

信用等级公告

联合[2011] 377 号

联合资信评估有限公司通过对河北省石家庄市 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

河北省石家庄市 2012 年度第一期中小企业集合票据
信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月二日



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）与债券发行人（包括河北省物流产业集团有限公司、河北革乐面粉机械集团有限公司、河北铁园科技发展有限公司）构成委托关系外，联合资信、评级人员与债券发行人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因债券发行人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、河北省石家庄市 2012 年度第一期中小企业集合票据信用等级自本期集合票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一二年十二月二日



河北省石家庄市 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: AAA

本期集合票据发行额度: 2.8 亿元

本期集合票据期限: 2 年

评级时间: 2011 年 12 月 2 日

集合票据发行人及担保人主体长期信用

集合票据发行人	评级结果	
	信用等级	评级展望
1 河北省物流产业集团有限公司	A ⁺	稳定
2 河北辛乐面粉机械集团有限公司	BBB ⁺	稳定
3 河北铁园科技发展有限公司	BBB ⁺	稳定
集合票据担保人		评级结果
中债信用增进投资股份有限公司		AAA

分析师

王丽娟 祁志伟 李小建
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, 良好的外部环境也推动了中小民营经济的发展。石家庄市区位优势显著, 经济环境、金融生态环境较好, 为区域内企业发展提供良好的外部条件。

本期集合票据参与发行主体为石家庄市中小企业, 3 家发行人主体长期信用等级均在投资级以上, 且所涉及行业相关度较低。同时联合资信关注到, 2011 年以来, 受国内外经济形势动荡影响, 中小企业面临的经营风险加大; 本期集合票据参与企业家数较少, 风险的分散作用有限。

中债信用增进投资股份有限公司 (以下简称“中债增进公司”) 为本期集合票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保, 中债增进公司担保实力很强, 有效提升了本期债券的信用水平。综合看, 本期集合票据不能按期还本付息的风险极低。

优势

1. 石家庄市区位优势显著, 经济环境、金融生态环境较好, 为区域内企业发展提供良好的条件。
2. 本期集合票据发行人所涉及行业相关度较低。
3. 作为本期集合票据的信用增信机构, 中债增进公司担保实力很强, 可有效提升本期集合票据本息偿还的安全性。

关注

1. 本期集合票据的发行人中小企业, 经营状况易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响。尤其 2011 年以来, 国内外经济

形势动荡导致中小企业面临的经营风险逐步加大。

2. 本期集合票据第一家发行人发行额度大，占比高，其未来经营状况对本期集合票据担保前整体偿债能力的影响较大。

一、基本情况

河北省石家庄市 2012 年度第一期中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”）由中信银行股份有限公司组织牵头，联合 3 家发行人按照“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”的方式在中国银行间债券市场一次性集合发行。本期集合票据计划发行总额度为 2.8 亿元（各发行人申请发债额度见表 1），期限为 2 年，采用浮动利率支付方式付息，票面年利率为基准利率与基本利差之和。还本付息方式为第一年付息日偿还第一年票面利息，于第二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	河北省物流产业集团有限公司	18000
2	河北华乐面粉机械集团有限公司	5000
3	河北铁园科技发展有限公司	5000
	合计	28000

资料来源：联合资信整理

各发行人分别在中信银行股份有限公司石家庄分行设立专项偿债资金账户，保证本期集合票据按时足额还本付息。各发行人分别承诺在本期集合票据各付息日前第十个工作日或之前，专项偿债资金账户中的资金余额不低于当期应付利息额；在兑付日前第十个工作日或之前，专项偿债资金账户中的资金余额不低于当期应偿付本金和当期应付利息之和。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）就本期集合票据存续期限内发行人应偿付的 2.8 亿元本金及其相关利息、罚息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用提供无条件不可撤销

的连带责任保证。

二、经营环境

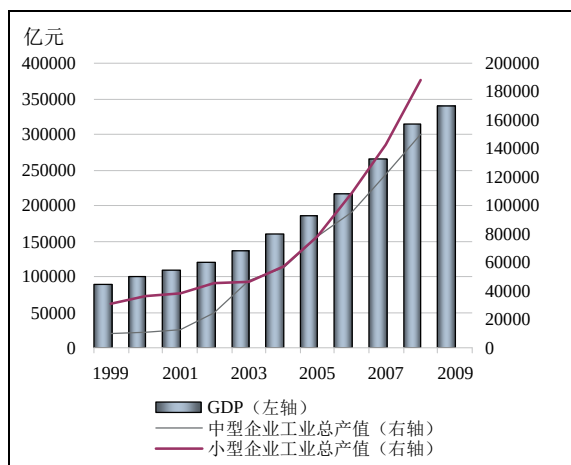
1. 中小企业发展概况

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（参见图 1）。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。

图1 中国 GDP 和中小企业工业总产值



资料来源：国家统计局

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

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

2. 政策环境及发展现状

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

办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126号）、《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》（国发〔2009〕36号）和《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（国发〔2010〕13号）等政策文件，其中对营造有利于中小企业发展的良好环境，缓解中小企业融资困难，加大对中小企业的财税扶持力度以及加快中小企业技术进步和结构调整等方面都作了具体说明和指导，对帮助中小企业克服困难，转变发展方式，实现又好又快发展具有积极意义。

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

地方扶持政策方面，近年河北省先后出台了《省级中小企业信用担保机构风险补偿资金管理暂行办法》、《关于进一步加快民营经济发展的意见》、《关于进一步促进中小企业发展的实施意见》《关于进一步加强中小企业创业辅导服务的指导意见》等扶持政策法规，为中小企业提供创业、咨询、信息、技术、融资、担保等方面的服务。有效的政策引导和完善的服务体系，全面促进了中小企业和非公经济加快发展。总体看，河北省政府重视中小企业经济发展，不断优化政策和创业环境，河北省中小企业政策环境良好。

3. 区域经济发展概况

石家庄地处河北省中南部，环渤海湾经济区，距首都北京283公里，交通便利，为铁路、高铁枢纽城市；现已成为市区城市人口规模

286.2万（2010年）的全国特大城市之一，京津冀都市圈第三极核心城市，全国重要的医药、纺织工业中心城市，重要的现代服务业和生物产业基地之一，华北重要商埠。

2010年石家庄市实现生产总值3401.0亿元，比上年增长12.2%。其中，第一产业增加值370.0亿元，增长2.7%；第二产业增加值1653.8亿元，增长13.1%；第三产业增加值1377.2亿元，增长13.1%。三次产业结构比例为10.9：48.6：40.5。全年民营经济实现增加值1943.6亿元，比上年增长11.8%，占全市GDP的比重为57.2%。全市规模以上工业企业2537个，实现工业增加值1340.1亿元，比上年增长16.5%。规模以上工业实现主营业务收入5821.1亿元，比上年增长33.3%；实现利税659.8亿元，增长37.1%；其中利润427.1亿元，增长44.7%。2010年全市全部财政收入387.9亿元，比上年增长25.0%，其中一般预算收入163.6亿元，增长29.9%。全市一般预算支出290.5亿元，增长20.6%。全市城市居民人均可支配收入18290元，比上年增长10.1%，农民人均纯收入为6577元，增长10.0%；城市居民人均消费支出10568元，增长4.9%，农村居民人均生活消费支出3956元，增长14.9%。金融机构存贷款余额增长较快。年末全市金融机构本币存款余额6115.5亿元，比年初增加954.4亿元，比年初增长18.5%；其中储蓄存款余额2920.4亿元，比年初增加353.0亿元，比年初增长13.7%。金融机构本币贷款余额3272.1亿元，比年初增加385.5亿元，比年初增长13.4%。

在金融生态环境方面，为解决中小企业融资难问题，石家庄市不断建立和完善全市中小企业信用担保体系，设立中小企业发展专项资金，为企业提供融资担保服务。对中小企业信用担保机构和再担保机构从事担保业务的收入，按国家有关规定3年内免征营业税。各县（市）、区政府在财政预算中逐步建立担保机构风险补偿金，支持担保机构扩大担保业务。但是，担保机构总体规模偏小、实力较弱，使中小企业融资难问题仍然比较突出。

石家庄高新技术产业开发区（以下简称“石家庄市高新区”）是1991年3月经国务院批准设立的国家级高新区。1992年正式启动建设，目前已形成了“一区三园”的总体格局。东区的发展定位是以建设高新技术企业为主，同时以金融、商贸、居住及文体等配套设施为支撑的石家庄市的新城区；西区的发展定位是以中小科技企业和孵化器建设为主的高科技创业园区；良村园区的发展定位是以医药化工、石化产业为主的科技工业园区。三个园区统一政策、统一规划、优势互补、协调发展。河北省十二五规划中提出：“全面优化创业环境，以优势产业为依托，建设一批创新能力强、产业层次高、总量规模大、关联程度紧、辐射带动强的园区”，其中石家庄市高新区重点打造生物医药、电子信息、高端装备、新材料等产业，建设国家创新型高新区和生物医药基地。

目前，石家庄市高新区内共有企业2000余家，其中工业企业650家，外商投资企业72家，新认定高新技术企业98家。生物医药作为第一主导产业，与通信电子、光机电一体化和先进制造等优势产业一起，造就了一批具有较强竞争力的特色产品，形成了一批有较强实力和发展潜力的高新技术企业群体。石家庄高新区大力推进科技创新，创新能力逐渐提高。全区共有企业技术中心和工程技术研究中心46家，其中国家级7家，省级19家，市级20家；国家火炬计划软件产业基地、国际科技交流合作基地、现代特色中医药产业集群试点、国家知识产权试点园区、国家级大学科技园、国家级博士后工作站、国家级创业中心、国侨办重点联系单位及全国第二批产学研创新示范基地试点单位等纷纷落户高新区，已建成各类孵化器近60万平方米。

总体看，石家庄市区位优势显著，经济环境、金融生态环境较好，为区域内企业发展提供良好的外部条件。

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 3 家，各企业主要财务数据见附件 1。

1. 河北省物流产业集团有限公司

主体概况

河北省物流产业集团有限公司（以下简称“河北物流”）是由河北省财政厅出资、经河北省人民政府批准设立的国有独资公司，成立于 2004 年 7 月，原名为河北隆鑫物流有限公司，2006 年 4 月更为现名。河北物流初始注册资本 3000 万元，截至 2011 年 9 月底，河北物流注册资本 10500 万元。

河北物流以经营钢材、冶金炉料、煤炭等商品贸易为主业，同时开展家电代理、酒店、报社、仓储、物流配送、运输等业务。河北物流成立以来，逐渐从传统流通企业向综合服务型物流企业转型。河北物流作为河北省重点商贸物流企业之一，是国家发改委现代物流重点联系单位和河北省政府 20 家重点支持的流通企业。

河北物流本部设有办公室、财务审计部、人力资源部、改革发展部、资产经营部五个职能部门。

截至 2011 年 9 月底，河北物流拥有各级子公司 38 个，其中全资子公司 10 个。河北物流及下属子公司拥有在岗员工 1007 人。

截至 2010 年底，河北物流（合并）资产总额为 30.45 亿元，所有者权益合计 5.20 亿元（其中少数股东权益 0.78 亿元）。2010 年河北物流实现营业收入 160.14 亿元，利润总额 0.47 亿元。

截至 2011 年 9 月底，河北物流（合并）资产总额为 34.54 亿元，所有者权益合计 5.42 亿元（其中少数股东权益 0.63 亿元）。2011 年 1~9 月，河北物流实现营业收入 188.97 亿元，利润总额 0.49 亿元。

河北物流注册地址：河北省石家庄市中华北大街 3 号；河北物流法定代表人：刘玉民。

募集资金用途

河北物流将本期集合票据所募集的资金 18000 万元主要用于补充营运资金。

2. 河北苹乐面粉机械集团有限公司

主体概况

河北苹乐面粉机械集团有限公司（以下简称“河北苹乐”）前身为正定县平乐面粉机械制造有限公司。河北苹乐由李建军、李正军、吴风刚、李香花四位自然人于 1995 年 5 月共同出资组建，初始注册资本 860 万元。截至 2011 年 9 月底，河北苹乐注册资本 3860 万元，股权结构如表 2 所示。

表 2 河北苹乐股权结构情况（截至 2011 年 9 月底）

股东名称	出资额（万元）	占比（%）
李建军	1102.8020	28.57
李正军	1102.8020	28.57
吴风刚	1102.8020	28.57
李香花	551.5940	14.29
合计	3860.00	100.00

资料来源：河北苹乐提供

河北苹乐主要经营 9~1000 吨各种型号的机电一体化小麦制粉成套设备，并承揽 100~1000 吨大型成套设备的交钥匙工程，在全国同行业民营企业中，河北苹乐的小麦制粉设备规模和市场占有率处于第一位。2010 年 7 月河北苹乐在埃塞俄比亚投资建设的水泥厂正式投产运营，河北苹乐开始涉足水泥制品行业。随着水泥业务规模的逐步扩大，河北苹乐未来收入和利润结构将发生明显变化。

河北苹乐本部设有生产部、供应部、销售部、技术部、外贸部、质量部、财务部等职能部门。

截至 2011 年 9 月底，河北苹乐拥有 7 家控股子公司，2 家参股子公司。截至 2011 年 9 月底，河北苹乐拥有员工 729 人。

截至 2010 年底，河北苹乐（合并）资产总额为 33682.12 万元，所有者权益合计为 15950.10

万元，少数股东权益 4594.52 万元；2010 年河北苹乐实现主营业务收入 23518.37 万元，利润总额 4958.92 万元。

截至 2011 年 9 月底，河北苹乐（合并）资产总额为 42821.81 万元，所有者权益合计 20214.65 万元，少数股东权益 5357.69 万元。2011 年 1~9 月，河北苹乐实现主营业务收入 27464.52 万元，利润总额 7185.38 万元。

河北苹乐注册地址：河北省正定县平乐乡南化村；河北苹乐法定代表人：李建军。

募集资金用途

河北苹乐募集的资金 5000 万元主要用于补充生产经营流动资金和自建项目投资。

(1) 随着面粉设备销售合同的增加，原辅材料占用资金比例较大，导致流动资金短缺，河北苹乐将本期集合票据所募集资金 3000 万元用于补充运营资金。

(2) 河北苹乐将本期集合票据所募集的资金 2000 万元用于扩大产能，新建小麦制粉设备生产线一条，新建生产线拟投资 2440 万元，其中经营结余投入 440 万元，剩余资金缺口通过本期集合票据所募集资金解决。

3. 河北铁园科技发展有限公司

主体概况

河北铁园科技发展有限公司（以下简称“河北铁园”）成立于 2004 年 9 月 6 日，其生产厂区设在石家庄市经济技术开发区。经过两次增资，截至 2011 年 9 月底，河北铁园注册资本 2168.00 万元，股权结构如表 3 所示。河北铁园股东高勇利和郭会敏为夫妻关系，为一致行动人。

表3 河北铁园股权结构（截至2011年9月底）

股东名称	出资额（万元）	占比（%）
高勇利	1105.68	51
郭会敏	1062.32	49
合计	2168.00	100

资料来源：河北铁园提供

河北铁园是国内一家研发和生产混凝土高效减水剂、并提供个性化解决方案服务的高新技术企业。河北铁园的产品主攻铁路市场，在全国 2010 年 32 条铁路建设线路中，河北铁园参与了 18 条建设路线的减水剂供应，先后获得省科学技术进步奖和全国同行业十佳品牌称号及产品无投诉证书。

截至 2011 年 9 月底，河北铁园设有财务部、供应部、人力资源部、技术部、办公室、生产部、销售部共七个职能部门。目前，河北铁园无下属控股子公司。

截至 2010 年底，河北铁园资产总额 14363.97 万元，所有者权益 12568.78 万元；2010 年河北铁园实现主营业务收入 8951.03 万元，利润总额 4834.42 万元。

截至 2011 年 9 月底，河北铁园资产总额 16872.10 万元，所有者权益 15225.27 万元；2011 年 1~9 月，河北铁园实现主营业务收入 7909.80 万元，利润总额 3541.99 万元。

河北铁园注册地址：河北省石家庄市方北路 78 号；法定代表人：高勇利。

募集资金用途

河北铁园本期集合票据募集资金 5000 万元拟用于补充流动资金、项目投资及置换银行贷款以进一步优化财务结构。具体用途如下：

(1) 补充流动资金

河北铁园拟将募集资金的 2000 万元用于补充混凝土高效减水剂营运资金需求。

(2) 项目投资

河北铁园拟将募集资金的 2000 万元用于投资位于石家庄高新技术产业开发区的新建项目：“100kt/a 高分子表面活性剂项目”。

(3) 调整债务结构

河北铁园计划将募集资金的 1000 万元用于调整债务结构，偿还利率相对较高的银行贷款，以优化融资结构，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，3 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，3 家发行企业级别分别为 A⁻、BBB⁺和 BBB⁻，发行额度占比分别为 64.28%、17.86%和 17.86%。从行业集中度看，3 家发行主体所涉及细分行业较为分散，行业相关度较低。同时联合资信注意到，本期集合票据参与企业家数较少，风险的分散作用有限；且河北物流发行额度大，占比高，其未来经营状况对本期集合票据担保前整体偿债能力的影响较大。

表 4 集合票据发行企业信用状况及额度分布（万元）

集合票据发行人	主体长期信用	发债额度
河北省物流产业集团有限公司	A ⁻ /稳定	18000
河北辛乐面粉机械集团有限公司	BBB ⁺ /稳定	5000
河北铁园科技发展有限公司	BBB ⁻ /稳定	5000
合计		28000

表 5 集合票据发行企业所涉及细分行业

集合票据发行人	涉及细分行业
河北省物流产业集团有限公司	商贸物流
河北辛乐面粉机械集团有限公司	面粉加工机械和水泥行业
河北铁园科技发展有限公司	新型建筑建材业

五、增信能力分析

中债增进公司就本期票据存续期限内发行人应偿付的 2.8 亿元本金和其相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证。

在本期票据存续期内，如果发行人未按照本期票据募集说明书的要求将本期当期应付本息支付投资人，则中债增进公司在本期票据兑付日代发行人偿付本期票据当期应付利息。

保证期为自本期票据存续期本期票据兑付日起两年。票据持有人在本保证期间内未要求中债增进公司承担担保函规定的责任，则中债增进公司将免除相关责任。

本期票据的集合票据持有人依法将所持有的本期票据转让和出资给第三人的，中债增进公司将继续承担担保函规定的责任。

经联合资信评估有限公司评定，中债增进公司主体长期信用等级为 AAA，该评级结论反映了中债增进公司的综合代偿能力极强。中债增进公司主体长期信用评级报告见附件。

六、综合评价

石家庄市区位优势显著，经济环境、金融生态环境较好，为区域内企业发展提供良好的条件。

本期集合票据参与发行主体为石家庄市中小企业，3 家发行人主体长期信用等级均在投资级以上，且所涉及行业相关度较低。但是，联合资信也关注到 2011 年以来，受原材料价格上涨、劳动力成本上升、国际市场动荡不定的多重压力等因素影响，中小企业面临的经营风险逐步加大。

中债增进公司为本期集合票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，中债增进公司担保实力很强，有效提升了本期债券的信用水平。

综合分析，本期集合票据不能按期还本付息的风险极低。

附件 1 集合票据发行人的主要财务数据

公司名称	项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
河北省物流产业集团有限公司	资产总额(亿元)	15.54	22.83	30.45	34.54
	所有者权益(亿元)(含少数股东权益)(亿元)	3.33	4.73	5.20	5.42
	长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.34	0.34
	全部债务(亿元)	4.44	9.95	18.18	20.99
	营业收入(亿元)	71.14	95.83	160.14	188.97
	利润总额(亿元)	0.30	0.40	0.47	0.49
	EBITDA(亿元)	0.59	0.76	0.87	--
	营业利润率(%)	2.85	2.25	2.11	1.16
	净资产收益率(%)	5.85	6.39	6.19	--
	资产负债率(%)	78.57	79.28	82.91	84.31
	全部债务资本化比率(%)	57.14	67.79	77.75	79.49
	流动比率(%)	110.08	110.59	110.53	109.80
	全部债务/EBITDA(倍)	7.57	13.15	20.98	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	3.98	3.44	3.73	--
河北苹乐面粉机械集团有限公司	资产总额(万元)	17850.56	23176.76	33682.12	42821.81
	所有者权益(万元)(含少数股东权益)(亿元)	12317.06	15452.39	20544.62	25572.34
	长期债务(万元)	700.00	1900.00	1900.00	1064.51
	全部债务(万元)	3600.00	3900.00	6700.00	8164.51
	主营业务收入(万元)	17172.51	17127.36	23518.37	27464.52
	利润总额(万元)	2820.40	3104.45	4958.92	7185.38
	EBITDA(万元)	3461.55	3963.94	6178.75	--
	主营业务利润率(%)	29.39	30.25	35.58	3663.86
	净资产收益率(%)	19.32	18.10	23.55	42.10
	资产负债率(%)	31.00	33.33	39.00	--
	全部债务资本化比率(%)	22.62	20.15	24.59	40.28
	流动比率(%)	207.04	260.69	199.39	24.20
	全部债务/EBITDA(倍)	1.04	0.98	1.08	143.61
	EBITDA 利息倍数(倍)	12.22	12.12	15.87	--
河北铁园科技发展有限公司	资产总额(万元)	6023.10	10474.31	14363.97	16872.10
	所有者权益(万元)(不含少数股东权益)(亿元)	5419.30	8942.96	12568.78	15225.27
	长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
	全部债务(万元)	269.40	892.00	1041.00	1190.13
	主营业务收入(万元)	5178.61	6721.59	8951.03	7909.80

	利润总额(万元)	2438.86	3326.75	4834.42	3541.99
	EBITDA(万元)	2517.07	3436.03	4985.27	--
	主营业务利润率(%)	54.08	54.85	60.59	48.76
	净资产收益率(%)	34.48	28.22	28.85	--
	资产负债率(%)	10.02	14.62	12.50	9.76
	全部债务资本化比率(%)	4.74	9.07	7.65	7.25
	流动比率(%)	887.84	556.66	613.25	757.29
	全部债务/EBITDA(倍)	0.11	0.26	0.21	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	54.72	74.58	82.09	--

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 河北省石家庄市 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（河北省物流产业集团有限公司、河北苹乐面粉机械集团有限公司、河北铁园科技发展有限公司）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。



中债信用增进投资股份有限公司

2011 年信用评级分析报告

评级结果

主体信用等级：AAA

评级时间

2011 年 8 月 4 日

主要数据

项 目	2011 年 3 月	2010 年	2009 年
资产总额(亿元)	71.96	111.37	60.77
负债总额(亿元)	8.28	48.07	0.53
所有者权益(亿元)	63.69	63.30	60.24
营业收入(亿元)	0.62	1.20	0.01
利润总额(亿元)	0.75	2.99	0.31
净利润(亿元)	0.56	2.23	0.23
增信余额(亿元)	313.09	243.49	3.00
卖出保护余额(亿元)	11.30	11.30	-
净资产增信倍数(倍)	5.09	3.98	0.05
净资本增信倍数(倍)	8.27	8.71	0.07
净资本覆盖率(%)	217.61	123.12	-
净资产收益率(%)	3.52	3.61	-

注：①净资产增信倍数=(增信余额+卖出保护余额)/净资产；
②净资本增信倍数=(增信余额+卖出保护余额)/净资本；
③平均净资产收益率=净利润*2/(期初资产总额+期末资产总额)，2011 年 1 季度收益率指标经年化计算得到。

分析师

田 兵

Tel: 010-85679696-8821

E-mail: tianbing@lhratings.com

何 璐

Tel: 010-85679696-8819

E-mail: iris.he@lhratings.com

地址

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

Fax: 010-85679228

Http: //www.lhratings.com

评级观点

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2009 年 9 月，是国内首家专业债券信用增进机构，其市场定位是成为专业的债券市场信用增进及风险管理服务提供商；债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者；债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者。经过一年多的发展，公司各项制度体系逐步完善，增信业务发展迅速，创新业务取得一定进展，风险管理体系初步搭建。基于公司强大的股东背景和资本实力、高管层较高的专业素质、良好的业务发展前景等因素，联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体信用等级为 AAA，该评级结论反映了公司偿还债务的能力极强。

优势

- 公司资本实力雄厚，股东背景强大；股东有能力和意愿在需要时增加公司资本；
- 公司高管层拥有较高的专业素质，这有助于确保公司较高的运营水平；
- 公司信用增进业务发展快速，且具备较强的创新能力及市场推动力。

关注

- 公司处于发展初期，制度体系及定价方法尚在持续完善过程中；增信业务存在一定的客户集中风险，创新业务的风险控制措施尚待完善；公司投资规模较大，存在一定的信用风险，且对资产流动性形成负面影响；
- 目前，我国尚未出台有关信用增进机构设立和监管的法律法规，信用增进业务中潜在风险的控制有待完善。

一、公司概况

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2009 年 9 月，由中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。公司注册资本 60 亿元，均为货币出资，股东持股情况见表 1。公司是国内首家专业债券信用增进机构，业务接受中国人民银行监管。

表 1 公司股东及持股情况表

序号	股 东	出资金额 (亿元)	持股比例 (%)
1	中国石油天然气集团公司	9.90	16.50
2	英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50
3	中国中化股份有限公司	9.90	16.50
4	北京国有资本经营管理中心	9.90	16.50
5	首钢总公司	9.90	16.50
6	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合 计		60.00	100.00

公司经营范围包括：企业信用增进服务；信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广；信用产品的创设和交易；资产投资；资产受托管理；投资策划、投资咨询；经济信息咨询；人员技术培训；会议服务。

公司内设业务营运部、投资部、风险管理部、综合部、计划财务部、法律合规部六个部门。目前公司共有员工 85 人，平均年龄 28.5 岁。其中拥有硕士及以上学历的员工比重约 86%。

截至 2011 年 3 月末，公司资产总额 71.96 亿元，负债总额 8.28 亿元，所有者权益 63.69 亿元。2011 年 1-3 月，公司实现营业收入 0.62 亿元，投资收益 0.44 亿元，净利润 0.56 亿元。

二、运营环境

1. 宏观经济概况

“十一五”期间，我国有效应对国际金融危机的冲击，经济整体保持平稳较快发展（见表 2），国内生产总值年均增长 11.2%，2010 年

国内生产总值达到 39.8 万亿元。

表 2 宏观经济主要指标表

项 目	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年
GDP 增长率(%)	10.3	9.2	9.6	14.2	12.7
CPI 增长率(%)	3.3	-0.7	5.9	4.8	1.5
M2 增长率(%)	18.95	27.7	17.8	16.7	16.9

注：数据来源于国家统计局及中国人民银行。

2010 年，面对更加复杂的世界经济格局，我国宏观经济保持了回稳向好的态势，全年国内生产总值同比增长 10.3%，增幅有所回升。与应对金融危机初期相比，我国经济增长的动力结构发生了积极变化，市场驱动的投资、消费和出口共同拉动经济增长的格局初步形成。但适度宽松货币政策和积极财政政策在实施近两年后，国内流动性过剩的问题显现，通货膨胀压力显著。同时，美国新一轮的量化宽松货币政策导致全球流动性泛滥趋势进一步增强，我国面临着巨大的资本流入压力。根据宏观经济的变化，央行于 2010 年采取了六次上调存款准备金率、两次加息的货币政策调整，显示货币政策加速回归“稳健”。

2011 年，我国经济步入“十二五”开局之年，世界经济复苏的不稳定性和不确定性以及通胀压力等挑战，都显示我国宏观经济平稳运行将面临复杂形势。中央经济工作会议对 2011 年宏观经济政策的基本取向为“积极稳健、审慎灵活”，冀望通过灵活的政策组合实现调控目标。

2. 行业发展概况

随着经济的增长，我国债券市场较快发展，近年来债券发行规模总体呈持续增长态势（见图 1）。其中，涵盖企业债、中期票据、短期融资券、集合票据等品种的非金融企业债务融资工具发行量增长快速，发行规模及占比大致呈上升趋势（见图 2）。债券市场作为企业直接融资渠道的作用日益显现。

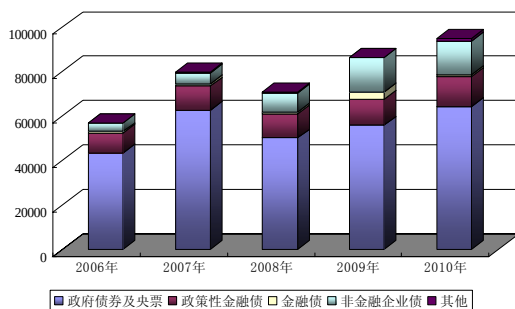


图1 近年来债券发行规模及构成 单位：亿元
注：数据来自中国债券信息网站。

从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体的信用等级呈现多元化，AA级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用等级发行主体进行直接融资的重要方式。根据银监会2007年10月发布的《关于有效防范企业债担保风险的意见》，银行停止对以项目融资为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。这使为资本市场提供外部信用增级服务的主体由银行转移至其他机构，从而为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

2009年9月，公司作为国内首家专业债券信用增进机构成立，这对于发展直接融资市场，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。此外，公司还承担着建立银行间债券市场风险分担机制、进行风险专业化管理模式创新的重任。

2010年10月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》（以下简称“《指引》”）。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工

具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为信用增进行业的业务创新开辟了新的空间。

3. 政策与监管

我国目前尚未出台有关专业信用增进机构设立和监管的法律法规，信用增进业务中潜在风险的控制有待完善。作为首家专业债券信用增进机构，公司的经营实践活动将为相关监管法规的出台提供重要参考。未来，信用增进行业管理办法的出台将为该行业规范发展奠定基础。

三、法人治理结构与内部控制

1. 股权结构及公司治理

公司注册资本60亿元，股东由交易商协会及6家实力雄厚的银行间市场成员组成。公司在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到了股东的大力支持。公司董事会从经营情况、业务创新及对交易商协会交付任务的完成情况等三个方面对公司经营层进行考核。同时，公司股东还承诺在公司业务发展需要时及时补充资本。

公司按照市场化模式运作。公司初步搭建了由股东会、董事会和监事会组成的公司治理架构。股东会是公司最高权力机构，由全体股东组成，股东会由董事会依法召集。近年来，公司股东大会先后就股东大会、董事会及监事会议事规则、授权董事会进行对外股权投资等议案进行了审议。

公司董事会由9名董事组成。其中，交易商协会提名2名董事候选人，其余6家股东各提名1名董事候选人，经由股东会选举产生该8名董事；另设1名职工董事，由职工通过民主选举产生。公司尚未实行独立董事制度。董事会设董事长1人，由交易商协会提名，经全体董事选举产生。董事会每年至少召开2次会议，负责公司重大事项的决策。董事会下设战略与投资管理委员会、预算与薪酬管理委员会、审

计与风险管理委员会 3 个专门委员会，分别在相应授权范围内开展工作。公司董事会成员多具有大型企业相关管理经验，这有助于董事会进行科学决策。近年来，公司董事会先后审议了公司股东大会及董事会议事规则、公司组织架构及部门设置方案、高管聘任方案等多项议案，通过了总裁办公会议事规则、授权管理办法、内部控制制度、会计政策及会计核算办法等多项基本管理制度。

公司监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东监事和 1 名职工监事。股东监事由股东大会选举产生，职工监事由职工选举产生。公司尚未执行独立监事制度。监事会主席由全体监事选举产生。监事会行使对公司财务进行检查、对董事及高级管理人员执行公务的行为进行监督等职权。监事会每 6 个月至少召开 1 次会议。公司监事会相继审议通过监事会议事规则、选举监事长等议案。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘，在董事会授权范围内行使职权，包括主持公司日常经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投融资方案等，并接受董事会的指导和监事会的监督。2010 年 9 月，水汝庆先生被聘任为公司总裁。公司总裁下设采购委员会、招聘委员会、投资决策委员会、风险管理委员会、授信审批委员会 5 个专门委员会。除总裁外，公司高管层设有执行副总裁、营运总监、投资总监、风险总监、财务总监、总法律顾问、董事会秘书各 1 名，由总裁提名、经董事会通过后任命，分别承担相应的管理职能。公司注重高水平的专业团队建设，高管均为拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士，这有助于确保公司运营具备较高的专业化水平。

由于成立时间较短，公司治理处于持续规范过程中，部分专门委员会议事规则尚待制定，股东大会、董事会及监事会对公司经营活动的指导作用尚待进一步加强。

2. 战略规划

公司的市场定位是立足于债券市场，成为专业的债券市场信用增进及风险管理服务提供商；债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者；债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者。根据规划，公司在业务发展初期主要为优质中小企业及部分低信用级别的大型企业债务融资工具发行提供信用增进服务。随着债券市场发展及公司内部风险控制机制的完善，公司将通过适当扩大增进服务范围、创新信用增进手段等方式扩大服务范围，逐步实现多方式全方位提供债券信用增进业务的经营目标。

经过两年来的发展，公司短期规划得到了有效落实，增信业务规模快速上升，逐步树立起良好的市场形象，积累了较丰富的项目和客户资源，创新业务取得突破性进展。公司制定了 2011 年经营计划，将以创新推动各项工作发展，从做大市场规模、细化风险管理、加强产品研发、加快基础建设等入手，推动中长期规划逐步落实。然而，公司以业务创新为主的中长期发展规划在一定程度上依赖于债券市场及相关法律法规的进一步完善，尚需在实践过程中逐步明确。

3. 组织架构及内部控制

公司设立了业务营运部、投资部、风险管理部、综合部、计划财务部、法律合规部六个职能部门。为确保各项业务规范有序开展，公司建章立制工作进程加快。公司出台了风险管理指引，针对业务种类制定了细化的管理办法，如增信业务管理办法、投资管理办法等；规定了涉及资金、经费、人力资源、薪酬、预算、法律、合同等方面的内控制度。公司风险管理部负责统一管理公司运营过程中所面临的各种风险。

公司目前内部信息的处理依靠手工完成，这对内部控制带来一定的风险隐患。公司需加快 IT 系统建设步伐，为实现长足发展提供有效

的科技保障。

为满足业务的快速发展对人力资源的需求，公司于 2010 年公开招聘部分专业人员，于 2011 年录取 30 余名国内外知名高校硕士以上学历的应届毕业生。目前公司约 86% 以上员工拥有硕士及以上学历，员工整体专业素质较高。公司建立了较为完善的薪酬体系，并着手研究制定适合自身业务特点的绩效考核和晋升机制，为储备和选拔人才奠定基础。在强化自身人员队伍建设外，公司还建立了外部专家库机制，目前已经聘请了部分专业人士作为公司高级顾问，为创新业务的开展积蓄力量。

总的看来，公司初步搭建了内部控制体系，制度建设尚待进一步加强，内审及稽核体系待逐步建立。

四、风险管理分析

1. 风险管理体系

公司董事会承担风险管理的最终责任，监事会负责监督董事会和高管层在风险管理方面的履职情况，高管层负责制定和审查公司风险管理政策和操作流程。公司建立起抵御风险的“三道防线”，明确了相关部门的风险管理职责和业务流程；风险管理部负责对各类风险进行管理，制定相应的制度，并向风险总监报告工作。

公司初步形成以《风险管理指引》为纲领，以《信用增进业务管理办法》、《投资业务管理办法》、《信用风险缓释工具业务管理办法》和《信用风险缓释工具业务风险管理办法》为支撑，以各类业务品种操作规程、风险限额方案等为基础的多层次风险管理制度体系。

公司在信用增进业务风险管理方面实行风险平行作业和专家审批相结合的管理模式。指派风险经理参与信用增进项目的实地调研与考察，并撰写《风险评价分析报告》，对项目风险进行分析和评判，为业务审批会提供决策参考意见。公司增信业务实行有权审批人会议审批

制度，就客户特征、风险缓释措施、信用增进期限和费率等内容进行审议。公司优先考虑高新技术企业、环保节能企业以及属于国家鼓励支持行业的中小企业，不涉及房地产开发类企业。公司在增信后管理制度建设方面尚待加强。

公司对投资业务实行风险限额和交易授权相结合的管理模式。公司建立了涵盖授权管理、限额管理、估值管理、风险监控和交易流程在内的多层次投资业务管理体系，根据可承受的整体风险水平，设定了多维的风险限额指标，并监控执行，并明确各分类、分级授权和转授权，确保了较为高效的运营效率。

公司对信用风险缓释工具业务实行分类管理与信用增进业务、投资业务相结合的风险管理模式。公司根据不同业务类型的特点，结合套期保值的有效性、标的信用风险杠杆放大倍数和交易价格波动等因素对不同产品、不同交易目的的产品设置了有针对性的风险额度，并采取相应的管理措施。

结合未来业务拓展的需要，为提高组合风险的识别和管理能力，公司拟定了《资本覆盖率管理办法》、《风险准备金计提管理办法》、《信用增进业务风险分类管理办法》和《信用风险缓释措施管理办法》等 4 个管理制度。以上制度分别从公司整体业务承担风险造成的非预期损失覆盖、预期损失覆盖、外部评级不能充分反映债券发行人信用状况及其变化、合格信用风险缓释措施管理等方面对风险进行组成管理。公司在资本覆盖率、风险准备金等组合指标以及风险分类专项准备金计提等单笔业务指标的计算中，充分认可信用衍生品的风险缓释作用，形成涵盖信用衍生产品的风险管理体系。

总体看，公司结合业务特点逐步制定并完善各项风险管理办法，基本搭建起全面风险管理架构。考虑到信用衍生工具的创新性及杠杆性等因素，公司风险管理体系对业务的保障程度尚待观察。同时，作为首家信用增进公司，公司在运营中面临一定的法律风险。未来公司还将致力于推动信用增进行业相关法律规范的

建立，为实现长足发展寻求法律保障。

2. 业务发展状况及风险管理水平

增信业务

自成立以来，为迅速做大规模、扩大影响，公司通过多种渠道积极营销，与一批规模较大、信用等级较高的企业开展了增信业务，业务规模增长快速。2010年下半年，随着业务规模的扩大和经验的积累，公司根据自身定位调整了业务策略，将目标客户的中心从大型客户逐渐向中小型客户转移，客户类型从集中于大型国有企业向中低信用等级的国有企业和民营企业以及中小型企业拓展。

2010年7月，公司推出可选择信用增进票据，即中债I号。投资者在买入票据的同时可

选择买入保护。若票据到期、发行人违约，公司将以约定方式对投资人进行损失补偿。公司将中债I号纳入增信业务管理范围。截至2011年3月末，公司共发行该类票据4支，合计增信余额22亿元。

截至2011年3月末，公司共为34个已完成发行的项目提供了增信服务(见表3)，项目标的包括4支短期融资券、18支中期票据、7支中小企业集合票据、1支企业债、3支可选择信用增进票据和1项人民币理财计划，增信余额合计313.09亿元，较2010年末增长28.58%，是公司净资产的4.92倍。

表3 增信业务项目种类分布情况

项目种类	2011年3月末			2010年末		
	增信金额 (亿元)	占比 (%)	项目数量 (个)	增信金额 (亿元)	占比 (%)	项目数量 (个)
短期融资券	33.00	10.54	4	7.00	2.87	1
中期票据	232.00	74.10	18	202.00	82.96	15
中小企业集合票据	20.49	6.54	7	20.49	8.42	7
企业债	13.00	4.15	1	-	-	-
可选择信用增进票据	14.00	4.47	3	14.00	5.75	3
人民币理财产品	0.60	0.19	1	-	-	-
合 计	313.09	100.00	34	243.49	100.00	26

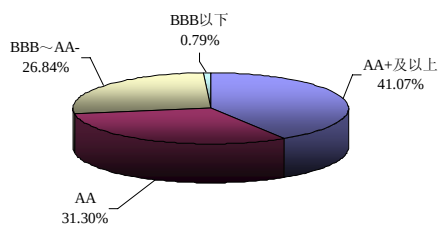


图2 增信主体外部评级分布情况

注：中小企业集合票据项目按照各参与企业主体评级分别统计。

截至2011年3月末，公司已生效的增信项目中，增信主体外部评级为AA及以上的项目增信余额占72.37%，较2010年末下降4.43个百分点；主体外部评级在AA-及以下的增信主

体个数占总增信主体个数的70.69%，较2010年末下降3.82个百分点(见图2)。少数中小企业集合票据项目增信对象的主体外部评级低于BBB，主体外部评级在BBB以下的发行主体增信余额占0.79%。总体看，公司增信对象主体评级有所下移，但仍以高信用等级主体为主。

截至2011年3月末，公司已生效的增信项目共涉及58家企业，从增信余额的行业分布来看，前五大行业依次为交通运输设备制造，黑色金属冶炼及压延加工业，装卸搬运和其他运输服务业，通讯设备、计算机及其他电子设备制造业，有色金属冶炼及压延加工业。第一大行业增信余额占17.24%，前五大行业增信余额合计占46.33%，存在一定的行业集中风险。单

一最大客户增信余额 25 亿元，是净资产的 39.25%；最大五家客户增信余额合计 103 亿元，是净资产的 1.62 倍，客户集中风险较高。从到期期限分布上看，公司已生效的增信项目以 2-3 年和 3-5 年之间到期为主，分别占增进余额的 32.70%和 25.87%，到期期限较为集中。

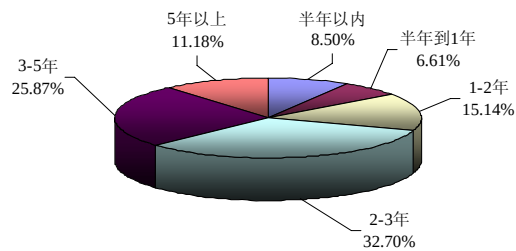


图3 增信业务到期期限分布情况

公司根据增信业务风险分类办法对增信对象进行风险分类。截至 2011 年 3 月末，公司提供增信业务对象的企业风险分类全部为正常，其中正常稳定类企业 46 家，增信余额合计 271.80 亿元，占总增信余额的 86.81%；正常关注类企业 12 家，增信余额合计 41.29 亿元，占总增信余额的 13.19%。

总体看来，公司增信业务规模增长快速，增信对象以高信用等级主体为主，整体信用风险不大，但客户集中风险较高，且到期期限较为集中。

信用风险缓释工具业务

在传统增信业务快速增长的同时，公司结合战略导向，注重产品创新，并具备较强的创新能力及市场推动力。公司是目前经交易商协会认定的 40 家信用风险缓释工具交易商之一，也是 28 家信用风险缓释凭证创设机构之一。

2010 年 11 月，公司首次发行中债 II 号、中债 III 号、中债 IV 号创新产品。中债 II 号和中债 III 号分别是以银行贷款和债券为标的债务的信用风险缓释合约，中债 IV 号是信用风险缓释凭证。信用保护卖方向买方定期收取固定费用，并向买方提供贷款或债券违约信用保护。公司将中债 II 号产品纳入增信业务流程进行风险控

制；将中债 III 号产品归入投资业务范畴，以大型商业银行为交易对手，并结合授信、估值定价、抵质押品及买入保护等措施防范风险。截至 2011 年 3 月末，公司持有的合约和凭证两类信用风险缓释工具合计 17 只，名义本金总计 16.80 亿元，交易对手均为全国性股份制商业银行。其中，提供保护类 12 只，名义本金 11.30 亿元；买入保护类 5 只，名义本金 5.50 亿元。

对公司提供保护的信用风险缓释工具净头寸，公司将承担由标的实体发生支付违约、破产等信用事件造成的损失，主要承担的信用风险是标的债务违约风险。截至 2011 年 3 月末，公司提供保护的标的债务信用等级较高，信用保护名义额占标的债务发行总额的比重较小，标的实体均为资本实力雄厚的大型企业，卖出保护头寸的信用保护期限较短（见表 4）。总体看，公司卖出保护的标的实体违约风险较小。

表 4 信用风险缓释工具卖出保护净头寸概况

标的债务	标的实体	标的债务/实体信用等级	卖出保护名义额(亿元)	标的债务发行总额(亿元)
贷款	-	-	4.50	-
中期票据	-	AAA/AAA	3.00	-
10 联通 MTN2	中国联合网络通信有限公司	AAA/AAA	1.30	120.00
10 联通 CPO2	中国联合网络通信有限公司	A-1/AAA	1.00	80.00
09 清控 MTN1	清控资产管理有限公司	AA+/AA+	1.00	10.00
10 赣粤 CPO3	江西赣粤高速公路股份有限公司	A-1/AA+	0.50	10.00
合计			11.30	-

为拓宽信用风险缓释工具交易渠道，公司在网站上设置报价模块，提供双边报价，并与部分知名咨询平台合作，建立了信用风险缓释工具报价页面及信息发布平台。在促成一定交易量的同时，公司的市场影响力得到提升。

目前由于我国信用风险缓释工具业务的市场基础较薄弱，信用风险缓释工具的交易机制、法律关系等尚未明确，相关基础机制尚未建立，公司目前更多的是以培育市场为出发点，以研究完善和推广应用为主，信用风险缓释工具业务规模相对较小，结构较为简单、透明，风险尚在可控范围内。公司初步制定了信用风险衍

生产品的会计核算办法,但其合理性尚待检验。基于以上因素,公司信用风险缓释工具业务在短期内不会出现规模化发展。

截至目前,公司信用增进及信用风险缓释产品均未发生代偿。但公司处于业务快速发展阶段,同时也是风险积累阶段,这将使公司的风险管理水平面临考验。

投资业务

公司投资业务的定位是实现公司自有资产的保值增值,为信用增进业务的开展提供资金支持。2010年初,公司本着“立足于银行间债券市场、利息收入与资本利得并重”的投资策略完成建仓配置,以收益率较高的信用债作为主要配置品种,长期债券比重较高。2010年年中,在通胀显现、加息预期强烈、市场波动加剧的情况下,公司适当增加部分浮息和短久期配置,降低投资杠杆,扩大利息收入规模,并尝试介入权益类和信托类投资。2011年,结合加息周期、债券市场偏空的行情,公司计划采取“收息策略为主,波段操作为辅”的投资策略,通过降低债券市场持仓规模和调整结构来降低利率风险。公司分设资本金投资组合和负债投资组合进行管理,将资本金投资组合规模设定在57亿元左右,将负债投资组合规模设定在资本金投资组合的1.30倍以内。杠杆的放大在一定程度上加大了公司投资业务的风险。

截至2011年3月末,公司投资规模64.53亿元,其中债券面额合计43.80亿元,其他投资包括股票、信托、信用风险缓释工具投资等。债券投资以债项外部评级在AA⁺及以上的债券为主,占债券投资的81.28%。浮动利率债券比重较2010年末大幅提高,五年期以上长期债券比重下降,债券投资组合的利率风险水平有所下降。

五、财务分析

公司提供了2009~2010年度财务报告及2011年1季度财务报表。其中,2009~2010年度财务报告经信永中和会计师事务所审计,出具的审计意见为标准无保留;2011年1季度财务报表未经审计。

1. 财务概况

截至2010年末,公司资产总额111.37亿元,负债总额48.07亿元,所有者权益63.30亿元。2010年,公司实现营业收入1.20亿元,投资收益2.92亿元,净利润2.23亿元。

截至2011年3月末,公司资产总额71.96亿元,负债总额8.28亿元,所有者权益63.69亿元。2011年1-3月,公司实现营业收入0.62亿元,投资收益0.44亿元,净利润0.56亿元。

2. 资本结构

公司目前的资金来源以资本金为主,并根据资金业务的需要调整负债规模。公司注册资本为60亿元,资本实力较强。公司股东承诺在公司发展需要时给予补充资本。

2010年,公司通过卖出回购融入资金的力度加大,负债规模大幅上升(见表5);2011年1季度,考虑到市场利率上升因素,公司压缩了卖出回购金融资产款项,负债规模明显减小。公司目前按照当年增信业务收入的30%计提未到期责任准备。截至2011年3月末,公司共计提增信责任准备金0.63亿元,占同期增信余额的0.20%。

截至2011年3月末,公司资产负债比为11.50%,较2010年末的43.16%明显下降。

为拓宽资金来源,公司积极争取银行授信。截至2011年3月末,公司共获得10家银行合计425亿元的授信额度,且暂未使用。

表 5 公司负债构成情况表

项 目	2011 年 3 月末		2010 年末		2009 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
卖出回购金融资产款	5.90	71.29	45.80	95.28	-	-
预收账款	0.57	6.91	0.45	0.94	0.14	26.73
其他应付款	0.01	0.10	0.02	0.04	0.24	45.81
增信责任准备	0.63	7.56	0.36	0.76	0.00	0.48
其他	1.17	14.14	1.43	2.99	0.14	26.98
合 计	8.28	100.00	48.07	100.00	0.53	100.00

总体看，公司资金来源充足，负债规模波动较大。

3. 资金运用与资产质量

公司于 2010 年初步完成投资建仓，货币资金规模及比重逐步减少，投资资产规模呈上升趋势，买入返售金融资产呈现出一定的波动性（见表 6）。

表 6 公司资产构成情况表

项 目	2011 年 3 月末		2010 年末		2009 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
货币资金	0.96	1.33	5.68	5.10	22.42	36.89
买入返售金融资产	7.08	9.83	44.33	39.80	—	—
投资资产	62.68	87.10	59.40	53.33	37.97	62.47
其中：交易性金融资产	0.75	1.04	0.02	0.01	—	—
可供出售金融资产	46.74	64.95	51.15	45.93	8.97	14.75
持有至到期投资	15.19	21.11	8.23	7.39	29.00	47.72
其他资产	1.25	1.73	1.96	1.76	0.39	0.63
合 计	71.96	100.00	111.37	100.00	60.77	100.00

公司买入返售金融资产以债券为主要标的。2010 年末，买入返售金融资产余额为 44.33 亿元，占资产总额的 39.80%。2011 年 1 季度，公司压缩了买入返售金融资产规模，季末余额为 7.08 亿元，占资产总额的比重下降至 9.83%。

公司投资资产主要由可供出售金融资产和持有至到期投资组成，交易性金融资产占比较小。2010 年末，公司投资资产余额 59.40 亿元，占资产总额的 53.33%。公司投资资产中债券投资账面余额 47.64 亿元。其中，可供出售债券余额 43.71 亿元，修正久期为 1.71 年；持有至到期债券投资余额 3.92 亿元，修正久期为 3.99 年。公司以短融、中票及企业债等收益率较高的债券为主要投资对象，以上三者分别占债券

投资的 20.65%、63.85%和 15.50%。从债项的外部评级分布情况来看，AA⁺及以上债券余额合计占 76.20%。公司债券投资存在一定的信用风险。

除债券投资外，2010 年末公司可供出售权益性投资余额 7.44 亿元，浮盈 22.50%；可供出售信托投资余额 3.81 亿元；购买的其他金融机构创设的信用风险缓释产品账面余额 105.79 万元，划归为交易性金融资产中，依据公司设定的估值模型，确认其浮盈约 45%；持有至到期银行理财产品余额 0.50 亿元。

2011 年 1 季度，公司根据市场行情变化进一步调整投资策略，适量压缩可供出售金融资产规模，增加部分持有到期投资，季末投资资

产规模较年初有所增加。同期，由于负债减少导致资产规模明显下降，2011年3月末，公司投资资产占资产总额的比重提高至87.10%。

总体看来，公司投资规模较大，以高收益类债券为主要投资对象，风险相对较大，且对资产的流动性产生一定影响。此外，利率处于上升通道的市场行情给公司投资业务的收益水平带来一定压力。

4. 经营效率及盈利能力

公司收入主要来自增信业务收入、投资收益、利息净收入及公允价值变动收益四个方面。

对增信业务的定价，公司参考债券市场不同信用级别主体的发行利差，同时结合增信对象的具体情况进行调整。凭借自身良好的资信水平，公司增信业务议价能力较强。随着信用增进业务规模的快速扩大，公司增信业务收入较快增长。2010年，公司实现营业收入1.20亿元；2011年1-3月实现营业收入0.62亿元，相当于2010年的51.67%，增长势头良好。

随着投资规模的持续扩大，公司投资收益明显提高。2010年，公司实现投资收益2.92亿元，是当年最主要的收入来源。2010年下半年以来利率的上升对公司投资收益带来一定的负面影响。2011年1-3月，公司实现投资收益0.44亿元，是2010年投资收益的15.07%。

由于投资规模持续扩大、资金利用率提高，利息净收入对公司收入的贡献度下降。2010年，根据相关文件规定，公司获得0.20亿元的政府补助，对当年的收入形成正面影响。根据公司设定的估值模型，2011年1-3月，公司买入和卖出的信用风险缓释产品公允价值变动0.07亿元，对当期收益形成一定的正面影响。

公司营业费用以人员经费、计提增信责任准备、租赁费用为主。公司计划加快员工队伍建设、并设立异地分支机构，预计未来几年经营成本将大幅增长。

表7 公司收入支出情况表

项 目	2011年1-3月	2010年	2009年
营业收入(亿元)	0.62	1.20	0.01
投资收益(亿元)	0.44	2.92	0.18
公允价值变动收益(亿元)	0.07	-	-
营业外收入(亿元)	-	0.24	-
管理费用(亿元)	0.41	1.26	0.09
净利润(亿元)	0.56	2.23	0.23
平均净资产收益率(%)	3.52	3.61	-
平均资产收益率(%)	2.44	2.59	-

2010年，公司实现净利润2.23亿元，平均净资产收益率及平均资产收益率分别为3.61%和2.59%。2011年1-3月，公司经年化的净资产收益率和资产收益率较2010年略有下降，主要是投资收益出现下滑所致。

5. 资本充足率及代偿能力

公司目前面临的风险主要是增信项目和信用风险缓释产品的代偿和投资损失。在发生代偿后，如果公司不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的增信业务风险敞口、信用风险缓释工具卖出保护规模、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于增信业务及信用风险衍生产品卖出保护代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

从期末现金及现金等价物余额来看，近年来，公司现金保有量趋紧，但仍保持了较好的流动性（见表8）。

表8 公司现金流量情况表

项 目	2011年1-3月	2010年	2009年
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	0.25	0.61	0.39
投资活动产生的现金流量净额(亿元)	34.97	-60.57	-37.96
筹资活动产生的现金流量净额(亿元)	-39.95	43.22	60.00
现金及现金等价物净增加额(亿元)	-4.73	-16.74	22.42
期末现金及现金等价物余额(亿元)	0.96	5.68	22.42

根据公司2011年3月末的资产状况，估算出公司净资本39.25亿元，净资本比率为

61.63%。公司净资产增信倍数和净资本增信倍数分别为 5.09 倍和 8.27 倍（见表 9）。经测算，截至 2011 年 3 月末，在一定的置信水平下，公司净资本覆盖率为 217.61%，较 2010 年末有所提高，这主要得益于风险资产规模的下降及增信业务结构的改善。公司目前资本充足。公司处于成长期，增信及信用衍生工具业务的快速发展都将使公司放大倍数进一步提高。基于公司股东较强的财务实力和明确的增资意愿，预计公司未来几年资本充足性应能保持在较好水平。

表 9 公司资本充足性指标表

项 目	2011 年 1-3 月末	2010 年末	2009 年末
增信余额(亿元)	313.09	243.49	3.00
卖出保护余额(亿元)	11.30	11.30	-
净资产(亿元)	63.69	63.30	60.24
净资本(亿元)	39.25	28.92	42.67
净资产增信倍数(倍)	5.09	3.98	0.05
净资本增信倍数(倍)	8.27	8.71	0.07
净资本比率(%)	61.63	45.70	70.83
净资本覆盖率(%)	217.61	123.12	-

注：①净资产增信倍数=(增信余额+卖出保护余额)/净资产；

②净资本增信倍数=(增信余额+卖出保护余额)/净资本。

附录 1 资产负债表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

资产	2011 年 3 月末	2010 年末	2009 年末	负债和所有者权益	2011 年 3 月末	2010 年末	2009 年末
流动资产：				流动负债：			
货币资金	9564.51	56816.96	224204.16	短期借款			
交易性金融资产	7512.56	163.84		交易性金融负债	98.65	280.44	
应收票据				应付票据			
应收账款		91.06		应付账款			
买入返售金融资产	70770.93	443250.06		卖出回购金融资产款	59000.00	458025.09	
预付账款	126.01	104.63		预收账款	5715.37	4524.10	1415.00
应收股利				应付职工薪酬	3758.61	3759.11	157.50
应收利息	7432.11	14254.94	2792.86	应交税费	2390.94	3877.25	530.98
其他应收款	449.94	385.73	317.29	应付利息		771.65	
存货				应付股利			
一年内到期的非流动资产				其他应付款	84.01	175.57	2425.05
其他流动资产				一年内到期的非流动负债			
流动资产合计	95856.07	515067.23	227314.31	其他流动负债			
非流动资产：				流动负债合计	71047.58	471413.21	4528.53
可供出售金融资产	467366.73	511455.27	89666.29	非流动负债：			
持有至到期投资	151923.58	82335.61	290000.00	长期借款			
长期应收款				应付债券			
长期股权投资				长期应付款			
投资性房地产				增信责任准备	6255.00	3631.14	25.50
固定资产	850.38	919.61	335.03	预计负债			
在建工程				递延所得税负债	5454.16	5660.95	739.79
工程物资				其他非流动负债			
固定资产清理				非流动负债合计	11709.16	9292.08	765.29
生产性生物资产				负债合计	82756.73	480705.29	5293.82
油气资产				所有者权益：			
无形资产		4.52		股本	600000.00	600000.00	600000.00
开发支出				资本公积	6297.10	8368.52	124.72
商誉				减：库存股			
长期待摊费用	660.78	734.21		盈余公积	2497.82	2459.48	230.93
递延所得税资产	2959.27	3152.18	412.16	一般风险准备			
其他非流动资产				未分配利润	28065.15	22135.32	2078.33
非流动资产合计	623760.74	598601.39	380413.48	所有者权益合计	636860.08	632963.32	602433.97
资产总计	719616.81	1113668.61	607727.79	负债和所有者合计	719616.81	1113668.61	607727.79

附录 2 利润表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

项 目	2011 年 1-3 月	2010 年度	2009 年度
一、营业收入	6243.48	12038.42	85.00
减：营业成本			
营业税金及附加	394.56	1368.32	4.68
销售费用			
管理费用	4136.32	12649.59	935.97
财务费用	-614.73	-181.83	-2103.74
资产减值损失			
其 他			
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	699.10	48.46	
投资收益（损失以“－”号填列）	4426.90	29175.74	1836.96
其中：对联营企业和合营企业的投资收益			
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	7453.33	27426.54	3085.05
加：营业外收入		2425.05	
减：营业外支出			
其中：非流动资产处置损失			
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	7453.33	29851.59	3085.05
减：所得税费用	1863.33	7566.04	775.80
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	5590.00	22285.54	2309.25

附录 3 现金流量表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

项 目	2011 年 1-3 月	2010 年度	2009 年度
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	7003.96	15324.02	1500.00
收到的税费返还		4.40	
收到其他与经营活动有关的现金	345.07	2353.31	3388.77
经营活动现金流入小计	7349.03	17681.73	4888.77
购买商品、接受劳务支付的现金	672.78	198.27	798.29
支付给职工以及为职工支付的现金	640.62	2235.01	201.00
支付的各项税费	3517.89	6429.35	1.00
支付其他与经营活动有关的现金	0.89	2706.01	35.68
经营活动现金流出小计	4831.38	11568.64	1035.97
经营活动产生的现金流量净额	2517.65	6113.09	3852.80
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	1128976.41	3650240.73	100000.00
取得投资收益收到的现金	11117.36	19751.01	189.29
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	1140093.77	3669991.74	100189.29
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	111.05	1555.46	337.92
投资支付的现金	790285.76	4269866.67	479500.00
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		4315.22	
投资活动现金流出小计	790396.80	4275737.34	479837.92
投资活动产生的现金流量净额	349696.97	-605745.61	-379648.63
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金			600000.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金			
取得借款收到的现金	896990.00	2371546.61	
收到其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计	896990.00	2371546.61	600000.00
偿还债务支付的现金	1295015.09	1938697.52	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1441.98	603.78	
其中：子公司支付少数股东的股利、利润			
支付其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流出小计	1296457.07	1939301.30	-
筹资活动产生的现金流量净额	-399467.07	432245.31	600000.00
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	-47252.45	-167387.20	224204.16
加：期初现金及现金等价物余额	56816.96	224204.16	
六、期末现金及现金等价物余额	9564.51	56816.96	224204.16

附录 4 金融机构主体长期信用等级设置及其含义

联合资信金融机构主体长期信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

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

附录 2 利润表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

项 目	2011 年 1-3 月	2010 年度	2009 年度
一、营业收入	6243.48	12038.42	85.00
减：营业成本			
营业税金及附加	394.56	1368.32	4.68
销售费用			
管理费用	4136.32	12649.59	935.97
财务费用	-614.73	-181.83	-2103.74
资产减值损失			
其 他			
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	699.10	48.46	
投资收益（损失以“－”号填列）	4426.90	29175.74	1836.96
其中：对联营企业和合营企业的投资收益			
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	7453.33	27426.54	3085.05
加：营业外收入		2425.05	
减：营业外支出			
其中：非流动资产处置损失			
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	7453.33	29851.59	3085.05
减：所得税费用	1863.33	7566.04	775.80
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	5590.00	22285.54	2309.25

附录 3 现金流量表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

项 目	2011 年 1-3 月	2010 年度	2009 年度
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	7003.96	15324.02	1500.00
收到的税费返还		4.40	
收到其他与经营活动有关的现金	345.07	2353.31	3388.77
经营活动现金流入小计	7349.03	17681.73	4888.77
购买商品、接受劳务支付的现金	672.78	198.27	798.29
支付给职工以及为职工支付的现金	640.62	2235.01	201.00
支付的各项税费	3517.89	6429.35	1.00
支付其他与经营活动有关的现金	0.89	2706.01	35.68
经营活动现金流出小计	4831.38	11568.64	1035.97
经营活动产生的现金流量净额	2517.65	6113.09	3852.80
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	1128976.41	3650240.73	100000.00
取得投资收益收到的现金	11117.36	19751.01	189.29
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	1140093.77	3669991.74	100189.29
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	111.05	1555.46	337.92
投资支付的现金	790285.76	4269866.67	479500.00
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		4315.22	
投资活动现金流出小计	790396.80	4275737.34	479837.92
投资活动产生的现金流量净额	349696.97	-605745.61	-379648.63
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金			600000.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金			
取得借款收到的现金	896990.00	2371546.61	
收到其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计	896990.00	2371546.61	600000.00
偿还债务支付的现金	1295015.09	1938697.52	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1441.98	603.78	
其中：子公司支付少数股东的股利、利润			
支付其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流出小计	1296457.07	1939301.30	-
筹资活动产生的现金流量净额	-399467.07	432245.31	600000.00
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	-47252.45	-167387.20	224204.16
加：期初现金及现金等价物余额	56816.96	224204.16	
六、期末现金及现金等价物余额	9564.51	56816.96	224204.16

附录 4 金融机构主体长期信用等级设置及其含义

联合资信金融机构主体长期信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

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

信用等级公告

联合[2011] 374 号

联合资信评估有限公司通过对河北苹乐面粉机械集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

河北苹乐面粉机械集团有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月二日



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）与河北革乐面粉机械集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与河北革乐面粉机械集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估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，未因河北革乐面粉机械集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由河北革乐面粉机械集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、河北革乐面粉机械集团有限公司主体长期信用等级自 2011 年 12 月 2 日至 2012 年 12 月 1 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。



河北苹乐面粉机械集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：BBB⁻
评级展望：稳定
评级时间：2011 年 12 月 2 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 9 月
资产总额(万元)	17850.56	23176.76	33682.12	42821.81
所有者权益(万元)(含少数股东权益)	12317.06	15452.39	20544.62	25572.34
长期债务(万元)	700.00	1900.00	1900.00	1064.51
全部债务(万元)	3600.00	3900.00	6700.00	8164.51
主营业务收入(万元)	17172.51	17127.36	23518.37	27464.52
利润总额(万元)	2820.40	3104.45	4958.92	7185.38
EBITDA(万元)	3461.55	3963.94	6178.75	--
经营性净现金流(万元)	1197.65	1615.57	2277.05	3663.86
主营业务利润率(%)	29.39	30.25	35.58	42.10
净资产收益率(%)	19.32	18.10	23.55	--
资产负债率(%)	31.00	33.33	39.00	40.28
全部债务资本化率(%)	22.62	20.15	24.59	24.20
流动比率(%)	207.04	260.69	199.39	143.61
全部债务/EBITDA(倍)	1.04	0.98	1.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.22	12.12	15.87	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.69	0.79	1.24	--

注：2011 年三季度财务数据未经审计。

分析师

王丽娟 李小建
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”）对河北苹乐面粉机械集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其在技术工艺、盈利能力、财务弹性等方面具备的优势。同时，联合资信也注意到行业竞争激烈、未来资本支出较大等因素给公司生产经营及偿债能力带来的影响。

近年公司将加大对大中型机电一体化成套设备及水泥厂项目的投建，以此提升公司综合竞争力。上述项目的投建将对公司资金造成一定压力，但随着项目建成投产，公司收入和利润有望增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司可生产各种型号的机电一体化小麦制粉成套设备，产品系列较齐全。
2. 公司注重产品研发，能根据客户需求提供个性化设计及服务，工艺水平较先进。
3. 公司整体盈利能力较强。

关注

1. 国内面粉加工机械行业竞争激烈，整体技术水平落后。
2. 公司水泥厂的生产经营易受所在国经济、政策等不确定因素影响。
3. 公司未来投资规模较大，存在一定的资金压力。
4. 公司未分配利润占比高，所有者权益稳定性相对较弱。

一、主体概况

河北苹乐面粉机械集团有限公司（以下简称“公司”）前身为正定县平乐面粉机械制造有限公司。公司由李建军、李正军、吴风刚、李香花四位自然人于1995年5月共同出资组建，初始注册资本860万元。截至2011年9月底，公司注册资本3860万元，股权结构如表1所示。

表1 公司股权结构情况（截至2011年9月底）

股东名称	出资额（万元）	占比（%）
李建军	1102.8020	28.57
李正军	1102.8020	28.57
吴风刚	1102.8020	28.57
李香花	551.5940	14.29
合计	3860.00	100.00

资料来源：公司提供

公司经营范围：面粉机械及原材料的制造、销售；经营自产产品及相关技术的出口业务；经营生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务；经营进料加工和“三来一补”业务。

公司本部设有生产部、供应部、销售部、技术部、外贸部、质量部、财务部等职能部门。

表2 公司下属机构情况（截至2011年9月底）

企业名称	持股比例(%)	主营业务
河北苹乐集团漯河企鹅面粉机械制造有限公司	92.23	磨粉机系列产品
首都水泥粉磨和包装私人有限公司	85	水泥及水泥制品生产、国际贸易
图瑞苹乐面粉工业公司	51	面粉机械加工、组装、销售
先锋水泥制造有限公司	57	水泥及水泥制品生产，国际贸易
正定县平乐面粉机改修公司	60	---
正定县平乐粮机制造公司	60	---
正定县平乐面粉机销售公司	60	---
长城建筑材料制造有限公司	49	---
河北苹乐国际贸易有限公司	8	---

资料来源：公司提供

截至2011年9月底，公司拥有7家控股子公司，2家参股子公司，具体情况如表2。截至2011年9月底，公司拥有员工729人。

截至2010年底，公司（合并）资产总额为33682.12万元，所有者权益合计为15950.10万元，少数股东权益4594.52万元；2010年公司实现主营业务收入23518.37万元，利润总额4958.92万元。

截至2011年9月底，公司（合并）资产总额为42821.81万元，所有者权益合计20214.65万元，少数股东权益5357.69万元。2011年1~9月，公司实现主营业务收入27464.52万元，利润总额7185.38万元。

公司注册地址：河北省正定县平乐乡南化村；公司法定代表人：李建军。

二、本期集合票据概况

本期集合票据计划发行总额度为2.80亿元，期限2年，其中公司拟申报发行额度5000万元（以下简称“本期票据”）。本期票据募集资金中，3000万元用于补充生产经营流动资金，2000万元用于扩大产能。公司计划新建小麦制粉设备生产线一条，新建生产线拟投资2440万元，其中经营结余投入440万元，剩余资金缺口通过本次票据所募集资金解决。

三、行业分析

公司主营业务包括小麦制粉设备的生产及销售、水泥制品的生产及销售。

1. 面粉加工机械行业

行业概况

中国面粉加工机械制造业的发展，大体经历了计划经济时期、引进吸收和高速发展三个阶段。

计划经济体制下，中国面粉加工机械制造业的发展都是按照国家计划来指导配套。之后，

中国粮油加工机械行业在加快改革创新和提高自身技术水平的同时，引进了数百套国外先进的面粉加工等成套设备和技术。国外面粉加工机械制造领域的大型企业，如瑞士布勒、日本佐竹、意大利 GBS 等采取合资、独资的方式进入国内市场。他们的进入加快了中国面粉加工机械制造业的技术进步与创新能力。通过长达十多年的消化吸收和创新，中国面粉加工机械制造水平不断提高，成套设备的生产和技术配套能力有了重大突破，促进了全行业的发展。1998 年随着改革的不断深化，面粉加工机械制造业体系发生了根本性的变化，国企、民企、“军转民”、研究院、外资等百舸争流，整个行业处在高速发展期。

中国面粉加工机械由六、七十年代的简单的锥式磨粉机发展到现在的高效、低耗能、粉质好的辊式磨粉机和加工成套设备。面粉加工成套设备主要用于大中小型各类面粉加工厂，生产能力由日产几十吨到日产几百吨面粉，主要由小麦的清理设备和制粉设备两大部分组成。磨粉单机主要用于广大农村的粮食加工点，生产能力从小时加工几十公斤到几百公斤面粉。

目前，中国有面粉加工机械生产企业 120 多家，主要分布在小麦主产区的山东、河南、河北、山西、陕西等省份。除少数合资企业外，具有一定生产规模的企业 80 家左右，其中国有或由国有企业转制为股份制的企业约占 15%，集体和乡镇企业占 20% 左右，具有一定生产规模的个体私营企业约占 35%，其余约 30% 的企业是生产条件较差、以拼凑组装为主的个体小企业。中国各类面粉加工机械年产量约 6 万台（套），其中成套设备约 1.5 万套，磨粉单机约 4.5 万台，总产值近 80 亿元。

由于中国的市场发展不平衡，对进口高档制粉设备、小型单机设备均有需求。国际市场同样参差不齐，中国的中小型制粉设备不仅满足国内用户的需求，而且还大量出口至埃及、苏丹、卡麦隆、埃塞俄比亚、肯尼亚、哈萨克

斯坦等多个国家和地区，而且中小型制粉设备的出口量远大于大型制粉设备的出口量。

行业关注

（1）行业缺乏统一的组织与管理

中国的面粉加工机械行业缺乏统一的组织与管理。大企业不大不强，小企业不精不专的局面比较突出。没有建立起“以大带小、以小保大”的合理产业结构，行业生产集中度比较低。业内缺乏有序的市场秩序和行业内的协调与沟通，多年来，国家对面粉加工机械行业缺乏正规引导，市场存在一定的盲目性和投机性，企业之间相互压价，低价竞争，行业发展极不规范。

（2）技术水平与国际先进水平存在一定差距，国外厂商凭借雄厚资本、先进技术优势处于领先地位

中国面粉加工行业技术水平与国际先进水平还有一定差距，面粉加工企业的设备和技术 80% 处于世界 20 世纪 70~80 年代的水平，约 15% 居 90 年代水平，只有 5% 左右达到国际先进水平。大型设备技术含量高的设备少，低附加值、低水平的产品多，设备稳定性及耐用性与国际先进产品存在一定差距。

目前，中国面粉加工机械行业竞争比较激烈。其中具有雄厚资本、技术优势的国外厂家如瑞士布勒、意大利 GBS 等公司，属于世界粮食加工设备的龙头企业，主要为企业提供加工设备，并配合科研院所和大学开展总承包业务，产品系列比较齐全，通过合资等形式，占领中国的面粉机械市场。具有国企背景的张家口粮机厂、开封茂盛粮食机械有限公司、天津理化院、郑州 124 厂等企业提供的单品比较单一，不具备生产成套设备的能力，尚不能与国外厂商进行抗衡。公司属于成立时间较长的民营企业之一，通过收购河南企鹅面粉机械制造有限公司，不断扩大生产规模，提高产品技术含量，相比具有国企背景的业内其他企业，市场竞争能力较强。

行业发展

中国粮食结构的逐步合理化，粮食生产综合能力的不断提高，给粮食加工业带来了良好的发展机遇，未来规模化、大型化、机电一体化的粮食加工成套设备，将更适应市场的需求。

目前，国内面粉厂家加工整体水平比较落后，小型加工设备占总加工量的 80%，国内有 15000 家左右面粉厂需要重新整合，更新设备；在国家对低能耗、环保型的大中型面粉加工机械的政策支持下，随着国家食品实行市场准入政策和人们健康意识的提高，对绿色食品要求越来越迫切（不添加任何增白剂的面粉），大中型机电一体化面粉成套设备迎合了面粉加工企业的需求，未来市场前景非常广阔。

同时，由于外资及上市公司（如五粮液、丰源化工、益海粮油、中粮集团等）对粮食加工投资力度的加大，规模小、成本高、技术含量低的粮食加工业，由于缺乏竞争力，渐渐退出市场，粮食加工行业的规模向着大型化和规模化的方向发展，这些企业从方案可行性论证到项目实施，均需要实施交钥匙工程，为大型机电一体化粮食加工成套设备和工程技术总承包提供了广阔的市场。

总体看，目前中国面粉加工机械行业产业结构不合理，生产集中度较低；行业缺乏统一的组织与管理，行业发展不规范；技术水平与国际先进水平尚存在一定差距。未来在日益激烈的竞争中，随着中国政策导向以及粮食结构的逐步合理化，行业发展将逐步规范化，大中型机电一体化面粉成套设备将更适应市场需求，具有良好的发展前景。

2. 水泥行业

埃塞俄比亚是联合国确定的世界上最不发达的国家之一。近年来，虽然现政府致力于通过改革开放发展经济，提升其在非洲乃至世界的影响力，但基础设施和经济发展相当落后，整体水平与中国 80 年代改革开放之初相当，尤其是各项基础设施建设正在逐步展开，急需大

量的水泥、玻璃等基础原材料。

2007 年埃塞俄比亚仅有 6 家规模较小的水泥生产厂，2008 年有几家外国投资的水泥厂陆续建成投产，加上进口水泥，2008 年水泥供应量为 260 多万吨，但仍有 1000 多万吨的缺口。据埃塞俄比亚贸工部化工司官员介绍，按照政府计划，今后水泥产能每年增长 100%，与巨大的市场需求相比，5 年内水泥缺口将在 50% 以上，许多工程因水泥供应不足而停工。埃塞俄比亚政府鼓励投资水泥产业，可享受税收减免等一系列优惠政策，投资者可享受免除所得税 1 至 7 年的优惠；免税期间发生亏损，期满后还可递延免税优惠，利用利润再投资，可免 2-3 年所得税。埃塞俄比亚有丰富的石灰石等水泥生产所需辅料，生产要素价格便宜。在埃塞俄比亚投资租用土地每亩约合人民币 2 万元，每度电 0.29 元，工人月工资 420 元~500 元，技术工人 700 元，每吨水泥生产成本为 600 元。目前其低标号水泥出厂价每吨 1200 元，利润在 600 元左右。埃塞俄比亚水泥厂的生产工艺和技术只相当于中国 80 年代初期水平，由于巨大的市场潜力和诱人的利润空间，中国、英国、印度、巴基斯坦等国家和地区的企业纷纷到埃塞俄比亚投资水泥业，抢占先机。

埃塞俄比亚水泥行业巨大的市场需求为公司在该国投资水泥行业提供良好保障，但同时其生产经营易受埃塞俄比亚经济、政策等不确定因素影响。

四、基础素质分析

1. 经营规模

公司成立于 1995 年，主要经营 9~1000 吨各种型号的机电一体化小麦制粉成套设备，并承揽 100~1000 吨大型成套设备的交钥匙工程，可根据客户要求提供从工程前期策划、建设到安装完成全流程技术服务。另外公司兼营少量阀门生产及销售业务。在全国同行业民营企业中，公司小麦制粉成套设备规模和市场占有率处于

第一位。

公司占地面积68亩，拥有3个生产厂区，4个分厂，13个标准化车间，拥有激光切割机3台、数控折弯机2台、专业卷管、自动焊接设备3台、表面静电喷涂设备1套、大型抛丸机1套，生产设备可满足现有生产需要。

公司通过收购漯河企鹅面粉机械制造有限公司后，其小麦制粉设备生产能力得以提升。

总体看，公司成立时间较长，产品系列比较齐全，生产设备可满足现有生产需要。

2. 人员素质

公司设执行董事1人，副总经理以上人员共6人，大多具有中专以上学历，均在公司任职多年。

公司执行董事李建军先生，44岁，专科学历，机械工程师，为公司创办人；总经理吴军永先生，38岁，本科学历，曾先后任公司技术部工程师、技术科科长、营销副总经理、常务副总经理，并自2008年始担任公司总经理。

截至2011年9月底，公司拥有员工729人。从年龄分布看，30岁以下占25.59%，30~50岁占65.19%，50岁以上占9.22%；从学历来看，本科及以上学历占4.32%，大专占11.97%，高中及中专占62.53%，初中及以下占21.18%；从岗位构成来看，生产人员占37.94%。

总体看，公司高管人员大多具有多年面粉机械行业从业经历，管理经验丰富；公司员工整体素质一般，基本符合行业特点。

3. 技术水平

自成立以来，公司一直重视产品的研发。公司目前拥有工艺设计人员6人，制粉工艺设计13人，建筑设计3人，电器设计4人，机械设计22人，技术顾问6人。

公司每年将收入的1.5%作为研究开发费用和用于购买研发所需的仪器及设备。截至目前，公司拥有4项外观设计专利和4项实用新型专利。

总体看，公司在面粉机械行业拥有一定的技术研发能力。

五、公司管理

公司按照《公司法》、《公司章程》和其他有关法律、法规的要求设立股东会、执行董事及监事会。其中股东会为公司的权力机构，决定公司一切重大事宜，执行董事对股东会负责。公司实行股东会领导下的总经理负责制，负责公司的日常经营管理工作。公司设监事2人，由股东代表和职工代表组成，主要负责监督高管人员经营管理活动。

公司本部设有生产部、供应部、销售部、技术部、外贸部、质量部、财务部等职能部门，并结合自身特点，制定了各项基本管理制度。

总体看，公司运作过程中未实现所有权和经营权的分离，治理结构有待完善，部门设置基本合理。

六、经营分析

公司主营业务为生产及销售各种型号的机电一体化小麦制粉成套设备，2010年7月公司在埃塞俄比亚投资建设的水泥厂正式投产运营，公司开始涉足水泥制品行业。2008~2010年公司主营业务收入年均复合增长17.03%，2010年实现主营业务收入23518.37万元，较2009年增长37.31%，主要由于水泥制品销售收入增长而致。公司主营业务收入中，小麦制粉设备业务和水泥制品业务销售收入分别占69.85%和20.99%。2011年1~9月，公司实现主营业务收入27464.52万元，是2010年全年收入的1.17倍，其中小麦制粉设备业务和水泥制品业务销售收入分别占43.15%和50.12%。

从毛利率看，2008~2010年公司小麦制粉设备业务毛利率保持在32%左右，2010年为32.44%。2011年1~9月，公司小麦制粉设备

业务和水泥制品业务毛利率分别为 32.80%和 51.82%。

1. 小麦制粉设备业务

原材料采购

公司生产所需原材料主要包括钢材、轴承、电机等，其合计大约占公司产品成本的 30%。

原材料中占比较大的钢材主要从武汉钢铁（集团）公司的经销商及石家庄当地采购，市场供应充足，采购便利；公司为保障产品质量，会根据客户所在地区特点选择不同标准的钢材。电机主要从河北采购，轴承 50%进口，50%向哈尔滨轴承总厂沧州销售公司等国内业内知名度较高的厂商采购，公司与原材料供应商建立了长期的合作关系。近年来轴承、电机价格基本稳定，波动幅度一般在 10%以内；钢材价格波动较大，由于公司按订单生产，同时采取灵活的销售价格策略，在价格波动大时适当提高产品价格，一定程度上减小了价格波动对公司利润的影响。

总体上，公司生产所需的原料供应及时性和稳定性较好。

产品生产

目前公司可生产 9~1000 吨各种型号的机电一体化小麦制粉成套设备，并能独立承揽 100~1000 吨大型成套设备的交钥匙工程。由于不同吨位的小麦制粉成套设备需要配备不同的零部件，因此公司的产品具有专用性，需要以销定产，各个车间根据订单计划安排日常生产；除电机、轴承等主要零部件通过外购外，70%以上零部件主要由公司生产。

公司将大型成套设备作为业务发展的重点，为客户提供从工程前期策划、建设到安装完成全流程服务，并为客户提供全面售后服务。近几年公司业务重点向生产大中型机电一体化小麦制粉成套设备方向转变，小型设备产销量下降，大型设备产销量逐年增长，导致总产销量出现下降；2010 年公司销售的制粉设备中，大中小型设备分别为 58 台、135 台、265 台。

公司小麦制粉成套设备产品结构虽发生变化，但对该业务销售收入影响不大。

表 3 2007~2011 年 9 月产品平均产销量 单位：台（套）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 9 月
产能	640	635	520	486	450
产量	625	620	507	472	270
销量	611	608	497	458	231

资料来源：公司提供。

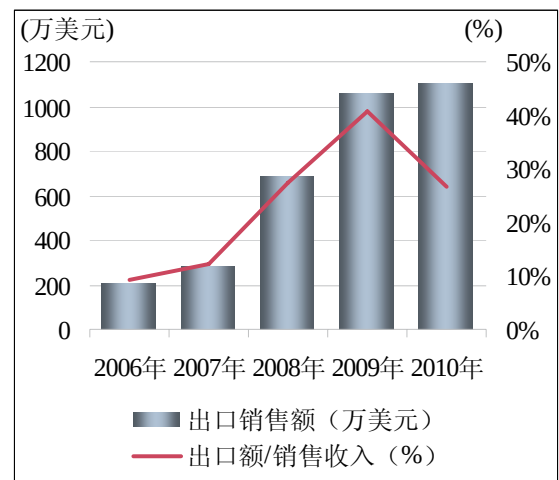
总体上，公司业务重点向大中型机电一体化小麦制粉成套设备方向转变，产销量有所下降。

产品销售

公司产品均根据客户的需求进行生产，属于非标产品，因此营销模式以直销为主；同时，公司在重点区域设有代理商，但代理商仅向公司提供客户信息。2010 年公司实现主营业务收入 23518.37 万元，其中出口收入占比 26.66%。

公司产品在国内已覆盖安徽、江苏、山东、河南、甘肃、湖北、宁夏、陕西、内蒙、东三省等全国各主要产麦区，并划分为 4 个销售区域进行管理，每个区域设有十几位销售人员拓展业务，其中河北、河南、山东三个地区销售额占国内销售收入的 70%。

图 1 2006~2010 年公司出口额及占比情况



资料来源：公司提供

由于出口利润率高国内业务利润率，公司近几年重点开拓国外市场，出口收入逐年提高。目前公司主要出口到伊朗、埃塞俄比亚、印度等第三世界国家，公司销售人员直接进驻国外，在通过当地代理商获取客户信息后，直接与客户接触，了解客户具体需求。公司与客户以固定汇率结算，受汇率变化影响较小。

结算方面，公司一般按照预收 10% 货款、产品进入生产环节一个月后收取 50%、提货交付 100% 的模式进行货款回收；对于合作时间较长的客户，公司会给予客户一定的账期。虽公司应收账款呈增长趋势，但账龄较短，坏账风险较小。公司产品销售集中度较低，前五大客户的销售额约占公司销售总额的 15%。

价格方面，公司每年根据市场变化进行一次价格调整。期间根据原材料价格浮动比例制订调价方案，当原材料价格涨幅超过 15% 时，进行价格调整；原材料价格涨幅低于 15%，则维持原设备价格。

总体看，公司销售状况正常，随着国外市场的重点开拓，公司出口收入逐年增长，账款回收情况良好。

2. 水泥制品业务

2010 年 7 月公司在埃塞俄比亚投资建设的水泥厂正式投产运营，设计产能 30 万吨/年。2010 年 7~12 月，公司水泥产销量分别为 71967.55 吨和 55110.40 吨；2011 年 1~9 月，水泥产销量分别为 97809 吨和 89734 吨，待加工熟料产销量分别为 95462 吨和 14177 吨。公司水泥制品毛利率维持在 52% 左右，盈利水平较高。未来公司水泥制品业务收入占比将逐步提高。

3. 经营效率

2008~2010 年公司资产总额和所有者权益年均复合增长 37.36% 和 23.62%，利润总额年均复合增长 32.60%。

2008~2010 年公司销售债权周转次数呈下

降趋势，存货周转次数呈小幅波动趋势，总资产周转次数呈小幅下降趋势，2010 年三项指标分别为 9.37 次、2.31 次和 0.83 次。

总体看，公司整体经营效率一般。

4. 未来发展

小麦制粉设备业务方面，未来三年内，公司在巩固现有市场份额基础上，将重点开发南亚、中东、南美等国际市场。同时，公司将建立健全物流、信息网络，构筑企业创新平台，逐渐实现服务体系配套完善。公司预计 2011 年小麦制粉设备销量将达到 410 台/套，实现销售收入 17000 万元，2012 年产品销量将达到 435 台/套，实现销售收入 17500 万元。

水泥制品业务方面，公司于 2010 年 11 月在埃塞俄比亚继续新建一家水泥厂—首都水泥粉磨和包装私人有限公司，设计产能 60 万吨/年，总投资 6500 万元，截至 2011 年 9 月底已全部投资完毕，已开始投产。由于公司投建的水泥厂均在国外，其生产经营易受所在国经济、政策等不确定因素影响。同时，水泥厂项目的建成投产可能改变公司现有的收入结构。

表 4 公司产品产销情况预测

产品	项 目	2011 年	2012 年
面粉机	产能(台)	450	460
	产量(台)	425	435
	销量(台)	410	420
	销售额(万元)	17000	17500
水泥	产能(万吨)	60	90
	产量(万吨)	35	80
	销量(万吨)	30	80
	销售额(万元)	36000	96000

资料来源：公司提供。

2011 年下属子公司首都水泥粉磨和包装私人有限公司投产后，预计公司 2011 年水泥销量可达 30 万吨/年，按照每吨 1200 元计算，可实现收入 36000 万元；2012 年公司预计水泥销量为 80 万吨/年，预计实现收入 96000 万元。目

前埃塞俄比亚各项基础设施建设正在逐步展开，水泥市场需求较大，政府鼓励企业投资水泥产业，出台税收减免等一系列优惠政策，且埃塞俄比亚具有丰富的石灰石等水泥生产所需辅料，人工、土地租金等生产成本较低，利润空间较大，因此公司水泥业务实现预计利润存在较大可能性。

未来公司资金主要用于小麦制粉设备生产线的购建及水泥厂的日常周转，资本支出压力较大；随着小麦制粉设备生产规模的扩大、水泥厂的投产运营，公司预计收入和利润将保持快速增长。

总体看，公司小麦制粉设备业务比较稳定，水泥厂运营时间较短，未来发展尚需进一步观察；随着水泥业务规模的逐步扩大，公司未来收入和利润结构将发生明显变化。

七、财务分析

1. 财务概况

公司本部及其子公司均执行财政部2006年2月15日之前颁布的《企业会计准则》及其相关补充规定，中兴财光华会计师事务所有限责任公司对公司2008~2010年报表进行审计并出具了标准无保留意见的审计结论；公司2011年1~9月财务数据未经审计。

截至2010年底，公司（合并）资产总额为33682.12万元，所有者权益合计为15950.10万元，少数股东权益4594.52万元；2010年公司实现主营业务收入23518.37万元，利润总额4958.92万元。

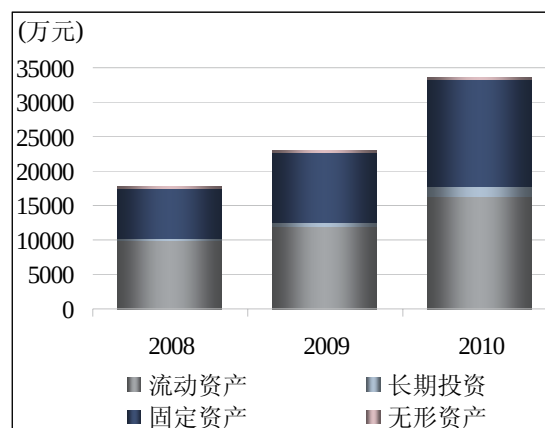
截至2011年9月底，公司（合并）资产总额为42821.81万元，所有者权益合计20214.65万元，少数股东权益5357.69万元。2011年1~9月，公司实现主营业务收入27464.52万元，利润总额7185.38万元。

2. 资产质量

2008~2010年公司资产总额年均复合增长

37.36%，资产构成变化不大。截至2010年底，公司资产总额为33682.12万元，其中流动资产、固定资产、长期投资和无形资产分别占48.41%、45.97%、4.19%和1.43%。

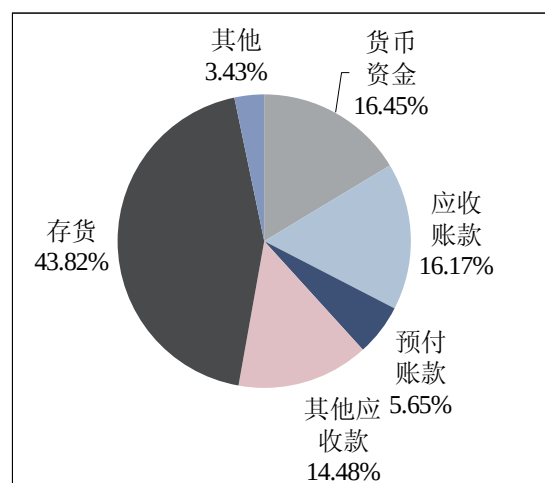
图2 2008~2010年公司资产构成情况



资料来源：公司提供

2008~2010年公司流动资产年均复合增长28.52%，2010年底为16306.15万元，资产结构虽有一定变化，但大部分仍集中于货币资金、应收账款及存货等。

图3 2010年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

截至2010年底，公司货币资金2682.94万元，较上年增长44.50%，其中现金和银行存款各占45.40%和54.60%，其中外币存款659.79万元（主要为美元），占货币资金的24.59%。

2008~2010年公司应收账款呈快速上升趋势

势，年均复合增长 53.85%，截至 2010 年底为 2636.54 万元，其中账龄在一年以内的占 63.49%，一年以上二年以内的占 36.51%；主要为应收河津市宏达钢铁有限公司、埃塞俄比亚、埃及代理汉盛红狐狸国际投资有限公司等客户的货款，应收前五大客户款项占比 56.21%，集中度较高；公司未计提坏账准备。

截至 2010 年底，公司预付账款 922.00 万元，较 2009 年减少 29.50%，主要为预付郑州波臣粉体工程技术有限公司、安徽明峰重工机械有限公司等单位水泥厂设备款项，其中账龄在一年以内的占 99.91%。

2008~2010 年公司其他应收款年均复合增长 39.24%，截至 2010 年底，公司其他应收款 2360.95 万元，较 2009 年大幅增长 305.69%，主要为个人的拆借资金、应收先锋水泥制造有限公司的投资款项、先锋水泥制造有限公司代垫的投资首都水泥粉磨和包装私人有限公司的款项，账龄在一年以内的占 94.34%。

公司产品机型大、生产周期长导致 2008~2010 年公司存货占比一直保持较高水平，截至 2010 年底，公司存货 7145.65 万元，包括原材料（占 39.72%）、库存商品（占 29.55%）、生产成本（占 25.11%）、低值易耗品（占 5.62%）等；因公司产品为订单生产，公司未对存货计提跌价准备。

2008~2010 年公司长期股权投资年均复合增长 88.09%，截至 2010 年底为 1411.79 万元，为公司对参股子公司的股权投资。

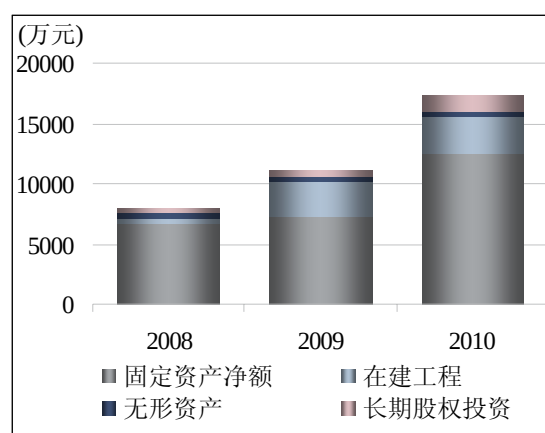
2008~2010 年公司固定资产净额年均复合增长 36.75%，截至 2010 年底为 12611.07 万元，主要为房屋建筑物、机器设备，分别占 42.11% 和 44.54%，平均成新率分别为 80.10% 和 80.45%。在建工程 2871.60 万元，主要为先锋水泥制造有限公司的在建项目。

截至 2010 年底，公司无形资产 481.52 万元，主要为土地使用权（占比 96.28%）。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额 42821.81 万元，较 2010 年底增长 27.14%；其

中流动资产和固定资产合计较 2010 年底分别增长 27.39% 和 36.12%。流动资产中，货币资金、和存货较 2010 年底分别增长 65.29% 和 41.73%；固定资产合计增长主要由于首都水泥粉磨和包装私人有限公司手续已办完，公司将其纳入合并范围。长期股权投资较 2010 年底下降 64.22%，主要由于将首都水泥粉磨和包装私人有限公司纳入合并范围而致；其他资产相对稳定。

图 4 2008~2010 年公司非流动资产构成情况



资料来源：公司提供

总体上，公司资产结构符合行业特点，资产流动性和质量一般，存货占比相对较高。

3. 负债及所有者权益

2008~2010 年，公司所有者权益年均复合增长 23.62%。截至 2010 年底，公司所有者权益合计 15950.10 万元，较上年增长 25.16%，主要是盈余公积和未分配利润增加所致。截至 2010 年底，公司所有者权益中，实收资本、盈余公积、未分配利润分别占 24.20%、16.29% 和 59.51%，所有者权益稳定性较差。

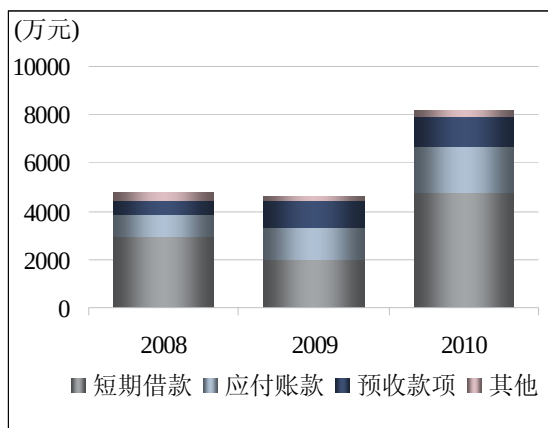
负债方面，2008~2010 年，公司负债总额年均复合增长 54.08%。截至 2010 年底，公司负债总额 13137.50 万元，较上年增长 70.08%，主要由于短期借款和专项应付款增长较快而致，其中流动负债和非流动负债分别占 62.25% 和 37.75%。

2008~2010 年，公司流动负债年均复合增

长 30.97%。截至 2010 年底，公司流动负债 8178.18 万元，主要为短期借款（占 58.69%）、应付账款（占 23.12%）、预收款项（占 14.76%）。

截至 2010 年底，公司短期借款 4800 万元，较上年增长 140%，其中抵押借款和保证借款分别占 37.50%和 62.50%。

图 5 2008~2010 年公司流动负债构成



资料来源：公司提供

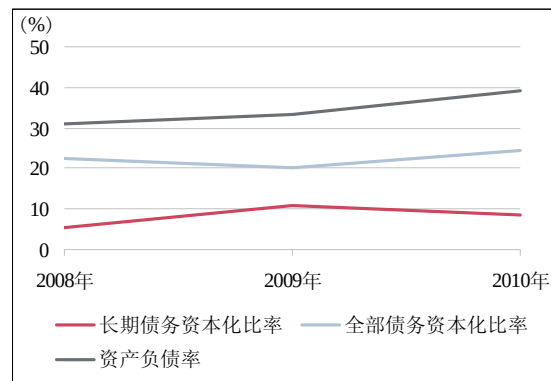
2008~2010 年，公司应付账款年均复合增长 40.19%，截至 2010 年底应付账款为 1890.90 万元，较上年增长 38.51%，主要为应付郑州铁丰物资、泰兴市轧辊厂等供应商的原料款项以及 2004 年底收购漯河企鹅面粉机械制造有限公司应付郾城法院及政府的款项，其中账龄在一年以内的占 99.05%。

2008~2010 年，公司预收款项年均复合增长 39.47%，2010 年底预收款项为 1206.88 万元，较上年增长 12.25%，主要为预收印度克拉瑞、安新、衡水、河间等地客户的货款，其中账龄在一年以内的占 98.38%。

2008~2010 年，公司长期负债年均复合增长 154.52%。截至 2010 年底，公司长期负债 4959.32 万元，主要为长期借款（占 38.31%）和专项应付款（占 61.69%）。截至 2010 年，公司长期借款 1900 万元，全部为保证借款；专项应付款 3269.42 万元，主要包括应付山东枣庄市鸡固水泥厂的合作对外投资款项（1440 万元）和内部职工集资款（1338 万元，用于投资首都水泥粉磨和包装私人有限公司）。

2008~2010 年，公司资产负债率呈上升趋势，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率呈小幅波动趋势，2010 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 39.00%、24.59%和 8.47%，公司债务负担较轻。

图 6 2008~2010 年公司负债指标情况



资料来源：公司提供

截至 2011 年 9 月底，公司所有者权益合计 20214.65 万元，较 2010 年底增长 26.74%，主要由于未分配利润增加而致。公司所有者权益合计中，实收资本、盈余公积、未分配利润分别占 19.10%、12.85%和 68.05%。

截至 2011 年 9 月底，公司负债合计为 17249.47 万元，较 2010 年底增长 31.30%，其中流动负债、长期负债分别占 83.85%和 16.15%，流动负债占比较 2010 年底有所上升。流动负债较 2010 年底增长 76.86%，其中短期借款和其他应付款分别增长 47.92%和 2628.46%，其他应付款 2305.94 万元，主要为应付图瑞私人有限公司的欠款；应付股利增加 2261.74 万元，主要为先锋水泥制造有限公司应付股东的股利；长期借款和专项应付款较 2010 年底分别下降 43.97%和 43.75%。

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 40.28%、24.20%和 4.00%，其中长期债务资本化比率较 2010 年底有所下降，其他两项指标较 2010 年底变动较小。

总体看，公司债务负担较轻，所有者权益

结构稳定性较差。

4. 盈利能力

2008~2010年,公司主营业务收入年均复合增长17.03%,2010年实现主营业务收入23518.37万元,同比增长37.31%,主要由于水泥制品业务收入增长而致。

2010年公司主营业务成本为15109.63万元,较上年增长26.84%,增长幅度低于主营业务收入。

2008~2010年,公司三项费用(销售费用、管理费用和财务费用)年均复合增长28.91%,主要由于营业费用增长而致;2010年,公司三项费用4214.41万元,占主营业务收入的17.92%。

2008~2010年,公司利润总额稳定增长,2010年公司实现利润总额4958.92万元,较上年增长59.74%;2010年公司实现净利润3756.65万元,较上年增长62.89%。

2008~2010年,公司主营业务利润率逐年有所提升,总资本收益率和净资产收益率呈波动上升趋势,2010年三项指标分别为35.58%、15.22%和23.55%。总体看,公司整体盈利能力较强。

2011年1~9月,公司实现主营业务收入27464.52万元,利润总额7185.38万元,净利润5889.83万元;公司主营业务利润率为42.10%,较2010年有所上升。

总体看,公司收入规模持续增长,整体盈利能力较强。

5. 现金流量

2008~2010年,公司销售商品提供劳务收到的现金呈波动上升趋势,2010年为25645.96万元。公司现金收入比三年平均值为110.23%,2010年为109.05%,公司收入实现质量一般。2008~2010年,公司经营活动获取净现金的能力逐渐增强,三年年均复合增长37.89%,2010年净流入2277.05万元。

2008~2010年,公司投资活动主要为埃塞俄比亚水泥项目建设支出及对外投资支出,其中2010年净流出3308.29万元。

从筹资活动看,公司筹资活动现金流入主要是银行借款,筹资活动现金流出主要表现为偿还借款及利息支付。2010年公司筹资活动产生的现金流量净额为1859.17万元。

2011年1~9月,公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为3663.86万元、-3798.62万元和1749.95万元。公司经营活动现金流中,收到的其他与经营活动有关的现金25408.14万元,支付的其他与经营活动有关的现金32598.20万元,主要为下属子公司之间的往来,公司未进行合并抵消。

总体看,公司经营活动获取现金的能力虽逐渐增强,但项目投资支出较大,经营活动无法完全满足投资需求,公司对外部筹资依赖增强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2008~2010年,公司流动比率和速动比率均呈波动趋势,截至2010年底两项指标分别为199.39%和112.01%;2010年公司经营现金流动负债比为27.84%。截至2011年9月底,公司流动比率和速动比率分别为143.61%和73.60%,较2010年底明显下降。总体看,公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看,2008~2010年,公司EBITDA年均复合增长33.60%,2010年公司EBITDA为6178.75万元。2008~2010年,公司EBITDA利息倍数呈波动上升趋势,2010年该值为15.87倍;2010年公司全部债务/EBITDA倍数为1.08倍。整体看,公司长期偿债能力尚可。

截至2011年9月底,公司对外担保余额5545万元,占净资产的21.68%,被担保企业均经营正常。

表 5 公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	借款银行	借款额	期限
河北小蜜蜂工具集团有限公司	正定县联社	280	2011.3.9 至 2012.3.8
河北小蜜蜂工具集团有限公司	正定县联社	480	2011.1.12 至 2012.1.11
河北中远特钢物流有限公司	正定县联社	695	2010.6.23 至 2012.6.22
河北新常山机械工业有限公司	正定县联社	190	2010.4.9 至 2012.4.9
河北大业城市建筑工程有限公司	正定县联社	1000	2011.1.26 至 2012.1.26
石家庄市金洋洁能燃料化工厂	正定县联社	2900	2010.11.29 至 2012.11.29
合计		5545	

资料来源：公司提供

截至2011年9月底，公司共获得农行正定支行、交行胜北支行、正定县联社、河北银行正定支行的授信额度总量为7100万元，已全部使用。公司具备间接融资渠道。

八、本期集合票据偿债能力分析

本期票据发行额占 2011 年 9 月底公司全部债务余额的 61.24%，本期票据的发行对公司债务结构影响大。

以 2011 年 9 月底财务数据为基础，不考虑其他因素变化，本期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 46.53%和 33.98%，公司债务负担有所加重，但仍处于适宜水平。

2008~2010 年，公司 EBITDA 平均值为 4970.87 万元，2010 年为 6178.75 万元，分别是本期票据发行额度的 0.99 倍和 1.24 倍，对本期票据的保障能力较强。

九、综合评价

目前中国面粉加工机械行业竞争激烈，生产集中度较低，整体技术水平落后。但随着国内政策引导，以及粮食结构的逐步合理化，行业发展有望得以规范化。

公司注重产品研发，能根据客户需求提供

个性化设计及服务，产品系列较齐全。公司业务重点正向大中型机电一体化小麦制粉成套设备方向转型，产销量有所下降。未来制粉设备生产线及水泥厂的投建将对公司资金造成一定压力，但随着项目的建成投产，公司收入和利润有望得以增长。

公司资产流动性和质量一般，存货占比相对较高；经营活动获现能力一般；整体盈利能力较强，债务负担较轻。

总体上，公司主体长期信用风险一般。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 9 月
流动资产					
货币资金	1057.93	1856.68	2682.94	59.25	4434.62
短期投资	46.50	73.42	21.20	-32.48	20.00
应收票据	130.00	77.18	230.70	33.21	284.81
应收利息	49.59	0.00	0.00	-100.00	0.00
应收账款	1113.84	2076.51	2636.54	53.85	1519.39
其他应收款	1217.75	581.95	2360.95	39.24	1969.91
预付账款	354.66	1307.86	922.00	61.24	424.85
应收补贴款	0.00	0.00	0.00		86.44
存货	5822.38	5946.03	7145.65	10.78	10127.39
待摊费用	79.05	79.80	306.17	96.80	1905.08
其他流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
流动资产合计	9871.69	11999.44	16306.15	28.52	20772.48
长期投资					
长期股权投资	399.06	479.06	1411.79	88.09	505.13
长期债权投资	0.00	0.00	0.00		0.00
长期投资合计	399.06	479.06	1411.79	88.09	505.13
固定资产					
固定资产原值	8632.97	9711.78	15778.97	35.19	25169.05
减：累计折旧	1889.23	2373.93	3167.90	29.49	4453.17
固定资产净值	6743.74	7337.84	12611.07	36.75	20715.88
固定资产净值减值准备	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产净额	6743.74	7337.84	12611.07	36.75	20715.88
在建工程	347.55	2875.28	2871.60	187.44	359.22
固定资产清理	0.00	0.00	0.00		0.00
待处理固定资产净损失	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产合计	7091.29	10213.13	15482.67	47.76	21075.10
无形资产及其他资产					
无形资产	488.52	485.12	481.52	-0.72	469.10
长期待摊费用（递延资产）	0.00	0.00	0.00		0.00
其他长期资产	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产及其他资产合计	488.52	485.12	481.52	-0.72	469.10
资产总计	17850.56	23176.76	33682.12	37.36	42821.81

附件 1-2 合并资产负债表（负债及股东权益）

（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	2900.00	2000.00	4800.00	28.65	7100.00
应付票据	0.00	0.00	0.00		0.00
应付账款	962.15	1365.13	1890.90	40.19	1658.27
预收账款	620.41	1075.14	1206.88	39.47	1119.69
代销商品款	0.00	0.00	0.00		0.00
应付工资	63.16	108.74	209.35	82.05	353.62
应付福利费	0.11	3.25	0.00	-100.00	0.00
应付股利	0.00	0.00	0.00		2261.74
应交税金	-3.82	-63.75	-61.08	300.01	-373.69
其他应付款	10.59	-0.10	1.46	-62.93	-153.75
其他应付款	129.18	69.57	84.51	-19.12	2305.94
预提费用	86.12	45.05	46.17	-26.78	192.36
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
递延收益	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的长期负债	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
流动负债合计	4767.92	4603.02	8178.18	30.97	14464.18
长期负债					
长期借款	700.00	1900.00	1900.00	64.75	1064.51
应付债券	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
专项应付款	65.58	1221.35	3059.32	582.99	1720.78
住房周转金	0.00	0.00	0.00		0.00
其他长期负债	0.00	0.00	0.00		0.00
长期负债合计	765.58	3121.35	4959.32	154.52	2785.29
负债合计	5533.51	7724.36	13137.50	54.08	17249.47
少数股东权益	1879.86	2708.94	4594.52	56.34	5357.69
所有者权益					
实收资本	3860.00	3860.00	3860.00	0.00	3860.00
资本公积	0.00	0.00	0.00		0.00
盈余公积	1385.23	1846.48	2597.81	36.94	2597.81
未分配利润	5191.97	7036.98	9492.30	35.21	13756.84
所有者权益合计	10437.20	12743.45	15950.10	23.62	20214.65
负债及所有者权益合计	17850.56	23176.76	33682.12	37.36	42821.81

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、主营业务收入	17172.51	17127.36	23518.37	17.03	27464.52
减：主营业务成本	12107.10	11912.62	15109.63	11.71	15874.28
主营业务税金及附加	17.92	33.12	41.30	51.82	27.50
二、主营业务利润	5047.49	5181.62	8367.44	28.75	11562.74
加：其他业务利润	456.24	292.87	467.94	1.27	345.18
减：存货跌价损失	0.00	0.00	0.00		0.00
营业费用	1202.97	981.22	2066.18	31.06	1558.93
管理费用	970.54	1173.50	1738.80	33.85	2896.78
财务费用	362.52	264.66	409.44	6.27	465.38
三、营业利润	2967.70	3055.11	4620.97	24.78	6986.82
加：投资收益	-17.91	-64.15	73.19		1.55
补贴收入	2.50	2.00	33.53	266.22	40.00
营业外收入	58.14	153.90	272.68	116.57	173.34
其他	0.00	0.00	0.00		0.00
减：营业外支出	190.03	42.42	41.46	-53.29	16.33
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	2820.40	3104.45	4958.92	32.60	7185.38
减：所得税	636.76	868.42	676.73	3.09	73.69
减：少数股东损益	166.71	-70.23	525.53	77.55	1221.85
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00		0.00
五、净利润	2016.93	2306.26	3756.65	36.48	5889.83

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	19179.47	19048.69	25645.96	15.64	30177.23
收到的租金	0.00	0.00	0.00		0.00
收到的税费返还	26.83	229.43	427.34	299.07	433.58
收到的其他与经营活动有关的现金	81.08	1038.03	2084.59	407.05	25408.14
现金流入小计	19287.39	20316.15	28157.89	20.83	56018.95
购买商品、接受劳务支付的现金	12434.56	13017.74	17482.66	18.57	16180.84
经营租赁所支付的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
支付给职工以及为职工支付的现金	1953.61	1965.80	2373.16	10.22	2188.17
支付的各项税费	1195.62	1585.30	1673.02	18.29	1387.88
支付的其他与经营活动有关的现金	2505.95	2131.74	4351.99	31.78	32598.20
现金流出小计	18089.74	18700.58	25880.84	19.61	52355.09
经营活动产生的现金流量净额	1197.65	1615.57	2277.05	37.89	3663.86
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金	0.00	160.50	52.86		1.20
取得投资收益所收到的现金	17.91	1.13	0.17	-90.31	1.68
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	16.10	13.43	2.75	-58.67	4.00
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	1838.00		210.00
现金流入小计	34.01	175.06	1893.77	646.22	216.88
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	927.24	738.75	1263.31	16.72	2658.69
投资所支付的现金	49.41	293.39	3938.75	792.86	1348.99
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		7.82
现金流出小计	976.64	1032.13	5202.07	130.79	4015.50
投资活动产生的现金流量净额	-942.63	-857.07	-3308.29	87.34	-3798.62
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收权益性投资所收到的现金	0.00	100.00	0.00		0.00
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
借款所收到的现金	4700.00	3900.00	5800.00	11.09	12682.07
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
现金流入小计	4700.00	4000.00	5800.00	11.09	12682.07
偿还债务所支付的现金	4600.28	3600.00	3000.00	-19.25	7322.99
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	314.85	356.51	940.83	72.86	3609.14
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
现金流出小计	4915.14	3956.51	3940.83	-10.46	10932.13
筹资活动产生的现金流量净额	-215.14	43.49	1859.17		1749.95
四、汇率变动对现金的影响	-6.64	-3.24	-1.68	-49.71	-9.02
五、现金及现金等价物净增加额	33.24	798.76	826.25	398.55	1606.17

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 (%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量	0.00	0.00	0.00	
净利润	2016.93	2306.26	3756.65	36.48
加: 少数股东损益	166.71	-70.23	525.53	77.55
减: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	
加: 计提的资产减值准备	0.00	0.00	0.00	
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐	0.00	0.00	0.00	
固定资产折旧	355.27	518.72	815.97	51.55
无形资产摊销	2.54	13.65	14.55	139.46
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	0.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	4.05	1.06	9.87	56.03
待摊费用减少(减:增加)	-78.65	26.34	-226.37	69.65
预提费用增加(减:减少)	-14.83	-41.07	-36.38	56.62
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.50	
财务费用	283.34	327.11	389.32	17.22
投资损失(减:收益)	17.91	64.15	-73.19	
递延税款贷项(减:借项)	0.00	0.00	0.00	
存货的减少(减:增加)	-44.30	-323.66	-1312.33	444.27
经营性应收项目的减少(减:增加)	-1601.16	-91.39	-2651.57	28.69
经营性应付项目的增加(减:减少)	89.85	-1115.36	1064.50	244.21
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	1197.65	1615.57	2277.05	37.89
二、现金及现金等价物净增加情况	0.00	0.00	0.00	
现金等价物的期末余额	1057.93	1856.68	2682.94	59.25
减: 现金等价物的期初余额	1024.68	1057.93	1856.68	34.61
现金及现金等价物净增加额	33.24	798.76	826.25	398.55

附件 4 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)	13.81	10.08	9.37	--
存货周转次数(次)	2.08	2.02	2.31	--
总资产周转次数(次)	0.96	0.83	0.83	--
现金收入比(%)	111.69	111.22	109.05	109.88
盈利能力				
主营业务利润率(%)	29.39	30.25	35.58	42.10
总资本收益率(%)	14.45	13.61	15.22	--
净资产收益率(%)	19.32	18.10	23.55	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	5.38	10.95	8.47	4.00
全部债务资本化比率(%)	22.62	20.15	24.59	24.20
资产负债率(%)	31.00	33.33	39.00	40.28
偿债能力				
流动比率(%)	207.04	260.69	199.39	143.61
速动比率(%)	84.93	131.51	112.01	73.60
经营现金流流动负债比(%)	25.12	35.10	27.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.04	0.98	1.08	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	12.22	12.12	15.87	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.07	0.19	-0.15	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.90	2.32	-2.65	--
本期债项偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.69	0.79	1.24	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	3.86	4.06	5.63	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.24	0.32	0.46	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.05	0.15	-0.21	--

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	
主营业务收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	(主营业务收入-主营业务成本-主营业务税金及附加) / 主营业务收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	现金类资产/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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] 375 号

联合资信评估有限公司通过对河北省物流产业集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

河北省物流产业集团有限公司
主体长期信用等级为
A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十月二日



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）与河北省物流产业集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与河北省物流产业集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估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，未因河北省物流产业集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由河北省物流产业集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、河北省物流产业集团有限公司主体长期信用等级自 2011 年 12 月 2 日至 2012 年 12 月 1 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。



河北省物流产业集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: A⁻

评级展望: 稳定

评级时间: 2011 年 12 月 2 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 9 月
资产总额(亿元)	15.54	22.83	30.45	34.54
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	3.33	4.73	5.20	5.42
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.34	0.34
全部债务(亿元)	4.44	9.95	18.18	20.99
营业收入(亿元)	71.14	95.83	160.14	188.97
利润总额(亿元)	0.30	0.40	0.47	0.49
EBITDA(亿元)	0.59	0.76	0.87	--
经营性净现金流(亿元)	0.53	0.02	2.72	2.93
营业利润率(%)	2.85	2.25	2.11	1.16
净资产收益率(%)	5.85	6.39	6.19	--
资产负债率(%)	78.57	79.28	82.91	84.31
全部债务资本化比率(%)	57.14	67.79	77.75	79.49
流动比率(%)	110.08	110.59	110.53	109.80
全部债务/EBITDA(倍)	7.57	13.15	20.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.98	3.44	3.73	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.33	0.42	0.48	--

注: 公司 2009 年开始执行新会计准则, 2008 年为追溯调整数, 2011 年 3 季度财务数据未经审计。

分析师

王丽娟 祁志伟

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对河北省物流产业集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其在区域行业地位、客户稳定度及业务模式等方面的优势。同时联合资信也关注到公司盈利能力弱、资金占用压力较大、债务负担重等因素给其信用水平可能带来的不利影响。

考虑到未来随着中国基础设施建设步伐的加快和商贸物流相关行业振兴规划的相继实施, 公司面临良好的发展机遇。公司发展战略清晰, 经营策略稳健, 对其信用基本面形成良好支撑, 联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司依托与河北钢铁集团的稳定合作关系, 为钢材及冶金炉料供应提供良好保障。
2. 公司钢材及冶金炉料贸易量持续增长, 营业收入增长较快。
3. 公司通过不同的业务模式减小了价格波动风险对利润的影响。
4. 公司资产周转较快, 经营效率较高。

关注

1. 商贸物流行业竞争激烈, 公司盈利能力弱。
2. 公司投标和采购占用大量资金, 日常资金周转压力较大。
3. 公司债务负担重, EBITDA 对债务保障能力相对较弱。
4. 公司部分其他应收款账龄偏长, 坏账准备计提比例较低。

一、主体概况

河北省物流产业集团有限公司（以下简称“公司”）是由河北省财政厅出资、经河北省人民政府批准设立的国有独资公司，成立于 2004 年 7 月，原名为河北隆鑫物流有限公司，2006 年 4 月更为现名。公司初始注册资本 3000 万元，截至 2011 年 9 月底，公司注册资本 10500 万元。

公司经营范围：金属及非金属矿产品；橡胶制品、化工产品、运输机械、工具及设备、仪器仪表、纺织品、服装、百货、五金、交电、焦炭的批发、零售；煤炭批发；房屋租赁；自营和代理各类商品和技术的进出口业务；“三来一补”业务；对销贸易和转口贸易；货物运输代理、物流信息咨询服务；仓储。

公司本部设有办公室、财务审计部、人力资源部、改革发展部、资产经营部五个职能部门。

截至 2011 年 9 月底，公司拥有各级子公司 38 个，其中全资子公司 10 个。公司及下属子公司拥有在岗员工 1007 人。

截至 2010 年底，公司（合并）资产总额为 30.45 亿元，所有者权益合计 5.20 亿元（其中少数股东权益 0.78 亿元）。2010 年公司实现营业收入 160.14 亿元，利润总额 0.47 亿元。

截至 2011 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 34.54 亿元，所有者权益合计 5.42 亿元（其中少数股东权益 0.63 亿元）。2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 188.97 亿元，利润总额 0.49 亿元。

公司注册地址：河北省石家庄市中华北大街 3 号；公司法定代表人：刘玉民。

二、本期集合票据概况

本期集合票据计划发行总额度为 2.80 亿元，期限 2 年，其中公司拟申报发行额度 1.80 亿元（以下简称“本期票据”），募集资金主要用于补充公司营运资金。

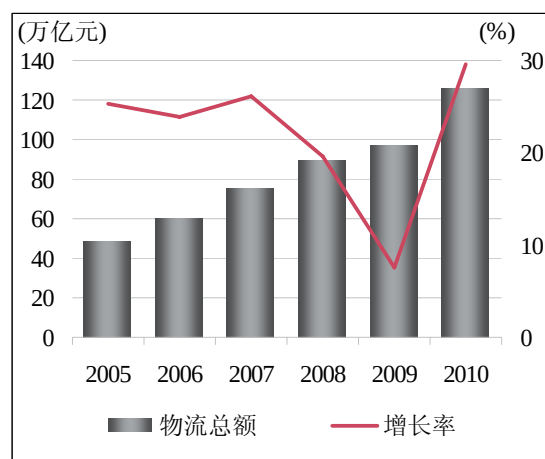
三、行业分析

公司所在行业属于商贸物流行业，经营的商品主要为钢材、煤炭和冶金炉料等。

1. 行业现状

近年来中国商贸物流行业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2005~2010 年，中国社会物流总额年均增长 61.46%。2010 年中国社会物流总额 125.4 万亿元，按可比价格计算，同比增长 15%，增幅比上年提高 3.7 个百分点。从社会物流构成情况看，工业品物流总额 113.1 万亿元，按可比价格计算，同比增长 14.6%，增幅比上年提高 0.5 个百分点，占社会物流总额的比重为 90.2%，仍然是带动社会物流总额增长的主要因素。2010 年中国商贸物流行业增加值为 2.7 万亿元，按可比价格计算，同比增长 13.1%，增幅比上年提高 2.5 个百分点。商贸物流行业增加值占 GDP 的比重为 6.9%，占服务业增加值的比重为 16%，均与上年基本持平。

图1 中国物流总额及增长率



资料来源：中国物流与采购联合会

中国生产资料市场保持快速增长，全国生产资料的市场规模从 1991 年的 1 万亿元，增长到 2010 年的 36.1 万亿元。特别是最近 5 年，随着大宗商品大幅增长，社会生产资料销售总

额增长迅速。2009年虽然经历了国际金融危机，大宗商品价格急速下滑，但随着国家全面实施应对国际金融危机的一揽子计划，全国经济逐步企稳向好。2010年国内生产总值一季度增长11.9%，二季度增长10.3%，三季度增长9.6%，四季度增长9.8%。在这种宏观经济环境背景下，中国生产资料市场发展的稳定性和协调性明显增强，市场需求增长已经由政策刺激的冲高转为市场力量的支撑，市场发展的内生动力增强。根据中国物流信息中心统计核算，2010年，全社会实现生产资料销售额36.1万亿元，按可比价计算，比上年增长19.6%。

2. 钢材贸易行业

产销量情况

中国一直是世界钢材的第一生产及消费大国，并一直保持增长势头。

产量和进出口方面，2010年全球粗钢总产量为14.14亿吨，同比增长15%，创下全球粗钢产量新纪录。其中，中国以6.267亿吨位居全球第一位，占全球钢产量的44.3%。据国家统计局统计，2010年，中国生铁、粗钢和钢材产量分别为59021.80万吨、62695.90万吨和79775.50万吨，分别增长6.76%、9.57%和14.94%。2010年，与钢材消费密切相关的工业生产和投资均保持积极向上发展势头。

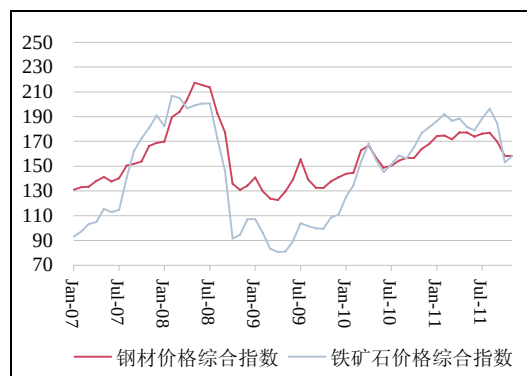
2011年上半年，中国钢材市场需求基本保持旺盛，2011年下半年，特别从9月份开始，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，市场供求矛盾有所加剧。2011年1~9月，中国累计生产粗钢52573.5万吨，同比增长10.7%，但受市场需求影响，粗钢产量下半年起环比增速呈回落态势，特别是进入10月份粗钢日产水平有较明显下降。

价格走势

2007年以来，在成本上涨和下游需求的增加推动下，中国钢材价格呈现快速增长趋势，钢材价格综合指数于2008年5月达到217.4的

历史最高点。2008年6月以后外需下滑，钢材价格呈现快速下降趋势，2008年12月略有反弹。2009年，行业整体需求逐步恢复，钢材价格处于波动恢复中，2009年12月为141.1点，较2008年同期增加6.7点。进入2010年后，行业需求进一步转好，原材料价格出现加速上涨，支撑钢材价格快速回升；但下半年，国际市场供应过剩和国家对部分钢材出口退税的取消对国内钢价产生一定挤压，国内钢价出现下探调整；但从全年价格看，2010年钢材整体价格较2009年有所增长。2011年上半年，钢材市场价格保持了稳步上涨势头，2011年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。

图2 2007年以来钢材价格综合指数



资料来源：www.mysteel.com

总体看，近年铁矿石价格大幅波动，给钢材贸易企业成本控制与风险管理带来压力和挑战。

产业政策

2009年3月，国务院办公厅公布了《钢铁产业调整和振兴规划》（以下简称“《钢铁产业规划》”）。《钢铁产业规划》明确了在2009年遏制该产业下滑势头，总体保持稳定，严格控制总量，加快淘汰落后产能，并加强技术改造，推动技术进步，促进企业重组，调整产业布局，具体措施包括完善出口税收政策，抓紧建立国家收储机制等。

对比钢材生产，国内钢材流通行业发展相

对滞后，整体水平较低。当前，中国正致力于现代化钢材物流加工配送服务体系的建设，2010年商务部国内贸易行业标准项目计划中列入了三个有关钢铁流通的行业标准：《钢材流通企业经营规范及分级评定》、《金属材料电子商务平台建设规范》、《钢铁物流加工配送中心建设管理规范》，这些标准将对行业准入、信息平台建设、经营秩序等发挥一定的规范作用。另外，几大钢铁生产企业均制定了现代物流战略，由钢材市场延伸的钢材物流基地也正向着大型化、专业化、网络化方向发展，预期未来几年国内以钢铁为服务对象的物流业将保持快速增长态势。

3. 煤炭行业

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭消费占中国一次能源消费的69%，比世界平均水平高42个百分点。目前，国内电力燃料的76%、钢铁冶炼与铸造能源的70%、民用燃料的80%均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的主要需求主要来自于四大行业，电力、建材、钢铁、化工约占煤炭总需求的89%。中国煤炭资源的消费结构中，电力约占51.5%，建材约占16.5%，钢铁约占14.5%，化工约占6%。

“十一五”期间中国从过去传统的煤炭出口国变成了煤炭进口国，2009年、2010年中国已经成为煤炭的进口国，2010年进口煤炭1.66亿吨。2008年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2008年11月火电、水泥、生铁、化肥同比增长分别为-16.60%、2.80%、-16.20%和-16.30%。2009年1月开始，在国家4万亿投资计划的拉动下，水泥、生铁、化肥、电力等产量也出现回升。其中主要消耗煤炭的火电行业发电量月度同比更是大幅增长，由2008年11月低点的-16.60%回升至2009年12月的30.70%。2010年以来，下游主要消费行业增速回落，但电力行业表现仍好于同期，截至2010年9月底，火电累计发

电量同比增长16.31%，发电量的攀升扩大了煤炭需求，一定程度对煤炭价格形成支撑。2010年煤炭消费量增长5.3%。“十二五”期间，煤炭工业将面临着总量增长的机遇，预计到2015年，全国煤炭消费总量将达到38亿吨左右。

2010年中国煤炭行业运行情况良好。2010年中国煤炭产量为24.42亿吨，同比增长17.2%；全国铁路煤炭发运完成19.99亿吨，同比增加2.48亿吨，增长14.2%；主要港口煤炭发运完成5.56亿吨，同比增加9854万吨，增长21.5%。全年煤炭进口1.65亿吨，同比增长30.99%；出口1903万吨，同比下降15.03%；净进口1.46亿吨，同比增加4237万吨。

2010年国际煤炭价格高位徘徊，国际三大煤炭价格指数在2010年底均突破120美元/吨。随着各国陆续公布的宽松政策及以中国、印度为代表的亚洲国家经济的持续高增长，国际煤炭价格将持续在高位徘徊。在国内煤价方面，预计焦煤在供给缺口持续、钢价上调、国际焦煤价格维持高位等因素的影响下有望上行；动力煤在经济景气回升、节能减排政策趋缓等因素的影响下需求有望上升；预计无烟煤价将维持稳定增长趋势。

4. 行业格局

商贸物流行业是一个市场化程度较高，投资主体多元化的行业。一方面，原有的国有商贸物流企业这几年加大了改革与整合力度，得到了快速发展，如浙江省物产集团公司、天津市物资集团总公司、广东物资集团公司等；另一方面，大批不同形式的股份合作制企业及民营企业发展速度更快，在商品流通中占据了重要地位，承担了大部分制造业产品的经销或买断分销。总体看，商贸物流领域呈现了国有为主导、民营为主体、外资快速进入的竞争局面。

5. 行业关注

流通主体规模偏小，行业集中度低

据统计资料显示，全国重点商贸物流企业

销售额约在全社会商贸物流销售总额当中所占比重不高,就行业整体而言流通主体规模偏小。这与该行业的运作模式和进入门槛有关。据中国物流信息中心统计,商贸物流行业重点企业前 10 名销售额,小于全国销售总额的 3%。

流通现代化程度较低

目前商贸物流领域虽然有一些大的企业和批发市场,在信息化建设上有了长足的发展,电子商务、信息平台的建设有所进展,但从总体上看,交易和管理手段都还比较落后,一些中小型企业仍处于电话联系、手工操作、人工装卸、低价竞争等低层次运作阶段。

流通效率低,物流成本高

由于流通速度低,库存率高,造成了物流成本高居不下。根据中国物流与采购联合会公布数据,2010 年社会物流总费用 7.1 万亿元,同比增长 16.7%,与 GDP 的比例高达 17.8%。目前,中国一般工业品,从出厂经装卸、储存、运输等各个物流环节,最终到消费者手中的流通过费用,约占商品价格的 50%,而水果、蔬菜、某些化工产品的流通过费用有时甚至高达 70%,而美国、日本、德国等发达国家的这一比例在 8%左右。

6. 行业发展

2009年4月24日,国家发展改革委员会正式发布《物流业调整和振兴规划》(以下简称“《物流业规划》”),明确了2009~2011年物流行业的九大重点工程:多式联运和转运设施、物流园区、城市配送、大宗商品和农村物流、制造业和物流业联动发展、物流标准和技术推广、物流公共信息平台、物流科技攻关及应急物流工程。同时,《物流业规划》还指出,物流产业将重点发展九大物流区域、建设十大物流通道和一批物流节点城市,优化物流业的区域布局。该九大物流区域分布为:以北京、天津为中心的华北物流区域,以沈阳、大连为中心的东北物流区域,以青岛为中心的山东半岛物流区域,以上海、南京、宁波为中心的长江三角洲物流

区域,以厦门为中心的东南沿海物流区域,以广州、深圳为中心的珠江三角洲物流区域,以武汉、郑州为中心的中部物流区域,以西安、兰州、乌鲁木齐为中心的西北物流区域,以重庆、成都、南宁为中心的西南物流区域。此外,重要矿产品、农产品、医药产品等都成为物流发展的重点领域。

中国正处在工业化、城市化进程中,国内市场广阔,宏观刺激措施将使国内需求的巨大潜力进一步释放。以投资拉动消费,将为贸易市场规模扩大提供良好机遇,为商贸物流行业蓬勃发展提供广阔平台。国务院在《促进流通业发展的若干意见》中提出要在流通领域树立和落实科学发展观,建设大市场,发展大贸易,搞活大流通;同时,根据《关于培育流通领域大公司大企业集团的意见》,商务部将以批发零售业中规模大、实力强的大型企业为培育对象,力争在 5 至 8 年的时间内,培育出 15 至 20 家拥有著名品牌和自主知识产权、主业突出、核心竞争能力强、初步具有国际竞争能力的流通领域大公司大集团,以增强中国商贸物流行业的竞争力。目前,重点培育的企业有 15 家,其中,从事商贸物流的有 5 家企业。

总体看,中国经济的企稳回升以及相关政策的出台为商贸物流行业发展提供了良好的保障。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司以经营钢材、冶金炉料、煤炭等商品贸易为主业,同时开展家电代理、酒店、报社、仓储、物流配送、运输等业务。公司成立以来,逐渐从传统流通企业向综合服务型物流企业转型。

公司实施供应链战略,围绕钢材、冶金炉料、煤炭等领域,加强与国内重点钢铁企业、重点煤矿的供应链合作。公司积极寻求与相关行业大企业的长期战略合作。一是与河北钢铁

集团、冀中能源、福建省物资（集团）有限责任公司签定了战略合作协议，与华能集团、神华集团、中国建材、大唐电力、中国储运等大型国有企业以及龙煤集团、天津物资集团建立了业务关系，经营规模迅速扩大。二是与兴业银行、东亚银行签订了战略合作协议，与廊坊银行、沧州银行达成了合作意向，融资渠道得以拓宽，业务发展得到了银行的资金支持，综合实力不断增强。

公司作为河北省重点商贸物流企业之一，是国家发改委现代物流重点联系单位和河北省政府20家重点支持的流通企业。公司名列2011年中国企业500强第431位、2011中国服务业500强第131位；公司名列2009中国物流和仓储、运输、配送服务业十强，2008年被评为中国生产资料流通改革开放30年杰出企业20家之一、入选首届河北省物流行业领军企业、国家税务总局税收试点物流企业，获得了国家5A级综合服务型物流企业认证。2010年通过了ISO9000质量体系认证。

总体看，公司在区域行业内处于领先地位，客户资源丰富，竞争实力较强。

2. 人员素质

公司设总裁1人，副总裁6人，总会计师1人，大多具有本科以上学历，均在公司任职多年，具有丰富的经营管理经验。

公司董事长刘玉民，48岁，硕士研究生学历，正高级会计师，1982~1993年先后担任河北省金属材料公司财务副科长、科长、财务部经理，1994~1997年11月先后任河北物产企业（集团）公司财务处副处长、财务中心副总经理、总裁助理及河北会展中心筹建处副主任、常务副总经理，1997年12月~2004年5月先后任河北物产企业（集团）总会计师、副总裁、党委书记、董事会董事，2004年6月~2006年4月先后任河北物产企业（集团）公司董事长、党委书记、总裁及河北隆鑫物流有限公司董事长、总裁，2006年5月至今任公司董事长、党

委书记、总裁。

截至2011年9月底，公司及下属机构拥有在岗员工1007人。从年龄分布看，30岁以下占35.95%，30~50岁占53.13%，50岁以上占10.92%；从学历来看，本科及以上学历占23.24%，大专占25.72%，高中中专及以下占51.04%；从岗位构成来看，管理人员占23.04%，销售人员占38.23%。

总体看，公司高管人员经营管理经验丰富；公司员工年龄结构合理，整体素质一般，基本符合行业特点。

3. 区域经济及政策

区域经济

2010年，河北省生产总值达到20197.1亿元，按可比价格计算，比上年增长12.2%。其中，第一产业增加值2562.8亿元，增长3.5%；第二产业增加值10705.7亿元，增长13.4%；第三产业增加值6928.6亿元，增长13.1%。三次产业增加值占全省生产总值的比重分别为12.7%、53.0%和34.3%。全部财政收入2410.5亿元，比上年增长19.3%，其中地方一般预算收入完成1330.8亿元，增长24.7%。税收收入1074.0亿元，增长28.0%。财政支出2778.9亿元，增长18.4%。全年全社会固定资产投资完成15082.5亿元，比上年增长22.9%。其中，城镇固定资产投资12921.8亿元，增长23.3%；农村投资2160.7亿元，增长20.5%。

2010年全年，河北省社会消费品零售总额实现6821.8亿元，比上年增长18.3%。分地域看，城镇消费品零售额完成5203.0亿元，增长19.0%；乡村消费品零售额完成1618.8亿元，增长16.3%。分类别看，限额以上批发零售企业中，石油及制品类增长32.5%，金银珠宝类增长32.4%，汽车类增长28.5%，家用电器和音像器材类增长27.5%，服装鞋帽针纺织品类增长24.5%，粮油食品类增长21.1%，体育娱乐用品类增长20.8%。

区域政策

2010年河北省人大会议《政府工作报告》提出大力发展现代物流业,加快建设物流业“一带、两通道、三类聚集区”,即打造以服务京津为重点,覆盖廊坊、保定等地区的“环京津物流产业带”;以唐山港、秦皇岛港为龙头,覆盖唐山、秦皇岛、承德、张家口等市,连接蒙西、晋北等纵深腹地的“冀东物流通道”;以黄骅港为龙头,覆盖沧州、衡水、石家庄、邢台、邯郸等市,连接晋中南、鲁西北、豫北等广阔腹地的“冀中南物流通道”。加快建设交通枢纽型、生产基地型和商贸集散型等三类物流聚集区,培育壮大物流载体。组织实施物流企业与制造业企业联动示范工程,做大做强河北物流等20家第三方物流企业(公司是其中之一),谋划建设大型专业化物流聚集区,力争物流业增加值增长18%以上。

为了发展物流产业,河北省人民政府进一步明确优化物流发展环境、培育物流龙头企业、加快物流项目建设、推进物流标准化和信息化、加快行业物流发展、加快物流改革开放、编制物流规划、做好保障性工作等八项重点任务。“十二五”期间,河北省物流产业面临良好的发展机遇。

作为国家发改委现代物流重点联系单位和河北省政府20家重点支持的大型流通企业,公司在税收、政府补贴等方面获得较大政策支持。主要包括以下几个方面:

①根据国家相关部委《关于促进我国现代物流业发展的意见》和国家税务总局《关于试点物流企业有关税收政策问题的通知》的有关政策,公司被列为第二批物流税收试点企业;②在建设中国物流产业网,搭建电子物流平台过程中,享受河北省财政信息产业发展专项资金的支持;③按照河北省劳动密集型小企业贷款政策,享受贷款贴息;④按照河北省国有资本经营收益相关办法,按规定上缴国有资本经营收益,并争取项目资金支持。

总体看,经济危机后,河北省经济回升向

好态势明显,内需保持较快增长,物流行业政策环境较好,河北省经济环境的稳定趋好和物流产业的整体发展战略规划,为公司向综合服务型物流企业转型奠定了良好的基础。

五、公司管理

1. 法人治理

公司是经河北省人民政府批准组建的国有独资有限责任公司。根据公司章程,公司设董事会,不设股东会,由省国资委行使股东会职权。目前公司董事会由6名董事组成,其中职工董事由公司职工民主选举产生,其余董事会成员由省国资委按规定的权限和程序委派和更换。董事会设董事长1人,由省国资委从董事会成员中指定。公司设总裁1名,由董事会聘任,公司总裁对董事会负责,主持公司的经营管理工作。公司董事会成员经批准可以兼任总裁。

公司监事会由3名监事组成,由省国资委委派和更换,监事会主席由省国资委指定。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会负责检查公司财务,对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

目前公司本部设有办公室、财务审计部、人力资源部、改革发展部、资产经营部等职能部门。

总体来看,公司治理结构清晰明确,职能部门设置合理,组织结构设置能够满足公司经营管理的需要。

2. 管理水平

公司对子公司实行战略管控型管理模式,公司制定整体发展战略、经营计划、预算指标、考核办法,配置各类资源,同时设立了财务管理、投资管理、人事管理、内部审计等方面的制度体系,对子公司进行监督管理。子公司自主经营,自负盈亏。公司实行党政联席会、董事会、总裁办公会、部门联席会、集团工作会

议制度，对重大决策遵循“集体领导、民主集中、个别酝酿、会议决定”的原则，集体讨论决定。

人力资源方面，公司制定了《劳动合同管理办法》、《工资总额管理办法》、《培训管理制度》、《副职领导人员任期制试行办法》、《业绩考核办法》、《薪酬管理暂行办法》、《中层干部管理办法》、《职工内部退养暂行办法》等制度办法。子公司副总经理以上的管理人员由公司统一任免。

财务审计方面，公司制定了《财务管理办法》、《应收款项管理办法》、《存货管理办法》、《会计基础工作规范》、《现金管理办法》、《银行账户管理办法》、《经营费用管理办法》、《管理费用管理办法》、《内部审计工作制度》、《财务决算报告管理办法》、《经济责任审计管理办法》等一系列管理制度，公司对各子公司实行统一领导、分级管理的财务管理体制，公司财务管理在董事会领导下工作，包括四个层次：公司会计工作领导小组—公司总会计师岗位—公司财务审计部—各子公司总会计师岗位—各子公司财务部门。统一各子公司的核算制度，统一财务管理办法。

投资管理方面，公司制定了《投资管理办法》，要求独资和控股子公司对外投资需事先做好可行性研究报告，内部决策通过后，固定资产投资项目申报公司改革发展部，产权收购、长期股权投资项目上报公司财务审计部，改革发展部（财务审计部）召集公司相关部门论证后将正式报告提交公司董事会决策，董事会审议通过后，以正式文件报省国资委审核批准。公司独资和控股子公司下属的企业（即三级子公司）不得进行产权收购和长期股权投资。

金融支持方面，公司制定了《金融支持管理暂行规定》，公司遵循“统一管理、集中审批、合理配置、有偿使用、风险可控”的原则，为子公司提供货币资金借款、保证金支持、抵押担保、信用担保等金融支持，并根据提供的不同方式收取一定的费用。

融资管理方面，公司未做严格规定，下属子公司可根据需要进行融资。对外担保由公司统一管理，各子公司未经批准不得对外提供担保。

总体来看，公司建立了比较完善的管理制度，但内部资金管控等方面有待健全。

六、经营分析

公司以经营钢材、冶金炉料、煤炭等商品贸易为主业，同时开展家电代理、酒店、报社、仓储、物流配送、运输等业务。

2008~2010年，公司主营业务收入年均复合增长50.13%，增长迅速，主要由于钢材及冶金炉料贸易和煤炭贸易收入增长而致。2010年公司实现主营业务收入160.13亿元，其中钢材及冶金炉料贸易收入150.55亿元，占94.02%，较2009年增长62.18%；煤炭贸易收入8.62亿元，占5.38%，较2009年增长347.63%，2009年公司下游客户需求量减少以及煤炭平均销售价格下降导致收入出现下降，2010年随着公司与冀中能源、华能集团等业务开展，煤炭贸易业务大幅增长。2011年1~9月，公司实现主营业务收入188.71亿元，较上年同期增长70.79%，其中钢材及冶金炉料贸易和煤炭贸易收入分别占96.94%和2.66%。

表1 公司主营业务收入构成情况（万元/%）

业务	2008	2009	2010	增长率	2011年1-9月
钢铁冶金炉料贸易	668775.67	928289.51	1505481.94	50.04	1829350.71
煤炭贸易	33188.34	19248.24	86161.18	61.13	50113.46
酒店业务	4215.31	4941.27	5141.58	10.44	4644.89
报纸业务	651.79	721.68	891.94	16.98	805.19
仓储业务	351.02	408.57	551.41	25.33	492.07
家电业务	3298.31	4071.98	3082.18	-3.33	1660.96
合计	710480.43	957680.25	1601310.23	50.13	1887067.28

资料来源：公司提供

1. 贸易业务

从公司主营业务收入构成上看,贸易业务是公司的核心业务,占绝对主导地位。2010年公司钢材及冶金炉料贸易收入150.55亿元,占主营业务收入的94.02%。2011年1~9月,公司钢材及冶金炉料贸易收入为182.94亿元,为2010年的1.22倍。

公司与河北钢铁集团、冀中能源、福建省物资(集团)有限责任公司签定了战略合作协议,与华能集团、神华集团、中国建材、大唐电力、中国储运等企业以及龙煤集团、天津物资集团建立了业务关系,实施供应链贸易合作。

钢材及冶金炉料贸易

公司围绕钢铁企业的供应和销售两个环节打造供应链贸易,积极寻求与相关行业企业的长期战略合作。一方面为钢铁企业供应不同生产环节的冶金炉料,包括铁精粉、球团、生铁等,另一方面销售钢铁企业生产的各类钢材。

公司钢材及冶金炉料贸易业务主要集中在河北、山东、辽宁等省,其中河北省约占80%。近三年公司钢材及冶金炉料业务量大幅增长,其中2010年销售钢材293万吨,同比增长19.35%;销售铁精粉400万吨,同比增长100.60%;销售生铁39.4万吨,同比增长11%;销售球团1.7万吨,同比减少51.43%。2008~2010年钢材及冶金炉料贸易收入复合增长率为50.04%,2010年实现贸易收入150.55亿元,销售利润2.74亿元,毛利率为1.82%,盈利水平较低,主要受行业竞争激烈影响。

公司通过三种渠道开拓业务,三种渠道各占三分之一。①直销,首先客户向公司提出订货需求,公司根据要求向钢铁企业采购,并按照合同价格供货给客户,此方式业务周期较短,有利于规避钢材价格波动的风险,同时保证公司的利润空间;目前公司正逐步扩大直销比重;结算方面一般采用预收的方式。②公司在全国各地设立经营网点进行销售,一般采用现结的方式;为规避网点存货的钢材价格波动风险,公司通过上海期货交易所进行钢材的套期保

值。③通过投标大型工程,包括大型核电、水利、建筑项目,发展项目配送业务。公司与大型建筑企业合作,根据其品种、时间要求向不同钢铁企业订货,中标后锁定钢材价格;结算方面根据工期进行结算,一般质押公司10%保证金。工程配送经营模式较好地释放价格风险,与钢铁企业和客户建立了稳定的合作关系。2008年金融危机期间,钢材价格波动较大,但公司通过上述三种渠道减小了价格波动对利润的影响。

钢材采购结算方面,公司与河北钢铁集团等国有大型钢铁企业主要通过保兑仓的方式。保兑仓是由银行控制钢材,钢铁企业受托保管钢材并对承兑汇票保证金以外金额部分以钢材回购作为担保措施,由银行向钢铁企业及公司提供的银行承兑汇票的一种金融服务,目前公司向银行缴纳30%~40%保证金,对公司而言,银行为其提供了融资便利,解决全额购货的资金困难,另一方面,稳定了与钢铁企业的合作关系。

公司根据钢铁企业要求向其供应铁精粉、球团、生铁等冶金炉料。其中铁精粉主要通过代理商进口,品位较高的直接供钢铁企业生产使用,品位较低的经过精选后供应给钢铁企业,其它冶金炉料根据合同规定的时间、要求供货。与供应商结算方面,一般采用预付的方式。

煤炭贸易

2008~2010年,煤炭贸易收入复合变动率为61.13%,2010年实现贸易收入8.62亿元,销售利润0.26亿元,毛利率为3.04%,较2009年明显下降,主要由于市场竞争激烈导致。2011年1~9月,公司煤炭贸易收入为50113.46万元,为2010年的58.16%。

2010年公司销售煤炭220万吨,同比增长184.61%;焦炭57.7万吨,同比增长180.10%;粉煤灰37.1万吨,同比减少50.07%。2009年公司煤炭贸易量出现下降,主要由于公司下游客户需求量减少而致。2010年随着公司与冀中

能源、华能集团等客户业务的开展，煤炭贸易业务逐渐好转。

公司的煤炭贸易主要通过直销方式，公司根据客户订单要求向供应商采购，并按照合同价格供货给客户，公司预留一定的利润空间，规避了价格波动风险；少量业务为计划煤的销售，价格相对稳定，占比较小。公司经营的煤炭包括动力煤、焦煤和喷煤，其中动力煤主要销售给外省电厂、钢铁企业，焦煤和喷煤主要销售给河北省电厂、钢铁企业。结算方面，焦煤一般预收 50%~60%，动力煤一般预收 30%~40%。

采购方面，动力煤主要从新疆、内蒙等省采购，焦煤和喷煤主要从山西、山东等省采购；结算一般采用预付 50%，货到后付 50% 的方式。2009 年公司煤炭销售一定程度上受到供应不足的影响，2010 年随着公司与冀中能源、华能集团等公司战略合作关系的建立，公司煤炭供应得以保证。

钢材、冶金炉料及煤炭的运输方面，公司根据运输成本和便利情况两方面选择不同的运输方式，主要通过铁路（占 40%）、公路（占 40%）、水运（占 20%）三种方式。在公路运力方面，公司拥有自有货运车辆 512 辆，按吨计算，公司自有运量约占公路运量的三分之一。目前公司运输能力远远不能满足运输需要，主要通过外部运输渠道完成。

总体看，公司主要围绕钢铁企业打造供应链贸易，贸易业务占主导地位；业务模式稳健，经营风险较低，但盈利能力较弱。

2. 其他业务

酒店业务

2008~2010 年，公司酒店业务复合增长率为 10.44%，2010 年实现收入 5141.58 万元，销售利润 3772.45 万元，毛利率为 73.37%。2011 年 1~9 月，公司酒店业务收入 4644.89 万元。

公司经营的金圆大厦系国家旅游局批准的四星级旅游涉外酒店，地处河北省省会石家庄

市中心商贸黄金地段—中山路与中华大街两大轴线交汇处。主楼高 32 层，集住宿、餐饮、会议、展览、康乐等多功能于一体，并设有展厅、会议室、中西餐厅、旋转餐厅、商务中心、精品商场、夜总会等各种娱乐设施。1998 年开业，2007 年重新装修，共有客房 280 间，大小会议室 6 个，可同时容纳 1000 人同时开会，客房出租率 75.4%，餐饮上座率达到 87%。

家电代理业务

2008~2010 年，公司家电代理业务复合变动率为-3.33%，2010 年实现收入 3082.18 万元，销售利润 443.85 万元，毛利率为 14.40%。2011 年 1~9 月，公司家电代理业务收入 1660.96 万元。

公司是飞利浦电视产品在华北区域的一级经销商，是飞利浦碟机和音响、山水音响、TEAC 音响、松下影院在河北省、湖北省的总代理商。销售区域覆盖石家庄地区、衡水地区、沧州地区、湖北地区、内蒙古自治区。石家庄市区和武汉市区，公司以直接经营的方式进入各大百货商场和专业家电商场；其它地区以发展二级经销商为重点，主要采用批发的经营方式。

报社业务

2008~2010 年，公司报社业务复合增长率为 16.98%，2010 年实现收入 891.94 万元，销售利润 454.39 万元，毛利率为 50.94%。2011 年 1~6 月，公司报社业务收入 805.19 万元。

公司经营的现代物流报是国内物流与供应链领域唯一一份专业报纸，报纸为钢铁、五金机电、有色金属、汽车、化工材料、建材、燃料、农贸等商品的生产、流通、消费企业服务，并引导传统物流流通企业向现代物流企业发展。

报社积极与各地物流协会、钢贸商会、大型企业广泛联姻，建立资源互补、信息共享、合作双赢的紧密关系。同时，报社积极与联合会、省发改委等部门加强联系，争取国家及有关部委、省有关部门相关项目资金的支持。报社还与省级金属流通协会、钢贸商会、大型钢

材市场商洽了建站、办会、出专版等深度合作项目。报社在重庆、天津、河南、石家庄、山西等地，主办、联办钢铁物流论坛，取得了较好的效果。

仓储业务

2008~2010年，公司仓储业务复合增长率为25.33%，2010年实现收入551.41万元，销售利润417.04万元，毛利率为75.63%。2011年1~9月，公司仓储业务收入492.07万元。

公司共有仓储面积120多万平方米，其中自有仓储面积17万平方米；铁路专用线5000延长米；业务网点132个，形成了统一的货物集散和分拨网络。

3. 经营效率

2008~2010年，公司资产总额和所有者权益年均复合增长39.97%和24.98%，营业收入和利润总额年均复合增长50.04%和24.67%，增长较快。

2008~2010年公司销售债权周转次数呈下降趋势，存货周转次数和总资产周转次数呈上升趋势，2010年三项指标分别为42.12次、40.37次和6.01次。

总体看，公司整体经营效率较高。

4. 未来发展

公司制定了“十二五”期间的改革发展规划：以综合服务型物流为主业，发展国内、国际两个市场，建设物流设施、信息服务、物流产业投融资平台；实施供应链服务战略、品牌战略、横向一体化战略和人才战略，加大资本运作步伐，加快企业兼并重组，实现资源、资产、业务、人才和文化的全面整合；全面提升服务能力和水平，拓展服务领域，优化经营结构，推动物流服务的规模化、品牌化、网络化经营，重点利用冀中南物流通道和环京津物流带，参与建设发展生产基地型和交通枢纽型物流聚集区，形成“立足河北、互动京津、面向全国、连通世界”的发展格局。公司的发展目

标为：到2015年，实现总资产50亿元，净资产12亿元，营业收入达到500亿元，实现利润2亿元。

围绕以上战略规划和目标，公司提出了具体实现路径：

表2 下属子公司未来增资情况（万元）

公司名称	原注册资金	注册资金增至	备注
河北物产金属材料有限公司	3000	12000	
河北华通金属材料有限公司	1000	8000	变更为国有独资企业
河北冀物金属回收有限公司	3000	10000	
河北省燃料经销有限公司	600	4000	
现代物流报社	76.35	5000	增资部分包括无形资产评估
河北省物资配送有限公司	600	1000	
河北隆鑫报废汽车拆解有限公司	50	1000	

资料来源：公司提供

“十二五”期间，公司计划筹集3亿元资金，分别投入下属7家重点子公司，提高子公司资本实力，解决下属子公司注册资本较低、资产负债率高、融资能力差等严重影响经营规模增长和效益提高的问题，改善公司融资能力，提高竞争力。

内控方面，公司将规范财务管理，全面推行实施企业内部控制体系，强化风险防范、预警和控制，实施“资源、资本、资金、资产”“四资联动”，建立物流投融资平台，扩大资金流量，带动商流、物流规模。

物流服务方面，构建覆盖全省、辐射全国、延伸国外的物流服务网络体系。加快物流园区等核心项目建设，发挥其对公司整体转型的带动作用、示范作用和网络枢纽作用，增强公司物流服务功能和企业核心竞争能力。发展与央企和省属大型企业以物流为核心的战略联盟，实现优势互补和互利共赢。与上下游企业建立产业供应链，从供应物流、销售物流向生产物

流延伸。推进物流信息化建设，实现公司集中信息化管理，发展物流传媒业和网站建设。

联合资信认为公司未来致力于提高经营效益和竞争实力，发展战略清晰，发展目标明确，发展前景良好。

七、财务分析

1. 财务概况

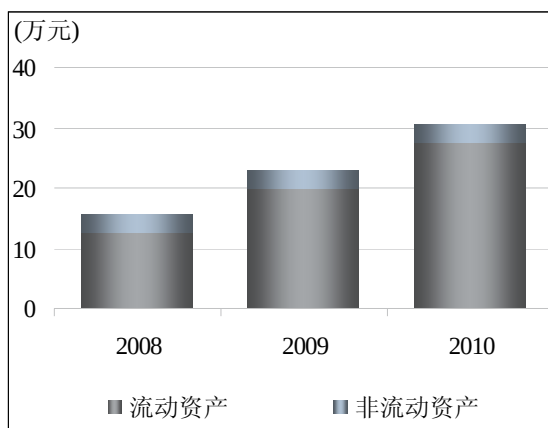
公司提供的2008~2010年财务报表已经中兴财光华会计师事务所有限责任公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2009年公司开始执行财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》（新会计准则），2008年为追溯调整数，公司2011年3季度财务报表未经审计。

截至2010年底，公司（合并）资产总额为30.45亿元，所有者权益合计5.20亿元（其中少数股东权益0.78亿元）。2010年公司实现营业收入160.14亿元，利润总额0.47亿元。

截至2011年9月底，公司（合并）资产总额为34.54亿元，所有者权益合计5.42亿元（其中少数股东权益0.63亿元）。2011年1~9月，公司实现营业收入188.97亿元，利润总额0.49亿元。

2. 资产质量

图3 2008~2010年公司资产构成情况



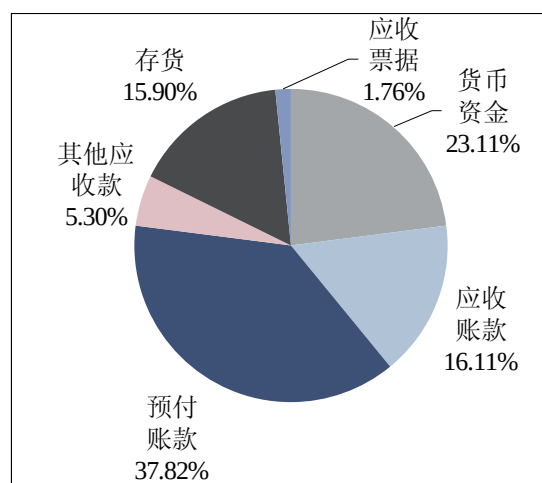
资料来源：公司提供

2008~2010年，公司资产总额年均复合增

长39.97%，其中流动资产占比逐年上升。截至2010年底，公司资产总额为30.45亿元，流动资产和非流动资产分别占90.40%和9.60%。

2008~2010年，公司流动资产年均复合增长46.38%，2010年底为27.53亿元，流动资产结构有所变化，但主要集中于货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款、存货等。

图4 2010年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报表整理。

截至2010年底，公司货币资金6.36亿元，较上年增长72.17%，主要为银行承兑保证金（占86.28%）。

截至2010年底，公司应收票据0.49亿元，全部为银行承兑汇票。

随着销售规模的扩大，公司应收账款呈快速上升趋势，2008~2010年年均复合增长80.34%，主要由于公司承接的铁路工程项目大幅增长而致（工程要求公司质押10%保证金）。截至2010年底，公司应收账款账面余额4.47亿元，其中1年以内的占89.73%，1~2年的占9.20%，2年以上的占1.07%；从欠款性质看，主要为应收唐山百工实业发展有限公司、河北钢铁股份有限公司承德分公司、秦皇岛佰工物流有限公司、上海华能进出口有限公司等单位的货款，前五大客户账款占应收账款账面余额的86.36%，集中度较高。公司累计计提坏账准备0.03亿元，计提比例0.74%。整体看，公司

应收账款欠款客户集中度较高。

表 3 2010 年底公司前五名应收账款客户情况

欠款单位	金额 (万元)	账龄	性质
唐山百工实业发展有限公司	17552.71	1 年内	货款
河北钢铁股份有限公司承德分公司	7745.53	1 年内	货款
秦皇岛佰工物流有限公司	4786.60	1 年内	货款
上海华能进出口有限公司	4727.45	1 年内	货款
中国建筑第八工程局有限公司	3758.72	1 年内	货款

资料来源：公司提供

2008~2010 年，公司预付账款年均复合增长 54%，呈快速上升趋势。截至 2010 年底，公司预付账款 10.41 亿元，主要为预付秦皇岛百工轧钢有限公司、承德新新钒钛股份有限公司、河北敬业轧钢有限公司、迁安市九江贸易有限公司、宣化钢铁集团有限责任公司等供应商的货款，其中账龄在一年以内的占比 98.28%，账龄在一年以上的占比 1.72%。受采购结算方式影响，公司预付账款占比较高，资金占用较多。

表 4 2010 年底公司前五名预付账款客户情况

欠款单位	金额 (万元)	账龄	性质
秦皇岛百工轧钢有限公司	6036.70	1 年以内	货款
承德新新钒钛股份有限公司	5612.86	1 年以内	货款
河北敬业轧钢有限公司	4584.10	1 年以内	货款
迁安市九江贸易有限公司	4497.42	1 年以内	货款
宣化钢铁集团有限责任公司	4013.20	1 年以内	货款

资料来源：公司提供

2008~2010 年，公司其他应收款年均复合增长 19.74%，逐年上升。截至 2010 年底，公司其他应收款账面余额 1.52 亿元，其中 1 年以内的占 70.12%，1~2 年的占 4.04%，2~3 年的占 6.90%，3 年以上的占 18.94%，账龄较长；从欠款性质看，主要为应收河北物产企业（集团）公司、承德市金汇通达贸易有限公司、河北省木材贸易有限公司的往来款以及应收铁路工程项目、中钢期货公司的投标保证金，前五大客户账款占其他应收款账面余额的 51.55%。

公司累计计提坏账准备 0.06 亿元，计提比例 3.86%。整体看，公司其他应收款账龄较长，坏账准备计提比例较低，质量一般。

表 5 2010 年底公司前五名其他应收款客户情况

欠款单位	金额 (万元)	账龄	性质
河北物产企业（集团）公司	4302.00	1 年以内	往来款
铁路投标保证金	1317.28	1 年以内	保证金
承德市金汇通达贸易有限公司	1076.87	1 年以内	往来款
河北省木材贸易有限公司	630.00	3 年以上	往来款
中钢期货公司保证金	489.42	1 年以内	保证金

资料来源：公司提供

2008~2010 年，公司存货保持较高水平，截至 2010 年底，公司存货账面余额 4.38 亿元，主要包括原材料（占比 1.67%）、库存商品（占比 98.18%）；公司存货按照成本与可变现净值孰低进行计量，当存货成本高于其可变现净值时，计提跌价准备，截至 2010 年底，公司对存货计提跌价准备共计 78.92 万元。

2008~2010 年，公司非流动资产年均复合增长 4.17%，截至 2010 年底为 2.92 亿元，主要集中于固定资产和无形资产。截至 2010 年底，公司固定资产净额 2.58 亿元，主要为房屋建筑物、机器设备、运输工具等，分别占比 88.03%、7.67%、4.01%，平均成新率分别为 73.72%、31.58%、52.03%。无形资产 0.20 亿元，主要为土地使用权（占比 97.65%）。公司非流动资产以历史成本为计价原则，账面价值低于目前市场价值，公司计划重新进行资产评估，预计评估后非流动资产价值将明显上升。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额 34.54 亿元，较 2010 年底增长 13.42%，资产结构与 2010 年底相比无明显变化。截至 2011 年 9 月底，公司流动资产较 2010 年底增长 14.73%，其中货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货较 2010 年底分别增长 33.84%、18.19%、6.30%、21.64%和 6.82%；非流动资产与 2010 年底基本持平。

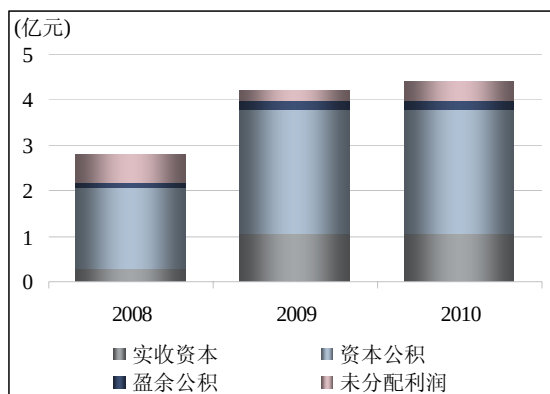
总体上，公司资产结构符合贸易行业特点，

但受结算方式影响, 预付账款占比较高, 占用公司大量资金。

3. 负债及所有者权益

2008~2010 年, 公司所有者权益年均复合增长 24.98%, 主要来自实收资本和资本公积的增加, 2009 年公司实收资本增加包括由资本公积和未分配利润转增 0.70 亿元, 以及河北省财政厅拨付的用于沧州物流园区建设的国有资本经营预算项目资金 0.05 亿元, 资本公积增加主要为财政部门拨付的资金以及子公司河北金圆大厦公司由会展中心划入的资产高于负债的差额部分。截至 2010 年底, 公司所有者权益合计 5.20 亿元, 较上年增长 9.98%, 主要是未分配利润和少数股东权益增加所致。公司归属于母公司所有者权益 4.42 亿元, 其中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占 23.77%、61.88%、4.30%和 10.05%。截至 2010 年底, 公司少数股东权益 0.52 亿元。公司所有者权益结构稳定性较好。

图 5 2008~2010 年公司所有者权益构成



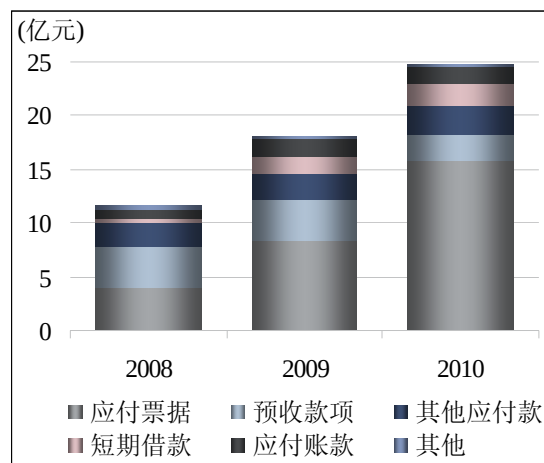
资料来源: 公司提供

负债方面, 随着业务规模的扩大, 公司负债总额呈快速增长趋势, 2008~2010 年年均复合增长 43.79%, 主要由于短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款增长而致。截至 2010 年底, 公司负债总额 25.25 亿元, 较上年增长 39.47%, 主要以流动负债为主。

2008~2010 年, 公司流动负债年均复合增长 46.08%。截至 2010 年底, 公司流动负债 24.90

亿元, 主要为短期借款 (占 8.11%)、应付票据 (占 63.52%)、应付账款 (占 6.99%)、预收款项 (占 9.88%) 和其他应付款 (占 10.51%)。

图 6 2008~2010 年公司流动负债构成



资料来源: 公司提供

截至 2010 年底, 公司短期借款 2.02 亿元, 较上年增长 27.11%, 其中信用借款、保证借款、抵押借款和质押借款分别占 30.02%、16.73%、45.83%和 7.42%。

2008~2010 年, 公司应付票据年均复合增长 100.03%, 截至 2010 年底为 15.82 亿元, 较上年增长 89.11%, 全部为银行承兑汇票。

2008~2010 年, 公司应付账款年均复合增长 39.87%, 截至 2010 年底为 1.74 亿元, 主要为应付秦皇岛佰工钢铁有限公司、石家庄鹏景贸易有限公司、石家庄恒泰兴源贸易有限公司等供应商的货款。

2008~2010 年, 公司预收款项年均复合下降 19.59%, 截至 2010 年底预收款项为 2.46 亿元, 主要为预收唐山百工实业发展有限公司、秦皇岛佰工物流有限公司、上海华能进出口有限公司等客户的货款。

2008~2010 年, 公司其他应付款年均复合增长 9.18%, 截至 2010 年底为 2.62 亿元, 主要为与石家庄卓仁商贸公司及其他单位的往来款。

截至 2010 年底, 公司非流动负债 0.34 亿元, 主要为长期抵押借款。

2008~2010年,公司资产负债率和全部债务资本化比率呈逐年上升态势;2010年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为82.91%、77.75%和6.13%,公司债务负担较重,偿债压力较大。

截至2011年9月底,公司所有者权益合计5.42亿元,较2010年底增长4.15%,主要由于未分配利润增加而致。公司所有者权益合计中,归属于母公司所有者权益合计4.79亿元,其中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占21.93%、57.10%、3.97%和17.00%,所有者权益结构稳定性较好。

截至2011年9月底,公司负债合计为29.12亿元,较2010年底增长15.33%,其中流动负债、非流动负债分别占98.78%和1.22%,仍以流动负债为主。流动负债中,短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款较2010年底分别增长58.17%、10.36%、26.17%、10.76%和16.73%。非流动负债变动不大。

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84.31%、79.49%和5.90%,负债水平略高于2010年底。

总体看,公司负债规模快速上升,债务负担较重,所有者权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2008~2010年,公司营业收入年均复合增长50.04%,增长较快,主要由于钢材及冶金炉料贸易收入和煤炭贸易收入增长而致。2010年公司实现主营业务收入160.13亿元,其中钢材及冶金炉料贸易收入150.55亿元,占94.02%;煤炭贸易收入8.62亿元,占5.38%,2010年随着公司与冀中能源、华能集团等业务开展,煤炭贸易业务大幅增长。

2008~2010年,公司营业成本年均复合增长50.63%,增长比例与营业收入基本持平。2010年公司营业成本为156.64亿元,较上年增长67.38%。2008~2010年公司营业利润率呈小幅

下降趋势,2010年为2.11%,盈利水平低。

2008~2010年,公司三项费用(销售费用、管理费用和财务费用)年均复合增长29.31%,三项费用均呈增长趋势;2010年,公司三项费用2.92亿元,占营业收入的1.82%。

2010年,公司实现利润总额0.47亿元,较上年增长16.28%;2010年公司实现净利润0.32亿元,较上年增长6.49%。2008~2010年公司净资产收益率呈小幅波动趋势,2010年该项指标为6.19%;同期总资本收益率呈下降趋势,2010年为2.37%。

2011年1~9月,公司实现营业收入188.97亿元,利润总额0.49亿元,净利润0.41亿元,与去年同期相比分别增长70.79%、23.93%和40.28%;公司营业利润率为1.16%,较2010年有所下降。

总体看,公司收入规模增长迅速,主营业务盈利水平低,整体盈利能力有待提升。

5. 现金流量

2008~2010年,公司销售商品提供劳务收到的现金呈快速增长趋势,2010年为173.00亿元;公司现金收入比三年平均值为108.25%,2010年为108.03%,公司收入实现质量一般。

2008~2010年,公司经营活动产生的现金流量净额波动较大,分别为0.53亿元、0.02亿元和2.72亿元,2009年公司向银行融资缴纳的承兑汇票保证金和工程质押保证金大幅增长导致经营活动获取的净现金明显下降。

从投资活动看,公司投资活动现金流入主要是取得的各子公司的分红及处置固定资产流入,投资活动现金流出主要为购建固定资产及投资支出,2010年公司投资活动现金流量净额为-0.15亿元。

从筹资活动看,公司筹资活动现金流入主要是银行借款和与其他公司的资金往来,筹资活动现金流出主要表现为偿还借款及利息支付。2010年公司筹资活动现金净流入0.09亿元。

2011年1~9月,公司经营活动现金流量

净额、投资活动现金流量净额、筹资活动现金流量净额分别为 2.93 亿元、-0.05 亿元和-0.74 亿元。

总体看，公司经营活动获取净现金的能力波动较大，对外部筹资依赖逐渐增强，筹资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2008~2010 年公司流动比率基本稳定，速动比率呈上升趋势，2010 年两项指标分别为 110.53%和 92.96%；2008~2010 年公司经营现金流动负债比波动较大，分别为 4.55%、0.13%和 10.90%，2009 年显著下降，主要由于公司缴纳的承兑汇票保证金大幅增长导致经营现金净流量出现明显下降所致。

截至 2011 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 109.80%和 93.55%，与 2010 年底相比变动不大。总体看，公司短期偿债能力一般。

2008~2010 年，公司 EBITDA 年均复合增长 21.57%，2010 年公司实现 EBITDA 0.87 亿元。从长期偿债指标看，2008~2010 年公司 EBITDA 利息倍数呈波动下降趋势，全部债务/EBITDA 倍数呈显著上升趋势，2010 年两项指标分别为 3.73 倍和 20.98 倍。整体看，EBITDA 对全部债务及利息的保护能力较弱。

截至2011年9月底，公司无对外担保。

公司与中信银行、光大银行、河北银行、深圳发展银行、华夏银行、兴业银行等商业银行建立了良好的合作关系。截至2011年9月底，各银行对公司的授信额度总量为36.50亿元，尚未使用15.27亿元。总体看，公司间接融资渠道较为畅通。

八、本期集合票据偿债能力分析

本期票据发行额占 2011 年 9 月底公司全部债务余额的 8.57%，本期票据的发行对公司债务结构有一定影响。

以 2011 年 9 月底财务数据为基础，不考虑其他因素变化，本期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 85.09%和 80.79%，公司债务负担加重。

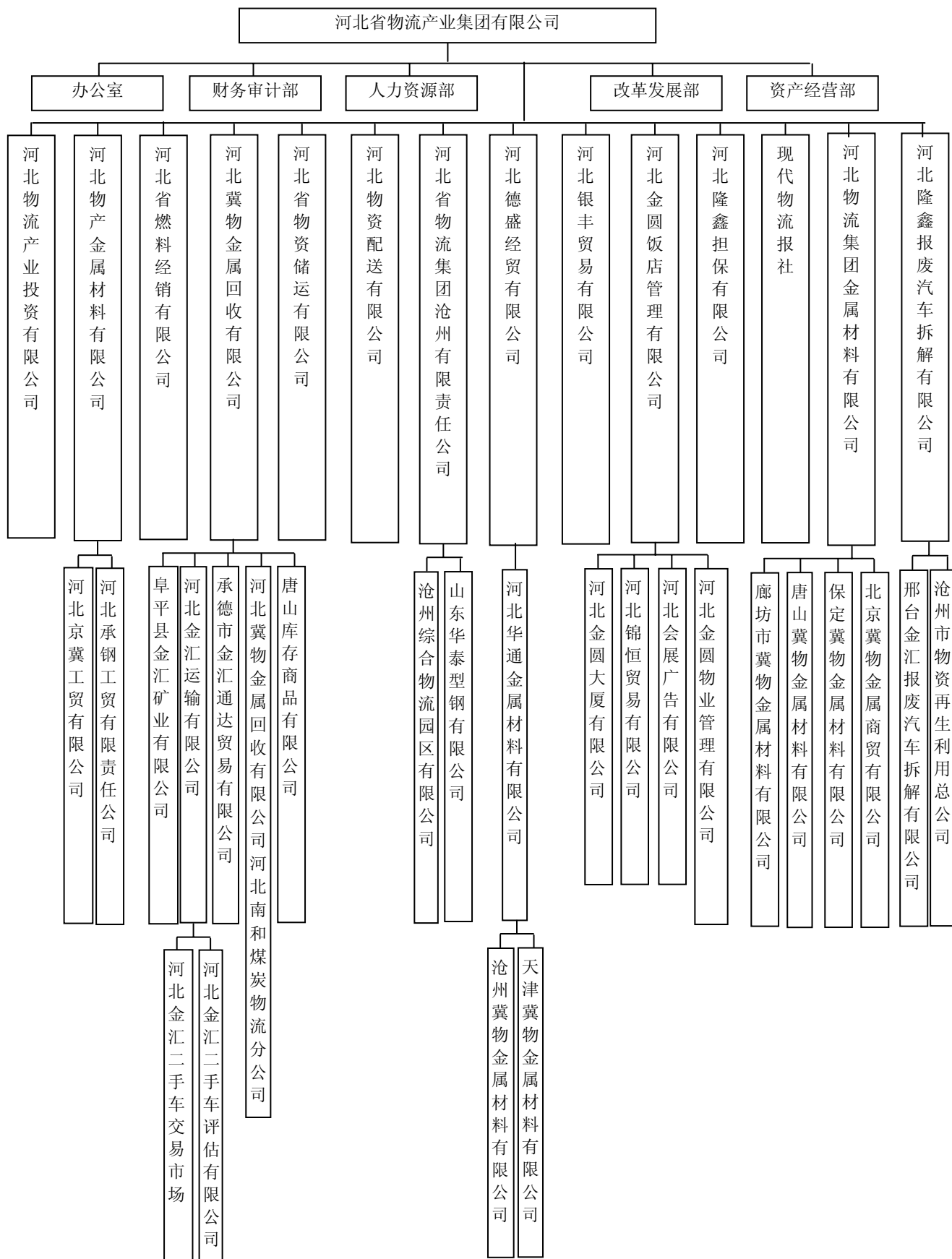
2008~2010 年，公司 EBITDA 平均值为 0.78 亿元，2010 年为 0.87 亿元，分别是本期票据发行额度的 0.43 倍和 0.48 倍，对本期票据的保障能力一般。

九、综合评价

中国经济的企稳向好以及相关政策的出台为商贸物流行业发展提供了良好的保障。公司是河北省重点商贸物流企业之一，在区域行业地位、客户稳定度以及业务模式等方面具有一定优势。但受行业限制，公司盈利水平较低，债务负担较重。未来随着中国基础设施建设步伐的加快和商贸物流相关行业振兴规划的相继实施，公司面临良好的发展机遇。

总体看，公司主体信用风险较低。

附件 1-1 公司组织结构图



附件 1-2 下属机构情况

	序号	出资企业	出资额 (万元)	出资人	股权比例 (%)
全资二级公司	1	河北物产金属材料有限公司	3000	河北省物流产业集团有限公司	100
	2	河北物流集团金属材料有限公司	5000	河北省物流产业集团有限公司	100
	3	河北冀物金属回收有限公司	6000	河北省物流产业集团有限公司	100
	4	河北德盛经贸有限公司	650	河北省物流产业集团有限公司	100
	5	河北省燃料经销有限公司	600	河北省物流产业集团有限公司	100
	6	河北省物资储运总公司	500	河北省物流产业集团有限公司	100
	7	河北省物流集团沧州有限责任公司	1500	河北省物流产业集团有限公司	100
	8	现代物流报社	76.35	河北省物流产业集团有限公司	100
	9	河北省物资配送有限公司	600	河北省物流产业集团有限公司	100
	10	河北金圆饭店管理有限公司	8600.21	河北省物流产业集团有限公司	100
控股二级公司	11	河北隆鑫担保有限公司	600	河北省物流产业集团有限公司	60
			150	河北省燃料经销有限公司	15
			150	河北冀物金属回收有限公司	15
			100	河北省物资配送有限公司	10
	12	河北物流产业投资有限公司	1600	河北省物流产业集团有限公司	80
			400	河北物流集团沧州有限公司	20
	13	河北隆鑫报废汽车拆解有限公司	957.46	河北省物流产业集团有限公司	95.75
			42.54	河北冀物金属回收有限公司	4.25
	14	河北银丰贸易有限公司	2830	河北省物流产业集团有限公司	90.42
			300	河北德盛经贸有限公司	9.58
三级公司	15	北京冀物金贸易有限责任公司	2000	河北物流集团金属材料有限公司	100
	16	唐山冀物金属材料有限公司	2000	河北物流集团金属材料有限公司	100
	17	保定冀物金属贸易有限公司	1000	河北物流集团金属材料有限公司	100
	18	廊坊市冀物金属材料有限公司	1000	河北物流集团金属材料有限公司	100
	19	河北锦恒贸易有限公司	1050.0055	河北金圆饭店管理有限公司	100
	20	河北金圆大厦有限公司	80	河北金圆饭店管理有限公司	100
	21	河北会展广告有限公司	60	河北金圆饭店管理有限公司	100
	22	河北金圆物业管理有限公司	300	河北金圆饭店管理有限公司	100
	23	山东华泰型钢有限公司	1200	河北省物流集团沧州有限责任公司	40
	24	沧州综合物流园区有限公司	1000	河北物流集团沧州有限公司	100
	25	河北华通金属材料有限公司	300	河北德盛经贸有限公司	30
	26	河北北京冀工贸有限公司	250	河北物产金属材料有限公司	35.71
	27	河北承钢工贸有限责任公司	306	河北物产金属材料有限公司	51
	28	邢台金汇报废汽车拆解有限公司	102	河北冀物金属回收有限公司	51
	29	沧州市物资再生利用总公司	53.6	河北隆鑫报废汽车拆解有限公司	
	30	唐山库存商品有限公司	1530	河北冀物金属回收有限公司	51
	31	河北金汇运输有限公司	52	河北冀物金属回收有限公司	52
	32	阜平金汇矿业有限公司	40	河北冀物金属回收有限公司	40
	33	承德市金汇通达贸易有限公司	1500	河北冀物金属回收有限公司	75
	34	河北金汇南和煤炭物流公司	500	河北冀物金属回收有限公司	100
四级公司	35	天津冀物金属材料有限公司	1000	河北华通金属材料有限公司	100
	36	沧州冀物金属材料有限公司	500	河北华通金属材料有限公司	100
	37	河北金汇二手车交易市场	100	河北金汇运输有限公司	100
	38	石家庄金汇二手车评估有限公司	3	河北金汇运输有限公司	60
			2	河北金汇二手车交易市场	40

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（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	25118.12	36947.03	63612.23	59.14	85135.71
交易性金融资产	88.13	20.87	0.00	-100.00	0.00
应收票据	622.00	3673.37	4866.26	179.71	3134.91
应收账款	13631.23	23172.15	44334.15	80.34	52398.48
预付账款	43898.88	90813.06	104109.21	54.00	110671.72
其他应收款	10166.77	11702.92	14576.59	19.74	17730.63
存货	34941.09	33839.59	43757.21	11.91	46739.83
一年内到期的非流动资产	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	128466.22	200168.99	275255.65	46.38	315811.28
非流动资产：					
发放贷款及垫款	0.00	0.00	0.00		0.00
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	1417.16	1287.16	135.00	-69.14	135.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产净额	23616.11	24893.06	25841.94	4.61	25317.65
在建工程	13.73	3.93	216.84	297.39	944.93
工程物资	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	49.60	49.60		73.71
无形资产	1336.62	1343.91	1960.70	21.12	2078.62
开发支出	0.00	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	143.62	230.33	719.17	123.77	0.00
递延所得税资产	413.33	348.98	309.36	-13.49	309.36
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	26940.57	28156.96	29232.61	4.17	29547.92
资产总计	155406.79	228325.95	304488.26	39.97	345359.20

附件 2-2 合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：					
短期借款	4861.22	15896.34	20206.34	103.88	31960.75
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00		0.00
应付票据	39533.00	83644.00	158180.00	100.03	174570.00
应付账款	8895.12	17443.51	17401.94	39.87	21956.62
预收款项	38044.50	38695.75	24598.35	-19.59	27245.91
应付职工薪酬	2429.66	1121.56	1280.14	-27.41	1293.85
应交税费	533.53	462.38	613.34	7.22	-378.43
应付利息	434.43	342.81	565.28	14.07	401.87
应付股利	0.00	0.00	0.00		
其他应付款	21966.90	23400.59	26182.77	9.18	30562.18
预提费用	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
流动负债合计	116698.35	181006.94	249028.15	46.08	287612.75
非流动负债：					
长期借款	0.00	0.00	3400.00		3400.00
应付债券	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应付款	0.00	0.00	25.87		27.79
专项应付款	5405.54	16.38	11.66	-95.35	137.08
递延收益	0.00	0.00	0.00		0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动负债合计	5405.54	16.38	3437.53	-20.25	3564.87
负债合计	122103.89	181023.32	252465.68	43.79	291177.62
所有者权益					
实收资本	3000.00	10500.00	10500.00	87.08	10500.00
资本公积	17792.47	27407.85	27342.59	23.97	27342.59
盈余公积	957.17	1768.34	1901.43	40.94	1901.43
未分配利润	6364.27	2387.46	4440.24	-16.47	8145.34
归属于母公司所有者权益合计	28113.91	42063.65	44184.26	25.36	47889.36
少数股东权益	5188.99	5238.99	7838.32	22.91	6292.23
所有者权益合计	33302.90	47302.63	52022.58	24.98	54181.58
负债和所有者权益总计	155406.79	228325.95	304488.26	39.97	345359.20

附件 3 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	711391.12	958278.52	1601394.51	50.04	1889747.90
其中: 主营业务收入	710480.43	957680.25	1601310.23	50.13	1887067.28
减: 营业成本	690343.03	935859.66	1566397.70	50.63	1867117.92
其中: 主营业务成本	689753.00	935801.25	1566217.50	50.69	1866624.02
营业税金及附加	773.47	822.09	1146.08	21.73	780.30
销售费用	10175.09	9094.53	16304.20	26.58	8619.89
管理费用	7999.26	7486.59	9530.00	9.15	7188.70
财务费用	-713.05	1589.28	3361.24		1234.46
资产减值损失	-5.13	-155.10	5.05		-39.72
其他	0.00	0.00	0.00		0.00
加: 公允价值变动收益	-18.59	6.18	0.00	-100.00	0.00
投资收益	-112.96	276.50	13.69		8.00
二、营业利润	2686.89	3864.15	4663.92	31.75	4854.35
加: 营业外收入	400.55	269.49	461.11	7.29	69.58
减: 营业外支出	78.61	111.76	448.40	138.83	15.14
三、利润总额	3008.83	4021.88	4676.64	24.67	4908.79
减: 所得税费用	1059.29	998.92	1457.56	17.30	829.19
四、净利润	1949.54	3022.96	3219.08	28.50	4079.60
其中: 归属于母公司所有者的净利润	729.30	2164.22	2286.08	77.05	3464.50
少数股东损益	1220.23	858.75	933.00	-12.56	615.10

附件 4-1 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	781918.58	1030310.77	1730029.58	48.75	1948513.36
收到的税费返还	225.30	207.79	669.03	72.32	326.24
收到其他与经营活动有关的现金	47963.23	133651.50	30673.47	-20.03	25333.50
经营活动现金流入小计	830107.11	1164170.06	1761372.08	45.67	1974173.10
购买商品、接受劳务支付的现金	766956.23	1018499.32	1680599.83	48.03	1906974.87
支付给职工以及为职工支付的现金	4588.00	5475.83	6516.20	19.18	4862.77
支付的各项税费	4324.65	4091.95	6521.00	22.80	5792.93
支付其他与经营活动有关的现金	48933.49	135861.07	40582.27	-8.93	27203.31
经营活动现金流出小计	824802.38	1163928.17	1734219.30	45.00	1944833.88
经营活动产生的现金流量净额	5304.74	241.89	27152.78	126.24	29339.22
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	160.00	24.59		
取得投资收益收到的现金	245.70	3525.92	13.69	-76.40	8.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	152.19	144.91	54.79	-40.00	93.55
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	8.52	5.22		
投资活动现金流入小计	397.89	3839.35	98.28	-50.30	101.55
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	852.52	307.81	1275.70	22.33	442.92
投资支付的现金	1337.16	500.00	30.00	-85.02	
支付其他与投资活动有关的现金	20.00	485.32	249.82	253.43	123.56
投资活动现金流出小计	2209.68	1293.13	1555.52	-16.10	566.48
投资活动产生的现金流量净额	-1811.79	2546.22	-1457.24	-10.32	-464.93
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	0.27	506.95	0.00	-100.00	
取得借款收到的现金	8680.55	19961.26	25594.63	71.71	41430.17
收到其他与筹资活动有关的现金	2035.65	2961.16	2669.68	14.52	1859.33
筹资活动现金流入小计	10716.47	23429.37	28264.31	62.40	43289.50
偿还债务支付的现金	11545.78	9641.72	20730.01	33.99	43927.60
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1459.51	1645.98	1751.11	9.54	3741.10
支付其他与筹资活动有关的现金	380.83	3100.88	4906.00	258.92	2971.62
筹资活动现金流出小计	13386.12	14388.58	27387.13	43.04	50640.32
筹资活动产生的现金流量净额	-2669.65	9040.79	877.18		-7350.82
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	823.30	11828.90	26572.72	468.12	21523.47

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

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	1949.54	3022.96	3219.08	28.50
加: 资产减值准备	-5.13	-155.10	5.05	
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1275.39	1311.22	1535.52	9.73
无形资产摊销	9.35	3.81	15.67	29.49
长期待摊费用摊销	96.17	36.33	111.90	7.87
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	15.81	20.56	-1.77	
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动损失	-18.59	6.18	0.00	-100.00
财务费用	1473.23	2197.69	2325.34	25.63
投资损失	112.96	-276.50	-13.69	
递延所得税资产减少	1.28	64.35	39.62	455.92
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-11052.84	1101.49	-9863.03	-5.54
经营性应收项目的减少	500.50	-61042.62	-38930.55	
经营性应付项目的增加	12303.33	53273.47	67860.81	134.85
其他	-1356.26	678.04	848.82	
经营活动产生的现金流量净额	5304.74	241.89	27152.78	126.24

附件 5 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)	64.54	46.63	42.12	--
存货周转次数(次)	23.47	27.21	40.37	--
总资产周转次数(次)	4.76	4.99	6.01	--
现金收入比(%)	109.91	107.52	108.03	103.26
盈利能力				
营业利润率(%)	2.85	2.25	2.11	1.16
总资本收益率(%)	4.41	3.56	2.37	--
净资产收益率(%)	5.85	6.39	6.19	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	6.13	5.90
全部债务资本化比率(%)	57.14	67.79	77.75	79.49
资产负债率(%)	78.57	79.28	82.91	84.31
偿债能力				
流动比率(%)	110.08	110.59	110.53	109.80
速动比率(%)	80.14	91.89	92.96	93.55
经营现金流动负债比(%)	4.55	0.13	10.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.57	13.15	20.98	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.98	3.44	3.73	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.08	0.03	0.14	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.37	1.27	11.05	--
本期债项偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.33	0.42	0.48	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	46.12	64.68	97.85	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.29	0.01	1.51	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.19	0.15	1.43	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

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

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

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

信用等级公告

联合[2011] 376 号

联合资信评估有限公司通过对河北铁园科技发展有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

河北铁园科技发展有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月二日



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）与河北铁园科技发展有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与河北铁园科技发展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、联合资信与评估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，未因河北铁园科技发展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河北铁园科技发展有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、河北铁园科技发展有限公司主体长期信用等级自 2011 年 12 月 2 日至 2012 年 12 月 1 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。



河北铁园科技发展有限公司

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 12 月 2 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 9 月
资产总额(万元)	6023.10	10474.31	14363.97	16872.10
所有者权益(万元)	5419.30	8942.96	12568.78	15225.27
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	269.40	892.00	1041.00	1190.13
主营业务收入(万元)	5178.61	6721.59	8951.03	7909.80
利润总额(万元)	2438.86	3326.75	4834.42	3541.99
EBITDA(万元)	2517.07	3436.03	4985.27	--
经营性净现金流(万元)	-601.40	751.77	1450.33	1389.68
主营业务利润率(%)	54.08	54.85	60.59	48.76
净资产收益率(%)	34.48	28.22	28.85	--
资产负债率(%)	10.02	14.62	12.50	9.76
全部债务资本化比率(%)	4.74	9.07	7.65	7.25
流动比率(%)	887.84	556.66	613.25	757.29
全部债务/EBITDA(倍)	0.11	0.26	0.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	54.72	74.58	82.09	--
EBITDA/本期发债 额度(倍)	0.50	0.69	1.00	--

注: 公司 2008~2010 年财务报表按照旧会计准则编制; 2011 年 1-9 月财务数据未经审计。

分析师

祁志伟 李小建
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”)对河北铁园科技发展有限公司(以下称“公司”)的评级反映了其作为混凝土外加剂生产企业,在技术研发、盈利能力等方面具备一定的竞争优势。同时,联合资信也注意到原材料价格波动,产能利用率低及未来资本支出规模大等因素给公司生产经营带来的不利影响。

公司主要客户定位于大型铁路基建集团,随着高铁“十二五”规划的实施以及大型基础设施项目投资、建设力度的不断加大,公司未来收入有望保持增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 国家对大型基础设施投资、建设力度的不断加大,公司产品下游需求有保障。
2. 公司技术及研发水平较高,产品在众多国内大型工程项目中得到应用。
3. 公司收入规模呈现良好的增长态势,整体盈利能力较强。
4. 公司经营活动净现金流持续改善。

关注

1. 原材料价格的波动给公司经营带来一定的压力。
2. 公司产能利用率低,应收账款规模及占比较大,资产结构不甚合理。
3. 公司收入的现金实现质量较差。
4. 公司未来投资规模大,资本支出压力大。

一、 主体概况

河北铁园科技发展有限公司(以下简称“公司”)成立于 2004 年 9 月 6 日,其生产厂区设在石家庄市经济技术开发区。经过两次增资,截至 2011 年 9 月底,公司注册资本 2168.00 万元,股权结构如表 1 所示。公司股东高勇利和郭会敏为夫妻关系,为一致行动人。

表1 公司股权结构(截至2011年9月底)

股东名称	出资额(万元)	占比(%)
高勇利	1105.68	51
郭会敏	1062.32	49
合计	2168.00	100

资料来源:公司提供

公司是国内生产混凝土外加剂的高新技术企业之一,其经营范围包括新型建材的技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务、自研产品的生产销售;自营和代理各类商品和技术进出口业务。

截至 2011 年 9 月底,公司设有财务部、供应部、人力资源部、技术部、办公室、生产部、销售部共七个职能部门(参见附件 6)。目前,公司无下属控股子公司。

截至 2010 年底,公司资产总额 14363.97 万元,所有者权益 12568.78 万元;2010 年公司实现主营业务收入 8951.03 万元,利润总额 4834.42 万元。

截至 2011 年 9 月底,公司资产总额 16872.10 万元,所有者权益 15225.27 万元;2011 年 1~9 月,公司实现主营业务收入 7909.80 万元,利润总额 3541.99 万元。

公司注册地址:河北省石家庄高新区黄河大道 136 号;法定代表人:高勇利。

二、 本期集合票据概况

本期集合票据计划发行总额度为 28000 万元,期限 3 年,其中公司拟申报发行额度 5000 万元(以下简称“本期票据”)。公司本期票据募集资金拟用于补充流动资金、项目投资及置

换银行贷款以进一步优化财务结构。具体用途如下:

1. 补充流动资金

公司拟将募集资金的 2000 万元用于补充公司混凝土高效减水剂营运资金需求。

2. 项目投资

公司拟将募集资金的 2000 万元用于投资公司位于石家庄高新技术产业开发区的新建项目:“100kt/a 高分子表面活性剂项目”。

3. 调整债务结构

公司计划将募集资金的 1000 万元用于调整债务结构,偿还利率相对较高的银行贷款,以优化融资结构,降低融资成本。

三、 行业分析

公司从事混凝土外加剂(主要是减水剂)的研发及生产,将根据项目不同的地理环境、水泥材质及个性化的需求等要求,为项目提供相应的解决方案,配置与之对应的减水剂产品,其所属行业为新型建筑建材业。

1. 行业概况

减水剂是混凝土工程中应用最广泛的外加剂品种,其主要功能是在保持混凝土和易性(包括流动性、黏聚性和保水性)及水泥用量不变条件下,减少拌合用水量、提高混凝土强度,或在和易性及强度不变条件下,节约水泥用量。

到目前为止,减水剂可分为以下三类:以木钙等为代表的第一代减水剂,以萘系等为主要代表的第二代减水剂和以聚羧酸系为代表的第三代减水剂。

国内减水剂的应用始于 20 世纪 50 年代,最初主要是以纸浆废液和工业蜜为原料的混凝土塑化剂产品。

20 世纪 80 年代,随着大量基础设施建设

的启动，以高效减水剂为代表的混凝土外加剂得以迅速推广。

随着大型、超大型基础设施建设的开展，以及混凝土强度等级进一步提高，钢筋配置更加密集，混凝土的降低水胶比、拌合物流动性的要求也明显提高。青藏铁路、多座超大跨海桥梁，以及大规模建设的高速铁路等工程都采用高性能混凝土，有效减小了混凝土开裂敏感性，延长了混凝土结构耐久性。

目前，国内减水剂主要包括以萘系为主要代表的第二代减水剂和以羧酸系为代表的第三代减水剂。总体看以第二代为主，第三代与第二代共存。

近年随着社会经济的不断发展，以及建筑施工建设力度的加大，混凝土外加剂的产销也进入高速发展阶段。

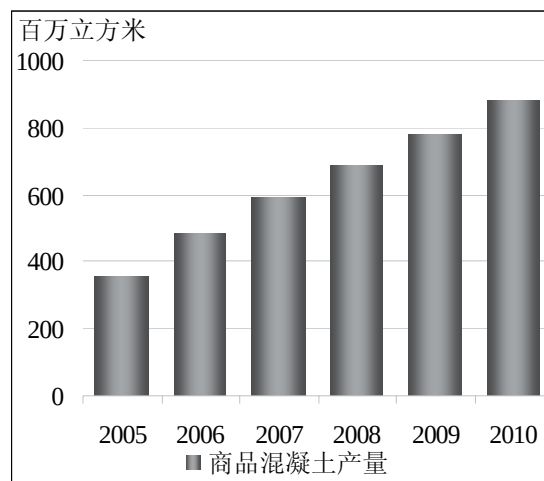
2007~2009年，国内合成减水剂产量进入快速增长期，国内合成混凝土减水剂产量由2007年的284.54万吨增长到2009年的484.68万吨，其中2009年普通减水剂、第二代减水剂、第三代减水剂产量分别为35.06万吨、322.79万吨、126.83万吨，较2007年分别增加17.55万吨，97.19万吨和85.4万吨。从三代减水剂的年度占比看，2009年相对于2007年第一代减水剂占比由6.2%微升至7%，第二代减水剂占比由79.3%下降至67%，第三代减水剂占比由14.6%上升至26%。2010年合成减水剂产量587.54万吨。

国内目前无权威减水剂需求量数据，但由于减水剂的下游需求方主要是商品混凝土行业，联合资信将通过对商品混凝土产量变化趋势的分析，间接对国内减水剂的需求量进行大致测算。

根据中国混凝土网的统计，2007~2010年国内商品混凝土产量分别为5.91亿立方米、6.87亿立方米、7.84亿立方米和8.81亿立方米。按照平均6公斤/立方米的减水剂掺和比例匡算，2007年、2009年及2010年约需减水剂分别为354.60万吨、470.40万吨和528.60万吨。与同期国内减水剂产量相比，2007年减水剂市

场还处于供不应求，而2009年市场在总量基本平衡中出现了供过于求的苗头，2010年供需矛盾更加明显，分产品的供求结构差异较大。

图1 国内商品混凝土年产量



资料来源：中国混凝土网《国内外混凝土行业现状及发展趋势》

随着对混凝土综合性能要求的不断提升，预计未来第一代减水剂的需求占比将日益减少，并最终被市场所淘汰，第二代减水剂虽然总需求量较高，但需求占比将呈现逐步下降的趋势，第三代减水剂的需求占比将逐年上升。从国外成熟市场的经验看，第三代减水剂是未来发展的方向。

总体看，伴随工程项目建设力度的加大，市场对混凝土外加剂的需求不断增长；对混凝土质量要求的不断提高，客观上推动了第三代减水剂的发展。

2. 原材料

第三代聚羧酸减水剂的主要原材料为环氧乙烷（EO）及其衍生的乙二醇等，而第二代萘系减水剂的主要原料为工业萘。

国内环氧乙烷的生产主要集中在中石化、中石油两大集团。由于经济的高速发展，市场对环氧乙烷的需求连年上升。为了满足市场不断扩张的需求，近年来，石化双雄以及部分民营企业都纷纷加大新建或扩建环氧乙烷产能。

表 2 中国近几年环氧乙烷产能扩张情况

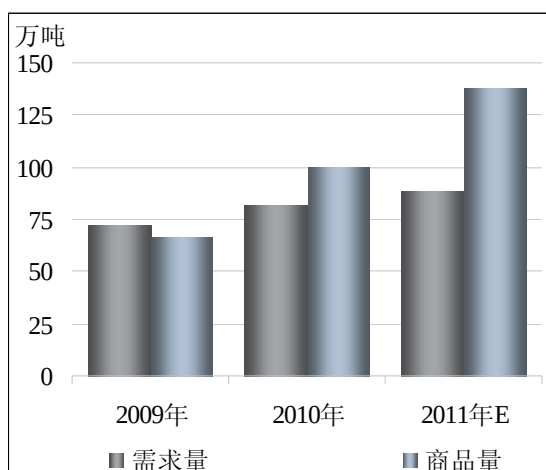
公司名称	新建环氧乙烷	试产时间
镇海炼化	56 万吨	2010 年 4 月
天津石化	44.6 万吨	2010 年 2 月
四川石化	33.8 万吨	2011 年
辽宁盘锦	10 万吨	2010 年 1 月
扬子石化公司	10 万吨	2010 年 10 月
南京扬子-巴斯夫	10 万吨	2011 年
嘉兴三江化工四期	10 万吨	2013 年
阿克苏诺贝尔(宁波)	7.5 万吨	2010 年底
河南商丘三和化工	6 万吨	2011 年
山东菏泽玉皇	6 万吨	2011 年
德纳(南京)化工	6 万吨	2011 年
嘉兴三江化工三期	6 万吨	2011 年
吉林石化公司	5 万吨	2010 年 8 月
潜江永安药业	4 万吨	2011 年
合计	214.9 万吨	

资料来源：公司提供

2010 年，中国新建环氧乙烷产能为 133.1 万吨，净增产能 32.5 万吨。预计到 2011 年，中国将新增环氧乙烷产能 71.8 万吨，净增产能 38 万吨。

2009 年，中国环氧乙烷需求量为 72.55 万吨，同期环氧乙烷产能仅为 66.8 万吨，行业景气度较高。据 SAI 的数据，2010 年和 2011 年中国环氧乙烷需求量分别为 81.9 万吨和 88.4 万吨，而同期环氧乙烷产能分别为 99.3 万吨和 137.3 万吨。

图 2 环氧乙烷需求量、商品量情况



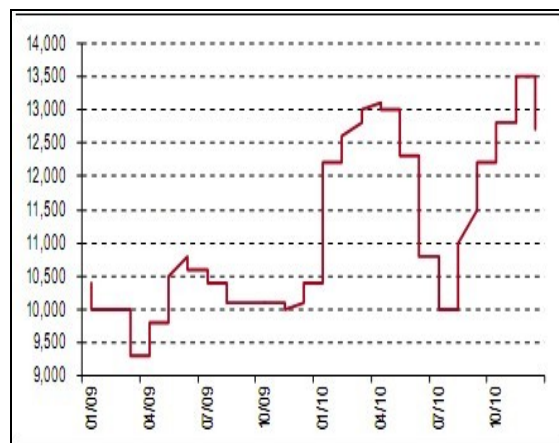
资料来源：WIND 资讯

由于产能的快速扩张，而需求增长保持相对稳定，预计环氧乙烷行业于 2011 年迎来供过于求的局面。

从价格走势上看，2009 年环氧乙烷价格保

持相对稳定，围绕 10000 元/吨的价格窄幅波动；进入 2010 年后，产品价格呈宽幅波动的态势，价格极不稳定：2010 年 1~4 月，产品价格持续快速上涨，达到 13000 元/吨的高位，之后的 4 个月价格又迅速下滑，回到了 10000 元/吨的水平，降价幅度为 23%。从 9 月份开始，环氧乙烷价格迎来了更迅猛的一波上涨行情，于 12 月份创下 13500 元/吨的价格新高。之后价格又有快速下降的趋势。2011 年以来，环氧乙烷价格波动加剧，截至 2011 年 9 月底，其价格为 12600 元/吨，仍处于高位运行态势。

图 3 环氧乙烷出厂价格（单位：元/吨）



资料来源：中国行情网

工业萘，作为第二代萘系减水剂的原材料，主要是从煤焦油中加工分离制取的。由于国外对于煤焦油加工业的严格限制以及我国煤焦油供应的持续紧张，使得工业萘价格呈现持续震荡上涨的趋势，预计价格维持高位将成为常态。

联合资信注意到，由于环氧乙烷产能的快速扩张，其供需拐点即将出现，因此其价格上行的趋势势必会受到影响，预计未来两年环氧乙烷的价格将呈现低迷态势。

3. 下游需求

减水剂的下游需求方主要是商品混凝土行业。

混凝土分商品混凝土和现场搅拌混凝土，现场搅拌混凝土对减水剂的使用量较少，而商品混凝土一般都会使用减水剂。从行业发展的

趋势上看，随着对环境保护法规的不断出台、对混凝土质量的要求的不断提升，现场搅拌混凝土使用会逐渐减少，减水剂的使用将伴随商品混凝土使用率的提高而不断增长。

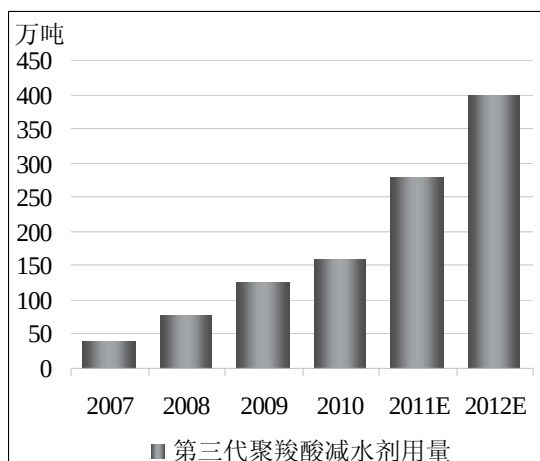
对下游需求行业进行细分，已纳入高铁“十二五规划”的刚性需求（强制使用第三代聚羧酸减水剂）以及国家对高速公路、机场、水利、核电等大型工程项目开工建设带来的需求，减水剂特别是第三代减水剂未来市场空间前景广阔。

以下仅从高铁的下游需求进行分析与测算：

中国是世界高速铁路发展最快的国家，截至 2010 年 11 月底，已投运里程和在建里程分别达到 7531 公里和 10000 公里。预计到 2012 年，中国将建成 42 条高铁客运专线，总里程将超过 1.3 万公里；到 2020 年将达到 1.6 万公里以上。

根据京沪高铁项目估算，每公里高铁消耗的混凝土数量为 10 万立方，初步估算，1.6 万公里里程的高铁对第三代聚羧酸减水剂的需求量约为 2400 万吨。如在 2012 年完成 1.3 万公里的高铁建设，则 2011 和 2012 两年对聚羧酸减水剂的需求量将达到 825 万吨。

图 4 第三代聚羧酸减水剂的年使用量及预测



资料来源：《我国混凝土外加剂现状及发展趋势》

2011 年 7 月 23 日，甬温线永嘉站至温州南站间，北京至福州 D301 次列车与杭州至福

州南 D3115 次列车发生重大追尾事故。事件发生后对高铁相关产业链造成了较为严重的影响，进而波及到混凝土减水剂行业。

2011 年 8 月 10 日，国务院召开常务会议研究部署进一步加强铁路安全工作，内容包括已通车及新线路降速，降低密度；对在建项目安全检查；重新评估已批未建项目；暂停审批新项目等。

联合资信注意到，虽然在一定时间内“7.23 甬温线特别重大铁路交通事故”及国家出台的相关政策会对“高铁十二五规划”中铁路投资规模进行调整、给铁路基建“降速”进而对混凝土减水剂行业造成一定程度的影响。但从长远看，中国区域经济发展不平衡、资源分配不均、物流成本高的现实问题较为突出，国家继续发展高铁的战略未被调整。减水剂在国内的最高使用率为 40%，平均使用率不到 30%，与发达国家 70%左右的使用率水平相比差距较大。以上仅是考虑了高铁的下游需求，若再考虑其他大型工程（高速公路、核电、水利等）的应用，未来几年减水剂特别是第三代减水剂的需求将快速增长，国内的减水剂市场未来有着巨大的发展空间。

4. 行业竞争

目前从全球范围看，德国巴斯夫（BASF）、瑞士西卡（Sika）、美国格雷斯（WR Grace）和日本花王已经成为四大减水剂巨头。但是由于这些外企在中国市场不愿意承担应收账款的风险、对技术服务和产品的适应性调整反应较慢，再加之本土企业的逐渐崛起，并没有表现出太大优势。

据不完全统计，截至 2007 年末，全国共有混凝土外加剂生产企业 1500 家，其中合成高效减水剂企业 350 家，规模以上企业近 80 家，企业数量较多，竞争较为激烈；2007 年底，全国各种合成减水剂总产量为 284.54 万吨，国内前 10 大企业的销售量约 130 万吨，占到全国总产量的 46%，市场集中度较高。其中重点大型企

业江苏博特具有年产 30 万吨减水剂的生产能力，其中羧酸系减水剂产量达到 10 万吨；浙江五龙年生产能力达到 38 万吨，其中羧酸系减水剂产能约 10 万吨。

表 3 2007 年国内外外加剂主要生产企业排名

序号	企业名称	总销售量 (万吨)	总销售额 (亿元)
1	江苏博特	28	8
2	浙江五龙	25	7
3	吉龙化学	12.51	5.56
4	河北久强	11	5.50
5	华伟银凯	8.70	4.60
6	江西武冠	23.21	4.18
7	四川柯帅	10.40	3
8	天津飞龙	4.10	2.30
9	苏州弗克	--	2.11
10	科之杰	7.31	1.83

资料来源：中国混凝土网 山西黄腾等企业销售额可能达标，但因数据提供不完整，未被列入其中

5. 行业政策及规定

2006 年，铁道部发布《客运专线高性能混凝土暂行技术条件》文件，要求在高速铁路等大型工程建设中混凝土添加剂必须使用聚羧酸系减水剂；2007 年，建设部公告第 684 号文，批准《聚羧酸系高性能减水剂》为建筑行业行业产品标准。这些行业标准进一步加速了聚羧酸减水剂的发展步伐。

总体看，行业及国家政策不断向高性能的第三代减水剂方向倾斜。

6. 未来发展

随着国家对基础设施项目投资、建设力度的不断加大，未来 5 年商品混凝土行业将得到持续、快速的发展。正是受益于此，减水剂行业也必将带来发展的大机会。

从保证工程质量、满足建设需求的角度看，混凝土外加剂企业未来将加大在研发人员、检验设备等方面的投入，不断提高产品质量和服务水平。

从目前减水剂的发展阶段来看，由于第三代聚羧酸减水剂性能优势明显，成本优势逐渐明朗，以及无毒、无害、环保的特性，因此相

比第二代减水剂具有更高的性价比。同时，第三代聚羧酸减水剂未来应用趋势也将从重大工程重点部位向一般重大工程、普通工程拓展。因此，未来第三代减水剂将具有较广阔的发展前景。

从国家节能减排政策要求看，外加剂企业未来将向经营规模化和资源利用综合化方向发展，实现外加剂行业结构的战略性调整，为国家建设提供更加优质的新型建筑材料。

总体看，未来减水剂行业将会在国家对高铁等大型工程项目投资建设力度不断加大的背景下持续受益。性能的优势、政策的导向将使第三代聚羧酸减水剂成为未来发展的方向。但是目前减水剂企业的规模较小，行业集中度水平较低。

四、基础素质分析

1. 企业规模与竞争力

公司是国内一家研发和生产混凝土高效减水剂，并提供个性化解决方案服务的高新技术企业。

近年来，公司的生产规模不断扩大。截至 2011 年 9 月底，公司拥有总计 13500 平米的厂房和 8000 平米库房及其他附属设施，现有位于石家庄市良村开发区的主厂区以及兰州、安徽、重庆、湖南 4 个生产基地(湖南生产基地于 2011 年 6 月开工建设，预计 2011 年底建成并于 2012 年投产，设计产能 2 万吨)，达到 10 万吨的混凝土外加剂年生产能力。同时，公司对生产设备进行了改造升级，其技术水平得到显著提升。

随着生产能力的提升，公司产品的市场销售也在不断拓展。公司的产品主攻铁路市场。在全国 2010 年 32 条铁路建设线路中，公司参与了 18 条建设路线的减水剂供应，而其中作为中国铁路发展史上的里程碑的京沪高铁的外加剂供应商，公司在全国范围内的招标中连续两次成功中标。

公司已通过 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系认证、强制性 3C 认证、

铁道部铁路客运专线外加剂产品质量保证能力的认证以及核电准入认证，并先后获得省科学技术进步奖和全国同行业十佳品牌称号及产品无投诉证书。另外，公司还参与了(JC477-2005)《喷射混凝土用速凝剂》标准的制订。

总体看，公司外加剂生产初具规模，产品质量优良，在众多大型工程项目中得到应用。

2. 人员素质

公司高层管理人员 4 人，平均年龄 48 岁，大部分具有大专或本科学历，并具有在公司长期工作的经历。

公司执行董事兼总经理高勇利先生，1963 年出生，本科学历、工程师职称，1985 年毕业于石家庄铁道学院铁建系；1985~1992 年在中铁十六局四处工作任工程师；1992~2003 年在石家庄铁道学院从事桥梁工程教学工作；2004 年至今担任公司董事长兼总经理。

公司监事兼常务副总郭会敏女士，1963 年出生，本科学历、教授职称，毕业于河北师范学院化学系，曾任石家庄 21 中化学教师，长期致力于精细化工产品应用于建材的研究。

公司行政副总马菊金，工程师职称，曾任四川石油化工机械厂任生产厂长。2008~2010 年担任公司生产部长，因出色的管理能力，2011 年被提为公司行政副总。

销售副总任维轩，工程师职称，1993~2003 年曾任石家庄市建材工业供销公司办公室主任，2004 年加入公司，现已成为市场及技术骨干。

截至 2011 年 9 月底，公司员工总数 124 人，其中本科及以上学历人员 29 人，占比 23.39%；公司管理、研发及行政人员 53 人，占比 42.74%。

总体上，公司高管具有较强的专业背景；公司员工整体素质一般，符合行业的生产特点。

3. 技术及研发水平

公司作为高新技术企业，自成立之日起就坚持走“产学研”相结合的科技之路，形

成以自主研发为主，以中国建材研究总院、河北科技大学、上海同济大学以及石家庄铁道学院为依托的完整的研发体系，成立了拥有多名博士、硕士领军的研究队伍。公司引进了全套的检测设备和检测方法，能检测国家标准及行业要求的各种项目。同时，公司配备了中试调试生产线，为新产品的研发和生产提供了强有力的保障。

公司瞄准本行业的高端新材料、新技术，研发出了具有独立知识产权、处于国内领先水平的第三代高性能减水剂：TY-6A 聚羧酸系高效减水剂、TY-3C 液体无碱速凝剂及 TY-8A 防腐剂。其中自主研发的聚羧酸缓凝高效减水剂以其科技含量高、绿色环保等优质性能，在市场上享有较高的声誉，并广泛应用于如：西格铁路关角隧道、京津城际轨道工程及京沪高速铁路等国家重大工程。

总体看，公司在混凝土减水剂领域拥有一定的技术及研发水平。

五、 管理分析

公司已按《公司法》、《公司章程》和其他有关法律、法规的要求建立了由执行董事、监事、经理层组成的法人治理结构，且其运作日趋规范化。目前，公司股东及董事、监事成员高勇利夫妇作为公司实际控制人，合计持有公司 100% 的股份，并承担了公司主要经营管理工作。

自成立以来，公司致力于各项内部控制制度的制定和完善，以规范各部门的运作，并结合自身生产与服务特点，逐步形成了一套以财务控制为基础的管控制度。公司的主要管理制度包括：财务管理制度、人力资源管理制度、生产安全制度、公司内控制度等。

公司共设财务部、供应部、人力资源部、技术部、办公室、生产部、销售部七个职能部门。

总体上，公司部门设置较为合理，内控流

程较为完备；但目前，公司运作过程中未实现所有权和经营权的分离。

六、 经营分析

1. 经营现状

公司主要从事新型建材混凝土外加剂的开发、生产和销售。近年公司主营业务收入规模稳步增大。2008~2010年，公司主营业务收入保持较快增长，年均复合增长率31.47%，2010年为8951.03万元，2011年1~9月，公司实现主营业务收入7909.80万元，占2010年全年的比重为88.37%，经营状况保持稳定增长态势。

近年来公司毛利率有所波动，但始终保持在较高水平。2008、2009年公司的毛利率维持在55%左右的水平；2010年，公司毛利率快速上升，达到61.20%的水平，主要原因是销售量增加及售价提高使得主营业务收入保持较高的增长速度，而同期公司库存盘点产生部分盘盈，该部分原材料及成品无成本销售导致总成本偏

低。

表4 公司近年收入及毛利率情况（万元、%）

项 目	2008年	2009年	2010年	11年1-9月
主营业务收入	5178.61	6721.59	8951.03	7909.80
主营业务成本	2297.94	2991.47	3472.57	4003.62
毛利率	55.63	55.49	61.20	49.38

资料来源：公司提供

2011年1~9月，公司实现主营业务收入7909.80万元，占2010年的比重为88.37%；公司毛利率49.38%，较2010年有较大幅度的下降，主要是高铁等下游需求有所减少导致产品销售价格有所降低，同时公司原材料采购成本和人工成本上升所致。

2. 原材料采购

公司的原材料主要是环氧乙烷的衍生产品OXAB-501、F-108、APGE-1200等。公司与原材料供应商已建立起长期的合作伙伴关系，选择了以1家供货商为主，2~3家供应商为辅的采购策略，对主要供应商的依赖程度较低，原材料货源充足、风险可控。

表5 公司近年原材料采购数据

主要原材料	采购量(吨)				采购价格（元/吨）			
	2008年	2009年	2010年	11年1-9月	2008年	2009年	2010年	11年1-9月
OXAB-501	145.47	1109.31			16300	14100		
F-108	980	503.28	788.54	399.25	15600	14000	16100	15900
OXAC-608			1202.26	1209.18			15500	15500
ZX-306				141.00				15700
APGE-1200	283.21	156	64.98	365.39	14800	12400	13000	15100
丙烯酸	665	421.76	400.67	324.52	18000	13300	14000	20000
顺酐	305.68	198	82.96	132.74	9610	8210	8100	10160

资料来源：公司提供

注：OXAC-608与F-108等都是生产减水剂的原材料，成分相差不大，可以相互替代。2009年公司加大了对OXAB-501的采购量，2010年及2011年上半年公司加大了对F-108的采购；2011年公司新增了吉林众鑫化工集团ZX-306产品的采购；ZX-306与OXAB-501和F-108组分相似。

公司采取直购的采购方式，保证了产品能够及时供货，且采购价格比市场价格略低。同时，供应商根据公司每月的使用量，提供300~800万元的资金支持信用额度，减少了公司的采购资金压力，从而提高了公司资金使用效率。

表6 公司2010年主要原材料供应商

序 列	原材料	
	供应商名称	金额（万元）
1	辽宁奥克化学股份有限公司	1863.50
2	辽宁科隆精细化工股份有限公司	1269.55
3	山东齐鲁石化开泰实业股份有限公司	560.94
4	韩国湖南石化股份有限公司	84.47
5	石家庄白龙化工股份有限公司	67.20

资料来源：公司提供

2010年,受环氧乙烷价格大幅波动的影响,原材料价格波动幅度较大,这给公司带来一定的成本控制压力。

3. 产品生产

公司现有总计 13500 平米的厂房和 8000 平米库房及其他附属设施,拥有聚羧酸高效减水剂生产线、液体速凝剂生产线和复配产品生产线。为了提高生产效率,满足市场不断增长的需求,公司于 2009 年 9 月对生产车间及生产线进行了改造升级,设备技术含量已达到国内领先水平。

近几年,公司产能不断扩张:2007 年公司年产能仅为 3 万吨;2008 年公司新增了安徽、重庆两个生产基地,拥有 5 万吨的年生产能力;2009 年生产能力达到 6 万吨的水平;2011 年 6 月公司位于湖南的生产基地正式开工建设,预计 2011 年底建成并于 2012 年投产,设计产能 2 万吨。截至 2011 年 9 月底,公司现有位于石家庄市良村开发区的主厂区以及兰州、安徽、重庆、湖南 4 个生产基地,达到 10 万吨的混凝土外加剂年生产能力。

2010 年,位于河北省保定市的满城项目(一期)开始动工建设,工程预计将于 2011 年底竣工,届时将形成年产 10 万吨复配减水剂成品的生产能力。截至 2011 年 9 月底,项目整体进度达到 90%,已接近完工。

表 7 公司近年产品产量情况(万吨)

产品产量	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-9 月
TY-6A	0.93	1.48	1.74	1.55
TY-3A	0.21	0.21	0.39	0.46
TY-10C	0.083	0.15	0.20	0.18

资料来源:公司提供

从近几年产品产量情况看,2008~2010 年,公司主要产品产量逐年稳步增长。2011 年 1~9 月,公司主要产品 TY-6A 产量占 2010 年全年产量的 89.08%,TY-3A 产量是 2010 年全年产量的 1.18 倍,公司生产保持稳步增长态势。

总体看,公司生产能力逐年递增,产品产量持续增长。但产能利用率有待提升。

4. 产品销售和服务

减水剂的销售一开始就要有服务配合,因为个性化的解决方案对产品销售起到至关重要的作用。因此在营销策略上,公司利用较强的技术团队优势,实施售前提供技术咨询、售中派遣专业技术人员现场技术指导、售后技术跟踪服务,推广产品的同时首先推广技术,零距离贴近式的技术服务已成为公司营销策略的一大亮点。

公司的销售全部采取直接面对终端客户的直销模式,减少了中间环节、降低了销售成本。目前公司将销售区域划分为五大区域:石家庄区域、京津塘区域、西北区域、西南区域、东南区域,其中石家庄区域和环京津塘区域是公司销售的重点地区。公司主要的下游销售行业为铁路建设行业。

公司产品价格主要以成本为主,再根据市场价格和竞争对手情况略作调整。由于销售过程中有服务配合,公司可通过提供个性化解决方案及后续跟踪等增值服务,提高最终产品的售价,以缓冲原材料成本上涨带来的不利影响。

公司对于金额较小的新客户一般按照先付全款再发货的模式进行销售,对金额较大的老客户一般按完工后验收合格先付 70%,留 30%质保金,半年内付清的模式进行货款回收。

公司的主要客户为有国企背景的大型铁路基建集团,与其具有多年的合作关系,货款不能回收的可能性较小。为扩大营业收入、分散风险,公司计划开展由目前以铁路销售为主转向核电、高速公路、搅拌站、民用建筑、水电、风电等行业同时拓展的多元化渠道建设,并逐渐将上述市场培育成为主市场。

总体看,公司的下游客户行业集中、质地优良,销售状况正常。但由于受整个行业销售回款模式的制约,公司实际货款回收周期较长。

表 8 公司近几年对主要客户的销售情况

客户名称	2008 年		2009 年		2010 年		11 年 1-9 月	
	销售额 (万元)	比例 (%)	销售额 (万元)	比例 (%)	销售额 (万元)	比例 (%)	销售额 (万元)	比例 (%)
中铁建总	1709	41.26	1949	37.18	3102	34.65	2961	37.43
中铁工总	1087	26.24	1344	25.64	2211	24.71	2001	25.30
中交集团	569	13.74	873	16.65	1697	18.96	1549	19.58
中建集团	519	12.53	538	10.26	896	10.01	797	10.08
中广核集团	258	6.23	538	10.26	1045	11.67	602	7.61

资料来源：公司提供

注：此表中的“比例”为主要客户销售收入占销售总额的比重

5. 安全环保

近年来，公司通过落实安全生产责任制、加强安全生产教育培训、定期组织安全检查、加大安全保障手段等措施，有效保证了生产的安全运行。同时，公司每年投入约 70 万元，用于劳动安全保护及厂区环境的改善。

在节能减排方面，公司对单位产品的水、电、汽消耗进行了有效控制，将每吨产品耗电控制在 4.5 千瓦/时，蒸汽用量控制在 0.012 立方米，用水控制在 1.10 吨；对生产过程中的废水充分回收，用于羧酸的复配生产，基本实现了零排放；对非生产用水和实验室用水进行综合控制，调配 PH 使其达到中性，以用于液体速凝剂的生产。

在环境保护方面，公司加强对机械（主要是电机、减速器）的噪音控制；对生产过程中擦拭的废油砂进行统一处理；对废弃性的物品进行分类，并由专人负责运输处理。

总体看，公司高度重视安全环保工作，全体员工已广泛接受安全环保理念并应用实际工作中，近几年公司未发生过重大安全环保事故，安全环保工作效果较明显。

6. 经营效率

2008~2010 年，公司资产总额和所有者权益年均复合分别增长 54.43%和 52.29%；公司主营业务收入和利润总额年均复合增长率分别为 31.47%和 40.79%。

2008~2010 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数呈逐年下降的趋势，2010 年两

项指标分别为 2.22 次和 0.72 次。2008~2010 年，公司存货周转次数有所波动，三年平均为 1.69 次，2010 年为 1.67 次。

总体看，公司整体经营效率正常。

7. 未来发展

随着市场的不断发展，公司 2011 年准备将销售网络向东北区域拓展，以形成覆盖全国的大京津塘、西北、西南、京沪、东北和东南 6 大区域，并对区域内部进行小区域和行业细分。在行业拓展上，公司计划由目前以铁路为主转向核电、高速公路、搅拌站、民用建筑、水电、风电等行业同时拓展，并逐渐将上述市场培育成为主市场。另外，公司下一步计划加强海外市场的开发，海外广阔的市场为公司进一步发展提供了广阔的平台和机遇。

公司目前主要的规划项目为 100kt/a 高分子表面活性剂项目，该项目产品为第三代聚羧酸减水剂母液和成品。产品生产工艺及质量已达到国内先进水平，符合国家倡导的低碳环保的产业政策，前景广阔：（1）该项目预计将于 2011 年通过相关部门的审批；（2）项目预计总投资 3.3 亿元；（3）项目拟征地 50 亩，建筑面积 27046 平方米，建设周期为 12 个月；（4）项目将形成年产 6 万吨第三代减水剂母液及 4 万吨第三代减水剂成品的生产能力；（5）预计 2012 年底全部建成，2011~2012 年尚需分别投入 5000 万元和 25000 万元。截至目前，项目已通过相关部门审批，并预计于 2012 年初开工建设。

目前,公司位于石家庄市良村开发区内的主厂房为租赁厂房,具有5万吨减水剂的年生产能力。待上述规划项目建成投产后,现有厂房将不再租赁使用,5万吨的年产能将自动淘汰。

此外,满城项目(一期)2010年已投入500万元,2011年尚需投入500万元。2011年底投产后将形成10万吨的复配成品生产能力。

2011~2012年公司将分别投入约5500万元和25000万元用于以上两个项目的建设。公司拟投资项目总额达到30500万元,是截至2011年9月底资产规模的1.80倍。公司未来投资规模大,资本支出压力大。

上述项目的投入资金主要部分来源于外部借款,剩余部分将通过自有资金解决,预计公司债务负担将因此大幅上升。

随着上述项目的逐步建成投产,公司生产能力将不断扩大,同时考虑到目前的市场订单情况及未来市场需求的不断增长,预计2011~2012年公司收入和利润将保持增长。但考虑到公司产能利用率低,公司未来新增产能能否转化为实际产量尚存在较大的不确定性,存在产能闲置风险。

总体上,公司生产能力逐步增长,经营前景良好。但原材料价格的大幅波动给公司带来一定的成本控制压力;同时,联合资信也注意到公司未来的投资规模大,资金支出压力大,且产能利用率较低。

七、 财务分析

1. 财务概况

公司提供的2008~2010年财务报表均经中兴财光华会计师事务所审计,并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2011年1~9月的财务数据未经审计。截至2011年9月底,公司无控股子公司。

截至2010年底,公司资产总额14363.97万元,所有者权益12568.78万元;2010年公

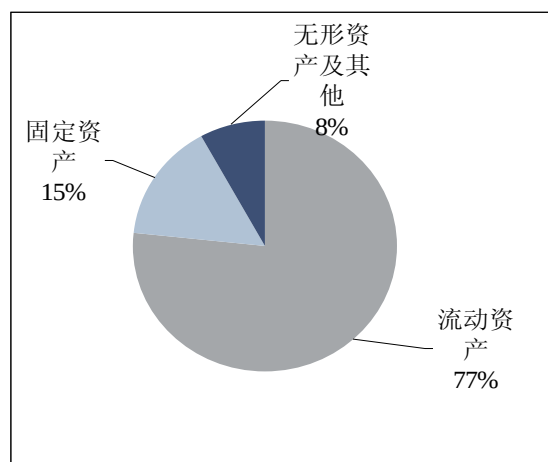
司实现主营业务收入8951.03万元,利润总额4834.42万元。

截至2011年9月底,公司资产总额16872.10万元,所有者权益15225.27万元;2011年1~9月,公司实现主营业务收入7909.80万元,利润总额3541.99万元。

2. 资产质量

2008~2010年公司资产总额逐年快速增长,年复合增长率达到54.43%。截至2010年底,公司资产总额14363.97万元;公司资产构成中以流动资产为主,2008~2010年流动资产占资产总额的比重分别为89.00%、81.38%和76.64%,资产结构没有发生重大变化。

图5 2010年底公司资产构成情况



资料来源:根据公司财务报表整理。

公司近三年来流动资产全部由货币资金、应收账款、其他应收款、预付账款和存货五项构成,其中应收账款、存货、其他应收款及货币资金占比较高。2008~2010年,公司流动资产快速增长,三年平均增长率43.30%。2010年底,公司流动资产合计11008.92万元,同比增长21.44%。

2008~2010年,公司货币资金规模增长,年均增长率达201.92%。其中2009年底,公司货币资金同比增加964.36万元,增幅699.20%,主要是注册资增长导致银行存款大幅增加所致。2010年底,公司货币资金稳定增

长，同比增幅 14.06%，占流动资产的比重为 11.42%。

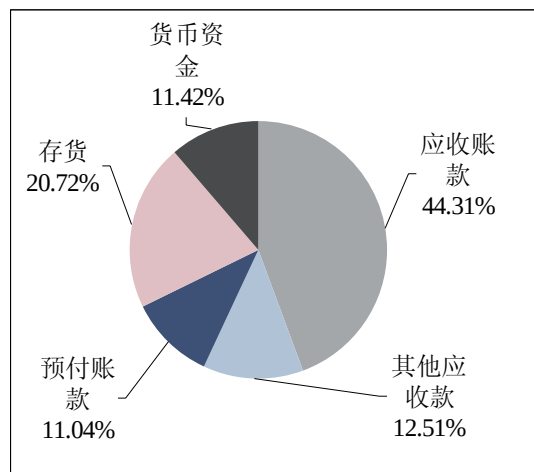
2008~2010 年，公司应收账款增长较快，年均增长率 42.94%。2010 年底，公司应收账款为 4877.78 万元，占流动资产的 44.31%，较 2009 年底增加 1684.22 万元，增幅 52.74%，主要原因是公司处于快速发展期间，销售规模增加使得经营性应收款项增长，且部分账款未到收款期。从应收账款账龄看，1 年以内占比 93.10%，1-2 年的应收账款占比 6.87%，账龄结构较为合理。公司没有计提坏账准备，主要原因是从应收账款大额明细看，前几大债务人（如京沪高铁中铁一局、中铁三局六武四标等）均为有国企背景的大型铁路基建集团，资金和信誉有政府保障，应收账款发生坏账的可能性低。

2008~2010 年，公司其他应收款快速增长，年均增长率 52.95%。其中 2009 年底，公司其他应收款同比增加 634.62 万元，增幅 107.78%，主要是新增中科智投资担保有限公司 368.09 万元保证金所致。2010 年底，公司其他应收款 1377.52 万元，同比增长 12.59%，占流动资产的比重为 12.51%。对其他应收款进行账龄分析，1 年以内的比例占到 93.10%，账龄结构较为合理。

2008~2010 年，公司预付账款快速增长，年均增长率 54.29%。其中 2009 年底，公司预付账款同比增长 120.73%，主要是用于生产混凝土外加剂原材料的预付采购款增加所致。2010 年底，公司预付账款 1215.00 万元，同比增长 7.85%，占流动资产的比重为 11.04%。

2008~2010 年，公司存货稳定增长，年均增长率 14.63%。2010 年底，公司存货 2281.37 万元，主要由原材料、产成品和自制半成品构成，公司未计提存货跌价准备。2010 年底公司存货同比增长 21.44%，主要是产成品和自制半成品增加所致。

图 6 2010 年底公司流动资产构成情况



资料来源：根据公司财务报表整理。

2008~2010 年，公司固定资产合计规模增长，年均增长率达 166.93%，主要是公司进入生产规模快速扩张，生产设备、厂房以及在建工程快速增长所致。2010 年底，公司固定资产合计 2218.28 万元，占总资产的比重为 15.44%。其中固定资产原值 1405.16 万元，主要为机器设备、运输工具等。公司已计提折旧 234.62 万元，固定资产成新率为 83.30%。2010 年底，公司在建工程为 1047.73 万元，同比增长 535.48%，主要是保定市满城厂房在建项目投资增加所致。

2008~2010 年，公司无形资产快速增长，年均增长率 79.96%。2009 年底，公司无形资产 1130.47 万元，同比增长 222.07%，主要为土地使用权，该土地使用权位于保定市满城县，使用期限为 50 年。2010 年底，公司无形资产 1136.77 万元，占总资产的比重为 7.91%。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额 16872.10 万元，较 2010 年底增长 17.46%，主要是其他应收款、存货以及在建工程增加所致；其中流动资产 12471.30 万元，流动资产所占比重 73.92%，较 2010 年底小幅下降 2.72 个百分点。从流动资产内部构成看，货币资金、应收账款及预付账款占比小幅下降，而其他应收款、存货占比相应有所上升。截至 2011 年 9 月底，公司其他应收款 2204.79 万元，较 2010

年底增长 60.06%，主要是投标保证金和履约保证金增长所致；公司存货较 2010 年底增长 29.43%，主要是公司增加了原材料采购，同时中间产品减水剂母液也有一定的增长；公司在建工程较 2010 年底增长 78.53%，主要是保定市满城厂房在建项目以及石家庄高新区 100kt/a 高分子表面活性剂项目投资增加所致。

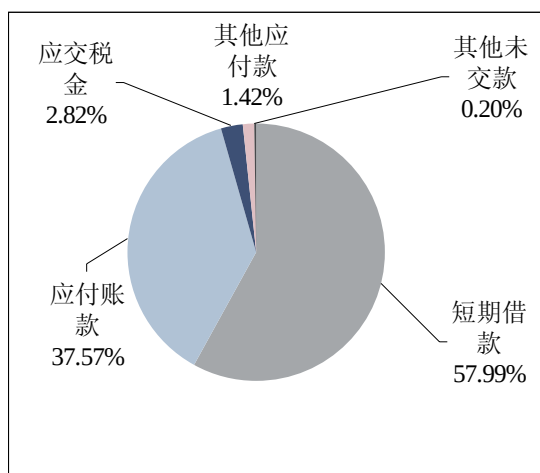
总体上，公司资产以流动资产为主，应收账款占比较大，资产结构不够合理，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2008~2010 年，公司所有者权益快速增长，年复合增长 52.29%，主要源于盈利的增长和股本的增资扩充。2010 年底，公司所有者权益 12568.78 万元，同比增长 40.54%，主要是未分配利润增长所致，所有者权益中未分配利润占 74.56%，所有者权益稳定性较差。截至 2011 年 9 月底，公司所有者权益 15225.27 万元，较 2010 年底增长 21.14%，全部来自未分配利润的增长。所有者权益构成中未分配利润占比升至 79.00%。

随着经营规模的迅速扩大，公司对资金的需求大幅增长。2008~2010 年，公司负债总额逐年快速增长，年复合增长率 72.43%。截至 2010 年底，公司负债总计 1795.19 万元。

图 7 2010 年底公司流动负债构成情况



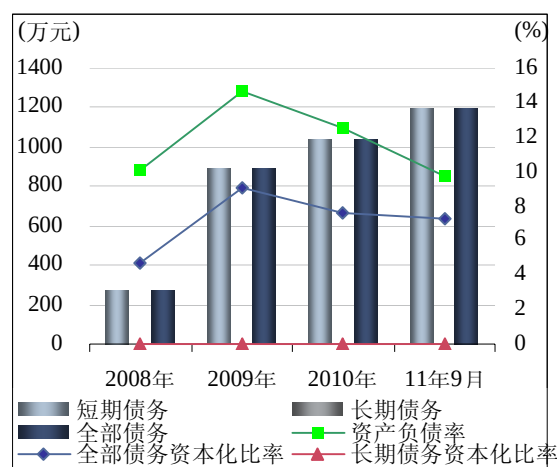
资料来源：根据公司财务报表整理。

公司近三年负债全部为流动负债，负债结构有待优化。从流动负债构成上看，主要集中于短期借款、应付账款等项目。2010 年底，短期借款、应付账款占比分别为 57.99%和 37.57%。

截至 2011 年 9 月底，公司负债总额 1646.83 万元，较 2010 年下降 8.26%，主要是归还部分银行贷款以及应付账款有所下降所致。负债结构仍然全部为流动负债，债务结构有待改善。截至 2011 年 9 月底，公司应付票据 390.13 万元，为应付辽宁奥克化学股份有限公司和吉林众鑫化工集团有限公司原材料采购款；公司其他应付款 60.54 万元，较 2010 年底增长 137.90%，主要是将原先计入短期借款的向个人和河北惠农投资有限公司的借款调入其他应付款所致。

从负债指标的变化趋势上看，资产负债率由 2008 年的 10.02% 上升至 2009 年的 14.62%，之后由于资产增长速度快于负债增长速度，资产负债率呈逐年下降的趋势，2010 年底以及 2011 年 9 月底该指标分别为 12.50% 和 9.76%；全部债务资本化比率与资产负债率类似，于 2009 年底达到 9.07%，之后受所有者权益增加较快影响指标也呈现逐年下降的趋势，2010 年底以及 2011 年 9 月底该指标分别为 7.65% 和 7.25%。

图 8 公司负债指标变化



资料来源：根据公司财务报表整理。

总体看，公司债务负担轻，但负债结构不合理。

4. 盈利能力

2008~2010 年，公司主营业务收入增长较快，年均复合增长率 31.47%，2010 年实现主营业务收入 8951.03 万元。2008~2009 年，公司主营业务利润率保持在 54%以上的较高水平。2010 年，公司主营业务收入保持较高的增长速度，同时公司库存盘点产生盘盈，该部分原材料及成品无成本销售导致总成本偏低，公司主营业务利润率升至 60.59%。

2008~2010 年，公司期间费用（营业费用、管理费用和财务费用）整体规模较小，期间费用合计占主营业务收入比重 2008~2010 年呈逐年下降的趋势，2010 年该值为 9.23%。从期间费用的构成上看，公司营业费用、管理费用占主营业务收入比重相对较高，2010 年两项费用占比分别为 4.66%和 3.75%。财务费用三年平均增长较快，主要是借款利息支出及手续费增加，但绝对数量小，占比较低。

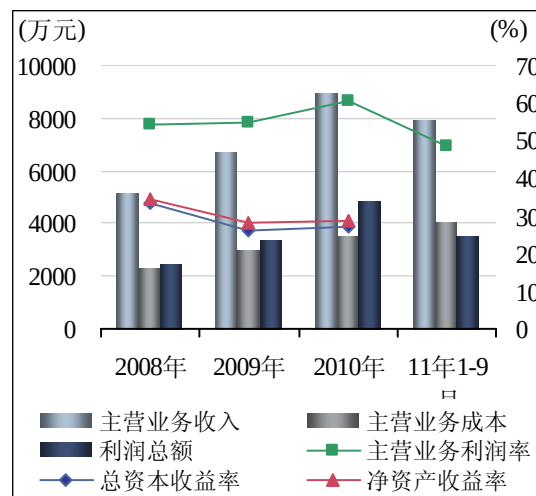
公司营业外收入主要来自固定资产盘盈，营业外支出主要是少量的项目赔偿款，其对利润影响程度小。

2008~2010 年，公司利润总额快速增长，年复合增长率达到 40.79%，2010 年，公司实现利润总额 4834.42 万元。

2008~2010 年，公司总资本收益率和净资产收益率呈震荡下降的趋势，主要原因是总资产、所有者权益的增长速度快于利润的增长速度所致。2010 年两项指标分别为 27.09%和 28.85%，仍处于较高水平。

2011 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 7909.80 万元，占 2010 年全年主营业务收入的比重为 88.37%，公司经营保持良好的增长态势；主营业务利润率 48.76%，较 2010 年有较大幅度的下降，主要是高铁等下游需求有所减少导致产品销售价格有所降低，同时公司原材料采购成本和人工成本上升所致。

图 9 公司盈利能力指标变化



资料来源：根据公司财务报表整理。

总体上，公司收入及利润规模呈现良好的增长态势；总资本收益率和净资产收益率水平有所波动，但整体盈利能力较强。

5. 现金流量

2008~2010 年，公司经营活动现金流入增长较快，年均增长率 29.88%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金增加较快所致。2010 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 7510.23 万元；2008~2010 年，公司现金收入比分别为 84.16%、88.01%和 83.90%，公司收入的现金实现质量较差。主要原因是货款结算中质保金比例较高（30%），造成相当一部分收入无法及时兑现。2011 年 1~9 月，公司现金收入比上升至 93.88%，主要是 2011 年新增搅拌站项目客户回款及时，导致收到的现金量增长所致。

2008~2010 年，公司经营活动现金流量净额逐年增长，其中 2010 年达到 1450.33 万元。公司经营活动净现金流持续改善。

2008~2010 年，公司投资活动无现金流入，同时随着公司生产规模快速增长，公司构建固定资产、无形资产支付的现金快速增长，2010 年底，该值为 1398.24 万元；公司投资活动现金流量净额 2009 年较 2008 年规模增长，而 2010 年该值保持稳定。

由于经营活动获取净现金的能力增强,而投资规模保持相对稳定,使得公司外部筹资压力有所好转。2008~2010年,公司筹资活动前产生的现金流量净额分别为-1039.62万元、-598.99万元和52.09万元;公司筹资活动现金流入主要是股东投资和银行借款所收到的现金;2008~2010年,公司筹资活动现金流量净额波动下降,年均降低66.03%,2010年,该值仅为102.87万元。

2011年1~9月,公司经营活动现金流入7505.92万元,经营活动现金净流量1389.68万元;同期,公司投资活动现金支出1394.45万元,主要是保定市满城厂房在建项目、石家庄高新区100kt/a高分子表面活性剂项目以及湖南生产基地项目投资增加所致;2011年1~9月,公司筹资活动现金流入1241.00万元,全部为银行贷款资金,公司筹资活动现金流量净额为-281.36万元。

总体看,公司收入的现金实现质量较差;公司经营活动净现金流持续改善,而投资规模保持相对稳定,公司资本支出外部筹资压力有所减轻。

6. 偿债能力

2008~2010年,公司流动比率和速动比率有所波动,2010年分别为613.25%和486.16%;2011年9月底,两项指标值分别升至757.29%和577.99%。公司短期偿债能力强。

2008~2010年,公司EBITDA逐年快速增加,由2008年的2517.07万元增加至2010年的4985.27万元;同期,公司EBITDA利息倍数也呈现逐年快速增长的态势,2010年,该值为82.09倍;2008~2010年,公司全部债务/EBITDA有所波动,2010年该值仅为0.21倍。由于公司债务规模较小,因此公司对全部债务保护能力较好。

截至2011年9月底,公司无对外担保。

截至2011年9月底,公司获得银行授信总额2800万元,已使用额度1190.13万元,未

使用额度1609.87万元,公司间接融资渠道畅通。

八、 本期集合票据偿债能力分析

本期票据发行额占2011年9月底公司全部债务余额的420.12%,本期票据的发行对公司债务及债务结构影响大。

以公司2011年9月底财务数据为基础,不考虑其他因素变化,本期票据发行后,公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至30.39%和28.91%,公司债务负担显著增加。但考虑到公司本期票据募集资金中的部分用于置换银行借款,公司实际债务比率可能小于上述模拟值。

2008~2010年,公司EBITDA分别是本期票据额度的0.50倍、0.69倍和1.00倍,对本期票据的保障能力一般。

2008~2010年,公司经营活动现金流入量分别为本期票据发行额度的0.89倍、1.21倍和1.51倍;2008~2010年,公司经营活动获取的现金流量净额由负转正且呈逐年增长的态势,分别是本期票据发行额度的-0.12倍、0.15倍和0.29倍。公司经营性现金流对本期票据的保障能力尚可,经营性净现金流对本期票据的保证程度低。

总体上看,公司对本期票据的偿还能力一般。

九、 综合评价

近年国家对高铁及其他大型基础设施项目的投建推动了混凝土添加剂行业的发展,为公司提供了广阔的发展空间。

公司专注于新型建材混凝土外加剂的技术开发以及自研产品的生产和销售,其技术研发水平较高,产品在众多国内大型工程项目中得到应用。近年来公司收入规模实现稳步增长。

公司资产以流动资产为主，应收账款占比较大；公司整体盈利能力较强，债务负担轻，资产结构不合理；受客户集中结算支付政策的影响，公司收入的现金实现质量较差，经营活动净现金流持续改善。

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	137.92	1102.28	1257.25	201.92	971.11
短期投资	0.00	0.00	0.00		0.00
应收票据	0.00	0.00	0.00		0.00
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	2387.37	3193.56	4877.78	42.94	5308.33
其他应收款	588.82	1223.44	1377.52	52.95	2204.79
预付账款	510.39	1126.56	1215.00	54.29	1034.30
期货保证金	0.00	0.00	0.00		0.00
应收补贴款	0.00	0.00	0.00		0.00
应收出口退税	0.00	0.00	0.00		0.00
存货	1736.25	1878.57	2281.37	14.63	2952.76
待摊费用	0.00	0.00	0.00		0.00
待处理流动资产净损失	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的长期债权投资	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
流动资产合计	5360.76	8524.42	11008.92	43.30	12471.30
长期投资					
长期股权投资	0.00	0.00	0.00		0.00
长期债权投资	0.00	0.00	0.00		0.00
长期投资合计	0.00	0.00	0.00		0.00
减：长期投资减值准备	0.00	0.00	0.00		0.00
加：合并价差	0.00	0.00	0.00		0.00
长期投资净额	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产					
固定资产原值	392.62	799.04	1405.16	89.18	1697.82
减：累计折旧	81.28	144.50	234.62	69.89	304.32
固定资产净值	311.34	654.55	1170.54	93.90	1393.50
固定资产净值减值准备	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产净额	311.34	654.55	1170.54	93.90	1393.50
工程物资	0.00	0.00	0.00		0.00
在建工程	0.00	164.87	1047.73		1870.52
固定资产清理					
待处理固定资产净损失					
固定资产合计	311.34	819.42	2218.28	166.93	3264.03
无形资产及其他资产					
无形资产	351.00	1130.47	1136.77	79.96	1136.77
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	351.00	1130.47	1136.77	79.96	1136.77
递延税项					
递延税项借项					
资产总计	6023.10	10474.31	14363.97	54.43	16872.10

附件 1-2 公司资产负债表（负债及权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债					
短期借款	269.40	892.00	1041.00	96.57	800.00
应付票据	0.00	0.00	0.00		390.13
应付账款	211.51	587.57	674.50	78.58	345.98
预收账款	0.00	0.00	0.00		0.00
应付工资	0.00	0.00	0.00		0.00
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	25.36	27.64	50.61	41.27	47.89
其他未交款	2.32	1.41	3.63	25.19	60.54
其他应付款	95.21	22.73	25.45	-48.30	#REF!
预提费用	0.00	0.00	0.00		0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的长期负债	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
流动负债合计	603.80	1531.34	1795.19	72.43	1646.83
长期负债					
长期借款	0.00	0.00	0.00		0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
其他长期负债	0.00	0.00	0.00		0.00
长期负债合计	0.00	0.00	0.00		0.00
递延税项					
递延税项贷款					
负债合计	603.80	1531.34	1795.19	72.43	1646.83
少数股东权益	0.00	0.00	0.00		0.00
所有者权益					
实收资本	1168.00	2168.00	2168.00	36.24	2168.00
资本公积	0.00	0.00	0.00		0.00
盈余公积	414.91	667.28	1029.86	57.55	1029.86
其中：法定公益金	414.91	667.28	1029.86	57.55	1029.86
未分配利润	3836.39	6107.69	9370.92	56.29	12027.41
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	5419.30	8942.96	12568.78	52.29	15225.27
负债及所有者权益合计	6023.10	10474.31	14363.97	54.43	16872.10

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	5178.61	6721.59	8951.03	31.47	7909.80
减: 主营业务成本	2297.94	2991.47	3472.57	22.93	4003.62
主营业务税金及附加	80.06	43.37	54.85	-17.23	49.39
加: 代购代销收入	0.00	0.00	0.00		0.00
二、主营业务利润	2800.61	3686.76	5423.61	39.16	3856.79
加: 其他业务利润	67.19	293.52	207.92	75.92	330.64
减: 营业费用	278.43	370.30	417.25	22.42	293.48
管理费用	248.74	389.27	335.92	16.21	263.42
财务费用	47.61	61.93	73.36	24.13	102.36
其他	0.00	0.00	0.00		0.00
三、营业利润	2293.02	3158.78	4805.00	44.76	3528.16
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00		0.00
补贴收入	0.00	0.00	0.00		0.00
营业外收入	151.59	200.42	29.68	-55.75	18.35
其他	0.00	0.00	0.00		0.00
减: 营业外支出	5.75	32.45	0.26	-78.62	4.52
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	2438.86	3326.75	4834.42	40.79	3541.99
减: 所得税	570.14	803.09	1208.60	45.60	885.50
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	#DIV/0!	0.00
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00		0.00
五、净利润	1868.72	2523.66	3625.81	39.29	2656.49

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	4358.16	5915.40	7510.23	31.27	7425.78
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00		0.00
收到的其他与经营活动有关的现金	105.63	156.23	19.84	-56.66	80.14
经营活动产生的现金流入小计	4463.79	6071.63	7530.08	29.88	7505.92
购买商品、接受劳务支付的现金	4198.00	3969.11	3777.05	-5.15	4329.20
支付给职工以及为职工支付的现金	246.88	368.90	338.96	17.17	275.47
支付的各项税费	620.31	845.07	1458.63	53.34	1054.79
支付的其他与经营活动有关的现金	0.00	136.78	505.10		456.78
经营活动产生的现金流出小计	5065.19	5319.86	6079.75	9.56	6116.23
经营活动产生的现金流量净额	-601.40	751.77	1450.33		1389.68
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		0.00
投资活动产生的现金流入小计	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所支付的现金	438.22	1350.76	1398.24	78.63	1394.45
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	438.22	1350.76	1398.24	78.63	1394.45
投资活动产生的现金流量净额	-438.22	-1350.76	-1398.24	78.63	-1394.45
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资所收到的现金	668.00	1000.00	0.00	-100.00	0.00
借款所收到的现金	269.40	700.00	1065.00	98.83	1241.00
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	937.40	1700.00	1065.00	6.59	1241.00
偿还债务所支付的现金	0.00	77.40	859.00		1420.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	45.98	59.25	103.13	49.76	102.36
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	45.98	136.65	962.13	357.43	1522.36
筹资活动产生的现金流量净额	891.42	1563.35	102.87	-66.03	-281.36
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	-148.20	964.36	154.97		-286.13

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	变动率(%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	1868.72	2523.66	3625.81	39.29
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	32.21	63.21	90.12	67.26
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)	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加(减:减少)	0.00	0.00	0.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	0.00	0.00	0.00	
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	45.98	59.25	74.41	27.21
投资损失(减:收益)	0.00	0.00	0.00	
递延税款贷项(减:借项)	0.00	0.00	0.00	
存货的减少(减:增加)	-940.86	-142.32	-402.80	-34.57
经营性应收项目的减少(减:增加)	-1831.15	-2056.98	-1793.62	-1.03
经营性应付项目的增加(减:减少)	223.70	304.95	-143.59	
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	-601.40	751.77	1450.33	
二、现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	137.92	1102.28	1257.25	201.92
减：现金的期初余额	286.13	137.92	1102.28	96.28
现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	-
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	-
现金及现金等价物净增加额	-148.20	964.36	154.97	

附件 4 主要计算指标

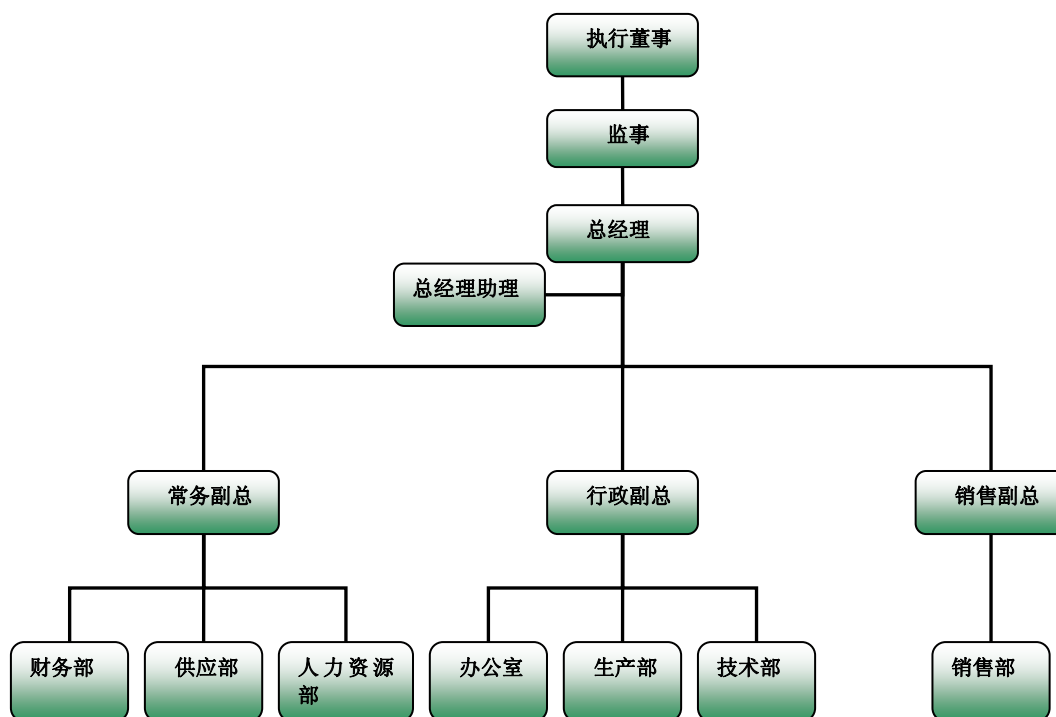
项目	2008 年	2009 年	2010 年	平均值	2011 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	2.66	2.41	2.22	2.36	--
存货周转次数(次)	1.82	1.66	1.67	1.69	--
总资产周转次数(次)	1.15	0.81	0.72	0.83	--
现金收入比(%)	84.16	88.01	83.90	85.18	93.88
盈利能力					
主营业务利润率(%)	54.08	54.85	60.59	57.57	48.76
总资本收益率(%)	33.66	26.13	27.09	28.11	--
净资产收益率(%)	34.48	28.22	28.85	29.79	--
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(%)	4.74	9.07	7.65	7.49	7.25
资产负债率(%)	10.02	14.62	12.50	12.64	9.76
偿债能力					
流动比率(%)	887.84	556.66	613.25	651.19	757.29
速动比率(%)	600.29	433.99	486.16	493.34	577.99
经营现金流动负债比(%)	-99.60	49.09	80.79	35.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	54.72	74.58	82.09	74.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.11	0.26	0.21	0.20	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-3.86	-0.67	0.05	-0.95	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-22.60	-13.00	0.86	-7.99	--
本期票据偿债能力					
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.50	0.69	1.00	0.81	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.89	1.21	1.51	1.30	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.12	0.15	0.29	0.17	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.21	-0.12	0.01	-0.07	--

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件 6 公司组织结构图（截至 2011 年 9 月底）



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