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

山东蓝天钢结构工程有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十一月十六日



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

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、山东蓝天钢结构工程有限公司主体长期信用等级自 2011 年 11 月 16 日至 2012 年 11 月 15 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一一年十一月十六日
评级业务专用章

山东蓝天钢结构工程有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: BBB⁻
评级展望: 稳定
评级时间: 2011 年 11 月 16 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 9 月
资产总额(万元)	8073.02	15016.31	21100.26	23116.48
所有者权益(万元)	5900.49	8266.07	10950.70	13551.28
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	1800.00	6420.00	10000.00	9300.00
主营业务收入(万元)	34079.11	53396.73	63822.60	53215.46
利润总额(万元)	1850.48	2473.38	2976.47	3020.97
EBITDA(万元)	2302.34	3037.98	4132.09	-
经营性净现金流(万元)	414.86	1565.93	2559.84	1109.81
主营业务利润率(%)	7.85	6.56	6.82	7.88
净资产收益率(%)	26.59	26.20	24.52	--
资产负债率(%)	26.91	44.95	48.10	41.38
全部债务资本化比率(%)	23.38	43.71	47.73	40.70
流动比率(%)	227.50	139.36	130.23	166.57
全部债务/EBITDA(倍)	0.78	2.11	2.42	-
EBITDA/本期中期票据余额(倍)	0.77	1.01	1.38	-

注: 2011 年前三季度报表未经审计。

分析师

刘新宇
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对山东蓝天钢结构工程有限公司 (以下简称“蓝天钢构”或“公司”) 的评级反映了公司作为一家以彩涂板生产销售为主的民营企业, 近年来产能持续扩张、业务快速增长和整体管理水平较高等综合优势。同时, 联合资信也注意到钢铁行业的景气度波动、公司债务负担加重和对外担保规模较大等不利因素可能给公司信用水平带来的负面影响。

2011 年, 公司新建的高速彩涂线建成投产, 其生产规模进一步扩大, 收入利润水平将稳步提高。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司所属山东博兴地区, 是全国板材中心, 规模效应、集成效应显著, 公司发展外部环境良好。
2. 公司产能持续扩张, 业务规模和收入水平持续快速增长。

关注

1. 钢材等原材料价格波动, 影响公司盈利水平。
2. 公司债务负担呈加重趋势。
3. 公司对外担保规模较大, 担保比率较高。

一、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”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2010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2010年底，公司资产总额为21100.26万元，所有者权益为10950.70万元。2010年，公司实现主营业务收入63822.60万元，利润总额2976.47万元；公司经营活动产生的现金流量净额为2559.84万元。

截至2011年9月底，公司资产总额为23116.48万元，所有者权益为13551.28万元。2011年1~9月，公司实现主营业务收入53215.46万元，利润总额3020.97万元；公司经营活动产生的现金流量净额为1109.81万元。

公司注册地址：博兴县店子镇工业园；法定代表人：王连山。

二、本期集合票据概况

公司计划于本次注册发行集合票据 3000 万元（以下简称“本期集合票据”），期限 3 年，本期集合票据发行所募集资金中 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。

三、行业分析

公司主要从事镀锌板和铝锌复合板的生产与销售业务。镀锌板和铝锌复合板是钢铁加工业下的涂镀子行业。

1. 行业现状

镀锌板是指通过热浸镀锌、电镀锌或预涂层镀锌等工艺在冷轧钢板表面涂上一层金属锌的钢板，在进行镀锌处理后可以防止钢板遭受腐蚀并延长其使用寿命。镀锌板可以直接作为终端产品应用，也可以作为彩涂板的基板继续加工；作为终端产品，主要应用于建筑、汽车、家电、工程机械、轮船、容器制造等行业。

彩涂板是将冷轧板、镀锌板等基板进行表面化学处理后涂敷或复合有机薄膜，再经烘烤固化而制成的钢板，具有良好的装饰性和耐腐蚀性。彩涂版种类繁多，包括耐高温涂层板、灭菌涂层板、不粘雪涂层板、耐指纹涂层板、自熄涂层板等；主要用于钢构建筑上，应用形式主要是夹芯板和瓦楞板。

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。

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。其中，镀锌板和彩涂板在建筑领域的应用主要是工业和民用建筑屋面板，瓦楞屋顶、墙壁、雨水管道、通风道等。

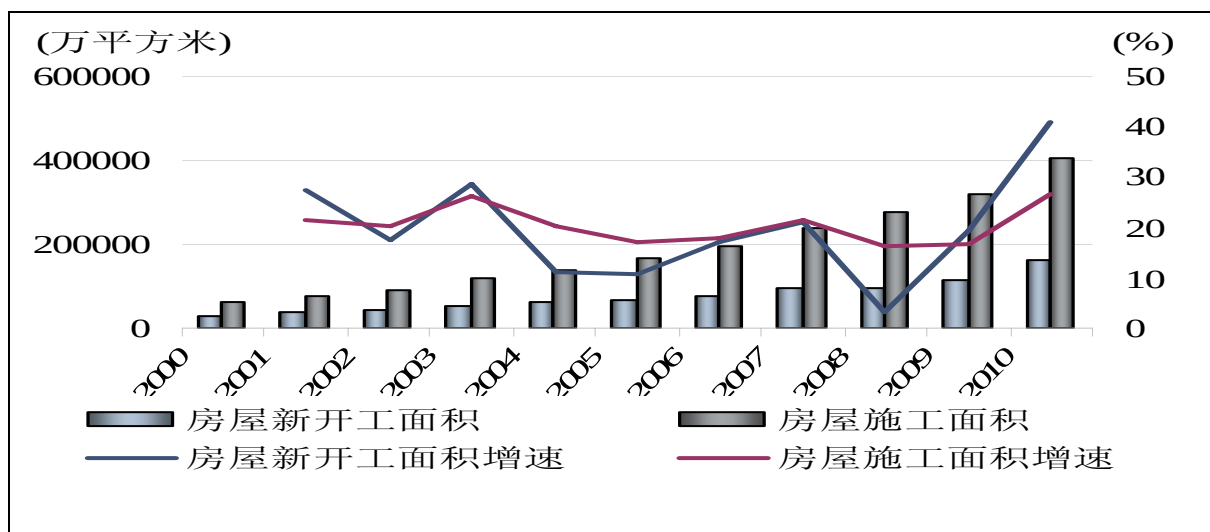
2000年之前，中国镀锌板和彩涂板产量和消费量比较少。随着中国经济的快速发展，镀锌板和彩涂板消费量大幅增长，“十五”期间，生产线的建设主体主要是宝钢、鞍钢、武钢、本钢、首钢、唐钢等大型钢铁企业，生产线也多从美国、日本、韩国引进，机组产能较高，装备也比较先进。“十一五”期间，民营企业成为镀锌板和彩涂板生产线的投资主体，但装备水平和产品档次相对较低，目前民营企业的单条生产线的产能多集中于10万吨/年。不完全

的统计数据显示，截至2010年底，中国镀锌板产能超过4000万吨/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；其中，全国镀锌板生产线超过220条，其中150多条属于民营企业，60多条属于大型钢厂，10多条属于外资企业。

2005年以来，中国工业经济的飞速发展带

动了各类厂房的大量建设，同期房地产市场也迅速发展，房地产开发投资额和房屋施工面积均保持了平均20%以上的增长速度。另外，近年中国自然灾害发生频繁，特别是重大地震、泥石流灾害事故，导致大量房屋毁损，简易板房需求量大幅增长。

图1 房地产新开工面积和施工面积

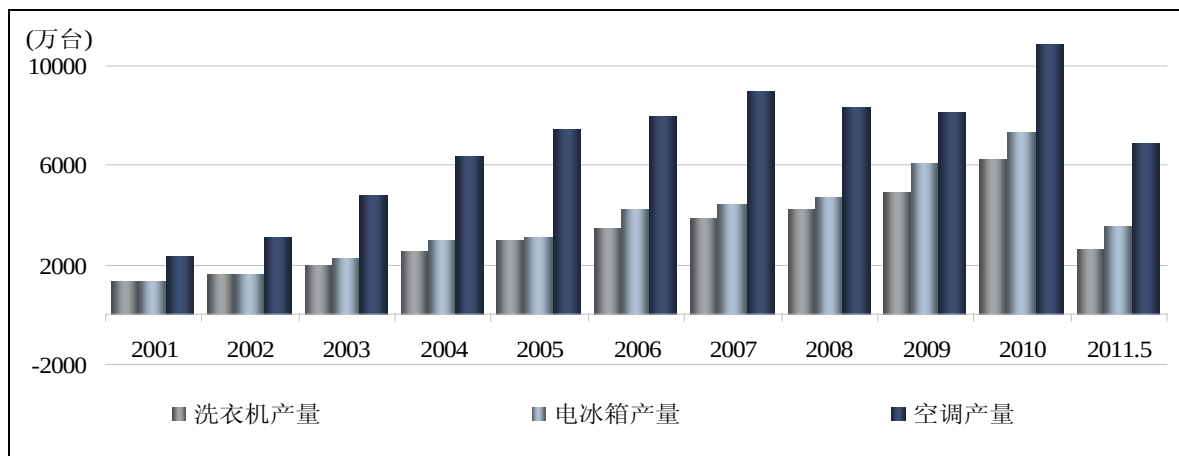


资料来源：wind 资讯

据相关估计，平均一台空调约消耗 22 公斤镀锌板，一台洗衣机约消耗 8 公斤镀锌板，一台冰箱消耗约 3 公斤镀锌板；另外，冷柜、微波炉、厨房电器、电脑等家用电器也有一定量镀锌板消耗。

中国是家电生产大国，近年家电生产量大幅上升，2010 年中国完成家用空调 10900 万台、家用洗衣机 6208 万台、家用冰箱产量 7301 万台；据此估算，2010 年家电消耗的镀锌板超过 300 万吨。中国巨大的家电生产量也成为拉动镀锌板消费需求的又一动力。

图2 中国空调、电冰箱及洗衣机产量情况



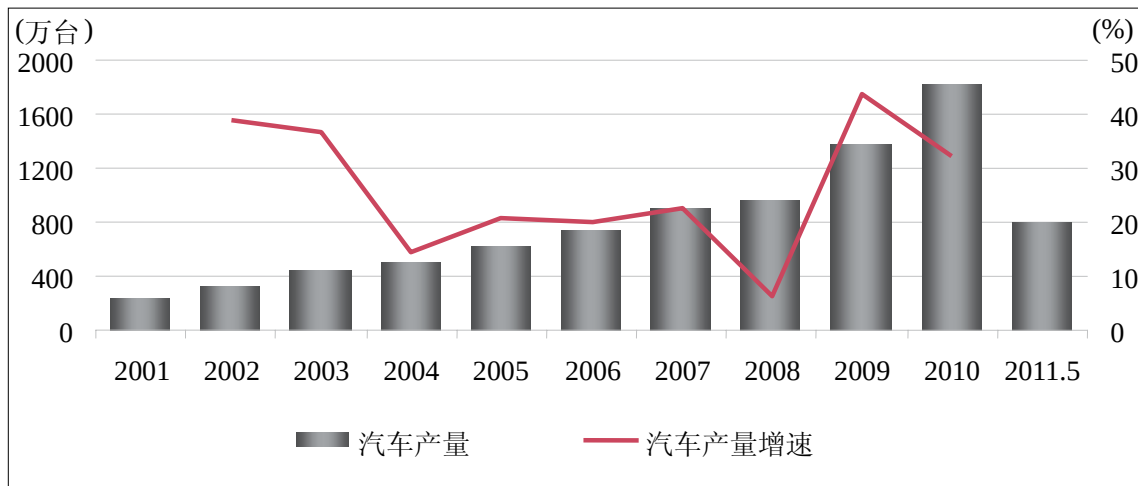
资料来源：wind 资讯

中国汽车行业近年保持较快发展，汽车产销量年均增长率超过 20%。随着居民收入水平增长，国内市场需求不断扩大，2010 年汽车市场维持高速增长，2010 年中国汽车产销分别为 1827 万辆和 1806 万辆，同比分别增长

32.14%和 32.37%，为世界第一大汽车产销国。

据估计，单辆汽车消耗镀锌板约 350 公斤，以此推算，2010 年汽车行业约消耗镀锌板 640 万吨。中国汽车行业的快速发展也对镀锌板的需求形成有力支撑。

图 3 中国汽车产量及增速情况



资料来源：wind 资讯

总体上，受益于房地产行业、家电、汽车等行业的发展，中国镀锌板和彩涂板市场消费量快速增长。尽管 2008 年宏观经济受国际金融危机影响，消费量增长减缓，但仍保持了稳定；2010 年以来，镀锌板和彩涂板需求量平稳增长，2010 年中国完成镀锌板产量 1245.00 万吨，完成彩涂板产量 553.80 万，分别较上年增长 60.55% 和 9.84%。2011 年以来，宏观经济波动发展，使镀锌板和彩涂板需求量略有上升，2011 年 1~3 月，中国镀锌板生产量完成 352.91 万吨，彩涂板生产量完成 139.70 万吨，同比分别增长 26.05% 和 25.97%。

下，产品出口也明显增长，2005~2007 年中国镀锌板出口量成倍增长；但自 2008 年起，受金融危机影响、出口关税提高和欧盟反倾销调查等因素影响，中国镀锌板出口量大幅下降；2010 年以来，镀锌板出口状况大幅改善，出口 150 万吨。

中国彩涂板出口量在 2006 年只有 16.98 万吨左右，2007 年出口量较上年增长 58.21%；但受金融危机影响，2009 年中国彩涂板出口量大幅下降。2010 年以来，宏观经济的向好以及国外反倾销调查的结束，使彩涂板出口量大幅增长，达 37.86 万吨。

表 1 近年中国镀锌板、彩涂板生产情况

单位：万吨

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
镀锌板	702.73	671.67	775.44	1245.00
彩涂板	317.20	338.70	504.20	553.80
合计	1019.93	1010.37	1279.64	1798.80

资料来源：中国钢铁工业协会。

表 2 近年中国镀锌板、彩涂板进出口情况

单位：万吨

出口	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-3 月
镀锌板	99.44	65.54	150.00	52.56
彩涂板	25.69	14.00	37.86	7.45
合计	125.13	79.54	187.86	60.01

资料来源：中国钢铁工业协会。

在中国镀锌板生产规模逐年扩大的情况

2. 行业关注

行业产能过剩

自 2003 年以来，特别是 2005 年以来，中国镀锌板和彩涂板生产线和生产能力大幅增长；其中，又以民营企业为主要投资主体；目前镀锌板和彩涂板的产能分别超过 3000 万吨和 1000 万吨，民营企业的生产能力超过 50%。但是，从产量上看，2009 年中国镀锌板和彩涂板的产能利用率只有 50% 左右，产能大量过剩，不利于行业的有序发展。

产品质量有待提升

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。总体上，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。

产品标准、行业标准有待改进

由于中国使用镀锌板和彩涂板的时间相对较短，但发展迅速，原有的产品标准和行业标准已不能适应市场发展的需求，也不存在强制性的质量保障措施。目前市场主体各自制定生产标准、生产规格，无统一的行业标准和行业标准；因此，生产企业为提升市场份额，随意降低加工质量，比如基本厚度、镀锌和涂漆厚度下降、涂漆质量降低等。

同时，目前中国尚没有此行业统一的相关管理组织或自律组织，另外，中国也未对此行业生产企业设立相应的市场准入制度，行业管理、行业规范比较散乱。

3. 行业发展

中国工业经济的发展，以及城镇化进程的逐步推进，将使得各类厂房、板房等建筑物大量增加，并带动镀锌板和彩涂板的需求量增长。同时，建筑材料的升级，混凝土向钢结构的转变，也将带动镀锌板的需求增长。

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。

因此，总体上看，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。

四、基础素质

1. 企业规模

公司成立于 2004 年 9 月，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，同时还经营部分彩钢板、镀锌板、带钢等产品的钢材贸易。

公司主要生产线情况介绍：公司现拥有两条彩涂线，可年产彩涂板 15 万吨，其中一线生产于 2005 年投产，二线于 2007 年投产，截至 2011 年 9 月底，公司产能位于兴福钢板市场第五名。

公司自成立以来，多次获得政府各部门表彰，多次被滨州市工商局评为信用民营企业，2008 年和 2009 年连续被县政府评为年度信用企业。公司总经理王连刚也多次被评为优秀民营企业企业家等称号。2010 年公司先后获得“山东省诚信企业”，“消费者满意单位”和“重大项目新建企业”。

总体看，公司作为新兴的民营企业，产业结构互补性较强，规模优势明显，整体竞争能力较强。

2. 人员素质

公司执行董事王连山。男，出生于 1973 年，大专学历。1997~2001 年在在福旺板材市场从事

镀锌板经营。2002~2004 年在福旺板材市场任盛达涂层公司彩涂板总代理。2004 至今担任山东省蓝天钢结构工程有限公司执行董事及法人代表。

截至 2011 年 9 月底,公司拥有在岗员工 236 人,从学历构成看,高中及以下占 27%,中专占 31%,大专以上占 42%;从年龄构成看,35 岁以下占 76%,36 岁~50 岁占 20%,50 岁以上占 4%。

总体来看,公司员工年龄构成合理,高级管理人员综合素质较高,熟悉公司的业务及发展方向,有利于公司的长远发展。

五、管理体制

1. 治理结构

公司是由自然人发起成立的民营企业,股东大会为最高权力机构,股东大会决定公司的重大事宜。公司设立执行董事,执行董事任期三年,任期届满连选可以连任,执行董事负责制定公司的投资计划和经营方案及内部管理机构;公司设立总经理一人,负责公司的具体经营和管理。总体来看,公司法人治理结构已基本建立。

2. 内部管理

公司内设供应部、生产部、贸易部、人力资源部、财务部、审计部等部门,并逐步完善了内部管理制度。

财务管理:公司建立健全了各项财务制度,如结算管理制度、存货出入库管理制度、低值易耗品和固定资产管理制度等,规范企业经营行为,完善财务内部流程,做好财务内部控制,为企业经营和高层决策提供依据。

投资管理:投资活动由股东会制订投资计划,由总经理进行落实。由项目部具体实施,项目部分分解投资计划,包括具体的设备计划和土建计划等,经审计部审核后,向财务部报送资金需求,项目正式开展。项目部负责整个项目的实施。竣工后,由相关部门出具验收报

告。合格后进行试生产,项目完成。

销售管理:主要通过业务代表销售产品,由商务助理对各业务代表销售的货物进行登记,与客户签订合同。财务部确认客户付款后,开具销售单据,发货并开具发票,交付客户。交易完成后将合同整理入册,由销售部进行专门管理。

员工激励:人力资源部制定招聘、考核、升职、奖惩、职称和技术登记,评定等人力资源管理的方针政策,进行协调和指导各用人部门的人才招聘、员工培训、绩效考评、薪酬福利等工作六、协调处理好劳动关系。进行工资核算、员工培训、员工意外伤害险的入保退保;负责工资核算、考勤工作。

安全管理:公司成立安全生产委员会作为安全生产管理机构,法人代表是公司安全生产第一责任人。在经营中认真贯彻执行各项安全生产法规、制度和标准,建立、健全了公司安全生产责任制度,全面贯彻安全生产人人有责的理念,使每一个员工参与到安全工作中去。

生产管理:生产部全面负责公司的生产及仓储工作。车间主任主管车间的生产安排及人员管理工作。保管员负责材料成品的出入库工作。生产部应进行全面质量管理,不断降低产品成本,提高产成率和合格率。

总体看,公司管理体系运行顺畅,内部管理严格,整体管理水平较高,管理风险低。

六、生产经营

1. 业务构成

公司位于江北最大的钢结构板材生产销售基地——博兴县兴福钢板市场,公司创始人最初以经营钢材贸易为主,随着公司资本和市场经验的不断积累,开始向上游发展,并在 2004 年投资兴办了山东蓝天钢结构工程有限公司。截至 2010 年底,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。2008~2010 年及 2011 年 1~9 月,公司主要经营业务状况见下表:

表3 公司生产经营情况

(单位: 万元、%)

项目	2008 年度			2009 年度			2010 年度			2011 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	23105.75	21406.46	7.35	37743.49	34985.69	7.31	45908.15	42926.2	6.49	38152	35227	7.7
钢构产品	5190.42	4728.18	8.91	9707.16	9173.55	5.5	11951.88	10959.98	8.3	8731	7945	9
镀锌板	5374.43	4859.72	9.58	4592.84	4386.78	4.49	4579.1	4289.89	6.32	5829	5374	7.8
其他	408.51	379.52	7.1	1353.24	1307.07	3.41	1383.47	1198.27	13.39	503	455	9.5
合计	34079.11	31373.88	7.94	53396.73	49853.08	6.64	63822.6	59374.34	6.97	53215	49001	7.89

资料来源: 公司审计报告

2. 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68%左右。

表4 2010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	4320	11.5
2	唐山丰南	4210	11.2
3	首钢集团	3660	9.79
4	山东瑞宸工贸	990	2.6
5	天津凤鸣	640	1.7

资料来源: 公司提供

表5 2011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	天津恒兴公司	6,100	13.1
2	博兴天成公司	5,500	11.8
3	博兴众力工贸公司	3,200	6.9
4	山东恒通板材公司	1,050	2.3
5	大连金玉化工公司	950	2.0

资料来源: 公司提供

在资金结算方面, 公司一般先预付款20%~30%, 货到后再付余款, 但在近年来预付款比例有逐年提高的趋势。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。

价格方面, 近年公司主要原材料价格出现一定的波动, 变化范围在4%~5%左右, 波动不大。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。

表6 2008年以来采购量及价格

镀锌卷	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~9 月
采购量(吨)	52500	82000	95000	90000
平均采购价格(元)	5000	4850	4870	4900
市场均价	5000	4850	4870	4900

资料来源: 公司提供

3. 产品生产

公司自行生产制造的产品以彩涂板为主, 公司现拥有两条彩涂线, 可年产彩涂板15万吨。公司彩涂板的生产模式采取定单生产和标准化生产相结合的方式, 每个季度公司根据销售部门下的订单进行生产, 在订单不足的时候公司适当备足存货, 并通过市场人员对外销售。此外公司还根据市场情况和公司具体生产需求, 将少部分彩涂板的生产原料——镀锌卷对外销售, 形成了公司的贸易业务。

2008年, 公司投产了另一条生产线, 使得产能规模大幅增长, 彩涂板的销售量同比大幅增长, 2009年产量增长75%; 2010年公司产量9万吨, 同比增长20%; 从销售获利能力来看, 公司近三年的销售毛利率分别为7.35%、7.31%和6.49%, 受市场原因影响公司主营业务盈利能力有所下降, 2011年1~9月公司产量13万吨, 销售毛利率7.89, 有所回升。

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，近年来销售毛利率逐年下降。

表7 2008年以来生产情况

指标名称		2008年	2009年	2010年	2011年1~9月
彩钢板	产能(万吨)	8	10	15	15
	产量(万吨)	4	7.5	9	9
	销量(万吨)	3.6	6.5	8	8
	产销率(%)	90%	89%	89%	90
	销售均价(元/吨)	5900	5800	5850	5700
钢构	产能(万吨)	3	3	5	3
	产量(万吨)	0.1	2	4.5	2
	销量(万吨)	0.1	2	4.5	2
	产销率(%)	100%	100%	100%	100%
	销售均价(元/吨)	4600	4500	4500	4400
镀锌板	销量(万吨)	1.2	0.84	0.9	1
	销售均价(元/吨)	5000	4850	4860	5050

资料来源：公司提供

2007年以来，在彩涂板产能提高的带动下，公司销售收入水平同比大幅上升，年均增长151.84%；2009年，公司实现营业收入53396.73万元，其中彩涂板占比为70.69%，镀锌板占比为8.60%，钢构产品占比为18.18%，其他占比为2.53%。

2010年，公司实现主营业务收入63823万元，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%；公司业务构成没有发生大的变化。

2011年1~9月，公司实现主营业务收入53215万元，其中彩涂板占比为72%，镀锌板占比为11%，钢构产品占比为16%，其他占比为1%；公司业务构成没有发生大的变化。

4. 产品销售

公司的销售主要由营销部门负责，并在部门下设彩涂部和钢构部两个分部，分别负责彩涂板、镀锌板产品和钢构产品的订单承揽和销售工作。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，2007年以来，前5家客户的销售占比逐年减少，2010年，前5家客户销售销售额占销售总额的比例为20.1%，2011年1~9月，前5家客户销售销售额占销售总额的比例为27%，客户集中度风险较低。

在销售回款方面，在市场行情较好的销售环境下，公司一般采取款到付货的现金结算方式，在市场环境较低迷的环境下，公司可适当放宽回款条件。2007~2009年，公司面临的市场环境逐年好转，公司应收账款规模逐年减少，销售基本上以款到发货方式为主。

从销售价格上来看，2007~2009年，公司销售的镀锌板价格约4800~5000元/吨左右，彩涂板的销售单价约在5500~6000元/吨。2010年公司主要产品销售价格主要集中在5600~6200元/吨之间，价格稳中有升。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。

表8 公司前五名客户情况

客户名称	主要销售产品	2008		2009		2010年		2011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	2000	6.0%	2400	5.0%	3500	5.4%	2650	5.0%
南阳蓝天公司	彩涂板	2200	6.6%	2300	4.8%	2800	4.4%	2500	4.7%
濮阳精诚彩钢	彩涂板	2500	7.5%	2600	5.4%	3000	4.7%	2450	4.6%
临清一建公司	彩涂板	1400	4.2%	1800	3.8%	1600	2.5%	2140	4.0%

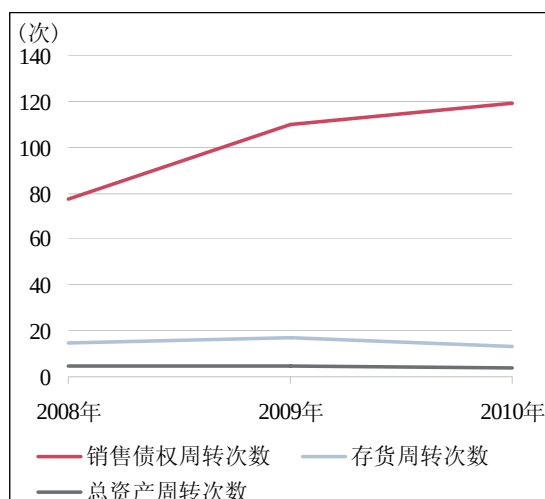
长春远大钢构公司	钢构产品	1300	3.9%	1500	3.1%	2000	3.1%	1600	3.0%
----------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

资料来源：公司提供

5. 经营效率

从经营效率指标看，2008～2010年，公司销售债权周转次数分别为77.07次、110.21次和119.12次，三年平均值为108.04次，销售债权周转效率较高；公司存货周转次数分别为14.64次、16.69次和13.00次，三年平均值为14.44次，存货周转效率较高；总资产周转次数分别为4.84次、4.63次和3.53次，三年平均值为4.12次，总资产周转效率较高。

图4 2008～2010年公司经营效率指标



资料来源：公司审计报告

总体来看，公司近年来经营业务规模大幅增长，经营效率较高。

6. 在建项目

2011年，公司在建项目高速彩涂线将建成投产，建成后可新增彩涂板产能15万吨/年，届时总产能将达到年产30万吨彩涂板的规模。企业规模进一步扩大。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2008～2009年财务报表由国富浩华会计师事务所有限公司审计，2010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。2011年3季度财务报表未经审计。

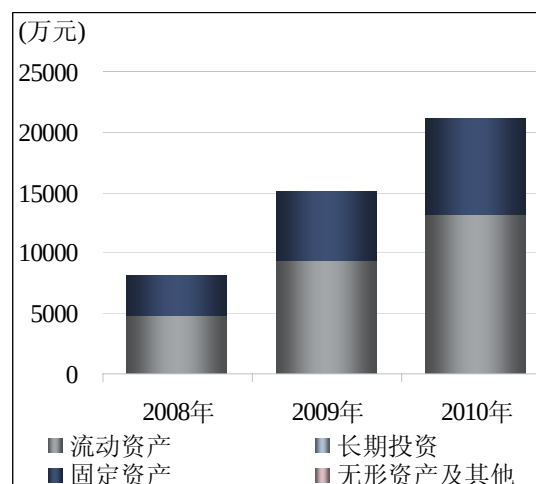
截至2010年底，公司资产总额为21100.26万元，所有者权益（含少数股东权益）为10950.70万元。2010年，蓝天钢构实现主营业务收入63822.60万元，利润总额2976.47万元；公司经营活动产生的现金流量净额为2559.84万元。

截至2011年9月底，公司资产总额为23116.48万元，所有者权益为13551.28万元。2011年1～9月，公司实现主营业务收入53215.46万元，利润总额3020.97万元；公司经营活动产生的现金流量净额为1109.81万元。

2. 资产构成

2008～2010年底，公司资产总额年均增长61.67%，资产总额快速增长，主要是近年来业务规模扩张所致。截至2010年底，公司资产总额达到21100.26万元，其中流动资产占62.64%，固定资产占37.36%。近年来资产构成基本稳定

图5 公司资产构成



资料来源：公司审计报告

2008～2010年底，公司流动资产快速增长，年均增长63.54%，2010年底为13218.10万

元,其中货币资金、预付账款和存货占比较高。

2008~2010年底,公司货币资金年均增长115.43%,2010年底为3689.11万元,主要是现金及银行存款;同期,应收账款波动中有所下降,年均下降13.03%,2010年底为271.65万元,公司应收账款均在一年以内,欠款单位近年来与公司保持稳定的合作关系,尚未发生过货款拖欠,预计未来形成坏账的风险较小。

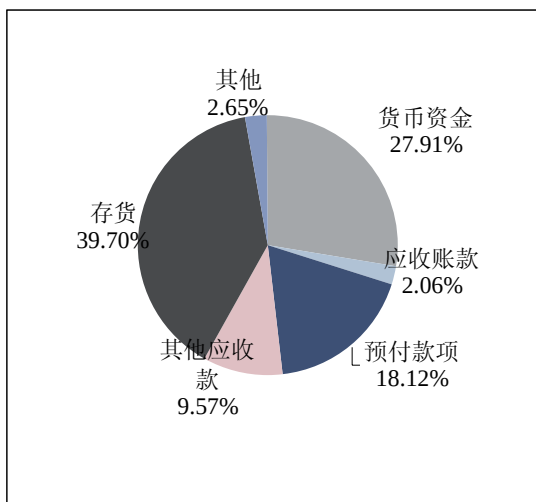
表9 2010年公司应收账款构成
(单位:万元)

欠款单位	性质或内容	金 额
恒台万新公司	货款	81.11
邢台腾飞公司	货款	54.02
吉林长城公司	货款	130.52
合计		271.65

资料来源:公司审计报告

随着业务规模的不断扩大,公司预付账款和存货增幅较为明显,2008~2010年底,公司预付款项快速增长,年均增长73.68%,2010年底为2394.56万元,主要是预付的原材料采购款;同期公司存货快速增长,年均增长58.44%,2010年底为5247.57万元,其中原材料和产成品增幅保持同步。

图6 2010年底公司流动资产构成



资料来源:公司审计报告

2008~2010年底,公司固定资产保持较快增长,公司固定资产快速增长,年均增长

53.14%,2010年底为7341.84万元,主要是新建成投产的生产设备,2010年底,公司在建工程为540.32万元,为公司在建的第三条高速彩涂生产线。

截至2011年9月底,公司资产总额为23116.48万元,较2010年底增长9.56%,其中流动资产占68.92%,非流动资产占31.08%,基本上保持稳定。

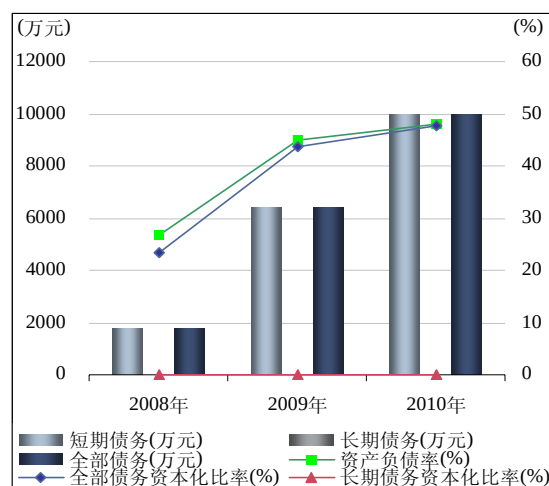
总体看,公司资产构成合理,资产流动性正常,资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

2008~2010年底,公司所有者权益快速增长,年均增长36.23%,2010年底为10950.70万元,主要是股东注资和利润积累所致。公司股东于2008年和2009年底分别限公司注资1000万元和1000万元,该注资已由经山东天成联合会计师事务所审验,并出具鲁天成验字【2008】55号和【2009】126号验资报告。

截至2010年底,公司所有者权益中股本占22.99%、资本公积占0.00%、盈余公积占12.52%、未分配利润占64.48%;其中归属于母公司所有者权益占100.00%。公司所有者权益结构稳定一般。

图7 公司债务结构



资料来源:公司审计报告

2008~2010年底,公司负债总额快速增长,年均增长116.14%,2010年底为10149.56万

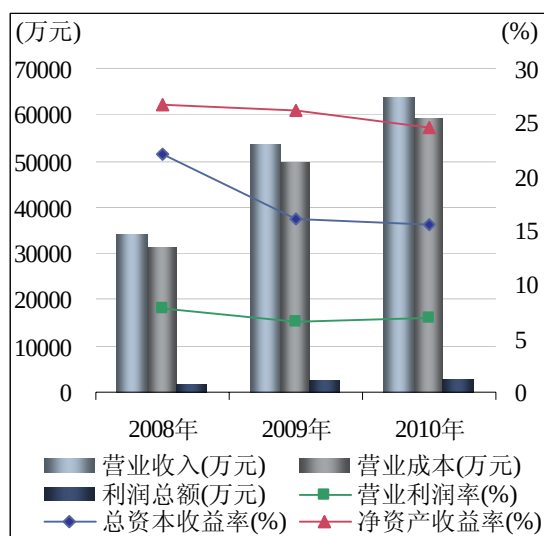
元，主要是业务规模扩张引起短期借款增加所致。其构成全部为流动负债，其中短期借款为5800.00万元，年均增长129.62%，应付票据为4200.00万元，年均增长144.95%，有息债务增加较为明显。

2008~2010年底，公司资产负债率三年平均值为42.92%，全部债务资本化比率三年平均值为41.66%；截至2010年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为48.10%和47.73%，较2009年底分别上升3.15个百分点和4.02个百分点。公司债务负担明显加重。

截至2011年9月底，公司负债总额为9565.19万元，较2010年底增长-5.76%，其中流动负债占100.00%；同期，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41.38%、40.70%和0.00%，较2010年底分别下降6.72个百分点、7.03个百分点和0.00个百分点，公司债务负担有所下降。

4. 盈利能力

图8 公司收入及盈利情况



资料来源：公司审计报告

受益于2009年以来产能的扩张和市场的拓展，公司主营业务收入近期大幅提高，三年年均增长率达到36.85%，2010年为63822.60万元。从主营业务盈利情况看，公司主要产品彩钢板和钢构业务均呈现盈利能力波动现象，但

总体毛利率呈现下降趋势，近三年分别为7.85%、6.56%和6.82%，三年平均值为6.95%。从期间费用看，公司近三年期间费用占主营业务收入的比例为2.42%、1.93%和2.16%，呈波动下降趋势。

在收入水平大幅提高的带动下，公司2008~2010年利润总额年均增长26.83%；净利润年均增长30.81%；2010年分别达到2976.47万元和2684.63万元，2010年为增长幅度明显。

2011年1~9月，公司实现营业收入和利润总额分别为53215.46万元和3020.97万元，占2010年全年的比重分别为83.38%和101.50%，公司整体经营状态良好。2011年1~9月，公司营业利润率为7.88%，较2010年上升1.06个百分点，公司利润水平继续保持较高水平。

总体看，公司近年来业务规模扩张较快，收入和利润水平显著提高，盈利能力在2011年前三季度有所回升。

5. 现金流

从经营活动来看，2008~2010年，公司经营产生的现金流入量均为销售商品、提供劳务收到的现金，三年年均增长36.83%，保持较快的增长速度；经营活动产生现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金，三年年均增长36.39%，略高于现金流入的增长幅度；同期，公司经营产生的现金流量净额分别为414.86万元、1565.93万元和2559.84万元，年均增长148.40%，呈现快速增长态势。

从现金收入实现质量来看，2008~2010年，公司现金收入比分别为114.71%、115.62%和114.68%，三年平均值为114.97%，公司现金实现质量较好。

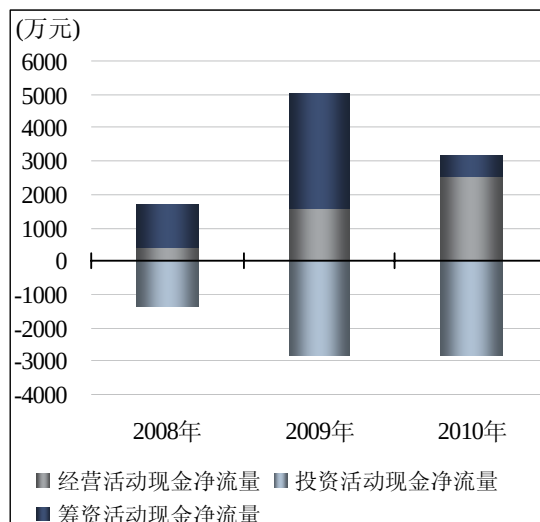
从投资活动来看，2008~2010年，公司投资活动现金流入主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，2010年为2813.03万元，主要用于投资在建第三条高速彩涂生产线；2008~2010年，公司投资活动现金流量净额均为负值，分别为-1326.65万元、

-2830.68 万元和 -2813.03 万元，年均增长 45.62%。

2008~2010年，公司筹资活动前产生的现金流量净额分别为-911.79万元、-1264.74万元和-253.19万元，公司经营活动现金流量无法满足投资的资金需求，资金缺口和对外筹资压力较大。

2008~2010年，公司筹资活动现金流入主要是银行借款所收到的现金，年均增长 53.39%，伴随着业务规模的扩张而大幅增加。筹资活动现金支出主要是偿还债务和支付一定的股利及银行利息；同期，公司筹资活动现金流量净额分别为1295.44万元、3482.09万元和626.92万元，年均下降30.43%。

图9 公司现金流量



资料来源：公司审计报告

2011年1~9月，公司经营性现金流入和净流量分别为61074.96万元和1109.81万元，分别占2010年全年的83.44%和43.35%，公司经营情况正常；同期，公司投资性现金流出和净流出量均为42.25万元，占2010年全年的1.50%，公司投资活动现金支出大幅下降。

总体来看，公司经营活动产生的现金流入规模稳定，获取现金的能力尚可，投资活动支付的现金规模有所减少，对外筹资仍是解决资金余缺的主要手段。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2008~2010年底，公司流动比率三年平均值为152.42%；速动比率三年平均值为90.06%，2010年底为78.53%；经营性现金流动负债比率三年平均值为23.39%，2010年底为25.22%，经营活动现金流对流动负债的保护程度较好。2011年9月底，公司流动比率和速动比率分别为166.57%和97.78%，较2010年分别底上升36.34%和19.25%，公司短期偿债能力增强。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2008~2010年，公司EBITDA利息倍数三年平均值为11.64倍，2010年为7.05倍，EBITDA对利息保护较好；全部债务/EBITDA倍数三年平均值为2.00倍，2010年为2.42倍，EBITDA对全部债务保护能力较好。总体看，公司对全部债务保护能力较强。

截至2011年9月底，公司对外提供的担保总额为5600万元，担保比率为41.33%，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10 2011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	银行	担保金额
山东省博兴县茂盛物资有限公司	贷款	建行	800
山东隆发钢板有限公司	贷款	农行	500
山东汇金彩钢有限公司	贷款	齐商银行	1900
山东鑫丰源工贸有限公司	贷款	齐商银行	1400
山东省博兴县华鲁钢铁有限公司	承兑	工商银行	1000
合计			5600

资料来源：公司提供

截至2011年9月底，公司共获得银行授信12500万元，未使用额度3200万元，公司间接融资渠道畅通。

八、本期集合票据偿债能力分析

公司发行本期中期票据的额度为3000万

元，占 2010 年底公司全部债务和负债总额的比重分别为 30.00%和 29.56%；占 2011 年 9 月底公司全部债务和负债总额的比重分别为 32.26%和 31.36%，对公司现有债务有一定影响。

截至 2011 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 41.38%、40.70%和 0.00%，本期中期票据发行后，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为 48.11%、47.58%和 18.13%，公司债务负担进一步加重。

以 2010 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中期票据的保护倍数分别为 1.38 倍、24.40 倍和 0.85 倍。经营活动产生的现金流量对本期中期票据保障能力较强。

截至 2011 年 9 月底，公司现金类资产为 6084.21 万元，是本期中期票据的 2.03 倍，公司现金类资产对本期中期票据的保障能力较强。

九、综合评价

公司是一家以彩涂板生产销售为主的民营企业。公司所属山东博兴地区，是全国板材中心，行业规模效应、集成效应显著，公司发展外部环境良好。公司近年来产能持续扩张，业务规模快速增长。

公司资产构成合理，资产流动性正常，资产质量较好；2010年以来收入和利润规模显著提高，但受钢材等原材料价格波动影响，公司盈利指标有所波动；公司经营活动产生的现金流入规模稳定，获取现金的能力一般；公司对外担保规模较大，担保比率较高。

总体来看，公司整体偿债能力一般。

附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：万元）

资产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：					
货币资金	1098.03	3315.39	3689.11	83.30	5699.21
短期投资					
应收票据	160.00	204.00	350.00	47.90	385.00
应收股利					
应收利息					
应收账款	359.11	245.91	271.65	-13.03	1080.37
其他应收款	400.00	560.00	1265.20	77.85	550.00
预付账款	793.81	1167.05	2394.56	73.68	1637.92
期货保证金					
应收补贴款					
应收出口退税					
存货	2090.43	3885.10	5247.57	58.44	6580.28
待摊费用	41.07	29.60	0.00	-100.00	0.00
待处理流动资产净损失					
一年内到期的长期债权投资					
其他流动资产					
流动资产合计	4942.45	9407.05	13218.10	63.54	15932.78
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	0.00	0.00	0.00	--	0.00
固定资产					
固定资产原值	3980.77	5004.38	9084.15	51.06	9625.79
减：累计折旧	850.20	1202.18	1742.31	43.15	2483.03
固定资产净值	3130.57	3802.21	7341.84	53.14	7142.77
固定资产净值减值准备					
固定资产净额	3130.57	3802.21	7341.84	53.14	7142.77
工程物资					
在建工程	0.00	1807.06	540.32	--	40.93
固定资产清理					
固定资产合计	3130.57	5609.26	7882.16	58.68	7183.70
无形资产及其他资产					
无形资产					
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	0.00	--	0.00
递延税项					
递延税项借项					
资产总计	8073.02	15016.31	21100.26	61.67	23116.48

附件 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

负债及所有者权益	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债					
短期借款	1100.00	4570.00	5800.00	129.62	7300.00
应付票据	700.00	1850.00	4200.00	144.95	2000.00
应付账款	137.10	106.72	26.12	-56.35	103.67
预收账款	152.94	153.20	45.41	-45.51	85.91
应付工资	39.84	29.47	39.61	-0.29	36.59
应付福利费					
应付利润（股利）					
应交税金	42.65	40.86	38.41	-5.10	39.02
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	2172.53	6750.24	10149.56	116.14	9565.19
长期负债					
长期借款					
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
其他长期负债					
长期负债合计					
递延税项					
递延税项贷款					
负债合计	2172.53	6750.24	10149.56	116.14	9565.19
少数股东权益					
所有者权益					
实收资本	1518.00	2518.00	2518.00	28.79	2518.00
资本公积					
盈余公积	613.96	968.80	1371.49	49.46	1371.49
其中：法定公益金					
未分配利润	3768.52	4779.27	7061.20	36.88	9661.79
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	5900.49	8266.07	10950.70	36.23	13551.28
负债及所有者权益合计	8073.02	15016.31	21100.26	61.67	23116.48

附件 2 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
一、主营业务收入	34079.11	53396.73	63822.60	36.85	53215.46
减: 主营业务成本	31373.88	49853.08	59374.34	37.57	49001.12
主营业务税金及附加	29.57	40.41	93.24	77.58	19.48
加: 代购代销收入					
二、主营业务利润	2675.66	3503.24	4355.02	27.58	4194.85
加: 其他业务利润					
减: 营业费用	121.18	246.69	247.72	42.98	210.11
管理费用	549.45	595.24	527.74	-2.00	406.32
财务费用	154.56	187.94	603.08	97.53	557.45
其他					
三、营业利润	1850.48	2473.38	2976.47	26.83	3020.97
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	1850.48	2473.38	2976.47	26.83	3020.97
减: 所得税	281.65	307.80	291.85	1.79	420.39
减: 少数股东损益					
加: 未确认的投资损失					
五、净利润	1568.83	2165.58	2684.63	30.81	2600.59

附件 3-1 现金流量表
(单位: 万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
一、经营活动产生的现金流量					
销售商品、提供劳务收到的现金	39090.94	61734.81	73192.35	36.83	61074.96
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	39090.94	61734.81	73192.35	36.83	61074.96
购买商品、接受劳务支付的现金	37177.34	58615.10	69153.20	36.39	58553.90
支付给职工以及为职工支付的现金	435.61	456.94	350.62	-10.28	360.98
支付的各项税费	1063.13	1096.83	1128.69	3.04	1050.27
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	38676.08	60168.87	70632.51	35.14	59965.15
经营活动产生的现金流量净额	414.86	1565.93	2559.84	148.40	1109.81
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	1326.65	2830.68	2813.03	45.62	42.25
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	1326.65	2830.68	2813.03	45.62	42.25
投资活动产生的现金流量净额	-1326.65	-2830.68	-2813.03	45.62	-42.25
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资所收到的现金	1000.00	1000.00	0.00	-100.00	0.00
借款所收到的现金	1550.00	4990.00	6000.00	96.75	6000.00
收到的其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动产生的现金流入小计	2550.00	5990.00	6000.00	53.39	6000.00
偿还债务所支付的现金	1100.00	1520.00	4770.00	133.55	4500.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	154.56	987.91	603.08	97.53	557.45
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	1254.56	2507.91	5373.08	106.95	5057.45
筹资活动产生的现金流量净额	1295.44	3482.09	626.92	-30.43	942.55
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	383.65	2217.35	373.72	-1.30	2010.10

附件 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	1568.83	2165.58	2684.63	30.81
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	334.21	351.98	540.13	27.13
无形资产摊销				
长期待摊费用摊销				
待摊费用减少(减:增加)	-10.90	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	154.56	187.94	603.08	97.53
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	104.95	-1794.66	-1362.47	--
经营性应收项目的减少(减:增加)	-793.76	-464.04	-2104.45	62.83
经营性应付项目的增加(减:减少)	-943.02	1107.68	2169.32	--
其他				
经营活动产生的现金流量净额	414.86	1565.93	2559.84	148.40

附件 4 主要财务指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	平均值	2011 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	77.07	110.21	119.12	108.04	--
存货周转次数(次)	14.64	16.69	13.00	14.44	--
总资产周转次数(次)	4.84	4.63	3.53	4.12	--
现金收入比(%)	114.71	115.62	114.68	114.97	114.77
盈利能力					
主营业务利润率(%)	7.85	6.56	6.82	6.95	7.88
总资本收益率(%)	22.04	16.12	15.61	17.05	--
净资产收益率(%)	26.59	26.20	24.52	25.43	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	23.38	43.71	47.73	41.66	40.70
资产负债率(%)	26.91	44.95	48.10	42.92	41.38
偿债能力					
流动比率(%)	227.50	139.36	130.23	152.42	166.57
速动比率(%)	131.28	81.80	78.53	90.06	97.78
经营现金流动负债比(%)	19.10	23.20	25.22	23.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	17.99	15.05	7.00	11.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.78	2.12	2.44	2.01	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.51	-0.20	-0.03	-0.17	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-7.09	-6.29	-0.43	-3.52	--
现金偿债倍数(倍)	0.42	1.17	1.35	1.11	2.03
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	13.03	20.58	24.40	0.00	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.14	0.52	0.85	0.00	--

附件 5 有关计算指标的计算公式

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

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

附件 6 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

信用等级公告

联合[2011] 090 号

联合资信评估有限公司通过对山东省博兴县华鲁钢铁有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

山东省博兴县华鲁钢铁有限公司
主体长期信用等级为
A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十一月十六日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与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、山东省博兴县华鲁钢铁有限公司主体长期信用等级自 2011 年 11 月 16 日至 2012 年 11 月 15 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一一年十一月十六日
评级业务专用章

山东省博兴县华鲁钢铁有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: A⁻

评级展望: 稳定

评级时间: 2011 年 11 月 16 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 9 月
资产总额(万元)	3.75	6.62	9.90	13.95
所有者权益(万元)	2.07	3.60	5.90	7.84
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	0.47	2.27	3.32	5.40
营业收入(万元)	13.38	22.36	32.71	27.15
利润总额(万元)	0.89	1.65	2.75	2.31
EBITDA(万元)	1.01	1.83	3.01	--
经营性净现金流(万元)	0.42	0.58	1.39	1.73
营业利润率(%)	9.19	9.36	10.69	10.75
净资产收益率(%)	37.70	42.41	39.02	--
资产负债率(%)	44.79	45.65	40.38	43.79
全部债务资本化比率(%)	18.58	38.63	36.03	40.78
流动比率(%)	142.09	159.19	169.76	160.25
全部债务/EBITDA(倍)	0.47	1.24	1.10	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.45	2.61	4.30	--

注: 2011 年前三季度报表未经审计。

分析师

刘新宇

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对山东省博兴县华鲁钢铁有限公司(以下简称“华鲁钢铁”或“公司”)的评级反映了公司作为山东博兴地区以彩涂板生产和贸易为主的民营企业,近年来产能持续扩张、业务快速增长、收入及利润水平上升等综合优势。同时,联合资信也注意到钢材等原材料价格波动、公司主要产品销售价格下降、所有者权益稳定性较弱和对外担保规模较大等不利因素可能给公司信用水平带来的负面影响。

公司未来冷轧线、彩涂线生产规模进一步扩大,有助于其收入利润水平的增长,贸易业务的推进在一定程度上规避公司整体的经营风险。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司所属山东博兴地区,是全国板材中心,规模效应、集成效应显著,公司发展外部环境良好。
2. 公司产能持续扩张,业务规模和收入水平持续快速增长。
3. 公司在贸易和生产两个领域发展,可在一定程度上规避经营风险。

关注

1. 钢材等原材料价格波动,影响公司盈利水平。
2. 公司主要生产产品近年来销售价格呈下降趋势。
3. 公司所有者权益稳定性差。
4. 公司对外担保规模较大,担保比率较高。

一、主体概况

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。截至 2010 年 9 月底，公司注册资本 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。

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 2010 年底，公司合并资产总额为 98988.04 万元，所有者权益合计为 59014.49 万元。2010 年，公司实现营业收入 327131.43 万元，利润总额 27493.91 万元；公司经营活动产生的现金流量净额为 13937.24 万元。

截至 2011 年 9 月底，公司合并资产总额为 139512.93 万元，所有者权益合计为 78418.95 万元。2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 271510.42 万元，利润总额 23114.14 万元；经营活动产生的现金流量净额为 17337.05 万元。

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。

二、本期集合票据概况

公司本次计划发行集合票据 7000 万元，期限三年（以下称“本期集合票据”），其中 2800 万用于还银行短期借款，4200 万元的用于补充流动资金。

三、行业分析

公司主要从事镀锌板和铝锌复合板的生产与销售业务。镀锌板和铝锌复合板是钢铁加

工业下的涂镀子行业。

1. 行业现状

镀锌板是指通过热浸镀锌、电镀锌或预涂层镀锌等工艺在冷轧钢板表面涂上一层金属锌的钢板，在进行镀锌处理后可以防止钢板遭受腐蚀并延长其使用寿命。镀锌板可以直接作为终端产品应用，也可以作为彩涂板的基板继续加工；作为终端产品，主要应用于建筑、汽车、家电、工程机械、轮船、容器制造等行业。

彩涂板是将冷轧板、镀锌板等基板进行表面化学处理后涂敷或复合有机薄膜，再经烘烤固化而制成的钢板，具有良好的装饰性和耐腐蚀性。彩涂版种类繁多，包括耐高温涂层板、灭菌涂层板、不粘雪涂层板、耐指纹涂层板、自熄涂层板等；主要用于钢构建筑上，应用形式主要是夹芯板和瓦楞板。

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。

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。其中，镀锌板和彩涂板在建筑领域的应用主要是工业和民用建筑屋面板，瓦楞屋顶、墙壁、雨水管道、通风道等。

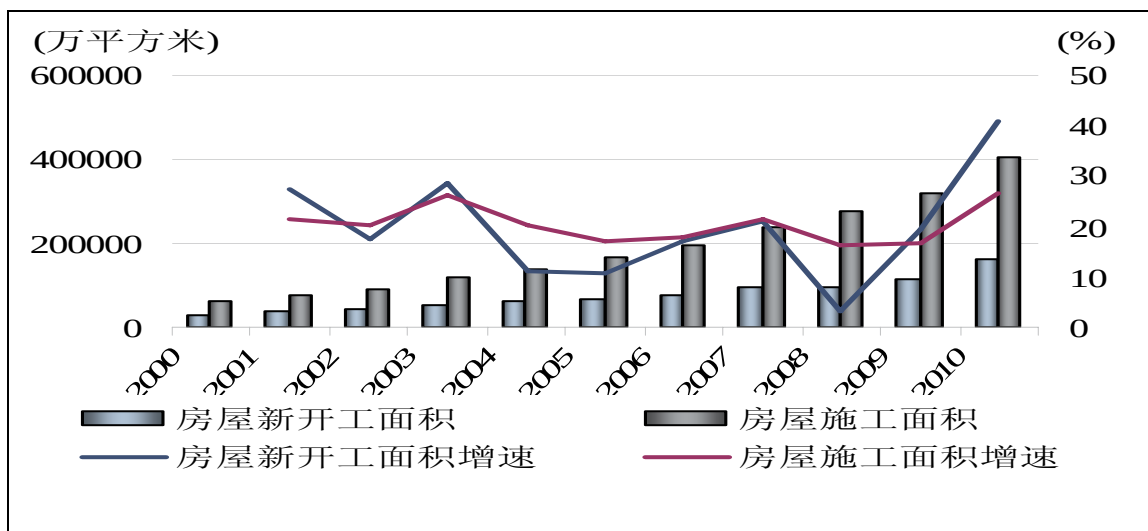
2000 年之前，中国镀锌板和彩涂板产量和消费量比较少。随着中国经济的快速发展，镀锌板和彩涂板消费量大幅增长，“十五”期间，生产线的建设主体主要是宝钢、鞍钢、武钢、本钢、首钢、唐钢等大型钢铁企业，生产线也多从美国、日本、韩国引进，机组产能较高，装备也比较先进。“十一五”期间，民营企业成为镀锌板和彩涂板生产线的投资主体，但装备水平和产品档次相对较低，目前民营企业的单条生产线的产能多集中于 10 万吨/年。不完整的统计数据显示，截至 2010 年底，中国镀锌板产能超过 4000 万吨/年，彩涂板产能超过 1000 万吨/年，其中民营企业的生产能力占到

50%以上；其中，全国镀锌板生产线超过 220 条，其中 150 多条属于民营企业，60 多条属于大型钢厂，10 多条属于外资企业。

2005 年以来，中国工业经济的飞速发展带动了各类厂房的大量建设，同期房地产市场也

迅速发展，房地产开发投资额和房屋施工面积均保持了平均 20% 以上的增长速度。另外，近年中国自然灾害发生频繁，特别是重大地震、泥石流灾害事故，导致大量房屋毁损，简易板房需求量大幅增长。

图 1 房地产新开工面积和施工面积

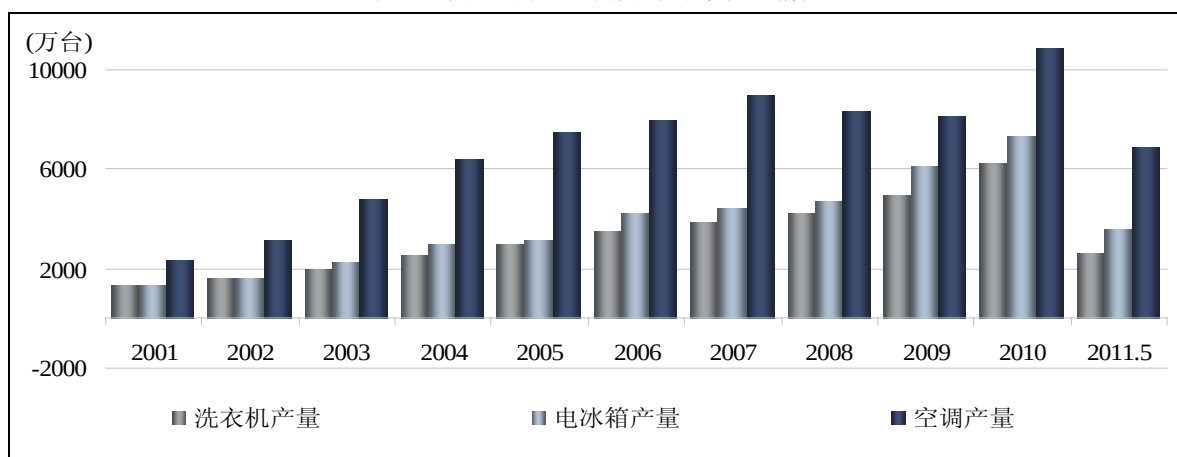


资料来源：wind 资讯

据相关估计，平均一台空调约消耗 22 公斤镀锌板，一台洗衣机约消耗 8 公斤镀锌板，一台冰箱消耗约 3 公斤镀锌板；另外，冷柜、微波炉、厨房电器、电脑等家用电器也有一定量镀锌板消耗。

中国是家电生产大国，近年家电生产量大幅上升，2010 年中国完成家用空调 10900 万台、家用洗衣机 6208 万台、家用冰箱产量 7301 万台；据此估算，2010 年家电消耗的镀锌板超过 300 万吨。中国巨大的家电生产量也成为拉动镀锌板消费需求的又一动力。

图 2 中国空调、电冰箱及洗衣机产量情况



资料来源：wind 资讯

中国汽车行业近年保持较快发展，汽车产销量年均增长率超过 20%。随着居民收入水平

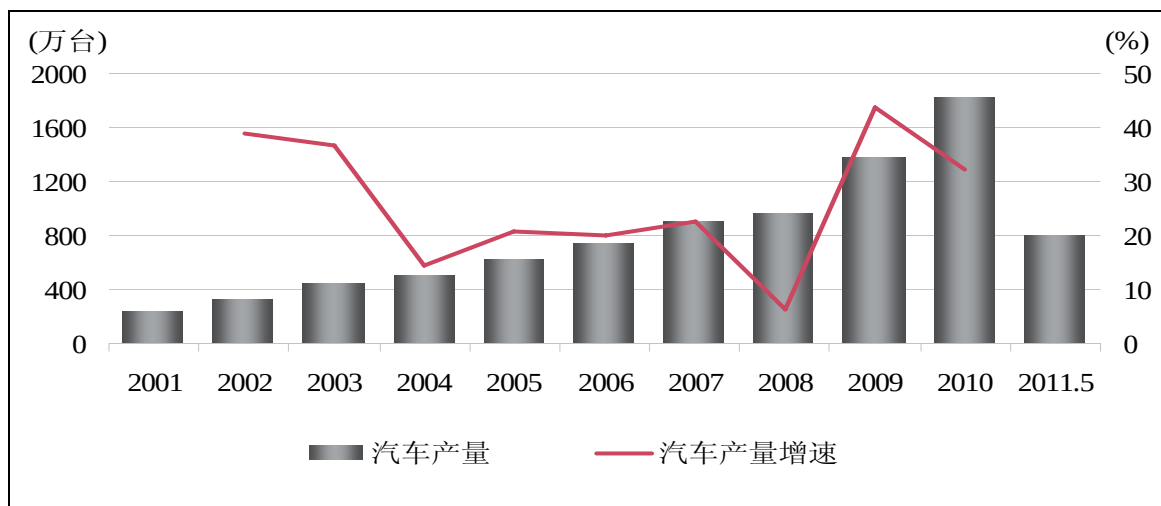
增长，国内市场需求的不断扩大，2010 年汽车市场维持高速增长，2010 年中国汽车产销分别

为 1827 万辆和 1806 万辆，同比分别增长 32.14%和 32.37%，为世界第一大汽车产销国。

据估计，单辆汽车消耗镀锌板约 350 公斤，

以此推算，2010 年汽车行业约消耗镀锌板 640 万吨。中国汽车行业的快速发展也对镀锌板的需求形成有力支撑。

图 3 中国汽车产量及增速情况



资料来源：wind 资讯

总体上，受益于房地产行业、家电、汽车等行业的发展，中国镀锌板和彩涂板市场消费量快速增长。尽管 2008 年宏观经济受国际金融危机影响，消费量增长减缓，但仍保持了稳定；2010 年以来，镀锌板和彩涂板需求量平稳增长，2010 年中国完成镀锌板产量 1245.00 万吨，完成彩涂板产量 553.80 万吨，分别较上年增长 60.55%和 9.84%。2011 年以来，宏观经济波动发展，使镀锌板和彩涂板需求量略有上升，2011 年 1~3 月，中国镀锌板生产量完成 352.91 万吨，彩涂板生产量完成 139.70 万吨，同比分别增长 26.05%和 25.97%。

表 1 近年中国镀锌板、彩涂板生产情况

单位：万吨

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
镀锌板	702.73	671.67	775.44	1245.00
彩涂板	317.20	338.70	504.20	553.80
合计	1019.93	1010.37	1279.64	1798.80

资料来源：中国钢铁工业协会。

在中国镀锌板生产规模逐年扩大的情况下，产品出口也明显增长，2005~2007 年中国镀锌板出口量成倍增长；但自 2008 年起，受

金融危机影响、出口关税提高和欧盟反倾销调查等因素影响，中国镀锌板出口量大幅下降；2010 年以来，镀锌板出口状况大幅改善，出口 150 万吨。

中国彩涂板出口量在 2006 年只有 16.98 万吨左右，2007 年出口量较上年增长 58.21%；但受金融危机影响，2009 年中国彩涂板出口量大幅下降。2010 年以来，宏观经济的向好，以及国外反倾销调查的结束，使彩涂板出口量大幅增长，为 37.86 万吨。

表 2 近年中国镀锌板、彩涂板进出口情况

单位：万吨

出口	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-3 月
镀锌板	99.44	65.54	150.00	52.56
彩涂板	25.69	14.00	37.86	7.45
合计	125.13	79.54	187.86	60.01

资料来源：中国钢铁工业协会。

2. 行业关注

行业产能过剩

自 2003 年以来，特别是 2005 年以来，中国镀锌板和彩涂板生产线和生产能力大幅增长；其中，又以民营企业为主要投资主体；目

前镀锌板和彩涂板的产能分别超过 3000 万吨和 1000 万吨，民营企业的生产能力超过 50%。但是，从产量上看，2009 年中国镀锌板和彩涂板的产能利用率只有 50%左右，产能大量过剩，不利于行业的有序发展。

产品质量有待提升

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。总体上，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。

产品标准、行业标准有待改进

由于中国使用镀锌板和彩涂板的时间相对较短，但发展迅速，原有的产品标准和行业标准已不能适应市场发展的需求，也不存在强制性的质量保障措施。目前市场主体各自制定生产标准、生产规格，无统一的行业标准和行业标准；因此，生产企业为提升市场份额，随意降低加工质量，比如基本厚度、镀锌和涂漆厚度下降、涂漆质量降低等。

同时，目前中国尚没有此行业统一的相关管理组织或自律组织，另外，中国也未对此行业生产企业设立相应的市场准入制度，行业管理、行业规范比较散乱。

3. 行业发展

中国工业经济的发展，以及城镇化进程的逐步推进，将使得各类厂房、板房等建筑物大量增加，并带动镀锌板和彩涂板的需求量增长。同时，建筑材料的升级，混凝土向钢结构的转变，也将带动镀锌板的需求增长。

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。

因此，总体上看，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。

四、基础素质

1. 企业规模

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，2009 年各类板材交易量约 460 万吨，交易额约 280 亿元；2010 年各类板材交易量约 598 万吨，交易额约 364 亿元，被中国商业联合会评为“全国十大金属材料交易市场”之一。

公司经营彩涂板、镀锌板和轧硬板的贸易业务，2009 年完成总贸易量约 15.16 万吨，实现贸易额 8.88 亿元；完成镀铝锌硅产量 21.53 万吨；2010 年完成总贸易量约 17.09 万吨，实现贸易额 10.23 亿元；完成镀铝锌硅产量 38.68 万吨，2011 年 1~9 月，各类板材交易量约 49.50 万吨，交易额约 27.15 亿元，完成总贸易量约 13.95 万吨，实现贸易额 8.16 亿元；完成镀铝锌硅产量 36.35 万吨，在地方市场中具有一定的规模优势。在地方市场中具有一定的规模优势。

2. 人员素质

目前公司管理人员 3 人，平均年龄 44 岁，均具有较长的行业从业经历。

公司董事长魏月风，本科学历，经济师，先后任山东省博兴县恒祥物资有限公司总经理、山东省博兴县发达物资有限公司董事兼副总经理，2003 年起任公司董事长。

公司总经理李耀光，本科学历，经济师，先后任山东省博兴县发达物资有限公司业务

员、公司业务经理，2007年起任公司总经理。

截至2011年9月底，公司员工总数268人，其中销售人员145人；公司90%以上的员工拥有大专及以上学历。总体上，公司员工结构符合公司的经营特点，基本可以满足经营的需要。

五、管理分析

公司设有股东会，为公司的权力机构；公司不设董事会，设执行董事1名，由法定代表人魏月风担任；公司设监事1名。

为内部管理需要，公司制定了相应的管理制度，主要集中于质量管理、销售管理和财务管理等。

质量管理方面，公司重视采购货物的质量检测工作，并主要选择信誉好、质量好的生产厂家进行合作；在发生质量问题时，能够及时与生产厂家、客户协商解决。

销售管理方面，公司总经理及部门经理承担部门间的工作协调、问题解决职责，并对不同部门间的客户争夺现象负责。

财务管理方面，公司按照相关规定，积极做好财务核算、资产管理、资金筹划及现金管理等职责。

总体上，公司现有的管理制度能够适应经营的需要，但整体管理方式较为简单，法人治理结构仍需改进。

六、经营分析

1. 经营现状

公司主导业务为镀锌板和彩涂板的贸易，以及镀锌板（镀铝锌硅板）的生产销售，其中前者由公司本部承担，后者由控股子公司华鲁伟业承担。由于公司与子公司华鲁伟业关联交易很少，2009年仅有87万元的交易业务，因此，公司本部与华鲁伟业贸易型业务与生产型业务相对独立。

2007年公司贸易业务在收入总额中所占

比重超过95%，随着华鲁伟业的投产，贸易业务所占比重逐年下降，至2009年下降至39.71%，镀铝锌硅板生产业务的收入比重达到了60.29%。

2010年，公司实现主营业务收入32.71亿元，其中贸易业务收入为10.23亿元，所占比重为31.27%；生产型业务收入为22.48亿元，所占比重为68.73%。

2011年1~9月，公司实现主营业务收入27.15亿元，其中贸易业务收入为8.16亿元，所占比重为30.06%；生产型业务收入为18.99亿元，所占比重为69.94%。

表3 近年公司主营业务收入构成

单位：亿元

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年 1~9月
镀锌板贸易	4.43	4.39	4.04	4.91	4.09
彩涂板贸易	1.75	2.40	2.89	3.99	2.59
轧硬板贸易	1.09	1.20	1.95	1.33	1.48
镀铝锌硅板产销	0.37	5.39	13.48	22.48	18.99
合计	7.64	13.38	22.36	32.71	27.15

数据来源：公司提供。

2. 贸易业务

公司贸易产品包括镀锌板、彩涂板和轧硬板，上述产品的贸易数量结构大致为50%、25%和25%。

表4 2011年1~9月公司贸易产业前5名供应商

贸易商	所占比重
江苏苏美达技术贸易有限公司	16%
五矿上海浦东有限公司	15%
聊城金冠精密薄板有限公司	12%
无锡中彩新材料有限公司	8%
山东众冠钢板有限公司	7%

数据来源：公司提供。

公司与山东、江苏、河北等本省及周边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。目前，公司的主要供应商包括中冶恒通冷轧技术有限公司、无锡中彩新材料有限公司、山东中天复

合材料有限公司、江苏苏美达技术贸易有限公司等。

由于公司贸易产品的规格多，正常情况下，板材越薄价格越高、板材越厚价格越低。2008 年公司厚板材贸易量上升，因此采购价格较上年明显下降；而 2009 年在金融危机环境下，钢材价格普遍下降，公司的产品平均采购也出现下降；2010 年以来，钢材市场有所好转，同时公司贸易产品规格也有所变化，产品平均采购价格较 2009 年有所上涨。

表 5 近年公司贸易产品采购量

(单位：吨)

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~9 月
镀锌板	66661.09	69454.98	88991.32	68372
彩涂板	31766.38	40772.31	43559.01	38935
轧硬板	26170.45	44588.95	41626.92	29021

数据来源：公司提供。

表 6 近年公司贸易产品采购均价

(单位：元/吨)

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
镀锌板	6043.02	5402.74	5562.34	5203.68
彩涂板	6887.70	6602.56	6140.38	6053.29
轧硬板	4490.08	4241.83	4035.85	4136.49

数据来源：公司提供。

公司贸易产品大部分在国内销售，近年也有部分在国外销售，其中 2008 年国外销售额在公司总贸易额中所占比重达到了约 14%；但金融危机产生的影响，使公司 2009 年国外销售量大幅下降，出口所占比重不足 5%；2010 年以来，随着全球经济的逐步复苏，国外需求增长，2011 年前三季度公司国外销售所占比重已接近 2009 年全年水平。目前公司与国外客户的关系基本建立，并获得认可，预计公司产品在国外的销售量会逐步增长。

公司贸易产品主要是面向直接使用客户，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。公司国内客户的集中度较高，在贸易额占到 50% 比例的镀锌板产品中，2011 年 1~9 月，前三大客户的销售比例

40.86%

公司在销售过程中，采取无论客户大小，均采用先款后货的方式，因此公司不存在应收账款，现金流状况良好。近年经济的快速发展，使市场需求增加，公司贸易额呈逐年增长趋势；尽管 2009 年国外贸易额有所下降，但国内市场表现较好，从而使总贸易额继续增长。2010 年以来，市场环境明显好转，且国外需求恢复正常，公司贸易额继续增长，2010 年全年贸易额同比增加 46.27%，2011 年 1~9 月贸易额同比增加 15%。

3. 生产业务

截至 2011 年 9 月底，华鲁伟业拥有 2 条镀铝锌硅板生产线，每条生产线具有年产 30 万吨的生产能力。生产的主要产品为镀铝锌硅钢板，属于镀锌板的一类，镀层含锌、铝、硅三种元素。在耐腐蚀性、抗高温氧化性等方面，镀铝锌硅板比一般镀锌板表现出更为良好的性能，但其使用范围与一般镀锌板的使用范围基本一致。2007 年以来，随着公司两条生产线的逐步投产和达产，其镀铝锌硅板逐年提升，三年年均增长率达到 530.06%，2010 年全年产量同比增加 60.14%。2011 年 1~9 月产量同比增加 25%。

表 7 近年公司镀铝锌硅板产销情况

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~9 月
产量(吨)	81776.41	215251.92	344696.52	363500
销量(吨)	80717.90	209608.45	335736.12	35500
产销率(%)	98.71	97.38	97.4	97.80
销售均价(元/吨)	6673.97	6425.5	6695.73	5341
销售收入(亿元)	5.39	13.48	22.48	18.99

数据来源：公司提供。

在原材料采购方面，公司镀铝锌硅板的主要原材料为冷轧板和锌锭，占到原材料成本的 92.31%。主要采购厂家为北京钢铁研究院、冠洲股份有限公司、五矿上海浦东贸易公司、廊坊金华实业公司、天津拓普有限公司等企业，

2009 年, 公司镀铝锌硅板业务的主要原材料采购情况见下表:

表 8 近年镀铝锌硅板原材料采购均价

采购量 (吨)	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~9 月
冷轧板	83186.34	217551.98	357458.75	383500
镀锌	2117.58	7489.38	12204.15	8050
采购均价 (元/吨)	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~9 月
冷轧板	4224.8	5042.47	5132.74	4410
镀锌	16213.73	14160.85	14524.34	15500

数据来源: 公司提供。

从上表可以看出, 近年来伴随着公司业务规模的大幅扩张, 公司材料量快速增长, 从价格上来看, 两大原材料价格均呈现出一定幅度的波动。

在镀铝锌硅板销售方面, 公司主要依靠其本部贸易领域的销售网络进行直销, 销售地域分布于全国各地, 其中山东省内占比为 46.84%, 长江以北占比为 24.36%。在销售价格方面, 近年来随着市场竞争的日趋激烈, 镀铝锌硅板价格整体上呈现下降趋势, 2007~2009 年年均下降 4.74%。从客户集中度上来看, 2007~2009 年, 前 5 名客户销售额占销售总额的比重分别为 42.61%、54.26%、56.8%。2010 年销售客户前 5 名分别为大连源恒经贸、上海宝源钢、上海普泰、山东方明、天津琦川, 占镀铝锌硅板销售总额的比重为 58.23%。2011 年 1~9 月, 销售客户前 5 名分别为山东方明彩钢公司、大连源恒经贸有限公司、盛企(上海)光电系统科技有限公司、上海宝源钢、天津琦川, 占镀铝锌硅板销售总额的比重为 58.59%;

4. 经营效率

2008~2010 年, 公司基本采取先款后货的销售方式, 不存在应收账款, 只有极少量应收票据, 公司销售债权周转次数处于高水平, 2010 年为 360.75 次; 存货周转次数和总资产周转次数有所波动, 但整体也处于高水平,

2010 年分别为 14.40 次和 3.96 次。

总体看, 公司整体经营效率高。

5. 在建工程

公司目前正在投资建设一条冷轧生产线和两条彩涂生产线, 其总投资额 3 亿元, 2011~2013 年合计需投资额 1.4 亿元。其资金来源主要为公司自身的利润积累。

上述项目建成投产后, 公司的生产规模将进一步扩大。除此以外, 公司暂无新的投资规划。

七、财务分析

公司提供的 2008~2009 年财务报表已经国富浩华会计师事务所有限公司审计、2010 年财务报表经滨州宏信有限责任会计师事务所审计, 报表具有标准无保留意见的审计结论; 公司提供的 2011 年 9 月份报表未经审计。

公司报表按企业会计制度的要求编制, 近三年公司合并范围无变化。

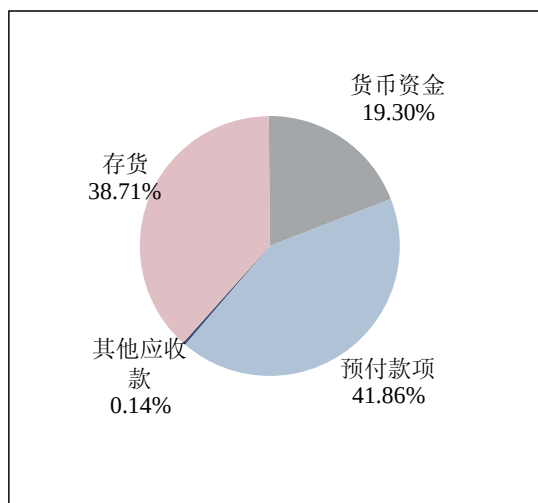
截至 2010 年底, 公司合并资产总额为 98988.04 万元, 所有者权益合计为 59014.49 万元。2010 年实现营业收入 327131.43 万元, 利润总额 27493.91 万元; 公司经营活动产生的现金流量净额为 13937.24 万元。

截至 2011 年 9 月底, 公司合并资产总额为 139512.93 万元, 所有者权益合计为 78418.95 万元。2011 年 1~9 月实现营业收入 271510.42 万元, 利润总额 23114.14 万元; 经营活动产生的现金流量净额为 17337.05 万元。

1. 资产质量

2008~2010 年, 随着贸易规模扩大引起的债务增长, 公司资产总额大幅增长, 年均增长率为 62.38%。公司资产结构有所变化, 流动资产所占比重不断上升, 至 2010 年底为 68.55%; 固定资产所占比重呈下降趋势, 2010 年底为 31.45%。

图 4 2010 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司报表整理。

2008~2010 年，公司流动资产年均增长 71.62%；流动资产构成有所变化，但货币资金、预付账款、存货等一直为流动资产的主要组成部分。

2008~2010 年公司经营规模的扩大，公司借入大量债务，公司货币资金因此快速增长，2010 年底为 13093.27 万元；其中约 80%的部分以票据质押金的形式存在。

2008~2010 年公司预付账款大幅增长，主要是规模扩大后，公司预付的原料或产品采购款项增加；2010 年底，预付款项最大的供应商包括五矿上海浦东贸易公司、江苏苏美达技术贸易有限公司、聊城金冠精密薄板有限公司、日照钢铁轧钢有限公司等公司的长期合作供应商。

2008~2010 年公司存货年均增长 94.88%，主要是贸易商品和生产原料；截至 2010 年底，公司未对存货计提跌价准备。

为扩大生产规模，2009 年公司新建了一条镀锌硅生产线，固定资产较上年大幅增长 62.55%。截至 2010 年底，公司机器设备、房屋建筑物分别占固定资产的 81.51% 和 13.21%。

2010 年底，公司在建工程主要是在建的冷轧板生产线。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额为 13.95

亿元，较 2010 年底增长 40.94%，其中流动资产占 70.17%，非流动资产占 29.83%，公司经营规模扩大导致资产增幅明显，各类资产基本保持同步增长。

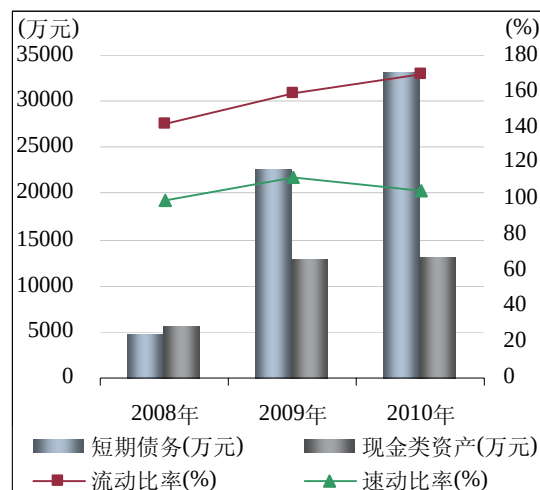
总体上，公司资产集中于流动资产，现金充裕，无应收账款，存货不需计提跌价准备，固定资产成新率高，公司资产整体质量较好。

2. 负债及所有者权益

2008~2010 年底，公司所有者权益分别为 20726.53 万元、35988.26 万元和 59014.49 万元，年均增长 68.74%，公司盈利的增加使未分配利润大幅增长，并导致所有者权益结构的大幅变化。截至 2010 年底，公司所有者权益中股本占 6.40%、盈余公积占 3.20%、未分配利润占 90.40%；其中归属于母公司所有者权益占 84.18%，少数股东权益占 15.82%。截至 2011 年 9 月底，公司所有者权益为 78418.95 万元，较 2010 年底增长 32.88%。总体看，公司所有者权益稳定性较弱。

除经营积累的盈余外，公司经营规模扩大引起的运营资金增长使公司负债呈上升趋势。2008~2010 年公司负债总额年均增长 54.18%，全部为流动负债，主要体现为短期借款和应付票据的大量增加。公司债务比率呈上升趋势，2010 年底公司资产负债率和全部债务资本化比率分别上升至 40.38% 和 36.03%

图 5 近年底公司负债指标变化



资料来源：根据公司报表整理。

截至 2011 年 9 月底,公司负债总额为 6.11 亿元,较 2010 年底增长 33.10%,其中流动负债占 100.00%,非流动负债占 0.00%,公司负债结构不尽合理。截至 2011 年 9 月,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 43.79%、40.78%和 0.00%,较 2010 年底分别上升 3.41 个百分点、4.76 个百分点和 0.00 个百分点,公司债务负担进一步加重。

总体上,公司所有者权益增长速度较快,但稳定性较弱;负债结构不尽合理,债务负担持续上升,但仍处于行业适宜水平。

3. 盈利能力

2008~2010 年,受市场需求增长的影响,公司营业收入年均增长 56.35%,收入主要来源于镀锌硅板、镀锌板、彩涂板等。

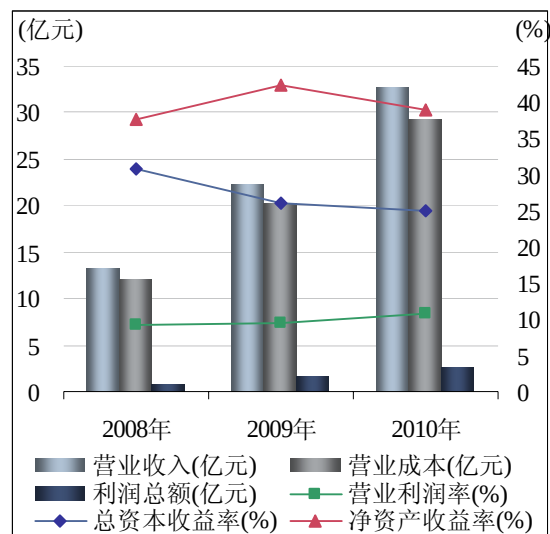
分产品计,公司镀锌板的毛利近年呈下降趋势,主要是公司贸易的镀锌板规格变化,厚板材的贸易量上升导致,2010 年镀锌板毛利率为 10.45%;彩涂板的毛利有所波动,主要是金融危机、钢材价格波动等因素的影响;镀锌硅板的毛利相对较高,近年毛利率也明显下降,但产品质量相对普通镀锌板好,其毛利率也高于普通镀锌板,2010 年其毛利率为 11.72%。尽管镀锌板、彩涂板毛利率下降,但镀锌硅板毛利率相对较高,且近年镀锌硅板业务量大幅增长,公司整体毛利率水平相对稳定,2010 年营业利润率实现 10.69%。

尽管公司产品毛利率相对较低,但业务量的大幅增长,仍然为公司获取了大量利润;2008~2010 年公司利润总额年均增长 76.09%,2010 年为 27493.91 万元;净资产收益率也因此逐年上升,2010 年为 39.02%。

2011 年 1~9 月,公司实现营业收入和利润总额分别为 27.15 亿元和 2.31 亿元,占 2010 年全年的比重分别为 83.00%和 84.07%,2011 年 1~9 月,公司营业利润率为 10.75%,较 2010 年上升 0.06 个百分点,公司整体经营状态良

好。

图 6 近年公司盈利指标变化



资料来源：根据公司报表整理。

总体上,考虑到公司贸易业务的特性,公司的毛利率水平正常;随着收入规模的大幅增长,公司利润总量快速上升,公司综合盈利能力强。

4. 现金流量

2008~2010 年,公司销售商品提供劳务收到的现金年均增长 62.14%,高于主营业务收入的增长速度;由于公司实行先款后货的政策,公司收入的现金实现质量良好,2010 年现金收入比指标为 111.66%;2008~2010 年,公司经营活动产生的现金流量净额分别为 4245.69 万元、5756.87 万元和 13937.24 万元,年均增长 81.18%,伴随着收入和利润水平的增加而明显增加。

2008~2010 年,公司在生产线改扩建、办公楼修建等方面进行了投资建设,投资活动每年产生一定的现金净流出,三年投资活动产生的现金净流出量分别为 3483.46 万元、4813.91 万元和 13992.49 万元,年均增长 100.42%。

由于近年公司经营活动获取现金净额的能力实际上存在下降趋势,同时公司存在一定的资本支出,公司经营规模扩大所需的运营资金主要来源于银行借款;近三年公司筹资活动

产生的现金流量净额分别为 780.19 万元、7018.95 万元和 2077.27 万元，年均增长 63.17%。

2011 年 1~9 月，公司经营性现金流入和净流量分别为 30.40 亿元和 1.73 亿元，分别占 2010 年全年的 83.23%和 124.39%；投资性现金流出和净流出量分别为 1.22 亿元和 1.22 亿元，分别占 2010 年全年的 87.03%和 87.03%，公司现金流水平较上年有所提高。

总体上，公司经营活动获取现金净额的能力稳步上升，投资规模适中，经营规模的扩大产生一定的筹资压力，但不明显。

5. 偿债能力

2008~2010年公司流动比率和速动比率指标逐年上升，2010年分别为 169.76%和 104.05%；2011年9月底，公司流动比率和速动比率分别为160.25%和106.11%。在公司经营净现金流规模上升的作用下，经营现金流动负债比指标有所提高，2010年为34.87%；截至2011年9月底，公司现金类资产为28798.76 万元，较2010年底增长119.95%，是短期债务的0.53倍。总体上，公司短期偿债能力尚可。

2008~2010年，公司利润总额的逐年增加使EBITDA快速增长，EBITDA利息支出倍数快速上升，分别为17.80倍、20.31倍和22.12倍，三年平均值为20.71倍，EBITDA对利息保护较好；同期，公司全部债务/EBITDA倍数分别为 0.47倍、1.24倍和1.10倍，三年平均值为1.02倍，EBITDA对全部债务保护能力较好。

总体来看，公司长期偿债能力强。

截至 2011 年 9 月末，公司对外担保 14720 万元，担保比率为 18.77%；被担保方主要包括山东远大板业科技有限公司、山东隆发钢板有限公司等，上述企业与公司处于同一行业同一地区的经营企业；公司存在一定或有负债风险。

截至 2011 年 9 月末，公司在各家银行授信总额度为 5.50 亿元，其中已使用授信额度

2.43 亿元，尚余授信 3.07 亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

八、本期集合票据偿还

公司发行本期集合票据的额度为 7000 万元，占 2010 年底公司全部债务和负债总额的比重分别为 21.06%和 17.51%，占 2011 年 9 月底公司全部债务和负债总额的比重分别为 12.96%和 11.46%，本期集合票据发行对公司债务影响较小。

截至 2011 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 43.79%、40.78%和 0.00%，本期集合票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升为 46.48%、43.76%和 8.19%，公司债务负担进一步加重；考虑到公司募集资金中部分将用于置换部分银行贷款，公司预测负债水平可能低于测算。

以 2010 年财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对本期集合票据的保护倍数分别为 4.30 倍、52.18 倍和 1.99 倍。经营活动产生的现金流量对本期集合票据保障能力较强。

截至 2011 年 9 月底，公司现金类资产为 2.88 亿元，是本期集合票据的 4.11 倍，公司现金类资产对本期集合票据的保障能力较强。

九、综合评价

公司是一家以彩涂板生产和贸易为主的民营企业，其所属山东博兴地区，是全国板材中心，行业规模效应、集成效应显著，外部发展环境良好；公司近年来产能持续扩张，业务规模快速增长；公司在贸易和生产两个领域发展，可在一定程度上规避整体经营风险。

近年来，钢材等原材料价格波动，影响公司盈利水平；公司主要生产产品近年来销售价格呈下降趋势；同时，公司对外担保规模较大，

担保比率较高。

公司资产构成合理，资产流动性正常，资产质量较好；所有者权益增长速度较快，但稳定性较弱；负债结构不合理，债务负担呈加重趋势；公司近年来收入、利润水平快速上升，毛利率保持稳定；经营活动获取现金净额的能力稳步提高。

总体来看，公司整体偿债能力较强。

附件 1-1 合并资产负债表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产:					
货币资金	3109.34	11071.25	13093.27	105.21	26112.82
交易性金融资产					
应收票据	2526.24	1813.63	0.00	-100.00	2685.93
应收账款					
预付款项	6732.15	17716.15	28405.53	105.41	34938.11
应收利息					
应收股利					
其他应收款	3756.67	2904.18	92.85	-84.28	1090.54
存货	6915.59	14297.08	26265.52	94.88	33074.31
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	23040.00	47802.28	67857.17	71.62	97901.72
非流动资产:					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	0.00	110.00	110.00	--	110.00
投资性房地产					
固定资产	9746.61	15843.22	23552.75	55.45	34813.86
在建工程	3973.79	1695.51	6719.50	30.04	3024.40
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					
合并价差					
长期待摊费用	781.16	764.89	748.61	-2.11	3662.96
递延所得税资产					
其他非流动资产					
非流动资产合计	14501.57	18413.62	31130.87	46.52	41611.21
资产总计	37541.56	66215.90	98988.04	62.38	139512.93

附件 1-2 合并资产负债表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债:					
短期借款	2500.00	10800.00	14300.00	139.17	23500.00
交易性金融负债					
应付票据	2229.00	11850.16	18931.95	191.44	30506.00
应付账款	426.38	263.15	0.15	-98.12	0.00
预收款项	5003.69	942.25	337.65	-74.02	560.61
应付职工薪酬	74.72	97.27	114.16	23.61	117.88
应交税费	35.06	147.22	355.08	218.22	462.78
应付利息					
应付股利	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他应付款	5945.91	5927.23	5928.14	-0.15	5933.51
预计负债	0.00	0.00	0.00	--	13.19
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	0.27	0.37	6.43	391.68	0.00
流动负债合计	16215.03	30027.64	45901.69	68.25	61093.98
非流动负债:					
长期借款					
应付债券					
长期应付款	600.00	200.00	0.00	-100.00	0.00
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	600.00	200.00	0.00	-100.00	0.00
负债合计	16815.03	30227.64	45901.69	65.22	61093.98
所有者权益:					
实收资本(或股本)	3180.00	3180.00	3180.00	0.00	3180.00
资本公积					
减: 库存股					
盈余公积	1590.00	1590.00	1590.00	0.00	1590.00
未分配利润	13752.55	26092.61	44908.70	80.71	60707.66
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	18522.55	30862.61	49678.70	63.77	65477.66
少数股东权益	2203.98	5125.65	9335.79	105.81	12941.29
所有者权益合计	20726.53	35988.26	59014.49	68.74	78418.95
负债和所有者权益总计	37541.56	66215.90	98988.04	67.17	139512.93

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
一、营业收入	133817.51	223641.73	327131.43	56.35	271510.42
减: 营业成本	121513.03	202690.54	292126.85	55.05	242070.10
营业税金及附加	7.48	8.74	21.04	67.68	251.32
营业费用	1587.45	2030.63	3889.92	56.54	2925.93
管理费用	1323.32	1577.37	2176.99	28.26	1808.56
财务费用	519.81	881.05	1422.73	65.44	1340.37
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					
汇兑收益					
二、营业利润	8866.41	16453.41	27493.91	76.09	23114.14
加: 营业外收入					
减: 营业外支出					
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	8866.41	16453.41	27493.91	76.09	23114.14
减: 所得税费用	1051.94	1191.68	4467.69	106.09	3709.68
四、净利润	7814.47	15261.73	23026.23	71.66	19404.46

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 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	138949.55	245212.48	365272.89	62.14	304011.29
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	1000.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
经营活动现金流入小计	139949.55	245212.48	365272.89	61.56	304011.29
购买商品、接受劳务支付的现金	133090.50	236707.69	343582.00	60.67	279839.13
支付给职工以及为职工支付的现金	171.05	147.53	1568.68	202.83	1014.57
支付的各项税费	1652.22	1995.26	6184.98	93.48	5820.54
支付其他与经营活动有关的现金	790.08	605.14	0.00	-100.00	0.00
经营活动现金流出小计	135703.85	239455.61	351335.65	60.90	286674.23
经营活动产生的现金流量净额	4245.69	5756.87	13937.24	81.18	17337.05
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	3483.46	4703.91	13992.49	100.42	12177.13
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	3483.46	4813.91	13992.49	100.42	12177.13
投资活动产生的现金流量净额	-3483.46	-4813.91	-13992.49	100.42	-12177.13
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金					
取得借款收到的现金	7677.00	11650.00	10000.00	14.13	11000.00
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	7677.00	11650.00	10000.00	14.13	11000.00
偿还债务支付的现金	6377.00	3750.00	6500.00	0.96	1800.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	516.42	881.05	1422.73	65.98	1340.37
支付其他与筹资活动有关的现金	3.39	0.00	0.00	-100.00	0.00
筹资活动现金流出小计	6896.81	4631.05	7922.73	7.18	3140.37
筹资活动产生的现金流量净额	780.19	7018.95	2077.27	63.17	7859.63
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	1542.41	7961.91	2022.02	14.50	13019.55
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	1542.41	7961.91	2022.02	14.50	13019.55

附件 3-2 合并现金流量表（补充资料）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	7814.47	15261.73	23026.23	71.66
加：资产减值准备				
固定资产折旧及其他	665.58	885.59	1258.97	37.53
无形资产摊销				
长期待摊费用摊销	16.27	16.27	16.27	0.00
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	519.81	881.05	1422.73	65.44
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				
预提费用增加				
存货的减少	-3034.00	-7381.49	-11968.44	98.61
经营性应收项目的减少	-4258.55	-5080.33	4020.36	--
经营性应付项目的增加	2522.10	1174.05	-3838.87	--
其他				
经营活动产生的现金流量净额	4245.69	5756.87	13937.24	81.18

附件 4 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	平均值	2011 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	52.97	103.06	360.75	221.89	--
存货周转次数(次)	17.57	19.11	14.40	16.45	--
总资产周转次数(次)	3.56	4.31	3.96	3.99	--
现金收入比(%)	103.84	109.65	111.66	109.49	111.97
盈利能力					
营业利润率(%)	9.19	9.36	10.69	9.99	10.75
总资本收益率(%)	32.93	27.56	26.44	28.07	--
净资产收益率(%)	37.70	42.41	39.02	39.77	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	18.58	38.63	36.03	33.32	40.78
资产负债率(%)	44.79	45.65	40.38	42.84	43.79
偿债能力					
流动比率(%)	142.09	159.19	169.76	161.05	160.25
速动比率(%)	99.44	111.58	104.05	105.39	106.11
经营现金流动负债比(%)	26.18	19.17	34.87	28.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	17.80	20.31	22.12	20.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.47	1.24	1.10	1.02	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.16	0.04	0.00	0.04	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.34	1.05	-0.04	0.56	--
本期集合票据偿债能力					
EBITDA/本期集合票据发行额度(倍)	1.45	2.61	4.30	3.22	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	19.99	35.03	52.18	40.60	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.61	0.82	1.99	1.36	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.11	0.13	-0.01	0.06	--

附件 5 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

信用等级公告

联合[2011] 088 号

联合资信评估有限公司通过对山东省万事达物资有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

山东省万事达物资有限公司
主体长期信用等级为
BBB

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十一月十六日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与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、山东省万事达物资有限公司主体长期信用等级自 2011 年 11 月 16 日至 2012 年 11 月 15 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。



山东省万事达物资有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: BBB

评级展望: 稳定

评级时间: 2011 年 11 月 16 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
资产总额(万元)	20786.85	34265.30	62342.34	81147.45
所有者权益(万元)	12963.38	15937.86	25616.41	33259.93
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	4100.00	4130.00	28440.00	35650.00
主营业务收入/营业收入(万元)	101715.96	125004.82	191804.70	155066.53
利润总额(万元)	3056.19	5965.98	12904.74	10191.36
EBITDA(万元)	3439.07	6315.97	14028.61	---
经营性净现金流(万元)	5079.20	428.89	310.70	---
主营业务利润率/营业利润率(%)	5.05	6.57	9.17	10.15
净资产收益率(%)	17.65	28.07	37.78	---
资产负债率(%)	37.64	53.49	58.91	59.01
全部债务资本化比率(%)	24.03	20.58	52.61	51.73
流动比率(%)	244.48	177.11	153.31	156.17
全部债务/EBITDA(倍)	1.19	0.65	2.03	---
EBITDA/本期发债额(倍)	0.57	1.05	2.34	---

注: 2011 年前三季度财务数据未经审计, 按新会计准则格式编制。

分析师

丁继平 陈立扬

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对山东省万事达物资有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了其在行业地位、技术优势、业务发展前景等方面的显著优势。同时, 联合资信也关注到原材料价格波动、债务负担重、债务结构不尽合理、对外担保额较大等因素对公司经营和未来发展带来的不利影响。

未来随着新项目的建成投产以及贸易额的进一步增长, 公司收入和利润水平将有较大幅度增长, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

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. 原材料价格波动对公司盈利水平稳定性带来不利影响。
2. 其他应收款中关联公司占款比较严重。
3. 公司债务负担重, 有息债务全部为短期债务, 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。

一、主体概况

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%。

2002年11月26日增加注册资本4000万元，注册资本变更为5000万元，其中：魏龙柱追加投资1200万元，总出资占注册资本的30%；魏龙淮追加投资1200万元，总出资占注册资本的30%；魏龙峰追加投资640万元，总出资占注册资本的16%；王连华追加投资640万元，总出资占注册资本的16%；于学田追加投资320万元，总出资占总注册资本的8%。

2010年6月24日增加注册资本3000万元，注册资本变更为8000万元。其中魏龙柱追加投资900万元，总出资占注册资本的30%；魏龙淮追加投资900万元，总出资占注册资本的30%；王连华追加投资480万元，总出资占注册资本的16%；魏龙峰追加投资480万元，总出资占注册资本的16%；于学田追加投资240万元，总出资占注册资本的8%。魏龙柱、魏龙淮和魏龙峰为兄弟关系，公司实际控制人为魏氏兄弟。

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2010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2010年底，公司（合并）资产总额62342.34万元，所有者权益25616.41万元。2010年，公司实现主营业务收入191804.70万元，利润总额12904.74万元。

截至2011年9月底，公司（合并）资产总额81147.45万元，所有者权益33259.93万元。2011年前三季度，公司实现营业收入155066.53万元，利润总额10191.36万元。

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：魏龙柱。

二、本期债券概况

公司本次募集资金 6000 万元，其中 3600 万元用于补充公司正常运转所需营运资金，2400 万元用于偿还银行借款。

三、行业分析

公司主要从事镀锌板和彩涂板的贸易业务以及下游加工。镀锌板和彩涂板是钢铁加工行业下的涂镀子行业。

1. 行业现状

镀锌板是指通过热浸镀锌、电镀锌或预涂层镀锌等工艺在冷轧钢板表面涂上一层金属锌的钢板，在进行镀锌处理后可以防止钢板遭受腐蚀并延长其使用寿命。镀锌板可以直接作为终端产品应用，也可以作为彩涂板的基板继续加工；作为终端产品，主要应用于建筑、汽车、家电、工程机械、轮船、容器制造等行业。

彩涂板是将冷轧板、镀锌板等基板进行表面化学处理后涂敷或复合有机薄膜，再经烘烤固化而制成的钢板，具有良好的装饰性和耐腐蚀性。彩涂版种类繁多，包括耐高温涂层板、灭菌涂层板、不粘雪涂层板、耐指纹涂层板、自熄涂层板等；主要用于钢构建筑上，应用形式主要是夹芯板和瓦楞板。

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。

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

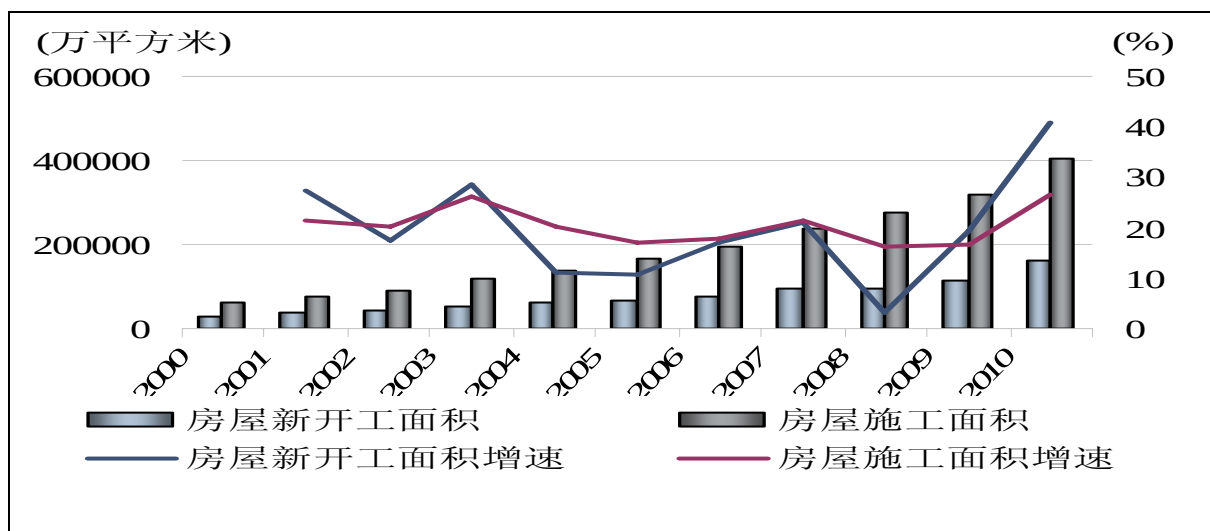
械制造、轻工等行业；而彩涂板超过 85%用于建筑行业。其中，镀锌板和彩涂板在建筑领域的应用主要是工业和民用建筑屋面板，瓦楞屋顶、墙壁、雨水管道、通风道等。

2000 年之前，中国镀锌板和彩涂板产量和消费量比较少。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 2010 年底，中国镀锌板产能超过 4000 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；其中，全国镀锌板生产线超过 220 条，其中 150 多条属于民营企业，60 多条属于大型钢厂，10 多条属于外资企业。

2005 年以来，中国工业经济的飞速发展带动了各类厂房的大量建设，同期房地产市场也迅速发展，房地产开发投资额和房屋施工面积均保持了平均 20%以上的增长速度。另外，近年中国自然灾害发生频繁，特别是重大地震、泥石流灾害事故，导致大量房屋毁损，简易板房需求量大幅增长。

图 1 房地产新开工面积和施工面积

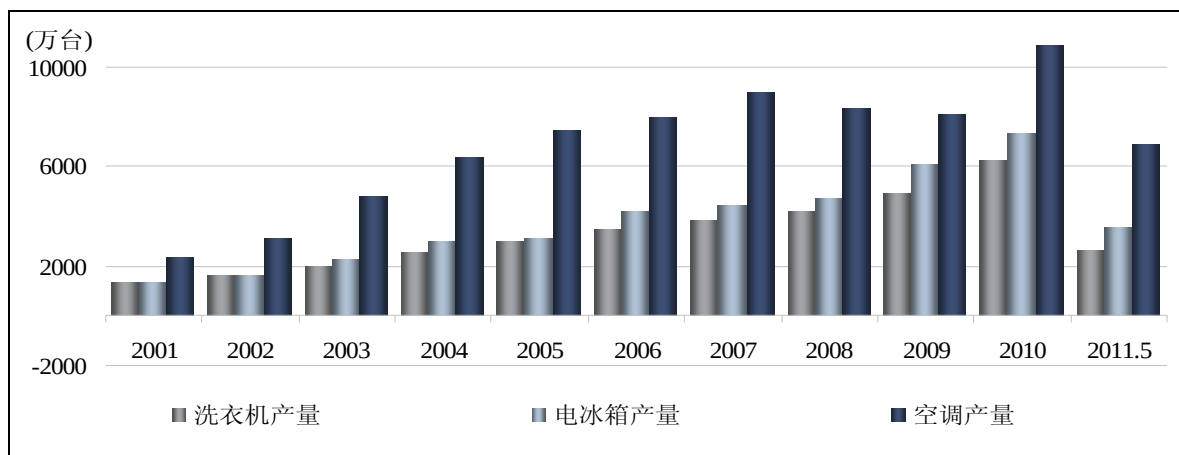


资料来源：wind 资讯

据相关估计，平均一台空调约消耗 22 公斤镀锌板，一台洗衣机约消耗 8 公斤镀锌板，一台冰箱消耗约 3 公斤镀锌板；另外，冷柜、微波炉、厨房电器、电脑等家用电器也有一定量镀锌板消耗。

中国是家电生产大国，近年家电生产量大幅上升，2010 年中国完成家用空调 10900 万台、家用洗衣机 6208 万台、家用冰箱产量 7301 万台；据此估算，2010 年家电消耗的镀锌板超过 300 万吨。中国巨大的家电生产量也成为拉动镀锌板消费需求的又一动力。

图2 中国空调、电冰箱及洗衣机产量情况



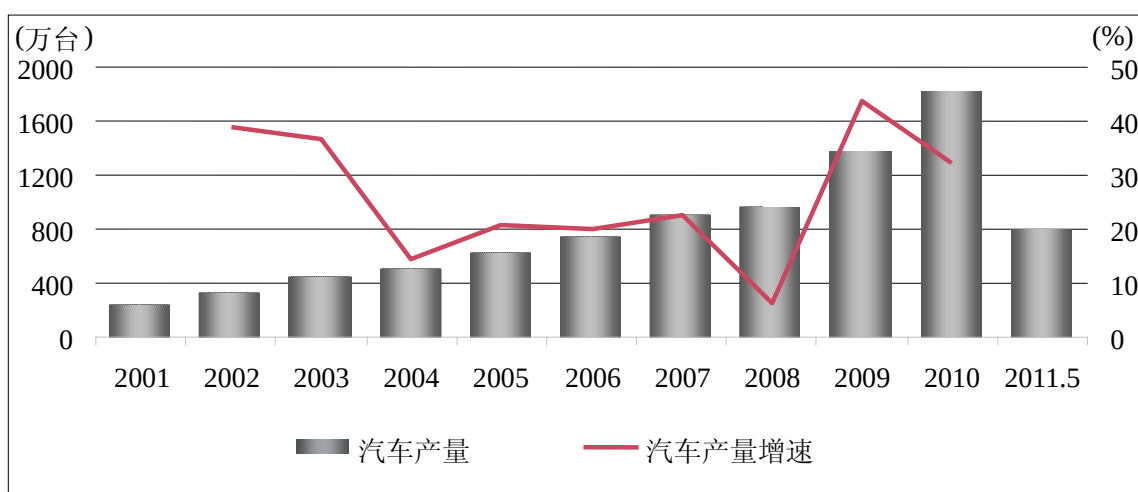
资料来源: wind 资讯

中国汽车行业近年保持较快发展,汽车产销量年均增长率超过 20%。随着居民收入水平增长,国内市场需求的不断扩大,2010 年汽车市场维持高速增长,2010 年中国汽车产销分别为 1827 万辆和 1806 万辆,同比分别增长

32.14%和 32.37%,为世界第一大汽车产销国。

据估计,单辆汽车消耗镀锌板约 350 公斤,以此推算,2010 年汽车行业约消耗镀锌板 640 万吨。中国汽车行业的快速发展也对镀锌板的需求形成有力支撑。

图3 中国汽车产量及增速情况



资料来源: wind 资讯

总体上,受益于房地产行业、家电、汽车等行业的发展,中国镀锌板和彩涂板市场消费量快速增长。尽管 2008 年宏观经济受国际金融危机影响,消费量增长减缓,但仍保持了稳定;2010 年以来,镀锌板和彩涂板需求量平稳增长,2010 年中国完成镀锌板产量 1245.00 万吨,完成彩涂板产量 553.80 万,分别较上年增长 60.55%和 9.84%。2011 年以来,宏观经济波动

发展,使镀锌板和彩涂板需求量略有上升,2011 年 1~3 月,中国镀锌板生产量完成 352.91 万吨,彩涂板生产量完成 139.70 万吨,同比分别增长 26.05%和 25.97%。

表 1 近年中国镀锌板、彩涂板生产情况

单位：万吨

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
镀锌板	702.73	671.67	775.44	1245.00
彩涂板	317.20	338.70	504.20	553.80
合计	1019.93	1010.37	1279.64	1798.80

资料来源：中国钢铁工业协会。

在中国镀锌板生产规模逐年扩大的情况下，产品出口也明显增长，2005~2007 年中国镀锌板出口量成倍增长；但自 2008 年起，受金融危机影响、出口关税提高和欧盟反倾销调查等因素影响，中国镀锌板出口量大幅下降；2010 年以来，镀锌板出口状况大幅改善，出口 150 万吨。

中国彩涂板出口量在 2006 年只有 16.98 万吨左右，2007 年出口量较上年增长 58.21%；但受金融危机影响，2009 年中国彩涂板出口量大幅下降。2010 年以来，宏观经济的向好，以及国外反倾销调查的结束，使彩涂板出口量大幅增长，37.86 万吨。

表 2 近年中国镀锌板、彩涂板进出口情况

单位：万吨

出口	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-3 月
镀锌板	99.44	65.54	150.00	52.56
彩涂板	25.69	14.00	37.86	7.45
合计	125.13	79.54	187.86	60.01

资料来源：中国钢铁工业协会。

2. 行业关注

行业产能过剩

自 2003 年以来，特别是 2005 年以来，中国镀锌板和彩涂板生产线和生产能力大幅增长；其中，又以民营企业为主要投资主体；目前镀锌板和彩涂板的产能分别超过 3000 万吨和 1000 万吨，民营企业的生产能力超过 50%。但是，从产量上看，2009 年中国镀锌板和彩涂板的产能利用率只有 50%左右，产能大量过剩，不利于行业的有序发展。

产品质量有待提升

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。总体上，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。

产品标准、行业标准有待改进

由于中国使用镀锌板和彩涂板的时间相对较短，但发展迅速，原有的产品标准和行业标准已不能适应市场发展的需求，也不存在强制性的质量保障措施。目前市场主体各自制定生产标准、生产规格，无统一的行业标准和行业标准；因此，生产企业为提升市场份额，随意降低加工质量，比如基本厚度、镀锌和涂漆厚度下降、涂漆质量降低等。

同时，目前中国尚没有此行业统一的相关管理组织或自律组织，另外，中国也未对此行业生产企业设立相应的市场准入制度，行业管理、行业规范比较散乱。

3. 行业发展

中国工业经济的发展，以及城镇化进程的逐步推进，将使得各类厂房、板房等建筑物大量增加，并带动镀锌板和彩涂板的需求量增长。同时，建筑材料的升级，混凝土向钢结构的转变，也将带动镀锌板的需求增长。

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。

因此，总体上看，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。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司所处博兴县是中国最大的涂镀板材市场集散地，所经营主导产品彩涂板、镀锌板等生产厂家众多，竞争激烈。公司是博兴县涂镀板材行业发展最早民营企业，目前拥有檩条生产能力 2 万吨/年，复合板生产能力 400 万平方米/年，聚氨脂生产能力 40 万平方米/年，钢构件生产 8 千吨/年，压型板生产能力 600 万平方米/年，折弯件生产能力 120 万平方米/年。

2. 人员素质

公司执行董事魏龙柱先生，1964 年出生，高中学历，高级政工师，滨州市政协常委，博兴县工商联副会长，博兴县钢铁行业商会会长，是兴福镇黑白铁市场的创始人之一，是博兴县有名的民营企业企业家，从事钢板经营二十几年。公司经理魏龙淮先生，1956 年出生，初中学历，1973 年毕业于兴福一中。1973 年至 1974 年从事木工学徒；1975 年至 1986 年在社办木工厂上班；1987 年至 1991 年从事白铁贸易；1992 年至今，任公司经理职务。

截至2011年9月底，公司在岗员工为597人。公司在岗员工中，按学历构成划分，本科及以上学历占34.00%，大专学历占26.13%，高中及中专学历占28.48%，初中及以下占11.39%；按年龄构成划分，30岁以下占68.01%，30-50岁之间占27.97%，50岁以上占4.02%；按岗位分，管理人员占12.56%，研发人员占5.86%，生产人员占63.82%，销售人员占17.76%。

总体看，公司管理团队综合素质较高，从业经验丰富，具备较高的专业素质和管理能力；公司员工整体素质文化水平符合企业特点，年龄构成合理。

3. 技术优势及影响力

2006 年，公司研发的阻燃纸蜂窝石膏轻质复合墙板获得国家科学技术部、国家商务部、国家质量监督检验检疫总局、国家环境保护总局联合颁发的“国家重点新产品”荣誉证书。2008 年 9 月 2 日，经审核批准，公司“金属面 EPS 保温幕墙板外墙外保温系统”为山东省新型墙材建筑节能技术产品，准予在全省建设工程中应用。

公司是山东省第一届私营企业协会常务理事单位，博兴县工商联钢铁行业商会会长单位，是山东省先进民营企业、山东省重合同守信用企业、中国农业银行山东省分行 AAA 级信用企业、中国建设银行山东省分行 AAA 级信誉企业，是滨州市民营科技企业，中国专利-山东明星企业，公司是 ISO9001 和 ISO14001 质量认证企业，2008 年 3 月顺利通过 ISO14001:2004 环境管理体系认证。

五、公司管理

公司不设立董事会，设立执行董事一名，由魏龙柱担任。公司设立经理，由魏龙淮担任，由执行董事聘任或解聘。公司设立监事二名，执行董事、经理及财务负责人不得兼任监事。

公司是 ISO9001 和 ISO14001 质量认证企业并通过了 ISO14001:2004 环境管理体系认证。公司建立了采购与付款循环、工薪与人事循环、生产与仓储循环、销售与收款循环、筹资与投资循环、固定资产循环等六大循环控制系统，涉及生产、销售、采购、人事管理、投融资、资产管理等方方面面。

对外担保方面，公司制订有专门的对外担保流程和制度，落实了相关的反担保措施，并将担保数量和金额均控制在合理范围之内。对被担保单位，公司经过了内部风险测评和调查，其当地综合实力较强，经营状况良好，信誉好，均未发生过逾期等不良记录。

总体看，公司治理结构有待进一步完善，

公司内部管理制度健全，管理水平较高。

六、生产经营

1. 经营现状

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%。

2010 年公司实现主营业务收入 191804.70 万元，年复合增长 37.32%，其中镀锌板增长快

速，年复合增长率为 101.35%。从毛利率水平看，公司整体毛利率水平提高较快，2008 年的 5.08%提高至 2010 年为 9.20%，主要原因是：公司各品种毛利率整体上升，其中在收入构成中占比比较稳定（25%左右）的复合板毛利率水平提升幅度最大，从 2008 年的 6.25%提高至 2010 年为 15.00%。

2011年前三季度，公司实现营业收入和利润总额分别为155066.53万元和10191.36万元，分别为2010年全年的80.84%和78.97%。营业利率率为10.15%。2011年前三季度公司仍保持了较强的盈利能力。

表 3 2008~2010 年公司主营业务收入、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		
	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年
彩涂板	49899.71	50281.16	70843.55	47522.56	48237.02	66339.20	4.76%	4.07%	6.36%
镀锌板	11512.07	23645.64	46672.53	11155.83	21504.63	43639.14	3.09%	9.05%	6.50%
带钢	5162.57	5501.97	8953.11	5104.76	5382.10	8639.67	1.12%	2.18%	3.50%
复合板	25512.36	36443.95	49615.29	23917.65	33218.23	42171.74	6.25%	8.85%	15.00%
其他钢构产品	9629.24	9132.10	15720.22	8846.27	8414.53	13362.48	8.13%	7.86%	15.00%
合计	101715.96	125004.82	191804.70	96547.07	116756.50	174152.23	5.08%	6.60%	9.20%

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，其中 70%左右销给各钢结构生产商或零售商，30%左右用来加工复合板和其他钢构产品。

公司与上游钢铁企业具有多年的战略合作关系，话语权和议价能力较强，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。

公司合作厂商包括上海宝钢集团股份有限公司（战略用户）；烨辉（中国）科技材料有限公司（山东总代理）；联合钢铁（中国）有限公司（直供用户）；马鞍山钢铁股份有限公司（指

定经销商）；邯钢钢铁股份有限公司（网络直供用户）；鞍钢集团国际经济贸易公司、苏州同信彩色金属板有限公司（核心代理商）；大连浦金钢板有限公司（山东总代理）；鲁银投资集团股份有限公司带钢分公司（莱钢集团 Q235、Q345 高强度热轧钢带产品唯一指定销售商）；博思格钢铁（苏州）有限公司（优耐板山东总代理）。

价格方面，近年公司主要原材料价格变动较大，其中带钢采购价格 2008 年为高点，2009 年为低点，其后回升；彩涂板采购价格 2008 年~2010 年逐步下降，2011 年 1~9 月开始回调；镀锌板采购价格 2009 年为高点，其后逐步下降。原材料价格波动对公司盈利稳定性产生一定影响。

表 4 2010 年公司彩涂板、镀锌板前 5 大供应商

彩涂板		镀锌板	
供应商	占比	供应商	占比
烨辉（中国）科技材料有限公司	21.89%	邯郸钢铁股份有限公司	11.21%
联合钢铁（中国）有限公司	14.70%	鞍钢集团国际经济贸易公司	1.78%
上海宝钢集团股份有限公司	13.30%	北京特宇板材有限公司	1.54%
马鞍山钢铁股份有限公司	4.90%	天津市益源钢板有限公司	0.55%
无锡新大中钢铁公司	3.20%	天津联发精密钢铁有限公司	0.17%

资料来源：公司提供

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）			
	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
彩涂板	6900.00	6320.00	5880.00	6220.00
镀锌板	4870.00	5080.00	4970.00	4850.00
带钢	4630.00	3950.00	4320.00	4130.00

资料来源：公司提供

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，所经营主导产品彩涂板、镀锌板等生产厂家众多，竞争激烈，除国内大型钢铁企业的产品外，当地板材加工生产企业也较多。为规避市场风险，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

盈利保证方面，公司与国内知名钢铁生产厂家均建立了代理关系，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。这保证了公司的利润空间。

产品结构方面，公司贸易主要产品是一线钢厂的高档板材，避开了在山东博兴这个集中市场上中低档产品的激烈竞争，能够有效规避市场风险及行业风险，并能够获得较高的贸易利润。

风险控制方面，上游方面，为控制和化解

来自上游钢厂可能出现的价格大幅波动风险，公司采取多个代理品牌，多家交叉兼营，既适应了不同层次用户需求，也有效分散了市场带来的风险，同时也保证公司产品的来源有较好的质量保证及价格优势；在下游方面，公司议价能力强，并与下游客户建立了长期、稳定的合作关系。

稳定性方面，公司主导贸易产品彩涂板及镀锌板全部来自国内大型一线生产厂商。品种几乎覆盖所有产品型号，部分高端产品目前是中小生产企业无法生产的品种，具有一定的不可替代性，从而使公司能够通过对这部分产品的代理获得稳定的市场份额。另外，由于这些大型厂商不向非代理商销货，占市场大多数的非代理商客户只能在公司购买所需产品。这都保证了公司贸易量能保持较大的规模。

从表 6 可以看出，2008 年～2010 年，公司镀锌板贸易额增长幅度很大，年复合增长率为 101.35%，其占公司贸易额中的占比也大幅提高，从 2008 年的 17.29% 提高至 2010 年的 36.90%；带钢因其毛利率较低，在公司贸易额中的占比一直较低，2010 年带钢贸易额为 8953.11 万元，占比为 7.08%；彩涂板贸易额规

模大，一直是公司贸易的主要构成部分，但占比处于下降趋势，从 2008 年的 74.95% 下降至 2010 年的 56.02%。

从发展趋势看，未来彩涂板贸易额仍将保

持较大规模，但占比将会大幅下降，镀锌板贸易额将保持较快的增长，占比将大幅上升，带钢贸易仍将保持较小的规模，占比将下降。

表 6 2008~2011 年 9 月公司产品贸易额

产品	2008 年	2009 年	2010 年	年复合增长率	2011 年 1-9 月
彩涂板	49899.71	50281.16	70843.55	19.15%	54310.76
镀锌板	11512.07	23645.64	46672.53	101.35%	36211.66
带钢	5162.57	5501.97	8953.11	31.69%	7219.48

资料来源：公司提供

生产方面

公司工业生产类主导产品有夹芯板、PIR 板、C 型钢、压型板、彩钢保温幕墙板以及鹰式轻钢结构等。

复合板设备主要有 BMF-3、BMF-5、BMF-6、XMF-V、多种规格辊压成型机等设备，月平均产能可达 30 万平方米。公司 PIR 板设备为从意大利 PUMA 公司进口的聚氨酯 PIR 夹芯板生产线，在国际和国内具有领先水平，月均产能为 6 万平方米左右。聚氨酯 PIR 夹芯板具有不燃、防潮、防虫蛀、隔音，保温效果好，轻便耐用、安装方便，适用范围广泛，并且可以重复循环使用，代表了板材类产品的科技水平前沿。该生产线的投入使用，标志着公司产

品科技含量迈上了新台阶，并有力保证了公司产品质量。

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时进行调整。从表 7 可以看出，近三年，公司复合板的增长较快，2010 年复合板产量 429 万平方米，年复合增长 37.17%，C 型钢产量为 2.16 万吨，年复合增长 16.92%，压型板产量为 667 万平方米，年复合增长 22.84%。公司钢构产品收入主要来自复合板，2010 年，公司钢构产品实现收入 65335.51 万元，年复合增长 36.35%，其中复合板占 75.94%。未来公司钢构产品产量及收入仍将保持较快增长，其中复合板的主导地位短期内不会改变。

表 7 公司主要钢构产品产量

产品	2008 年	2009 年	2010 年	增长率	2011 年 1-9 月
复合板 (万平方米)	228	356	429	37.17%	364
C 型钢 (万吨)	1.58	1.69	2.16	16.92%	2.06
压型板 (万平方米)	442	484	667	22.84%	648

资料来源：公司提供

4. 产品销售

货款回收方面，公司对下游客户采取的是无欠款式销售，在销售过程中采取零星订单与长期订单并存的方式。目前公司采取订金订货，款到发货的结算方式，应收账款控制严密。偶有应收账款，均数额较小、账龄较短，都是固

定合作的老客户的短期赊欠，比例很小，较易收回，对公司的正常经营不会产生风险和影响。

销售网络方面，公司在全国设立分销渠道，现已在上海、东北、西南、华东、华南、北京、天津、烟威、邯郸等地区设立驻外销售分支或办事处。目前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。

公司拥有进出口权。设有外贸事业部。主要出口产品为钢制活动房屋和热镀锌瓦楞型板材，其中前者占据主要地位。公司出口地范围较广，主要集中在澳洲，非洲，俄罗斯等国家和地区。2008年~2010年，公司出口收入分别为1932.60万元、1125.04万元和6003.49万元。

从收入区域分布看，近年公司在山东省的收入占比逐渐下降，在其他省的占比提高较快，反映公司对全国市场的开拓力度加大。2010年，山东省占比为34.50%，其他省占62.37%，国外占3.13%。

从客户集中度看，2010年公司前五大客户为重庆浦项贸易有限公司、新兴福田建筑工程有限公司、自贡东方彩钢结构有限公司、上海钢之杰钢结构建筑有限公司、山东省博兴县锦隆钢板有限公司，销售额为16493.75万元，占公司主营业务收入的比重为8.60%，公司客户集中度一般。

从销售价格看，波动性较大，其中彩涂板和带钢销售价格2008年为高点，镀锌板2008年为价格低点，2009年为价格高点，复合板2009年为价格低点。价格波动对公司盈利稳定性影响较大。

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	2008年	2009年	2010年	2011年1-9月
	销售价格	销售价格	销售价格	销售价格
彩涂板	7246.45	6584.05	6282.14	6694.50
镀锌板	5029.56	5582.38	5311.66	5214.44
带钢	4680.85	4037.12	4478.63	4299.47
复合板	112.00	102.24	115.60	113.88

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2008~2010年，公司销售债权周转次数分别为169.74次、94.09次和52.14次，三年平均值为88.25次；存货周转次数分别为15.96次、21.36次和16.19次，三年平均值为17.70次；总资产周转次数分别为4.92次、4.54次和3.97次，三年平均值为4.33次。

总体看，公司整体经营效率高。

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5000万元左右。

加工方面：在充分利用公司雄厚的资源和成本优势的基础上，不断向产业链下游延伸，公司将公司把握国家产业政策，加大新开发力度，研制开发一大批科技含量高、具有高附加值的产品。在成功开发聚氨酯复合板、金属保温幕墙板、多功能可装配式彩钢活动房屋、手工净化板等极具竞争优势的产品基础上，2010年公司新上新型节能墙体材料项目。项目新上岩棉复合板生产线5条、金属幕墙保温系统生产线3条；项目预计产能：金属幕墙保温板300万平方米，高强度酚醛泡沫彩钢夹芯复合板、阻燃纸蜂窝净化彩钢夹芯板其他新型墙体材料300万平方米。项目建设期2年，预计

总投资 1.5 亿元。其中公司已经筹得资金 9000 万元（占 60%），需要从银行或其他渠道融资 6000 万元（占 40%）。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2008~2010年度和2011年前三季度合并财务报表，其中2008~2010年度财务报表按旧会计准则编制，2011年前三季度财务报表按新会计准则格式编制。2008~2009年度财务报表由国富浩华会计师事务所有限公司审计、2010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意见。2011年前三季度财务报表未经审计。

截至2010年底，公司（合并）资产总额62342.34万元，所有者权益25616.41万元。2010年，公司实现主营业务收入191804.70万元，利润总额12904.74万元。

截至2011年9月底，公司（合并）资产总额81147.45万元，所有者权益33259.93万元。2011年前三季度，公司实现营业收入155066.53万元，利润总额10191.36万元。

1. 资产质量

2008~2010年，公司资产总额年复合增长73.18%，主要是流动资产中应收款项、预付账款以及存货增加较多所致。截至2010年底，公司资产总额62342.34万元，其中流动资产占90.32%，固定资产占9.64%，无形资产及其他资产占0.04%。公司资产以流动资产为主。

截至 2010 年底，公司流动资产 56304.90 万元，其中存货占 25.97%，货币资金占 16.47%，预付账款占 35.13%，应收账款占 4.85%，其他应收款占 12.22%，应收票据占 5.00%。公司流动资产以预付账款、货币资金及存货为主。

截至 2010 年底，公司货币资金 9272.56 万元，主要是银行存款。

截至 2010 年底，公司应收账款余额 2730.43

万元，全部是 1 年以内的货款。公司应收账款规模较小。公司其他应收款 6880.65 万元，全部为 1 年以内，其中关联公司山东新美达科技材料有限公司欠款 6063.38 万元，山东万事达钢结构有限公司欠款 456.35 万元，山东万事达建筑钢品科技有限公司欠款 320.82 万元。关联公司占款比较严重。

截至 2010 年底，公司预付款项 19782.15 万元，全部在 1 年以内，主要是预付货款。

截至 2010 年底，公司存货 13869.78 万元，其中库存商品 13853.83 万元，占 99.89%。

截至 2010 年底，公司固定资产原值 6624.49 万元，其中房屋及建筑物占 19.67%，机器设备占 66.56%，运输工具占 8.48%，办公设备占 5.29%。

2011 年 9 月底，公司资产总额 81147.45 万元，较年初增长 30.16%，主要流动资产中货币资金和预付款项增加较多所致。资产中流动资产占 92.16%，非流动资产占 7.84%，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，其他应收款关联公司占款比较严重；公司资产质量一般。

2. 负债及所有者权益构成

2008~2010年，公司所有者权益年复合增长40.57%，主要源于未分配利润的增长。2010年公司所有者权益25616.41万元，其中实收资本占31.23%，未分配利润占58.56%，盈余公积占10.21%。公司所有者权益以未分配利润为主，稳定性较差。2011年9月底，公司所有者权益33259.93万元，较年初增长29.84%，主要是未分配利润增加所致。

2010年底，公司负债总额36725.93万元，全部为流动负债。公司流动负债中，短期借款、应付票据和预收账款占比分别为47.65%、29.79%和19.85%。

2008~2010年, 公司债务负担上升显著, 2010年底公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为58.91%和52.61%。2011年9月底, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为59.01%和51.73%, 债务负担变化不大。

总体看, 目前公司债务负担重, 债务结构不尽合理。

3. 盈利能力

2008~2010年, 公司主营业务收入年复合增长37.32% 三年分别为101715.96万元、125004.82万元和191804.70万元。近三年公司主营业务利润率分别为5.05%、6.57%和9.17%, 公司主营业务盈利能力显著增强。

从期间费用看, 2008~2010年, 三项费用占主营业务收入的比重分别为2.06%、1.83%和2.45%, 三项费用低, 公司费用控制较好。

从盈利指标看, 2008~2010年, 公司净资产收益率整体处于上升水平, 2010年为37.78%, 公司整体盈利能力强。

2011年前三季度, 公司实现营业收入和利润总额分别为155066.53万元和10191.36万元, 分别为2010年全年的80.84%和78.97%。

近年公司收入增长较快, 主业盈利水平显著增强, 未来随着新项目的建成投产以及贸易额的进一步增长, 公司收入和利润水平仍将保持较大幅度增长。

4. 现金流分析

经营活动方面, 2008~2010年, 公司销售商品、提供劳务收到的现金与收入基本同步增长, 年复合增长36.05%, 2010年为221013.84万元。经营活动产生的现金流量净额分别为5079.20万元、428.89万元和310.70万元, 其中收到和支付的其他与经营活动有关的现金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。近三年公司现金收入比分别为117.40%、119.49%和115.23%, 公司现金实现质量好。

投资活动方面, 2008年和2009年, 公司规模较小, 投资活动现金流出分别为516.18万元和421.17万元, 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。2010年公司投资支出规模增大, 投资现金流出为4624.01万元, 公司经营活动产生的现金流无法满足投资活动对资金的需求。

筹资活动方面, 2008~2010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分别为-2119.99万元、1895.00万元和6836.45万元。

总体看, 近年公司经营活动获现能力稳定性相对较差, 2010年公司投资规模相对较大, 对外部融资依赖性加大。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看, 2008~2010年, 公司流动比率和速动比率波动中有所下降, 2010底分别为153.31%和113.50%。2011年9月底, 变化不大, 分别为156.17%和118.50%。2010年, 公司经营现金流动负债比为0.85%。总体看, 公司具有一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看, 2008~2010年公司EBITDA分别为3439.07万元、6315.97万元和14028.61万元, 全部债务/EBITDA指标值分别为1.19倍、0.65倍和2.03倍, EBITDA利息倍数分别为28.66倍、84.35倍和19.19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。总体看, 公司长期偿债能力较强。

截至2011年9月底, 公司对外担保额20080万元, 是2011年9月底公司净资产的60.37%, 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, 存在一定或有债务风险。

表9 截至2011年9月底公司对外担保情况

单位：万元

被担保单位	金额
山东汇金彩钢有限公司	3300
山东蓝天钢结构工程有限公司	2500
山东科瑞钢板有限公司	4980
山东发达物资有限公司	1700
山东泰丰节能新材料有限公司	1000
山东远大板业科技有限公司	5000
山东省博兴县引航新材料有限公司	600
山东省博兴县锦隆钢板有限公司	1000
合 计	20080

资料来源：公司提供

截至 2011 年 9 月底，公司获得银行授信额度 6.89 亿元，尚有 3.65 亿元未使用，公司间接融资渠道较畅通。

八、本期债券偿还能力分析

公司发行本期债券的额度为 6000 万元，占 2010 年底公司全部债务和负债总额的比重分别为 21.10%和 16.34%，占 2011 年 9 月底公司全部债务和负债总额的比重分别为 16.83%和 12.53%。本期债券发行对公司债务有一定影响。

本期债券发行后，不考虑其他因素，以 2011 年 9 月份数据为基础，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别上升为 61.83%和 55.60%。

2008～2010 年，公司 EBITDA 分别为 3439.07 万元、6315.97 万元和 14028.61 万元，分别是本期债券的 0.57 倍、1.05 倍和 2.34 倍，EBITDA 对本期债券的保护能力一般。2008～2010 年，公司经营活动现金流入量分别为 127768.63 万元、162031.68 万元和 221369.59 万元，对本期债券的保护倍数分别为 21.29 倍、27.01 倍和 36.89 倍；经营活动现金净流量分别为 5079.20 万元、428.89 万元和 310.70 万元，对本期债券的保护倍数分别为 0.85 倍、0.07 倍和 0.05 倍，经营活动产生的现金流入量对本期债券保障能力较强。

截至 2010 年底，公司现金类资产为

12087.84 万元，是本期债券的 2.01 倍；截至 2011 年 9 月底，公司现金类资产为 19779.06 万元，是本期债券的 3.30 倍，公司现金类资产对本期债券的保障能力较强。

九、综合评价

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。

原材料价格波动对公司盈利水平稳定性带来不利影响。目前公司债务负担重、债务结构不尽合理、对外担保额较大。未来随着新项目的建成投产以及贸易额的进一步增长，公司收入和利润水平有望实现较大幅度提升。

总体看，公司整体信用风险一般。

附件 1-1 2008 年~2010 年合并资产负债表（资产）

（单位：人民币元）

资 产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	48467142.27	67494290.07	92725642.33	38.32
应收票据	5344800.00	11311800.00	28152793.10	129.51
应收股利				
应收利息				
应收账款	3113312.94	6800534.09	27304302.79	196.14
其他应收款	8584778.13	35229143.45	68806518.80	183.11
减：坏账准备				
应收账款净额	11698091.07	42029677.54	96110821.59	186.63
预付账款	85291858.78	134748213.48	197821540.96	52.29
应收补贴款			1949084.06	
存货	40410053.38	68925757.30	146197792.89	90.21
减：存货跌价准备				
存货净额	40410053.38	68925757.30	146197792.89	90.21
待摊费用	56000.00	82059.04	91275.53	27.67
流动资产合计	191267945.50	324591797.43	563048950.46	71.57
长期投资				
长期股权投资				
长期债权投资				
长期投资合计				
长期投资净额				
固定资产				
固定资产原值	32322613.02	36534355.60	66244927.19	43.16
减：累计折旧	16180654.56	18821704.91	22638492.81	18.28
固定资产净值	16141958.46	17712650.69	43606434.38	64.36
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	16141958.46	17712650.69	43606434.38	64.36
工程物资				
在建工程			16529570.00	
固定资产合计	16141958.46	17712650.69	60136004.38	93.01
无形资产及其他资产				
无形资产	458594.10	348531.54	238468.98	-27.89
无形资产及其他资产合计	458594.10	348531.54	238468.98	-27.89
资产总计	207868498.06	342652979.66	623423423.82	73.18

附件 1-2 2008 年～2010 年合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币元）

负债及所有者权益	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款		33000000.00	175000000.00	
应付票据	41000000.00	8300000.00	109400000.00	63.35
应付账款	717840.16	209370.01	1469642.63	43.08
预收账款	25703920.46	69632663.74	72896976.64	68.41
代销商品款				
应付工资	675669.00	625498.45	757090.00	5.85
应交税金	2773709.08	3881021.54	4674208.42	29.81
其他应交款	6473.66	20418.94		
其他应付款	7357134.52	67273620.72	2943459.77	-36.75
预提费用		331822.00	109119.14	
其他未交款			8814.24	
流动负债合计	78234746.88	183274415.40	367259310.84	116.66
长期负债				
长期借款				
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
住房周转金				
其他长期负债				
长期负债合计				
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	78234746.88	183274415.40	367259310.84	116.66
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	50000000.00	50000000.00	80000000.00	26.49
资本公积				
盈余公积	12644345.03	17118826.34	26163652.54	43.85
未确认的投资损失				
其中：公益金				
未分配利润	66989406.15	92259737.92	150000460.44	49.64
外币报表折算差额				
所有者权益合计	129633751.18	159378564.26	256164112.98	40.57
负债及所有者权益合计	207868498.06	342652979.66	623423423.82	73.18

附件 2 2008 年~2010 年利润及利润分配表

(单位: 人民币元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	1017159587.07	1250048167.15	1918046961.43	37.32
减: 折扣与折让				
主营业务收入净额	1017159587.05	1250048167.13	1918046961.41	37.32
减: 主营业务成本	965470683.76	1167565031.71	1741522292.09	34.31
主营业务税金及附加	305374.02	411482.47	662557.82	47.30
二、主营业务利润	51383529.27	82071652.95	175862111.50	85.00
加: 其他业务利润	144616.24	201002.28	88793.74	-21.64
减: 存货跌价损失				
营业费用	12217157.99	13928808.32	27586517.09	50.27
管理费用	7170190.92	8948177.95	11371652.68	25.93
财务费用	1578902.72	-42217.11	7999778.19	125.09
其他				!
三、营业利润	30561893.88	59437886.07	128992957.28	105.44
加: 投资收益				
补贴收入				
营业外收入		264469.00	54441.00	
其他				
减: 营业外支出		42604.32		
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	30561893.88	59659750.75	129047398.28	105.49
减: 所得税	7685924.55	14914937.69	32261849.58	104.88
减: 少数股东损益				
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	22875969.33	44744813.06	96785548.70	105.69

附件 3-1 2008 年~2010 年现金流量表

(单位: 人民币元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	1194101115.17	1493645317.94	2210138384.64	36.05
收到的租金				
收到的税费返还	1370467.16	1370809.42	3557545.71	61.12
收到的其他与经营活动有关的现金	82214704.07	125300651.72		
现金流入小计	1277686286.40	1620316779.08	2213695930.35	31.63
购买商品、接受劳务支付的现金	1121633376.81	1345311282.79	2094202418.24	36.64
支付给职工以及为职工支付的现金	6254547.81	5726572.37	8844592.36	18.92
支付的各项税费	10525598.80	6912691.13	45354189.88	107.58
支付的其他与经营活动有关的现金	88480787.16	258077342.41	62187732.15	-16.16
现金流出小计	1226894310.58	1616027888.70	2210588932.63	34.23
经营活动产生的现金流量净额	50791975.82	4288890.38	3106997.72	-75.27
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				
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	5161812.36	4211742.58	46240141.59	199.3
投资所支付的现金				
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	5161812.36	4211742.58	46240141.59	199.30
投资活动产生的现金流量净额	-5161812.36	-4211742.58	-46240141.59	
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金			30000000.00	
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	70000000.00	76850000.00	202000000.00	69.87
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	70000000.00	76850000.00	232000000.00	82.05
偿还债务所支付的现金	90000000.00	42900000.00	60000000.00	-18.35
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	1199876.79	15000000.00	37311883.15	457.64
融资租赁所支付的现金				
减少注册资本所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金			66323620.72	
现金流出小计	91199876.79	57900000.00	163635503.87	33.95
筹资活动产生的现金流量净额	-21199876.79	18950000.00	68364496.13	
四、现金及现金等价物净增加额	24430286.67	19027147.80	25231352.26	1.63

附件 3-2 2008 年~2010 年现金流量补充表

(单位: 人民币元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	22875969.33	44744813.06	96785548.70	105.69
加: 少数股东损益				
减: 未确认的投资损失				
加: 计提的资产减值准备				
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐				
固定资产折旧	2601426.75	2641050.35	3816787.90	21.13
无形资产摊销	27515.64	110062.56	110062.56	100.00
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)				
待摊费用减少(减:增加)	-56000.00	-26059.04	-9216.49	-59.43
预提费用增加(减:减少)		331822.00	-222702.86	
固定资产报废损失				
财务费用	1199876.79		7311883.15	146.86
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	40152561.30	-28515703.92	-77272035.59	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-15513820.10	-85754941.17	-135944548.69	
经营性应付项目的增加(减:减少)	-495553.91	71707846.52	108531219.02	
其他		-950000.00		
经营活动产生的现金流量净额	50791975.80	4288890.36	3106997.70	-75.27
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	48467142.27	67494290.07	92725642.33	38.32
减: 货币资金的期初余额	24036855.60	48467142.27	67494290.07	67.57
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	24430286.67	19027147.80	25231352.26	1.63

附件 4-1 2011 年 9 月底合并资产负债表（资产）

（单位：人民币元）

资 产	期末数	年初数
流动资产：		
货币资金	177237699.43	92725642.33
结算备付金		
拆出资金		
交易性金融资产		
衍生金融资产		
应收票据	20552938.45	28152793.10
应收账款	28978124.96	27304302.79
预付款项	307591051.03	197821540.96
发放短期贷款		
应收保费		
应收利息		
应收股利		
其他应收款	33009916.88	70755602.86
存货	180399899.11	146197792.89
一年内到期的非流动资产		
其他流动资产	102358.90	91275.53
流动资产合计	747871988.76	563048950.46
非流动资产：		
发放长期贷款		
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		
存出法定准备金		
固定资产原值	89892029.65	66244927.19
累计折旧	26445415.81	22638492.81
固定资产净值	63446613.84	43606434.38
在建工程		16529570.00
工程物资		
固定资产清理		
生产性生物资产		
油气资产		
无形资产	155922.06	238468.98
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	63602535.90	60374473.36
资 产 总 计	811474524.66	623423423.82

附件 4-2 2011 年 9 月底合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币元）

负债及所有者权益	期末数	年初数
流动负债：		
短期借款	234000000.00	175000000.00
向中央银行借款		
应付票据	122500000.00	109400000.00
应付账款		1469642.63
预收款项	112035464.02	72896976.64
卖出回购金融资产款		
应付手续费及佣金		
应付职工薪酬	1005534.02	757090.00
应交税费	3815631.83	4683022.66
应付利息		
应付股利		
其他应付款	5303254.00	2943459.77
未到期责任准备金		
保险责任准备金		
代理买卖证券款		
递延收益		
一年内到期的非流动负债		
其他流动负债	215316.04	109119.14
流动负债合计	478875199.91	367259310.84
非流动负债：		
长期借款		
应付债券		
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		
负 债 合 计	478875199.91	367259310.84
所有者权益：		
实收资本	80000000.00	80000000.00
资本公积		
减：库存股		
盈余公积	26163652.54	26163652.54
未确认投资损失		
未分配利润	226435672.21	150000460.44
外币报表折算差额		
归属于母公司所有者权益合计	332599324.75	256164112.98
少数股东权益		
所有者权益合计	332599324.75	256164112.98
负债及所有者权益合计	811474524.66	623423423.82

附件 5 2011 年 1~9 月利润及利润分配表

(单位: 人民币元)

项 目	本期金额	上期全年金额
一、营业收入	1550665332.16	1918135755.17
减: 营业成本	1392702590.02	1741522292.09
营业税金及附加	623228.83	662557.82
销售费用	23509141.79	27586517.09
管理费用	11756342.03	11371652.68
财务费用	20160413.79	7999778.19
资产减值损失		
加: 公允价值变动收益		
投资收益		
二、营业利润	101913615.70	128992957.30
加: 营业外收入		54441.00
减: 营业外支出		
三、利润总额	101913615.70	129047398.30
减: 所得税费用	25478403.93	32261849.58
四、净利润	76435211.77	96785548.72

附件 6 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	169.74	94.09	52.14	---
存货周转次数(次)	15.96	21.36	16.19	---
总资产周转次数(次)	4.92	4.54	3.97	---
现金收入比(%)	117.40	119.49	115.23	---
盈利能力				
主营业务利润率/营业利润率(%)	5.05	6.57	9.17	10.15
总资本收益率(%)	14.11	22.67	19.26	---
净资产收益率(%)	17.65	28.07	37.78	---
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	24.03	20.58	52.61	51.73
资产负债率(%)	37.64	53.49	58.91	59.01
偿债能力				
流动比率(%)	244.48	177.11	153.31	156.17
速动比率(%)	192.83	139.50	113.50	118.50
经营现金流动负债比(%)	64.92	2.34	0.85	---
EBITDA 利息倍数(倍)	28.66	84.35	19.19	---
全部债务/EBITDA(倍)	1.19	0.65	2.03	---
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	1.11	0.00	-0.15	---
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	38.03	0.10	-5.90	---
本期债券偿债能力				
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	21.29	27.01	36.89	---
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.85	0.07	0.05	---
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.76	0.00	-0.72	---
现金偿债倍数(倍)	0.90	1.31	2.01	3.30

注：2011 年前三季度财务数据未经审计，按新会计准则格式编制。

附件 7 有关指标的计算公式

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

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

附件 8 主体长期信用等级的定义

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

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

信用等级公告

联合[2011] 086 号

联合资信评估有限公司通过对山东远大板业科技有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

山东远大板业科技有限公司
主体长期信用等级为

A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十一月十六日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与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、山东远大板业科技有限公司主体长期信用等级自 2011 年 11 月 16 日至 2012 年 11 月 15 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。



山东远大板业科技有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：A⁻

评级展望：稳定

评级时间：2011 年 11 月 16 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 9 月
资产总额（万元）	56496.73	92506.03	161853.14	225340.02
所有者权益（万元）	32543.98	50104.80	76393.87	96638.83
长期债务（万元）	0.00	8000.00	15500.00	30500.00
全部债务（万元）	20740.00	38800.00	81800.00	112127.00
主营业务收入（万元）	151363.05	212248.48	302648.75	258939.40
利润总额（万元）	14486.73	20257.10	35052.09	26993.29
EBITDA（万元）	17010.47	24278.51	40943.38	--
经营性净现金流（万元）	12626.46	8867.23	32133.92	44822.27
主营业务利润率（%）	10.76	10.57	10.58	12.19
净资产收益率（%）	33.39	30.32	34.41	--
资产负债率（%）	42.40	45.84	52.80	57.11
全部债务资本化比率（%）	38.92	43.64	51.71	53.71
流动比率（%）	115.98	142.51	121.24	105.49
全部债务/EBITDA（倍）	1.22	1.60	2.00	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.85	1.21	2.05	--

注：2011 年前 3 季度数据未经审计。

分析师

刘献荣

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下称“联合资信”）对山东远大板业科技有限公司（以下称“公司”）的评级反映了公司在所在地域行业规模和集群效应明显、生产规模相对较大、经营收入持续增长，应收账款和期间费用控制较强、经营现金流量充足等方面的综合优势；联合资信同时关注到行业产能过剩、竞争激烈、原材料价格波动、未来资本支出较大，对外担保比例较高等因素对公司经营带来的不利影响。

随着 60 万吨厚板热镀锌生产线建成投产，公司生产规模进一步扩大，收入和利润水平将稳步提高，联合资信对公司评级展望为稳定。

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，生产规模相对较大；应收账款和期间费用控制力较强。
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成本控制存在一定难度。
3. 公司未来仍有资本支出需求，对外部融资依赖程度较高，公司债务负担有可能进一步上升。
4. 公司对外担保比率较高，存在或有负债风险。

一、主体概况

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 2010 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：冷轧板、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2010年底，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、不锈钢车间、镀锌车间、镀铝锌硅车间。

截至2010年底，公司资产总额161853.14万元，所有者权益76393.87万元；2010年公司实现主营业务收入302648.75万元，利润总额35052.09万元。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额 225340.02 万元，所有者权益 96638.83 万元；2011 年 1～9 月，公司实现主营业务收入 258939.40 万元，利润总额 26993.29 万元。

公司注册地址：博兴城东大市场；法定代表人：杨后坤。

二、本期集合票据概况

公司计划本次发行集合票据 20000 万元，期限三年，其中 6000 万元用于补充营运资金，6000 万元用于置换银行借款，以降低融资成本，8000 万元用于项目配套资金。

三、行业分析

公司主要从事镀锌板和铝锌复合板的生产与销售业务。镀锌板和铝锌复合板属钢铁加工业下的涂镀子行业。

1. 行业现状

镀锌板是指通过热浸镀锌、电镀锌或预涂层镀锌等工艺在冷轧钢板表面涂上一层金属锌的钢板，在进行镀锌处理后可以防止钢板遭受腐蚀并延长其使用寿命。镀锌板可以直接作为终端产品应用，也可以作为彩涂板的基板继续加工；作为终端产品，主要应用于建筑、汽车、家电、工程机械、轮船、容器制造等行业。

彩涂板是将冷轧板、镀锌板等基板进行表面化学处理后涂敷或复合有机薄膜，再经烘烤固化而制成的钢板，具有良好的装饰性和耐腐蚀性。彩涂版种类繁多，包括耐高温涂层板、灭菌涂层板、不粘雪涂层板、耐指纹涂层板、自熄涂层板等；主要用于钢构建筑上，应用形式主要是夹芯板和瓦楞板。

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。

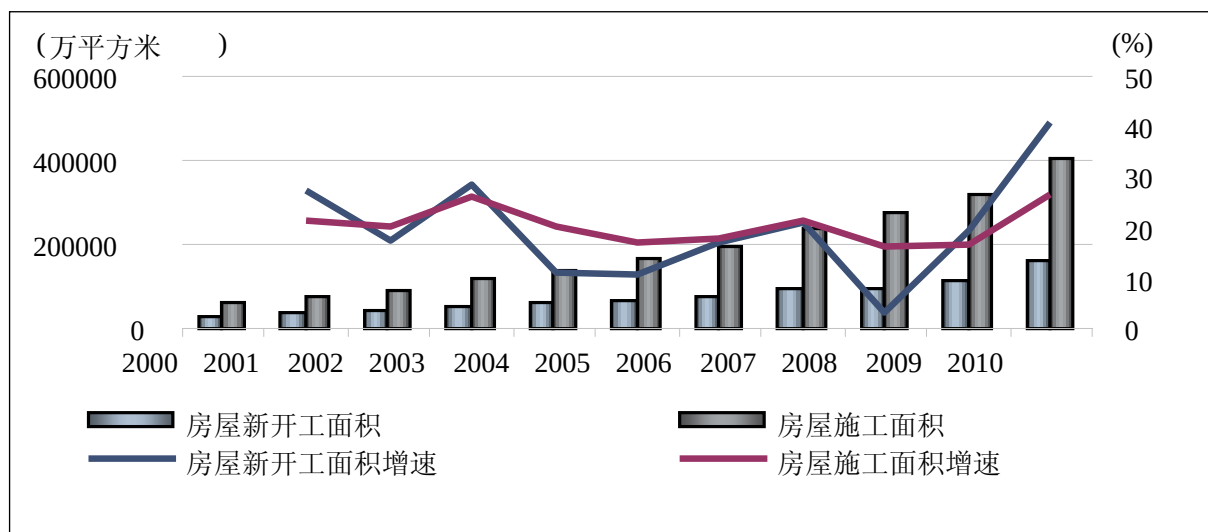
目前，中国镀锌板大约 30%用于建筑行业、约 30%用于生产彩涂板，约 10%用于家电行业，约 20%用于汽车行业，其他部分用于机械制造、轻工等行业；而彩涂板超过 85%用于建筑行业。其中，镀锌板和彩涂板在建筑领域的应用主要是工业和民用建筑屋面板，瓦楞屋顶、墙壁、雨水管道、通风道等。

2000年之前，中国镀锌板和彩涂板产量和消费量比较少。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2010年底，中国镀锌板产能超过4000万吨/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；其中，全国镀锌板生产线超过220条，其中150多条属于民营企业，60多条属于大型钢厂，10多条属于外资企业。

2005年以来，中国工业经济的飞速发展带动了各类厂房的大量建设，同期房地产市场也迅速发展，房地产开发投资额和房屋施工面积均保持了平均20%以上的增长速度。另外，近年中国自然灾害发生频繁，特别是大地震、泥石流灾害事故，导致大量房屋毁损，简易板房需求量大幅增长。

图1 房地产新开工面积和施工面积

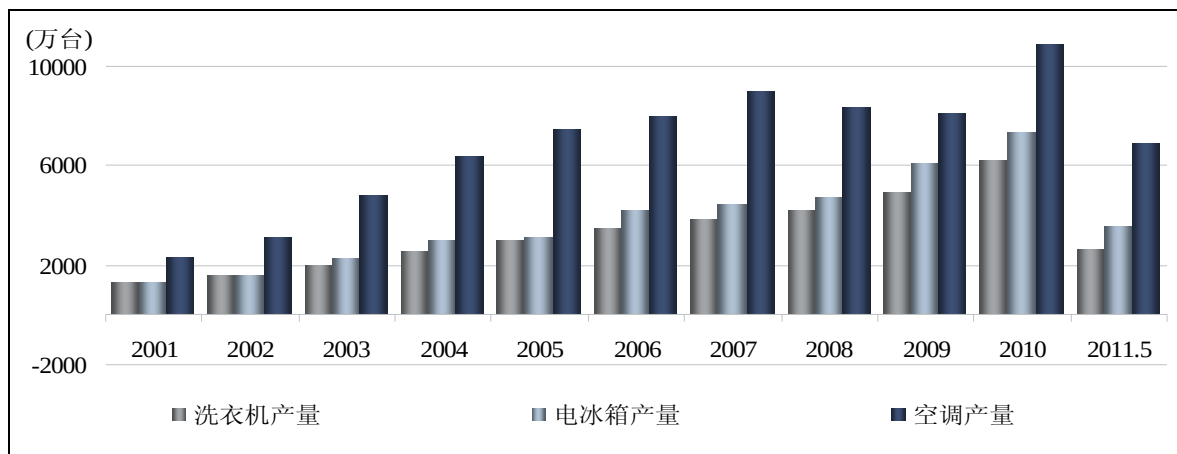


资料来源：wind 资讯

据相关估计，平均一台空调约消耗 22 公斤镀锌板，一台洗衣机约消耗 8 公斤镀锌板，一台冰箱消耗约 3 公斤镀锌板；另外，冷柜、微波炉、厨房电器、电脑等家用电器也有一定量镀锌板消耗。

中国是家电生产大国，近年家电生产量大幅上升，2010 年中国完成家用空调 10900 万台、家用洗衣机 6208 万台、家用冰箱产量 7301 万台；据此估算，2010 年家电消耗的镀锌板超过 300 万吨。中国巨大的家电生产量也成为拉动镀锌板消费需求的又一动力。

图2 中国空调、电冰箱及洗衣机产量情况



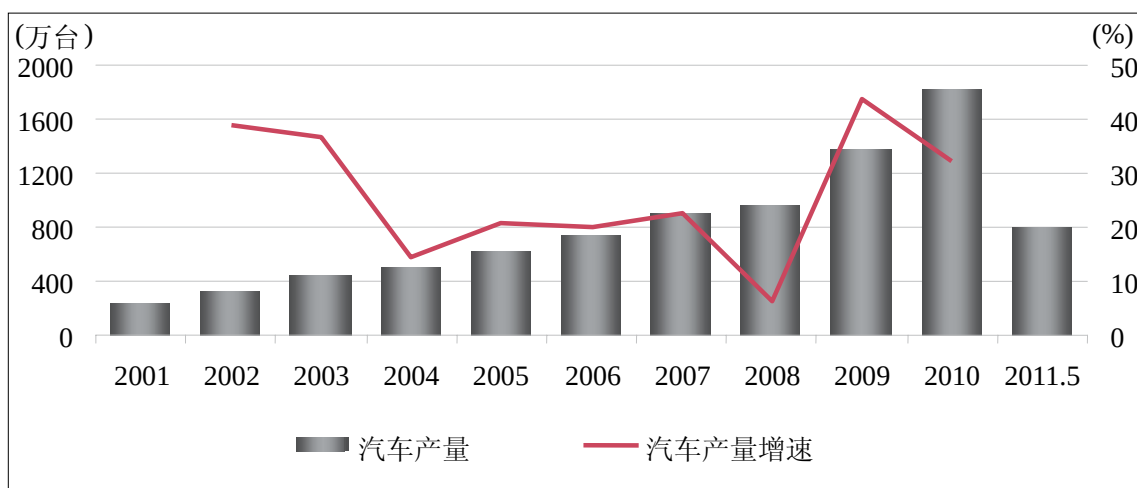
资料来源：wind 资讯

中国汽车行业近年保持较快发展，汽车产销量年均增长率超过 20%。随着居民收入水平增长，国内市场需求的不断扩大，2010 年汽车市场维持高速增长，2010 年中国汽车产销分别为 1827 万辆和 1806 万辆，同比分别增长

32.14%和 32.37%，为世界第一大汽车产销国。

据估计，单辆汽车消耗镀锌板约 350 公斤，以此推算，2010 年汽车行业约消耗镀锌板 640 万吨。中国汽车行业的快速发展也对镀锌板的需求形成有力支撑。

图 3 中国汽车产量及增速情况



资料来源：wind 资讯

总体上，受益于房地产行业、家电、汽车等行业的发展，中国镀锌板和彩涂板市场消费量快速增长。尽管 2008 年宏观经济受国际金融危机影响，消费量增长减缓，但仍保持了稳定；2010 年以来，镀锌板和彩涂板需求量平稳增长，2010 年中国完成镀锌板产量 1245.00 万吨，完成彩涂板产量 553.80 万，分别较上年增长 60.55% 和 9.84%。2011 年以来，宏观经济波动发展，使镀锌板和彩涂板需求量略有上升，2011 年 1~3 月，中国镀锌板生产量完成 352.91 万吨，彩涂板生产量完成 139.70 万吨，同比分别增长 26.05% 和 25.97%。

表 2 近年中国镀锌板、彩涂板生产情况

单位：万吨

项目	2008 年	2009 年	2010 年
镀锌板	671.67	775.44	1245.00
彩涂板	338.70	504.20	553.80
合计	1010.37	1279.64	1798.80

资料来源：中国钢铁工业协会。

在中国镀锌板生产规模逐年扩大的情况下，产品出口也明显增长，2005~2007 年中国镀锌板出口量成倍增长；但自 2008 年起，受金融危机影响、出口关税提高和欧盟反倾销调查等因素影响，中国镀锌板出口量大幅下降；2010 年以来，镀锌板出口状况大幅改善，出口 150 万吨。

中国彩涂板出口量在 2006 年只有 16.98 万吨左右，2007 年出口量较上年增长 58.21%；但受金融危机影响，2009 年中国彩涂板出口量大幅下降。2010 年以来，宏观经济的向好以及国外反倾销调查的结束，使彩涂板出口量大幅增长，达 37.86 万吨。

表 3 近年中国镀锌板、彩涂板进出口情况

单位：万吨

出口	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-3 月
镀锌板	99.44	65.54	150.00	52.56
彩涂板	25.69	14.00	37.86	7.45
合计	125.13	79.54	187.86	60.01

资料来源：中国钢铁工业协会。

2. 行业关注

行业产能过剩

自 2003 年以来，特别是 2005 年以来，中国镀锌板和彩涂板生产线和生产能力大幅增长；其中，又以民营企业为主要投资主体；目前镀锌板和彩涂板的产能分别超过 3000 万吨和 1000 万吨，民营企业的生产能力超过 50%。但是，从产量上看，2008~2010 年中国镀锌板和彩涂板的产能利用率只有 50%左右，产能大量过剩，不利于行业的有序发展。

产品质量有待提升

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。总体上，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。

产品标准、行业标准有待改进

由于中国使用镀锌板和彩涂板的时间相对较短，但发展迅速，原有的产品标准和行业标准已不能适应市场发展的需求，也不存在强制性的质量保障措施。目前市场主体各自制定生产标准、生产规格，无统一的行业标准和行业标准；因此，生产企业为提升市场份额，随意降低加工质量，比如基本厚度、镀锌和涂漆厚度下降、涂漆质量降低等。

同时，目前中国尚没有此行业统一的相关管理组织或自律组织，另外，中国也未对此行业生产企业设立相应的市场准入制度，行业管理、行业规范比较散乱。

3. 行业发展

中国工业经济的发展，以及城镇化进程的逐步推进，将使得各类厂房、板房等建筑物大量增加，并带动镀锌板和彩涂板的需求量增长。同时，建筑材料的升级，混凝土向钢结构的转变，也将带动镀锌板的需求增长。

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。

因此，总体上看，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。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司主营镀锌板、不锈钢、镀铝锌硅的生产和销售。目前公司拥有冷轧板产能 30 万吨、镀锌板产能 30 万吨、不锈钢产能 10 万吨、镀铝锌硅板产能 30 万吨、彩涂板 24 万吨以及酸洗能力 40 万吨。

2. 人员素质

目前公司高层管理人员 7 人。公司法定代表人、董事长杨后坤先生，70 岁，大专学历，1991 年—2005 年，在兴福白铁市场自主经营黑白铁批发业务；2005 年至今，任公司法人代表、董事长。

公司总经理李勇军先生，41 岁，大专学历，2005 年以前，任职于滨州市农业银行；2005 年至今任公司总经理。

截至 2011 年 9 月底，公司员工总数 810 人，其中生产人员占 78.01%；大专以上人员 260 人，占比 32.1%；30 岁以下的占 86.91%、30-50 岁之间的占 11.23%，5 岁以上的占 1.85%。

总体看，公司生产规模相对较大，人员结构符合经营特点且能满足经营需要。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》以及其他相关法律、法规要求，制定了《公司章程》，建立了包括股东会、董事会、监事会和经营层在内的法人治理结构。

股东会由是公司最高权力机构；董事会是股东会的常设执行机构，由 4 人组成，对股东会负责，决定公司经营计划和投资方案，制定公司的年度预算方案、决算方案等；公司设立监事会，成员三人，负责检查公司财务，对董事、经理执行职务时违反法律法规或者是公司章程的行为进行监督。

公司实行董事会授权委托下的总经理负责制，经营层设 1 位总经理和 4 位副总经理，总经理负责公司日常经营管理工作。4 位副总经理分管销售、行政、采购和生产工作，负责对全部法人财产及其净资产的保值增值承担责任。

2. 管理体制

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、不锈钢车间、镀锌车间、镀铝锌硅车间，各部门职责清晰。

从内部管理制度看，公司建立并完善了包括采购、销售、财务、安全生产、质量控制在

内的内部管理制度。

财务管理方面，公司根据《中华人民共和国会计法》及其他相关法律法规制定了《财务会计管理制度》、《内部审计制度》等财务收支、报表编制、内部财务规范管理制度，规范了公司的会计核算及财务管理。

安全生产方面，公司制定了《安全生产部制度汇编》，在安全生产流程、技术操作等方面明确了相应的程序和规范。

采购方面，公司定期制定供应商数据库，收集市场各原料的最新信息，调整采购计划，力求在保障生产正常经营情况下减少库存，降低生产成本。

综合看，公司初步建立了法人治理结构，内部相关规章制度尚需健全。

六、经营分析

1. 经营现状

公司主要产品为镀锌板及不锈钢，2010 年新增镀铝锌硅产品的生产销售，公司产品不断多样化适应市场需求变化。近三年，公司经营发展较快，主营业务收入复合增长率 41.40%，2010 年公司实现主营业务收入 302648.75 万元；从产品毛利率来看，各产品毛利率均有不同程度提高，2011 年 1~9 月，镀锌板产品毛利率为 12.17%，不锈钢板为 12.39%，镀铝锌硅板为 11.75%。

表 4 公司主营业务情况（单位：万元、%）

分行业/分产品	营业收入								毛利润			
	2008		2009 年		2010 年		2011 年 1-9 月		2008	2009	2010	11 年 9 月
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比				
镀锌板	136783	90.37	143528	67.62	124346	41.08	81760	31.58	14822	14908	13517	9952
不锈钢板	14580	9.63	68720	32.38	109375	36.15	57947	22.38	1467	7529	11370	7179
镀铝锌硅板	0	0	0	0	68928	22.77	83767	32.35	0	0	6801	9845
彩涂板							31840	12.30				3502
合计	151363	100	212248	100	302649	100	255314	98.61	16289	22437	31688	30478

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。钢材主要供应商是莱芜钢铁有限公司、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。随着生产规模的扩大，公司对钢材的需求量逐年增加；2008~2011年9月，钢材市场价格持续上涨，公司平均采购价格也逐年升高，近三年，锌锭价格呈大幅上涨趋势，虽然采购量不大，但单价上涨幅度大仍然带动公司生产成本向上增长；材料采购结算采取预付款方式，公司议价能力较低，但公司具有一定成本向下游转移的能力，有效降低生产经营风险。

表 5 近年材料采购情况

采购量(万吨)	2008	2009	2010	2011.1~9
钢材	27.59	35.08	39.45	43.35
锌锭	0.89	0.97	1.10	0.93
采购价格(元/吨)	2008	2009年	2010	2011.1~9
钢材	4550	4850	5100	5100
锌锭	13400	12900	15500	15000

资料来源：公司提供

3. 生产经营

表 6 公司主要生产线(单位：万吨)

生产线	工艺先进程度	产能	年产量	产品
镀锌线	德国西门子公司传送系统，德国EMG纠偏系统	30	27.43	镀锌板
冷轧线	20辊，德国西门子公司控制系统			冷轧板
不锈钢	德国西门子公司传送系统	10	8.75	不锈钢
镀铝锌硅	德国西门子公司传送系统，能够根据锌锭和铝的价格进行调节，价格孰低原则进行调节	30	28	镀锌板、镀铝板
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	28	酸洗板
彩涂板生产线	采用两涂烘彩板生产线，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	4	彩涂板

资料来源：公司提供

截至2011年9月底，公司共拥有5条生产线，每条生产线产能及年产量如表5所示。

镀锌板生产线可生产厚度为0.2—1.2mm，宽度为750—1250mm镀锌板，产品直接用来生产高档彩涂板，可代替部分进口；产品深冲等级可以根据客户需求为CQ、DQ级。公司镀锌板产能利用率达92.87%，远高于行业平均产能利用率水平，2010年生产27.43万吨，实现销售收入124346万元。2008年公司不锈钢生产线建成投产，当年完成产量2.30万吨，2010年达到8.75万吨，实现销售收入109375万元，该生产线产能利用率已达87.50%。

热镀铝锌硅钢板生产线，采用美钢联法，其工艺先进、技术成熟、设备可靠、检测手段先进完善，其中脉冲燃烧控制技术、炉温控制技术和气刀吹氮技术达到国际先进水平；该生产线年产30万吨，能生产厚度为：0.20~1.2mm，宽度为：750~1250mm各种型号的产品，生产线总体技术处于国内领先水平。目前公司镀铝锌硅板生产线建成投产，共完成产量14.52万吨，实现收入68928万元。

4. 产品销售

公司所处博兴县是中国最大的涂镀板材市场集散地，所经营主导产品彩涂板、镀锌板等生产厂家众多，行业竞争激烈。公司业务部门负责产品销售，受竞争激烈影响，近三年公司镀锌板和不锈钢销售量有所下降。销售价格方面，近年来随着市场竞争的日趋激烈，镀锌板价格整体呈下降趋势；2008年和2009年不锈钢价格基本稳定。2010年以来，受经济回暖及原材料上涨影响，镀锌板、不锈钢价格上升。

表 7 公司近3年主要产品产销量

产品	2008	2009	2010	2011.9
镀锌板	产能(万吨)	30	30	30
	产量(万吨)	27.87	27.86	27.43
	销量(万吨)	26.96	25.18	21.08
	均价(含税价)(元/吨)	5600	5700	5900
	销售额(万元)	136783	143528	124346

	出口量		1.06	2.03	0.75
	出口额		5737	12830	4845
不锈钢	产能(万吨)	10	10	10	10
	产量(万吨)	2.3	8.67	8.75	4.47
	销量(万吨)	2.29	8.10	8.06	4
	均价(含税价)(元/吨)	16800	16500	17500	23000
	销售额(万元)	14580	68720	109375	57947
镀锌板	产能(万吨)			30	30
	产量(万吨)			14.52	23.72
	销量(万吨)			11.68	13.62
	均价(含税价)(元/吨)			5900	6150
	销售额(万元)			68928	83767

资料来源：公司提供

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，其余销往上海、陕西、烟台、河北等地区，镀锌板产品有少部分出口国外。2008 年至今，公司前十位客户销售额占总销售额比重基本维持在 43%左右，客户关系稳定，集中度较小。

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。近三年，公司面临的市场环境好转，公司应收账款规模较小，应收账款控制较好。

总体看，公司经营发展相对较快，原材料采购渠道顺畅但议价能力较低，产能利用率较高，受行业竞争影响，产品销售量和销售价格均有所下降，应收账款控制较好。

5. 经营效率

2008~2010年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数均呈下降趋势但整体仍保持较高效率，2010年指标值分别为 204.69次、25.22次和2.38次，但仍处于较高水平。

6. 未来发展

公司未来发展将坚持目前产品生产规模基础上，再建一条60万吨厚板热镀锌（通常指超过2.0mm以上厚度的钢带）生产线和24万吨彩涂板生产线。由于厚板热镀锌本身的厚度大，

加上钢具有的坚韧特性，掌握这种产品生产对设备、工艺、操作人员要求很高；厚板热镀锌产品是一种优良耐大气腐蚀性能的镀层钢板，它是冶金行业涂层钢板中的顶尖产品，在机械、家电、五金等行业有着广阔用途，一直是紧缺产品，市场前景较好。60万吨厚板热镀锌项目预计建设周期为1年，总投资3.80亿元，其中贷款1.75亿元，其余自筹，目前已投入36251万元。项目建成后，预计每年实现销售收入37.50亿元、利润总额1.64亿元；为了完善产业链，向下游彩涂板产品延伸拓展，公司建设一条24万吨彩涂板生产线，项目已于2011年5月份建成投产，对公司镀锌板产品需求将形成有利支撑。随着生产线的陆续建成投产，有望带动公司收入利润大幅增长。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2008年~2009年财务报告经国富浩华会计师事务所有限公司审计，2010年财务报告经滨州宏信有限责任公司会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2011年3季度财务数据未经审计。

截至2010年底，公司资产总额161853.14万元，所有者权益76393.87万元；2010年公司实现主营业务收入302648.75万元，利润总额35052.09万元。

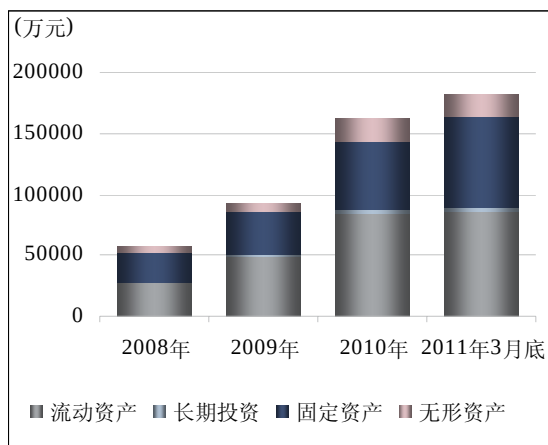
截至2011年9月底，公司资产总额225340.02万元，所有者权益96638.83万元；2011年1~9月，公司实现主营业务收入258939.40万元，利润总额26993.29万元。

2. 资产质量

2008~2010年公司资产规模快速增长，年均复合增长 69.26%，主要是流动资产和固定资产增长所致。资产结构中流动资产占比逐年上升，固定资产、无形资产及其他资产合计占比均有所下降。截至 2010 年底，公司资产总额

161853.14 万元，其中流动资产占 52.41%，长期投资占 2.10%，固定资产合计占 34.26%，无形资产及其他资产合计占 11.24%。

图 4 公司资产构成情况

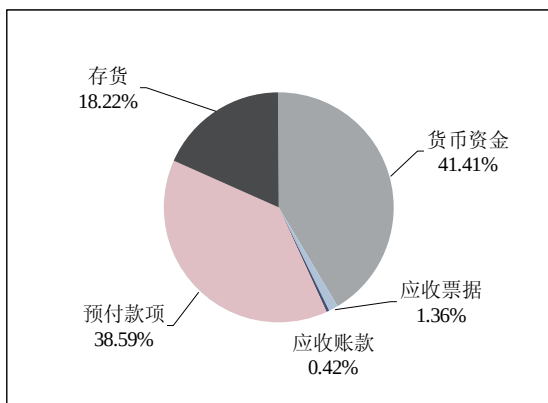


资料来源：审计报告

流动资产

2008～2010 年公司流动资产复合增长 74.73%，快于总资产增长速度，主要是货币资金、预付账款和存货增加所致。截至 2010 年底，公司流动资产 84820.01 万元，主要由货币资金、预付款项以及存货构成，上述三项分别占流动资产的 41.41%、38.59% 和 18.22%。

图 5 2010 年公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2008～2010 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 93.54%，主要由于公司业务规模增长较快且回款较好、银行借款增加、以应付票据形式支付增多等原因。截至 2010 年底，公司

货币资金 35125.63 万元，公司货币资金充足，主要由银行存款构成（占 99.94%）。

2008～2010 年，公司预付账款复合增长 47.90%，主要原因是随着业务规模扩张，预付货款(大部分为预付钢材款)增加。2010 年底公司预付账款账面余额 32735.03 万元，账龄全部在 1 年以内。

随着业务的较快发展，产销量增加，原材料及库存商品储量增加，2008～2010 年，公司存货复合增长 122.68%，2010 年公司存货 15450.50 万元，其中原材料占 40.20%，库存商品合计占 59.74%。公司存货未计提跌价准备。

长期投资

2009 年以前公司无对外投资，2009 年和 2010 年公司新增投资 3400.00 万元，为对滨州市博兴县永丰小额贷款有限公司（投资额 3000 万元）、滨州市博兴县中小企业投资担保中心的权益投资（投资额 400 万元），分别持股 30% 和 1.99%。2010 年公司获得博兴县中小企业投资担保中心股权投资收益 39.47 万元。

固定资产

2008～2010 年，公司固定资产复合增长 49.30%，主要为新建厂房和购买的机器设备。截至 2010 年底，公司固定资产净额为 45871.36 万元，较 2009 年净增加 14024.35 万元，主要为在建 60 万吨厚板热镀锌生产线部分工程完工转入。从构成上看，主要由机器设备（占 83.80%）和房屋建筑（占 12.20%）构成；截至 2010 年底，公司在建工程 9575.99 万元，较 2009 年增加 6054.52 万元，主要为在建的车间与生产线。

无形资产及其他资产

2008～2010 年，公司无形资产复合增长 117.57%，主要来自 2010 年的增长。截至 2010 年底，公司无形资产 18156.25 万元，较 2009 年大幅增长 172.74%，主要为用于项目建设而新购入的土地，截至 2011 年 9 月底，公司土地使用权用于借款抵押的价值为 15000 万元。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额 225340.02 万元，较 2010 年底增长 39.22%，继续

保持较快增长态势，增长主要受在建工程增加驱动；资产构成与2010年底相比变化不大；货币资金增至37882.51万元；预付款增至34007.11万元；存货增至19332.13万元，主要由业务规模扩大导致；受折旧影响，固定资产净额减少至45049.18万元；在建工程大幅增长至67335.12万元。

总体看，公司资产构成合理，资产质量较好，货币资金充足，但存货占比较大；公司继续对新建项目追加投资导致在建工程大幅增长。

3. 负债及所有者权益

负债

2008~2010年，公司负债总额年均复合增长88.89%，主要是银行借款和应付票据的增加；从构成上看，主要为银行短、长期借款以及应付票据，负债构成较为稳定。截至2010年底，公司负债总额85459.27万元，流动负债和长期负债分别占81.86%和18.14%；流动负债69959.27万元，主要是短期借款和应付票据，分别占50.31%、44.45%；长期负债15500.00万元，全部是长期借款；受借款和应付票据增加推动公司负债规模快速增长影响，各项债务指标均呈上升趋势，2010年底公司资产负债率、长期债务资本化率和全部债务资本化比率分别为52.80%、16.87%和51.71%，较2009年的45.84%、13.77%和43.64%均有所上升，但公司债务负担水平仍处于合理水平。

所有者权益

2008~2010年，受未分配利润逐年增长推动，公司所有者权益增长较快，年均复合增长53.21%，权益构成无大变化，未分配利润占比一直较高，自2008年开始公司法定盈余公积超过公司注册资本的50%，故不再计提盈余公积。截至2010年底，公司所有者权益76393.87万元，其中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润占比分别为7.85%、9.48%、4.39%和78.28%，权益稳定性较差。

截至2011年9月底，公司负债总额128701.19万元，较上年增加了50.60%，主要是银行长、短期借款和长期应付款增加，受益于银行长期借款更快增长，长期借款增加与公司固定资产投资需求相适应，公司债务结构有所改善；长期应付款11199.65万元，是公司与中国第一重型机械有限公司合作建设60万吨厚板热镀锌项目，双方协定，由中国第一重型机械有限公司先付50%定金。公司所有者权益合计96638.83万元，较2009年底增长26.50%，驱动因素仍来自未分配利润；受公司处于生产扩张期，生产线的建设推高公司负债水平，公司资产负债率、长期债务资本化率和全部债务资本化比率分别为57.11%、23.99%和53.71%，较2010年底进一步上升。

总体看，公司债务负担适中，有息债务较多，短期偿债压力较大，权益稳定性较低。

4. 盈利能力

2008~2010年，随着经营规模持续扩大、产品种类不断丰富，公司主营业务收入快速增长，年均复合增长41.40%，公司不锈钢生产线2008年投产，2009年产量及销售量大幅增长推动公司主营业务收入增至212248.48万元；2010年镀锌铝硅生产线建成投产，推动公司主营业务收入至302648.75万元。2008~2010年，公司主营业务成本复合增长41.55%，基本与主营业务收入增长率持平，体现公司具有一定成本向下游转移的能力；2008~2010年，公司主营业务利润率分别为10.76%、10.57%和10.58%，整体保持稳定。

2008~2010年，公司期间费用在主营业务收入中所占比重分别为1.19%、1.03%和1.13%，公司对期间费用的控制能力较强。

2008~2010年公司利润总额分别为14486.73万元、20257.10万元和35052.09万元，年均复合增长55.55%；2010年公司利润总额较2009年大幅增长73.04%，除营业利润的增长外，公司取得营业外收入6411.97万元，该款项系公

司购买的经济开发区土地，享受优惠政策而由国土资源局对公司已缴纳的土地款项进行部分返还取得。从盈利指标看，2008~2010年，公司总资产收益率分别为21.99%、18.63%和18.23%；净资产收益率分别为33.39%、30.32%和34.41%。公司整体盈利水平较高。

2011年1~9月，公司实现主营业务收入258939.40万元，利润总额26993.29万元，分别占2010年全年的85.56%和77.01%。

总体上，公司期间费用控制能力较好，整体盈利能力较强。

5. 现金流量

经营活动方面，公司经营活动现金流量以销售镀锌板及不锈钢收到的现金和购买钢材、锌锭等支付的现金为主。2008~2010年，公司经营活动现金流入分别为170963.34万元、247098.18万元以及353774.74万元，年均复合增长43.85%，略高于主营业务收入增长速度（41.40%）；公司经营活动现金净流量分别为12626.46万元、8867.23万元和32133.92万元，均保持正的经营活动现金净流量且规模波动扩大；公司现金收入比分别为112.95%、116.42%和116.89%，受益于较小的应收账款规模，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，公司投资活动现金流主要体现在为购买土地、机器设备以及不锈钢、镀锌硅、60万吨厚板热镀锌三条生产线建设所产生的现金流出。2008~2010年，公司投资活动现金净流量分别为-9933.19万元、-17696.83万元和-36575.57万元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入以借款为主，流出主要是偿付债务和利息。2008~2010年，公司筹资活动现金净流量分别为5478.21万元、13857.31万元和25161.74万元。

2011年1~9月，公司经营活动现金流量净额继续保持净流入，为44822.27万元；投资活动现金流量净额继续体现为净流出，为-59864.45亿元，主要为购建固定资产支出；为满足公司

投资活动资金需求，公司筹资活动现金流量净额仍保持净流入，为17799.06万元。

整体看，公司经营活动现金流量充足，收入实现质量较好，投资活动正常，筹资活动主要依赖银行借款，对外部融资依赖程度较高。

6. 偿债能力

2008~2010年，公司流动比率分别为115.98%、142.51%和121.24%；速动比率分别为102.98%、125.15%和99.16%，受存货快速增长影响，2010年公司速动比率降幅较大；经营现金流动负债比分别为52.71%、25.78%和45.93%，波动较大，但受益于公司良好的经营活动现金流，指标较强。2011年9月底，公司流动比率和速动比率分别为105.49%和83.27%，考虑到公司货币资金规模较大，公司短期偿债能力相对较强。

2008~2010年，公司EBITDA利息倍数分别为19.93倍、17.77倍和16.04倍；全部债务/EBITDA分别为1.22倍、1.60倍和2.00倍，受益于利润总额的不断增长，公司对利息和债务的覆盖程度较高，公司长期偿债能力较强。

截至2011年9月底，公司对外担保总额3.80亿元，担保比例39.34%，被担保的7家企业均正常经营，但板材行业占总担保额的比例较高，被担保企业行业集中度较高，存在一定或有负债风险。

截至2011年9月底，公司不存在未决对外诉讼。

公司与各家银行保持密切合作关系，截至2011年9月底，公司共获得银行授信额度17.08亿元，其中未使用授信额度6.57亿元，公司存在间接融资渠道。

7. 本期债券的偿还能力分析

公司发行本期集合票据20000万元，占2011年9月底公司全部债务的17.84%，对公司现有债务结构有一定影响。

截至2011年9月底，公司资产负债率、全部

债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为57.11%、53.71%、23.99%，本期集合票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别上升至60.61%、57.76%、34.32%，公司债务负担进一步加重。

以2010年财务数据为基础，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对本期集合票据的保护倍数分别为17.69倍和1.61倍，经营活动产生的现金流入量对本期集合票据本金覆盖程度较强。公司EBITDA/本期发债额度为2.05倍，公司EBITDA对本期中期票据保障程度较高。

截至2011年9月底，公司现金类资产为37882.51万元，是本期集合票据的1.89倍，公司现金类资产对本期集合票据的保障能力较强。

八、综合评价

公司是一家以镀锌板、不锈钢、镀铝锌硅生产销售为主的民营企业，地处山东博兴县，是全国板材集散中心，区位优势显著。公司近年发展平持续增长，新建60万吨厚板热镀锌生产线将进一步扩大生产规模。

公司资产构成合理，资产质量较好；债务负担适中，有息债务较多，权益稳定性较低；期间费用控制能力较好，整体盈利能力较强；经营活动现金流量充足，收入实现质量尚可，投资活动正常，融资渠道较窄；长期偿债能力较强。公司对外担保规模较大，存在或有负债风险。

综合看，公司主体信用风险较低。

附件 1-1 资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：					
货币资金	9377.84	14405.54	35125.63	93.54	37882.51
短期投资					
应收票据		899.13	1150.00		
应收股利					
应收利息					
应收账款	321.55	549.13	358.85	5.64	552.61
其他应收款					0.00
预付账款	14965.99	26923.47	32735.03	47.90	34007.11
应收补贴款					
存货	3115.98	5971.39	15450.50	122.68	19332.13
待摊费用		275.00			
其他流动资产					
流动资产合计	27781.36	49023.66	84820.01	74.73	91774.36
长期投资					
长期股权投资		1400.00	3400.00		3400.00
长期债权投资					
长期投资合计		1400.00	3400.00		3400.00
长期投资净额		1400.00	3400.00		3400.00
固定资产					
固定资产原值	27599.49	37637.51	54773.09	40.87	56938.40
减：累计折旧	3277.26	5790.50	8901.73	64.81	11889.22
固定资产净值	24322.23	31847.01	45871.36	37.33	45049.18
固定资产净值减值准备					
固定资产净额	24322.23	31847.01	45871.36	37.33	45049.18
工程物资					
在建工程	551.25	3521.47	9575.99	316.79	67335.12
固定资产清理					
待处理固定资产净损失					
固定资产合计	24873.47	35368.48	55447.35	49.30	112384.31
无形资产及其他资产					
无形资产	3757.84	6657.09	18156.25	119.81	17781.35
长期待摊费用	84.06	56.80	29.54	-40.73	0.00
其他长期资产					
无形资产及其他资产合计	3841.90	6713.89	18185.78	117.57	17781.35
递延税项					
递延税项借项					
资产总计	56496.73	92506.03	161853.14	69.26	225340.02

附件 1-2 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	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债					
短期借款	10040.00	14900.00	35200.00	87.24	41800.00
应付票据	10700.00	15900.00	31100.00	70.49	39827.00
应付账款	54.69				
预收账款	2253.77	2147.94	1633.35	-14.87	2488.89
应付工资	33.15	36.51	51.47	24.60	186.63
应付福利费	12.66	19.68			
应付利润（股利）					
应交税金	649.08	935.83	1274.40	40.12	1918.00
其他未交款	10.98	15.83	21.79	40.89	41.49
其他应付款					0.00
预提费用	198.42	445.44	678.25	84.88	739.53
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	23952.75	34401.23	69959.27	70.90	87001.53
长期负债					
长期借款		8000.00	15500.00		30500.00
应付债券					
长期应付款					11199.65
专项应付款					
其他长期负债					
长期负债合计	0.00	8000.00	15500.00		41699.65
负债合计	23952.75	42401.23	85459.27	88.89	128701.19
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	4875.09	7243.09	7243.09	21.89	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	18316.25	33509.07	59798.14	80.69	80043.11
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	32543.98	50104.80	76393.87	53.21	96638.83
负债及所有者权益合计	56496.73	92506.03	161853.14	69.26	225340.02

附件 2 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
一、主营业务收入	151363.05	212248.48	302648.75	41.40	258939.40
减: 主营业务成本	134820.37	189463.16	270143.22	41.55	226839.36
主营业务税金及附加	253.97	348.62	498.86	40.15	534.98
加: 代购代销收入					0.00
二、主营业务利润	16288.71	22436.70	32006.67	40.18	31565.05
加: 其他业务利润					0.00
减: 营业费用	447.24	394.02	318.94	-15.55	352.18
管理费用	522.96	414.89	448.81	-7.36	478.65
财务费用	831.79	1370.69	2638.26	78.10	3800.94
其他					0.00
三、营业利润	14486.73	20257.10	28600.66	40.51	26933.29
加: 投资收益			39.47		
补贴收入					
营业外收入			6411.97		60.00
其他					
减: 营业外支出					
其他支出					
加: 以前年度调整					
四、利润总额	14486.73	20257.10	35052.09	55.55	26993.29
减: 所得税	3621.68	5064.27	8763.02	55.55	6748.32
减: 少数股东损益					
加: 未确认的投资损失					
五、净利润	10865.05	15192.82	26289.07	55.55	20244.97

附件 3-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 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	170963.34	247098.18	353774.74	43.85	303620.87
收到的税费返还					0.00
收到的其他与经营活动有关的现金					0.00
经营活动产生的现金流入小计	170963.34	247098.18	353774.74	43.85	303620.87
购买商品、接受劳务支付的现金	152958.16	228427.25	306521.00	41.56	245785.47
支付给职工以及为职工支付的现金	378.37	488.12	542.52	19.74	1048.29
支付的各项税费	3875.66	8994.79	14445.13	93.06	11964.83
支付的其他与经营活动有关的现金	1124.69	320.80	132.17	-65.72	0.00
经营活动产生的现金流出小计	158336.88	238230.96	321640.81	42.53	258798.60
经营活动产生的现金流量净额	12626.46	8867.23	32133.92	59.53	44822.27
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			39.47		60.00
投资活动产生的现金流入小计	0.00	0.00	39.47		60.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	9933.19	16296.83	34615.04	86.68	59924.45
投资所支付的现金		1400.00	2000.00		0.00
支付的其他与投资活动有关的现金					0.00
投资活动产生的现金流出小计	9933.19	17696.83	36615.04	91.99	59924.45
投资活动产生的现金流量净额	-9933.19	-17696.83	-36575.57	91.89	-59864.45
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资所收到的现金					
借款所收到的现金	14020.00	30800.00	56516.54	100.78	53060.00
收到的其他与筹资活动有关的现金		2368.00			0.00
筹资活动产生的现金流入小计	14020.00	33168.00	56516.54	100.78	53060.00
偿还债务所支付的现金	7710.00	17940.00	28716.54	92.99	31460.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	831.79	1370.69	2638.26	78.10	3800.94
支付的其他与筹资活动有关的现金					0.00
筹资活动产生的现金流出小计	8541.79	19310.69	31354.80	91.59	35260.94
筹资活动产生的现金流量净额	5478.21	13857.31	25161.74	114.31	17799.06
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	8171.48	5027.70	20720.09	59.24	2756.88

附件 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 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	10865.05	15192.82	26289.07	55.55
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	1564.92	2513.24	3111.23	41.00
无形资产摊销	77.89	114.33	200.79	60.56
长期待摊费用摊销	27.26	27.26	27.26	0.00
待摊费用减少(减:增加)	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加(减:减少)	49.42	247.01	232.81	117.04
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	831.79	1370.69	2638.26	78.10
投资损失(减:收益)	0.00	0.00	-39.47	
递延税款贷项(减:借项)	0.00	0.00	0.00	
存货的减少(减:增加)	-152.32	-2855.41	-9479.11	688.87
经营性应收项目的减少(减:增加)	-1578.89	-13084.19	-5872.15	92.85
经营性应付项目的增加(减:减少)	941.34	5341.46	15025.23	299.52
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	12626.46	8867.23	32133.92	59.53
三、现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	5640.28	2580.33	0.00	-100.00
减: 现金的期初余额	9377.84	14405.54	0.00	-100.00
现金等价物的期末余额	1206.36	9377.84	35125.63	439.60
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	14405.54	
现金及现金等价物净增加额	-2531.21	-2447.37	20720.09	

附件 4 主要财务指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	470.73	239.86	204.69	--
存货周转次数(次)	43.27	41.70	25.22	--
总资产周转次数(次)	2.68	2.85	2.38	--
现金收入比(%)	112.95	116.42	116.89	117.26
盈利能力				
主营业务利润率(%)	10.76	10.57	10.58	12.19
总资本收益率(%)	21.99	18.63	18.23	--
净资产收益率(%)	33.39	30.32	34.41	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	13.77	16.87	23.99
全部债务资本化比率(%)	38.92	43.64	51.71	53.71
资产负债率(%)	42.40	45.84	52.80	57.11
偿债能力				
流动比率(%)	115.98	142.51	121.24	105.49
速动比率(%)	102.98	125.15	99.16	83.27
经营现金流动负债比(%)	52.71	25.78	45.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	19.93	17.77	16.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.22	1.60	2.00	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.13	-0.23	-0.05	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	3.15	-6.46	-1.74	--
本期集合票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.85	1.21	2.05	
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	8.55	12.35	17.69	
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.63	0.44	1.61	
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.13	-0.44	-0.22	

注：公司 2011 年前 3 季度数据未经审计。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益余额×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 6 主体长期信用等级设置及其含义

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

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