

跟踪评级公告

联合[2012] 1337 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持“11陕中小SMECN1”信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

陕西省农业和科技中小企业 2011 年度第一期中小企业 集合票据跟踪评级报告

本期集合票据信用

跟踪评级结果	AAA
上次评级结果	AAA

本期集合票据要素

集合票据简称	11 陕中小 SMECN1
发行额度	2.1 亿元
发行时间	2011 年 12 月 26 日
期限	3 年

主体长期信用

集合票据发行企业	上次评级结果	跟踪评级结果
陕西中兴林产有限责任公司	BBB/稳定	BBB/稳定
陕西国德电气制造有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
杨凌本香农业产业集团有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
集合票据担保人	上次评级结果	跟踪评级结果
中债信用增进投资股份有限公司	AAA	AAA

跟踪评级时间：2012 年 12 月 31 日

分析师

李小建 潘诗湛
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

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

陕西省农业和科技中小企业 2011 年度第一期中小企业集合票据发债企业在跟踪期内保持了较为良好的发展势头，生产经营及财务状况保持平稳。但联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）关注到，个别发行企业受行业景气度下滑、下游需求疲软等因素，经营产生波动；各发行企业债务负担持续加重，对外担保规模较大等因素对其偿债能力造成不利影响。

本期集合票据由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。联合资信评定，中债增进公司主体长期信用等级为 AAA，担保实力很强，其担保对本期集合票据的信用水平提升作用大。

综合看，本期集合票据不能按期还本付息的风险很低，联合资信维持“11 陕中小 SMECN1”信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内，陕西省经济仍保持了平稳增长，为中小企业经营提供了有力支持。
2. 跟踪期内，本期集合票据大部分发行企业表现出了较好的抗风险能力，资产和收入规模持续增长，经营及财务状况较为稳定。
3. 中债增进公司担保实力很强，其担保对本期集合票据信用水平提升作用大。

关注

1. 本期集合票据为3家企业集合发行，发债企业之间存在业务发展不平衡的情况，其中某一发行企业的兑付能力有可能发生变化。
2. 本期集合票据的发行企业全部为中小企业，经营状况较易受宏观经济形势和产业政策调整的影响。2011 年以来，在国内宏观政策环境趋紧和国外经济形势严峻的情况下，中小企业经营波动风险加大。

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）与陕西省农业和科技中小企业 2011 年度第一期中小企业集合票据发行企业构成委托关系外，联合资信、评级人员与各发行企业不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于陕西省农业和科技中小企业 2011 年度第一期中小企业集合票据发行企业主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、本期集合票据基本情况

陕西省农业和科技中小企业 2011 年度第一期中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”）于 2011 年 12 月 26 号发行，发行总额 2.10 亿元，期限 3 年。本期集合票据由陕西中兴林产有限责任公司等 3 家发行企业按照“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。本期集合票据发行企业和发行额度见表 1。

表 1 集合票据发行企业及发债额度

集合票据发行企业		发债额度（万元）
1	陕西中兴林产有限责任公司	12000
2	陕西国德电气制造有限公司	4000
3	杨凌本香农业产业集团有限公司	5000
合计		21000

资料来源：联合资信整理

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企业应偿付的 2.1 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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境

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

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

2012 年前三季度国民经济运行逐步趋稳，2012 年 1~9 月国内生产总值 35.35 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%。其中，一季度增长 8.1%，二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%。分产业看，第一产业增加值 3.31 万亿元，同比增长 4.2%；第二产业增加值 16.54 万亿元，增长 8.1%；第三产业增加值 15.50 万亿元，增长 7.9%。从环比看，三季度国内生产总值增长 2.2%，与 2011 年同期环比数相比下降 0.2 个百分点。2012 年前三季度固定资产投资平稳较快增长，前三季度固定资产投资（不含农户）256933 亿元，同比名义增长 20.5%（扣除价格因素实际增长 18.8%），增速比上半年加快 0.1 个百分点。

分地区看，东部地区投资同比增长 18.4%，中部地区增长 25.8%，西部地区增长 24.1%。其中前三季度基础设施(不包括电力、热力、燃气及水的生产与供应)投资 38677 亿元，同比增长 10.2%，增速比上半年加快 5.8 个百分点。

2. 政策环境

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

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

年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月，央行 2 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至 2012 年 9 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 94.37 万亿元，同比增长 14.8%。截至 2012 年 9 月底人民币贷款余额 61.51 万亿元，人民币存款余额 89.96 万亿元。前三季度，新增人民币贷款 6.72 万亿元，同比多增 1.04 万亿元；新增人民币存款 9.03 万亿元，多增 9243 亿元。

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

四、中小企业发展概况和区域经济环境

1. 中小企业发展概况

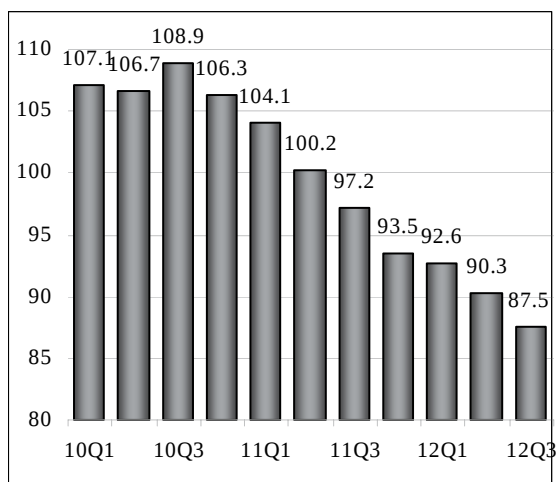
(1) 中小企业概况

中小企业是国民经济和社会发展的重要组成部分，其在促进经济增长、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。以 2010 年统计数据为例，2010 年底全国工商

登记中小企业超过 1100 万家，其中工业企业中，全国规模以上中小企业工业增加值占规模以上企业增加值的 69.10%，实现税金占规模以上税金总额的 54%。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。

中小企业一般业务结构相对单一，适应能力强、灵活的经营机制以及良好的发展潜力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，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。

图 1 2010 年以来中国中小企业发展指数



资料来源：中国中小企业协会

2008年以来，受世界经济金融形势震荡多变、出口市场增速下滑、国内市场竞争日趋激烈、劳动力成本压力上升、人民币升值侵蚀利润空间等多重不利因素的影响，国内中小企业也受到了较大程度的冲击。2009年以来，中小企业景气度受外部经济环境逐步回暖，2010年第三季度在中国经济增长速度逐步回落的宏观形势下，处于市场经济弱势地位的中小企业发展的景气状况出现逐步下滑的趋势。2011年以来，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。2012年中小企业经济发展外

部环境逐步恶化，2012年三季度中小企业发展指数跌落到87.5，目前仍存在着下行压力。根据中小企业协会的数据显示，从2010年第三季度开始至2012年第三季度，中国中小企业发展指数直线下降，面临的经营风险加大。

(2) 政策环境及发展现状

中国政府历来高度重视中小及民营经济发展，“十五”期间，中国扶持和促进中小企业发展的第一部专门法律——《中华人民共和国中小企业促进法》正式颁布实施，中小及民营企业进入了一个里程碑式的发展阶段。2008年以来，为了应对宏观经济的冲击，中央政府密集出台了一系列针对中小企业的发展举措和政策，陆续颁布了《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》(国办发〔2008〕126号)、《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》(国发〔2009〕36号)和《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》(国发〔2010〕13号)等政策文件，其中对营造有利于中小企业发展的良好环境，缓解中小企业融资困难，加大对中小企业的财税扶持力度以及加快中小企业技术进步和结构调整等方面都作了具体说明和指导。

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

2012年4月，国务院发布了关于进一步支

持小型微型企业健康发展的意见》(国发〔2012〕14号),提出进一步加大财税支持,同时将2012年中小企业专项资金规模扩大到141.7亿元,并向小型微型企业和中西部地区倾斜;中央财政安排150亿元资金,依法设立国家中小企业发展基金,引导地方、创业投资机构及其他社会资金支持处于初创期的小型微型企业。

总体来看,2011年以来,在国内宏观政策环境趋紧和国外经济形势严峻的情况下,中小企业经营波动风险加大。为此,政府在出台一系列在融资、财税等方面政策,一定程度上缓解了中小企业压力。

2. 区域经济发展概况

2011年,陕西省全年实现生产总值12391.3亿元,同比增长12.90%。其中,第一产业增加值1220.9亿元,增长5.9%,占生产总值的比重为9.8%;第二产业增加值6836.27亿元,增长16.9%,占55.2%;第三产业增加值4334.13亿元,增长11.7%,占35%。人均生产总值33142元,比上年增长13.7%。全年非公有制经济增加值6257.1亿元,占生产总值的50.5%,比上年提升1个百分点。

全年实现工业增加值5727.76亿元,比上年增长17.1%。其中规模以上工业增加值5459.58亿元,增长17.9%。规模以上工业中,重工业增加值4771.12亿元,增长17.8%;轻工业688.46亿元,增长18.5%。

全年全社会固定资产投资突破万亿元,达10033.05亿元,比上年增长30.2%。其中,固定资产投资9711.05亿元,增长29.7%;农户投资322亿元,增长46.2%。

全年实现社会消费品零售总额3790亿元,比上年增长18.6%。城镇市场实现零售额3345.2亿元,增长20.4%;乡村市场实现零售额444.82亿元,增长6.5%。其中,限额以上实现零售额2157.02亿元,增长30.8%;限额以下实现零售额1632.98亿元,增长5.5%。

3. 地方政策环境

陕西省政府于2012年6月出台《关于进一步支持中小微企业发展的实施意见》(以下简称“意见”),进一步促进陕西省小微企业健康发展。

意见中计划从6个方面为山西省内中小微企业发展。财税支持方面,将进一步落实税收优惠政策、加大财政支持、完善融资激励、加大政府采购;金融支持方面,将扩大信贷投入、推进信贷创新健全金融服务体系、拓宽资本市场融资渠道、加强担保体系建设、规范金融服务、激活民间资金、发挥保险作用、优化金融服务环境;支持中小微企业转型发展方面,实施“百千万”成长工程、提升自主创新能力、推进信息化、实施知识产权战略推进工程、加快淘汰落后产能等;完善公共服务方面,将加强服务平台建设、提升管理水平、帮助企业开拓市场、为企业开发适用人力资源;推动全民创业方面,指鼓励各类群体创业、支持创业基地建设、统筹解决用地需求;优化发展环境方面,计划减轻企业负担、改善通关服务、建立运行监测体系、营造发展氛围等。

总体看,近年来陕西省经济稳定增长,同时陕西省全省境内推行的中小微型企业鼓励政策将为区域内企业提供良好的政策扶持,区域内中小企业外部发展环境良好。

五、发行企业主体长期信用

跟踪期内,联合资信对本期集合票据的3家发行企业的主体长期信用进行了跟踪分析,具体分析参见各发行企业的《跟踪评级报告》。跟踪期内,本期集合票据3家发行企业均表现出了较好的发展势头,生产经营及财务状况较为稳定。本期跟踪中,3家发行企业的主体长期信用等级和评级展望均未发生调整。

表 2 本期集合票据发行企业主体长期信用

集合票据发行企业	上次评级结果	跟踪评级结果
陕西中兴林产有限责任公司	BBB/稳定	BBB/稳定
陕西国德电气制造有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
杨凌本香农业产业集团有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定

资料来源：联合资信整理

但是，联合资信关注到，跟踪期内各发行企业有息债务负担持续上升，受下游需求疲软、行业竞争激烈影响，盈利能力有所波动；同时，部分企业资本支出继续保持较大的规模，随着未来投资规模继续扩大，债务负担中短期内将保持持续增长趋势。

六、担保能力分析

1. 担保条款

中债增进公司就本期票据存续期限内发行企业应偿付的 2.1 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。

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。

2. 担保人担保能力分析

中债增进公司成立于 2009 年 9 月 21 日，是国内首家专业债券信用增进机构，接受中国人民银行监管，由中国银行间市场交易商协会联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立，注册资本 60 亿元。其中，中国石油天然气集团公司、国网资产管理有限公司、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首钢总公司、北京万行中兴实业投资有限公司各持 16.5% 股份，中国银行间市场交易商协会持 1% 股份，中债增进公司的股东背景和资本实力强大。

中债增进公司经营范围包括：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。

中债增进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。目前中债增进公司共有员工 106 人，其中拥有硕士及以上学历的员工比重约 87%。

截至 2011 年底，公司资产总额 92.04 亿元，负债总额 26.04 亿元，所有者权益 66.00 亿元。2011 年，公司实现各项营业收入 6.60 亿元，净利润 4.01 亿元。

截至 2012 年 3 月底，公司资产总额 93.45 亿元，负债总额 25.74 亿元，所有者权益 67.71 亿元。2012 年 1 季度，公司实现营业收入 2.02 亿元，净利润 1.06 亿元。

中债增进公司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，中债增进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。基于中债增进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增进公司主体信用等级为 AAA。

本期集合票据发行额度（2.10 亿元）占 2012 年 3 月底中债增进公司资产总额的 2.25%、所有者权益的 3.10%，增信余额的 0.36%，所占比例较低；立即偿付本期集合票据对中债增进公司影响很小。

七、结论

综合考虑，联合资信维持“11 陕中小 SMECN1” AAA 的信用级别。

附件 1 中长期债券信用等级设置及其含义

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

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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2012] 1338 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持陕西中兴林产有限责任公司主体长期信用等级为BBB，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日
评级业务专用章

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

陕西中兴林产有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 31 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	1.28	0.92	1.29	1.15
资产总额(亿元)	7.91	8.27	8.97	8.57
所有者权益合计(亿元)	3.76	4.56	4.95	4.06
短期债务(亿元)	1.42	1.10	1.10	1.90
全部债务(亿元)	2.35	2.70	3.10	3.90
营业收入(亿元)	3.47	4.94	5.05	3.92
利润总额(亿元)	0.37	0.79	0.40	0.36
EBITDA(亿元)	0.82	1.31	1.02	--
经营性净现金流(亿元)	0.66	0.84	0.53	0.77
营业利润率(%)	15.61	15.16	15.84	16.55
净资产收益率(%)	9.95	17.38	7.98	--
资产负债率(%)	52.44	44.91	44.80	52.63
全部债务资本化比率(%)	38.43	37.21	38.51	48.99
流动比率(%)	90.83	169.22	220.91	162.60
全部债务/EBITDA(倍)	2.86	2.07	3.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.50	15.00	6.04	--
经营现金流流动负债比(%)	24.02	49.53	32.58	--

注: 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

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

陕西中兴林产有限责任公司(以下简称“公司”)主要从事中(高)密度纤维板的生产和销售。跟踪期内,受产能扩张以及下游需求不振影响,纤维板行业发展形势较为严峻;受益于地理位置优势、产品结构调整,公司实现收入的小幅增长,经营活动保持良好的获现能力。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到,公司获得增值税退税收入减少,公司总体盈利能力有所下滑;利润分配使得公司所有者权益下降。

未来,公司通过产品结构调整,收入有望保持平稳增长;税收上的优惠政策,减轻了公司的税赋压力,对公司发展起到一定支持作用。

综上,联合资信维持公司主体长期信用等级为 BBB, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司产品涉及中国资源综合利用的重点领域,持续获得政府的税收优惠政策支持。
2. 公司是西北地区最大的中(高)密度纤维板制造商之一,下游市场较为稳定。
3. 公司经营活动获现能力较强,债务结构较为合理。

关注

1. 跟踪期内,受产能扩张以及下游需求不振,纤维板行业发展形势较为严峻。
2. 受债务规模上升和利润分配影响,公司债务负担加重。

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）与陕西中兴林产有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与陕西中兴林产有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因陕西中兴林产有限责任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陕西中兴林产有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于陕西中兴林产有限责任公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

陕西中兴林产有限责任公司(以下简称“中兴林产”或“公司”)于1999年由刘忠新、吴宝荣投资设立，公司设立时注册资本人民币3000万元，其中：刘忠新出资2600万元、吴宝荣出资400万元。经过数次增资之后，注册资本于2010年底增至12500万元，其中刘忠新认缴6235万，持股比例为49.88%；其他43家法人及自然人认缴6265万元，持股比例为50.12%。刘忠新为实际控制人。

公司经营范围：人造板、粘合剂胶的生产、销售；家具、农林土特产品、钢材、建材、装饰装潢材料、工艺品、五金交电产品的销售；经济林种植等业务。

截至2011年底，公司下设人力资源部、公司办公室、安全保卫部、销售部、质保部、生产技术部、供应部、财务部等部门；拥有全资子公司陕西中兴林产科技有限公司。

截至2011年底，公司合并资产总额为89679.46万元，所有者权益合计为49503.71万元。2011年，公司实现营业收入50476.52万元，利润总额4005.46万元。

截至2012年9月底，公司合并资产总额为85740.57万元，所有者权益合计为40615.50万元。2012年1~9月，公司实现营业收入39215.00万元，利润总额3611.78万元。

公司注册地址：西安市经济技术开发区泾河工业园泾渭八路；公司法定代表人：刘忠新。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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

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

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

2. 政策环境

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

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

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月，央行2次下调存款准备金率，并于7月非对称下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末，广义货币供应量(M2)94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量(M1)28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来

看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

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

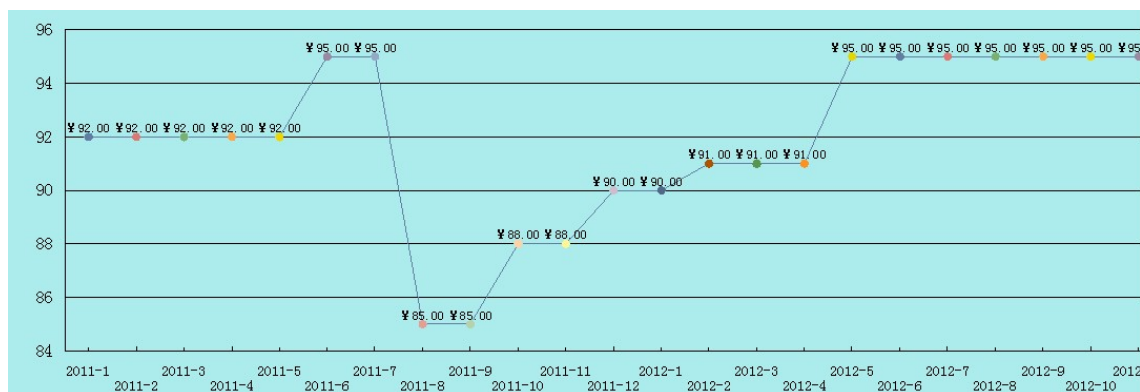
四、行业概况

公司所处行业属于人造板建筑材料子行业——纤维板制造业。

由于下游楼市、家具市场需求的支撑有限，加之前几年产能扩张，跟踪期内，纤维板整体发展形势较为严峻。

从产量上看，随着前几年的产能扩张，中国纤维板产量增长较快，2011年中国全年产量4954.07万立方米，同比增长24.59%；进入2012年，受2011年纤维板市场不景气影响，库存上升，以及原材料供应紧张，2012年1~11月，中国纤维板产量5033.23万立方米，同比增长下降至12.55%。

图 1 中密度板：1220*2440*9(E1 级)价格走势
(单位：元/张)



资料来源：南京市工程造价信息网

从价格上看，2011 年，受下游楼市、家具市场需求下降，以及产能扩张所带来的产量大幅增长，纤维板市场价格总体呈下降趋势；进入 2012 年，尤其是 6 月份以来，原材料枝桠材受农忙及天气影响，市场供应紧张，价格一路上行，纤维板生产厂商成本增加，但受下游需求持续不振影响，纤维板价格局部窄幅上调。

总体看，受产能扩张以及下游需求不振影响，跟踪期内，纤维板行业整体发展形势较为严峻。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2012 年 9 月底，公司注册资本 12500 万元，其中刘忠新认缴 6235 万，持股比例为 49.88%；其他 43 家法人及自然人认缴 6265 万元，持股比例为 50.12%。刘忠新为实际控制人。

2. 企业规模

公司及其全资子公司陕西中兴林产科技有限责任公司（以下简称“中兴科技”）是西北地区最大的中（高）密度纤维板制造商之一。公司目前的主要业务领域为中（高）密度纤维板的制造、销售，公司的主要产品是中（高）密度纤维板，公司根据市场需求可生产厚度 2.0—40mm 不同规格的纤维板，是纤维板生产企

业中产品规格最齐全的生产企业之一。

公司现有两条德国引进的中（高）密度纤维板生产线，是西北地区仅有的两条进口中（高）密度纤维板生产线。

3. 税收优惠

根据财政部、国家税务总局财税〔2011〕115 号文《财政部国家税务总局关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知》，对公司销售的以农林剩余物为原料自产综合利用产品实行增值税即征即退 80%的政策。2011 年公司收到增值税退税收入 847.94 万元，较 2010 年的 4310.49 万元下降较多，主要原因是公司以实际收到的增值税退税入账，而《关于以农林剩余物为原料的综合利用产品增值税政策的通知》（财税〔2009〕148 号）于 2009 年年底发布，2009 年公司的增值税退税 2100 余万元于 2010 年确认，且公司 2011 年部分增值税退税暂未收到所致。

依据财政部、海关总署、国家税务局《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税〔2012〕58 号）的规定，自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，公司执行 15%的企业所得税税率。

根据财政部、国家税务总局《关于执行资源综合利用企业所得税优惠目录有关问题的通知》（财税〔2008〕47 号）的规定，公司以国家发改委公布的《资源综合利用企业所得税优惠目

录》规定的资源作为主要原材料，生产国家非限制和禁止产品，并符合国家和行业相关标准的产品取得的收入，按 90%计入收入总额。

根据财政部、国家税务总局《关于印发<技术改造过程设备投资抵免企业所得税暂行办法>的通知》（财税字[1999]290 号）和国家税务总局《关于印发<技术改造国产设备投资抵免企业所得税审核管理办法>的通知》（国税发[2000]13 号）的规定，陕西省国家税务局《关于确认陕西中兴林产有限责任公司等两户企业国产设备投资抵免项目的通知》（陕国税函[2006]号），公司国产设备投资 3980.53 万元符合技术改造国产设备投资抵免企业所得税的有关规定，在 2006 至 2010 年可抵免企业所得税 1592.21 万元。跟踪期内，因该政策已到期失效，公司不再享有设备投资抵免企业所得税优惠。

总体看，跟踪期内，公司仍然享有税收优惠政策，有效缓解公司税赋压力；由于属于国家鼓励发展行业，未来公司仍将继续享受税收上的优惠，这将有利于公司的长期发展。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是以果树的修剪枝、小径材、枝桠材和林区采伐剩余物为原料生产中（高）密度纤维板的林产工业企业，目前是西北五省（区）较大的人造板生产企业之一。

2011 年公司实现营业收入 5.05 亿元，较 2010 年小幅增长 2.25%。中（高）密度纤维板占比为 99.88%，纤维板边角料收入占比为 0.12%，2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 3.92 亿元，为 2011 年全年的 77.69%。

表 1 公司近三年收入及毛利率情况

表 2 公司原材料采购情况（单位：吨，元/吨）

（单位：万元）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-9 月
收入				
中高密度纤维板	34643.7	49295.43	50416.11	39067.76
其他	44.14	71.32	60.41	147.24
合计	34687.84	49366.75	50476.52	39215.00
毛利率				
中高密度纤维板	15.99%	15.75%	16.23%	16.65%

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2011 年公司实现纤维板毛利率 16.23%，在纤维板整体行业景气度下滑的情况下，公司纤维板毛利率较 2010 年小幅上升 0.48 个百分点，主要是①公司以果树的修剪枝、小径材、枝桠材和林区采伐剩余物为原料，原材料价格较同行业其他企业低；②公司调整产品结构，主要生产盈利情况尚可的产品（2011 年公司因产品结构调整，产量较 2010 年有所下降）；③公司地处陕西省，西北地区纤维板产能过剩情况较轻，公司产品基本实现销售。2012 年 1~9 月，公司实现纤维板毛利率 16.65%，较 2011 年小幅上升 0.42 个百分点。

2. 原材料采购

公司主要原料为次小薪材、甲醛、尿素、石蜡等。次小薪材是农业生产“三剩物”，系直接向农户收购，主要为陕西省地区的苹果树修剪枝及淘汰更新的果树。由于收购的该部分原料为废料，无其他用途，故公司议价能力较强。

公司原材料中的甲醛、尿素、石蜡主要通过陕西地区的甲醛厂、农资公司和化工公司购进，供应充分，价格主要依据市场变化而调整，公司对该部分原料采用货到付款的方式，议价能力一般。

主要原材料	采购量	采购价格
-------	-----	------

名称	占成本比重 (%)	2010 年	2011 年	2010 年	2011 年
次小薪材	42.00	589984	497942	303.26	336.74
甲醛	9.50	36366	34292	1131.77	1170.80
尿素	12.00	28545	24510	1784.00	2098.03
石蜡	3.00	1900	1448	8754.13	8892.09

资料来源：公司提供

从采购量上看，由于产品结构调整，产量下降，公司原材料采购量也相应下降；从采购价格上看，公司各原材料采购价格均有不同幅度上升，其中尿素价格上涨幅度较大。

从供应商集中度上看，2011年，次小薪材、甲醛、尿素、石蜡前五大供应商分别占各原材料采购金额的31.27%、93.93%、90.82%和98.63%。公司供应商和供应商集中度较2010年无明显变化。

3. 生产经营

公司自身拥有年产20万立方米生产线一条；全资子公司陕西中兴林产科技有限责任公司拥有位于杨凌的年产22万立方米进口纤维板生产线一条。跟踪期内，公司产能无变化。

2011年，公司中（高）密度纤维板产量为35.02万立方米，较2010年的36.86万立方米有所下降，主要是2011年纤维板市场行情不好，公司调整产品生产所致（公司2011年以前主要生产8mm以下普通纤维薄板，2011年以生产工艺要求高的门板为主）。

4. 产品销售

公司销售方式分直销和分销两种方式。公司通过与各经销商及直销商合作销售产品。

2011年，公司实现中（高）密度纤维板销量35.11万立方米，产销率为100.26%，公司产品销售情况较好。

从销售价格上看，2011年公司产品平均价格为1435.95元/立方米，较2010年的1366.66元/立方米小幅增长5.07%。

2011年，公司实现纤维板销售收入5.04亿元，较2010年增长2.27%，增幅不大。2012年1~9月，公司实现纤维板销售收入3.91亿元，为

2011年全年的77.60%。

4. 未来发展

未来，公司将确保现有两条生产线的生产经营稳定正常，同时努力实现在国内A股市场上市的目标，如果在国内A股市场成功上市，则将在陕西省陕南地区上马建设定向刨花板生产线；并在汉中地区以及关中渭河、泾河等河滩和农村荒地建成30万亩速生丰产林建设项目，形成林业产业链，建立公司的后备资源。如未达成上市的目标，则无大的建设项目计划。

总体看，跟踪期内，在纤维板整体发展形势较为严峻情况下，公司生产经营状况正常，收入小幅增长。

八、募集资金使用情况

公司2011年12月23日参与发行“陕西省农业和科技中小企业2011年度第一期集合票据”（以下简称“11中小集合票据”），期限3年，募集资金12000万元，其中用于补充采购流动资金7000.00万元，归还利率水平较高的陕西国际信托投资股份有限公司信托贷款5000.00万元。

公司本期集合票据第一期利息（2011年11月24日-2012年12月23日）已于2012年12月24日兑付。

九、财务分析

公司提供的2011年财务报表已经陕西普美恒真会计师事务所审计，并出具了标准无保留的审计意见；公司提供的2012年度前三季度财务数据未经审计。

截至 2011 年底，公司合并资产总额为 89679.46 万元，所有者权益合计为 49503.71 万元。2011 年，公司实现营业收入 50476.52 万元，利润总额 4005.46 万元。

截至 2012 年 9 月底，公司合并资产总额为 85740.57 万元，所有者权益合计为 40615.50 万元。2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 39215.00 万元，利润总额 3611.78 万元。

1. 盈利能力

2011 年，公司实现营业收入 50476.52 万元，较 2010 年 2.25%，增幅不大，主要是受纤维板市场不景气以及产品结构调整使得产量下降影响；2011 年，公司营业利润率为 15.84%，较 2010 年小幅上升 0.68 个百分点。2011 年，公司期间费用占营业收入的比例为 10.19%，较 2010 年上升 1.16 个百分点。

营业外收入，主要为增值税退税收入（根据财政部、国家税务总局《关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知》（财税(2011)115 号）以及财政部、国家税务总局《关于以农林剩余物为原料的综合利用产品增值税政策的通知》（财税(2009)148 号）文件，公司利用三剩物、次小薪材生产的纤维板销售缴纳的增值税先征后返）、政府补助和递延收益（公司收到的循环经济和资源节约重大示范项目拨款、基础设施及环保设备补助款，公司将其计入递延收益，并按生产线折旧年限分期计入营业外收入），仍是公司利润的重要组成部分，2011 年公司取得营业外收入 1284.68 万元，较 2010 年下降 73.10%，主要是当年收到的增值税退税收入减少所致。受营业外收入大幅下降影响，公司利润总额 2011 年为 4005.46 万元，较 2010 年下降 49.41%。

从盈利指标看，2011 年，公司总资本收益率、净资产收益率分别为 7.00% 和 7.98%，公司盈利指标受利润总额下降影响而出现一定幅度下降。

2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 39215.00 万元，为 2011 年营业收入的 77.69%；

实现利润总额 2208.31 万元，为 2011 年 81.15%。同期，公司营业利润率为 16.55%，较 2011 年上升 0.71 个百分点。

总体来，跟踪期内，公司收入小幅增长，但受增值税退税收入下降影响，公司总体盈利能力有所下降。

2. 现金流及保障

经营活动方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金与收入同步增长，2011 年为 57985.46 万元，较 2010 年增长 0.81%；经营活动产生的现金流量净额为 5320.71 万元。2011 年，公司现金收入比为 114.88%，公司现金实现质量较好。

公司投资活动现金流活动以构建固定资产、无形资产所支付的现金为主（在资产表中反映在固定资产、无形资产和预付账款等科目），2011 年，公司投资活动产生的现金净流出量为 5179.76 万元，投资规模较 2010 年有所下降。

筹资活动方面，2011 年公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款、发行中小集合票据，现金流出主要是偿还银行借款、信托贷款和偿付利息。2011 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 2314.71 万元。

2012 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 7650.64 万元，保持良好的获现能力；公司投资性现金流净额为 -3589.17 万元，公司投资活动现金支出规模下降；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息以及利润分配（2012 年 9 月，公司按每股 1 元对股东分配利润 1.25 亿元），筹资活动现金流净额为 -6520.17 万元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动保持良好的获现能力，投资规模有所下降，对外融资需求下降。

3. 资本及债务结构

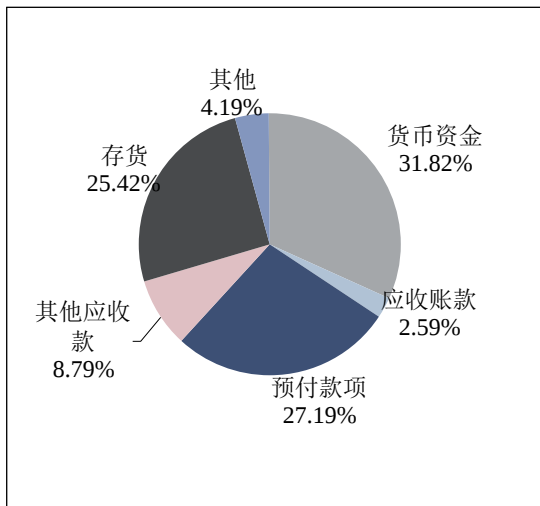
资产质量

截至 2011 年底，公司资产总额为 82682.15 万元，较 2010 年底增长 8.46%，其中流动资产

占 40.23%，非流动资产占 59.77%，公司资产以非流动资产为主。

2011 年底，公司流动资产为 36076.20 万元，较 2010 年底增长 26.39%，主要是货币资金、预付款项和存货的增长，其主要构成如下图所示：

图 2 公司 2011 年底流动资产结构



资料来源：审计报告

截至 2011 年底，公司货币资金 11479.67 万元，较 2010 年底增长 27.21%，主要是 2011 年 12 月公司发行中小集合票据使得存款增长所致。

截至 2011 年底，公司应收账款为 934.43 万元，较 2010 年底下降 15.58%，其中账龄在一年以内的占比为 96.39%，公司计提坏账准备 5.30%。

截至 2011 年底，公司预付款项为 9810.46 万元，较 2010 年增长 21.55%，主要是预付的原材料采购款和固定资产采购款。

截至 2011 年底，公司其他应收款 3170.36 万元，较 2010 年增长 107.47%，主要是往来款增长所致。

截至 2011 年底，公司存货为 9171.46 万元，较 2010 年底增长 7.25%，主要是公司正常生产收储原材料增加所致。

截至 2011 年底，公司固定资产原值 62528.80 万元，较 2010 年增长 2.98%，公司累计折旧 17671.06 万元，当年折旧 4324.37 万元，

公司固定资产净值 44857.74 万元，较 2010 年底下降 5.31%。

2011 年底，公司无形资产为 7831.15 万元，主要是土地使用权，较 2010 年底增长 17.03%。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额相比 2011 年末下降 4.39%，主要是折旧使得固定资产减少所致，其中货币资金余额相比 2011 年底下降 21.42%，应收票据较 2011 年底增长 67.59%，固定资产较 2011 年底下降 6.94%。

总体来看，公司资产以非流动资产为主，流动资产中货币资金、预付账款和存货占比较大，公司资产质量较好。

负债及所有者权益

截至 2011 年底，公司所有者权益为 49503.71 万元，较 2010 年增长 8.67%，主要是未分配利润增长所致；其中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 25.25%、11.73%、7.52%和 55.50%。

截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益合计 40615.50 万元，较 2011 年底下降 17.95%，主要是 2012 年 9 月，公司按每股 1 元对股东分配利润合计 12500 万元所致。

截至 2011 年底，公司负债合计 40175.75 万元，较 2010 年底增长 8.21%，主要是 2011 年 12 月发行 5000 万元中小集合票据所致。其中流动负债占 40.65%，非流动负债占 59.35%。

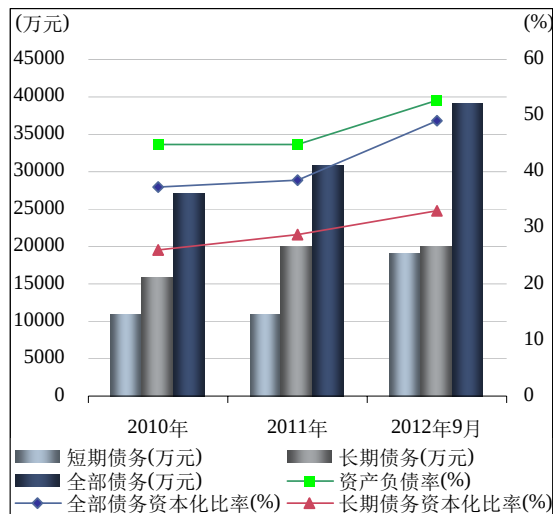
截至 2011 年底，公司流动负债为 16330.61 万元，较 2010 年底下降 3.19%，其中占比较高的有其他应付款（占 19.25%）和一年内到期的非流动负债（占 67.36%）。

截至 2011 年底，公司非流动负债为 23845.14 万元，较 2010 年底增长 17.69%，其中，长期借款（包含 12000 万元中小集合票据）占 83.87%，其他非流动资产占 16.13%。

截至 2011 年底公司债务总额为 31000.00 万元，从债务期限结构看，公司短期债务占比下降至 35.48%，长期债务占比上升至 64.52%；截至 2012 年 9 月底，公司全部债务 39000.00 万元，较 2011 年底增长 25.81%，其中短期债

务占比 48.72%，长期债务占比 51.28%。

图3 公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

截至2011年底，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为38.51%和44.80%，较2010年底分别上升1.30个百分点和下降0.11个百分点；截至2012年9月底，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为48.99%和52.63%。跟踪期内，因发行中小集合票据以及利润分配，公司债务规模有所增长，债务负担加重，但仍处于合理水平。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2011年底公司流动比率和速动比率分别为220.91%和164.75%，受短期借款增长影响，截至2012年9月底，上述两指标分别下降为162.60%和120.10%，但仍处于较高水平；2011年，公司经营现金流动负债比为32.58%。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，跟踪期内，受公司利润规模下降和债务规模增长影响，公司全部债务/EBITDA上升为3.05倍，EBITDA利息倍数下降为6.04倍，公司长期偿债能力有所下降，但仍处于较高水平。

2011年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对11中小集合票据的保护倍数分别为0.85倍、4.91倍和0.44倍。公司经营现金流入量对11中小集合票据覆盖程

度较高，EBITDA和经营活动现金净流量对11中小集合票据覆盖程度较低。

截至2012年9月底，公司无对外担保。

公司与银行建立了长期的合作关系，截至2012年9月底，公司共获各家银行授信额度人民币58000万元，尚未使用额度31000万元。公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号：B-201212000911），截至2012年12月7日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，纤维板行业发展状况的综合判断，公司整体抗风险能力一般。

十、结论

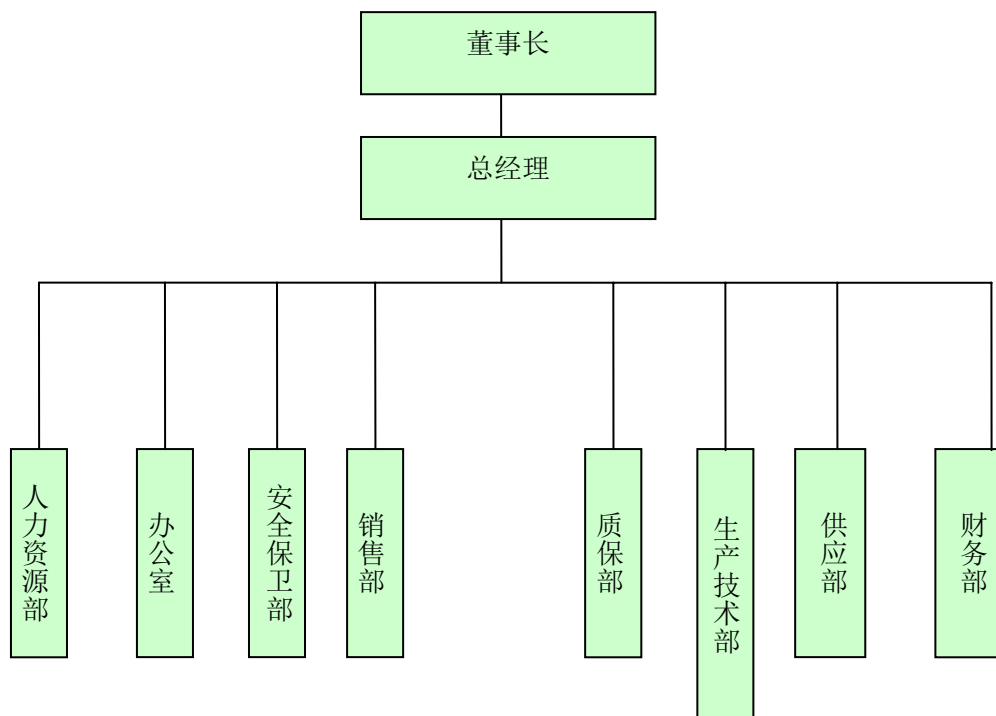
综合考虑，联合资信维持陕西中兴林产有限责任公司主体长期信用等级为BBB，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股东情况

序号	股东名称	股权性质	持股数量（万元）	持股比例(%)
1	刘忠新	自然人	6235.00	49.88
2	中诚信财务顾问有限公司	法人	500.00	4
3	上海中诚信投资有限公司	法人	500.00	4
4	邱勤荣	自然人	500.00	4
5	深圳市及时雨创业投资有限公司	法人	475.00	3.8
6	刘 琦	自然人	400.00	3.2
7	程淑芳	自然人	400.00	3.2
8	胡晓兰	自然人	300.00	2.4
9	刘洪	自然人	300.00	2.4
10	邵 云	自然人	200.00	1.6
11	陕西奇正实业有限公司	法人	200.00	1.6
12	张 华	自然人	200.00	1.6
13	赵若天	自然人	200.00	1.6
14	黄小红	自然人	200.00	1.6
15	康 杰	自然人	150.00	1.2
16	赵 坚	自然人	150.00	1.2
17	王路华	自然人	100.00	0.8
18	李 笠	自然人	100.00	0.8
19	杨登军	自然人	100.00	0.8
20	曹永虎	自然人	100.00	0.8
21	赵旭纯	自然人	100.00	0.8
22	王 韬	自然人	90.00	0.72
23	别秋羊	自然人	80.00	0.64
24	宋学新	自然人	70.00	0.56
25	刘荣忠	自然人	70.00	0.56
26	唐 斌	自然人	62.50	0.5
27	宫小莉	自然人	60.00	0.48
28	朱利安	自然人	50.00	0.4
29	黄兴建	自然人	50.00	0.4
30	张 莉	自然人	50.00	0.4
31	邓 笑	自然人	50.00	0.4
32	欧阳锵	自然人	50.00	0.4
33	孙立华	自然人	50.00	0.4
34	汪 淼	自然人	50.00	0.4
35	杜国庆	自然人	50.00	0.4
36	黄艳丽	自然人	40.00	0.32
37	杨全生	自然人	37.50	0.3
38	郭增秀	自然人	30.00	0.24

39	李彦文	自然人	30.00	0.24
40	王 玲	自然人	25.00	0.2
41	黄柏钊	自然人	25.00	0.2
42	朴伟楠	自然人	25.00	0.2
43	吴宝荣	自然人	25.00	0.2
44	王 静	自然人	20.00	0.16
	合 计		12500.00	100.00

附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产:					
货币资金	12751.51	9024.00	11479.67	-5.12	9020.97
交易性金融资产					
应收票据		200.00	1467.55		2459.46
应收账款	1933.14	1106.89	934.43	-30.47	662.64
预付款项	3466.35	8071.46	9810.46	68.23	9737.06
应收利息					
应收股利					
其他应收款	1073.19	1528.08	3170.36	71.88	3835.87
存货	5763.07	8551.15	9171.46	26.15	9176.24
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	3.58	62.72	42.27	243.47	213.94
流动资产合计	24990.85	28544.30	36076.20	20.15	35106.19
非流动资产:					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资					
投资性房地产					
固定资产	44004.41	47371.15	44857.74	0.96	41745.47
在建工程	1715.93	0.00	110.46	-74.63	384.24
工程物资	46.94	44.98	44.98	-2.10	44.98
固定资产清理	30.00	30.00	30.00	0.00	30.00
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	8336.93	6691.71	7831.15	-3.08	7708.99
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用			728.93		720.70
递延所得税资产					
其他非流动资产					
非流动资产合计	54134.21	54137.85	53603.26	-0.49	50634.38
资产总计	79125.05	82682.15	89679.46	6.46	85740.57

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	9190.00	6700.00	0.00	-100.00	12000.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	5352.51	2435.03	810.52	-61.09	886.06
预收款项	1813.25	915.00	1002.06	-25.66	811.61
应付职工薪酬	273.19	66.28	88.97	-42.93	68.68
应交税费	329.99	599.30	276.68	-8.43	-338.21
应付利息					
应付股利					
其他应付款	5555.53	1852.89	3144.17	-24.77	1163.05
预计负债					
一年内到期的非流动负债	5000.00	4300.00	11000.00	48.32	7000.00
其他流动负债			8.21		
流动负债合计	27514.47	16868.51	16330.61	-22.96	21591.19
非流动负债：					
长期借款	9300.00	16000.00	20000.00	46.65	20000.00
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债	4675.14	4260.14	3845.14	-9.31	3533.89
非流动负债合计	13975.14	20260.14	23845.14	30.62	23533.89
负债合计	41489.61	37128.65	40175.75	-1.60	45125.08
所有者权益：					
实收资本(或股本)	12500.00	12500.00	12500.00	0.00	12500.00
资本公积	5806.00	5806.00	5806.00	0.00	5806.00
减：库存股					
盈余公积	2536.69	3328.49	3723.51	21.16	3723.51
未分配利润	16792.76	23919.00	27474.20	27.91	18585.98
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	37635.44	45553.50	49503.71	14.69	40615.50
少数股东权益					
所有者权益合计	37635.44	45553.50	49503.71	14.69	40615.50
负债和所有者权益总计	79125.05	82682.15	89679.46	6.46	85740.57

附件 3 利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	34687.85	49366.75	50476.52	20.63	39215.00
减: 营业成本	29103.94	41532.47	42234.22	20.46	32563.59
营业税金及附加	169.22	351.39	248.68	21.23	160.03
营业费用	913.60	2085.29	1884.99	43.64	1216.08
管理费用	919.64	1504.06	1572.49	30.76	1026.09
财务费用	1096.88	870.80	1685.29	23.95	2020.17
资产减值损失	86.15	0.15	129.57	22.64	20.72
加: 公允价值变动收益					
投资收益		130.00			
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	2398.43	3152.59	2721.28	6.52	2208.31
加: 营业外收入	1344.58	4775.50	1284.68	-2.25	1403.47
减: 营业外支出	0.06	10.04	0.50	196.74	
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	3742.95	7918.05	4005.46	3.45	3611.78
减: 所得税费用			55.24		
四、净利润	3742.95	7918.05	3950.22	2.73	3611.78

附件 4-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	40300.59	57518.11	57985.46	19.95	44813.01
收到的税费返还	1100.38	4357.22	857.94	-11.70	1027.49
收到其他与经营活动有关的现金	50.11	19.16	60.41	9.80	147.24
经营活动现金流入小计	41451.08	61894.49	58903.80	19.21	45987.74
购买商品、接受劳务支付的现金	29319.55	45657.73	46056.63	25.33	32321.62
支付给职工以及为职工支付的现金	910.51	1206.49	1311.41	20.01	1035.08
支付的各项税费	2717.37	4226.75	3645.87	15.83	2176.67
支付其他与经营活动有关的现金	1895.50	2447.88	2569.16	16.42	2803.73
经营活动现金流出小计	34842.93	53538.85	53583.08	24.01	38337.10
经营活动产生的现金流量净额	6608.15	8355.64	5320.73	-10.27	7650.64
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额					
处置子公司及其他单位收到的现金净额		130.00			
收到其他与投资活动有关的现金	500.00				
投资活动现金流入小计	500.00	130.00	0.00	-100.00	0.00
购建固定资产、无形资产等支付的现金	15117.02	11801.85	5179.76	-41.46	1589.17
投资支付的现金					
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金		3050.50			2000.00
投资活动现金流出小计	15117.02	14852.35	5179.76	-41.46	3589.17
投资活动产生的现金流量净额	-14617.02	-14722.35	-5179.76	-40.47	-3589.17
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	6000.00				
取得借款收到的现金	13490.00	16000.00	20000.00	21.76	12000.00
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金		675.00			
筹资活动现金流入小计	19490.00	16675.00	20000.00	1.30	12000.00
偿还债务支付的现金	3000.00	12490.00	16000.00	130.94	4000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1096.88	1545.80	1685.29	23.95	14520.17
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	4096.88	14035.80	17685.29	107.77	18520.17
筹资活动产生的现金流量净额	15393.12	2639.20	2314.71	-61.22	-6520.17
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	7384.25	-3727.51	2455.67	-42.33	-2458.70

附件 4-2 现金流量补充表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	3742.95	7918.05	3950.22	2.73
加: 资产减值准备	86.15	0.15	129.57	22.64
固定资产折旧及其他	3333.25	4109.51	4324.37	13.90
无形资产摊销	50.82	162.87	162.88	79.03
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产等损失				
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	1096.88	870.80	1685.29	23.95
投资损失		-130.00		
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-2218.83	-2788.08	-620.31	-47.13
经营性应收项目的减少	-1139.53	2705.52	-4199.49	91.97
经营性应付项目的增加	2151.67	-4493.18	-111.80	
其他	-495.20			
经营活动产生的现金流量净额	6608.15	8355.64	5320.73	-10.27

附件 3 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	17.94	30.47	27.22	--
存货周转次数(次)	5.05	5.80	4.77	--
总资产周转次数(次)	0.44	0.61	0.59	--
现金收入比(%)	116.18	116.51	114.88	114.28
盈利能力				
营业利润率(%)	15.61	15.16	15.84	16.55
总资本收益率(%)	7.92	12.11	7.00	--
净资产收益率(%)	9.95	17.38	7.98	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	19.81	25.99	28.78	32.99
全部债务资本化比率(%)	38.43	37.21	38.51	48.99
资产负债率(%)	52.44	44.91	44.80	52.63
偿债能力				
流动比率(%)	90.83	169.22	220.91	162.60
速动比率(%)	69.88	118.52	164.75	120.10
经营现金流动负债比(%)	24.02	49.53	32.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.50	15.00	6.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.86	2.07	3.05	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.34	-0.24	0.00	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-7.30	-7.31	0.08	--

注：公司 2012 年前三季度财务数据未经审计。

附件 4 有关计算指标的计算公式

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

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

附件 5 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2012] 1339 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持陕西国德电气制造有限公司主体长期信用等级为BBB，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

陕西国德电气制造有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 31 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	0.81	0.22	0.42	0.37
资产总额(亿元)	4.16	5.25	7.26	7.96
所有者权益合计(亿元)	2.12	3.15	3.60	3.83
短期债务(亿元)	1.03	1.59	1.26	1.88
全部债务(亿元)	1.03	1.59	3.13	3.75
营业收入(亿元)	2.68	2.35	2.47	1.73
利润总额(亿元)	0.54	0.49	0.53	0.27
EBITDA(亿元)	0.73	0.70	0.74	--
经营性净现金流(亿元)	0.60	0.10	0.32	0.22
营业利润率(%)	34.67	39.26	39.35	37.23
净资产收益率(%)	21.46	13.09	12.45	--
资产负债率(%)	49.08	39.91	50.36	51.89
全部债务资本化比率(%)	32.69	33.58	46.48	49.50
流动比率(%)	117.88	147.58	223.68	171.15
全部债务/EBITDA(倍)	1.41	2.28	4.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.40	9.63	6.80	--
经营现金流流动负债比(%)	30.00	4.88	18.27	--

注: 公司 2012 年前三季度财务数据未经审计。

分析师

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

陕西国德电气制造有限公司(以下简称“公司”)主要从事高压开关和电器罐体的生产和销售。跟踪期内,公司保持与下游客户的紧密合作,收入小幅波动,盈利能力有所下滑,但仍处于较高水平。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,受渭南工厂项目投资支出规模大影响,公司跟踪期内债务规模扩大,债务负担上升。

未来随着渭南工厂的建成投产,向上游延伸产业链,有利于成本控制和形成规模优势,公司收入和利润水平将有所增长,进而对整体偿债能力形成支撑。

综合考虑,联合资信维持陕西国德电气制造有限公司BBB的主体长期信用等级,评级展望为稳定。

优势

1. 公司是国内外高压开关知名大企业的长期重点供应商,客户稳定。
2. 得益于生产工艺装备、技术和品牌上的优势,跟踪期内,公司保持较强的盈利能力。

关注

1. 2012 年以来,受国内外经济景气度下降影响,输配电及控制设备制造行业增速有所下滑。
2. 公司应收账款规模较大,对营运资金形成较大占压。
3. 受渭南工厂项目投资支出规模大影响,公司跟踪期内债务规模扩大,债务负担有所加重。

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）与陕西国德电气制造有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与陕西国德电气制造有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因陕西国德电气制造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陕西国德电气制造有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于陕西国德电气制造有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

陕西国德电气制造有限公司(以下简称“公司”)于2004年7月21日经陕西省工商行政管理局登记注册成立，并取得注册号为610000100018589的企业法人营业执照，公司初始注册资本300万元。后经十次变更，截至2012年9月底，公司注册资本为9000万元，其中姚国旺的出资占注册资本的46.67%；姚德俊占注册资本的11.25%；李桂芳占6.00%；海通开元投资有限公司占15.38%；中国-比利时直接股权投资基金占6.84%；顶华通路价值创业投资(西安)企业占6.11%；上海祥禾股权投资合伙企业(有限合伙)3.33%；汇智创业投资有限公司占1.67%；以及其他38位自然人股东合计持股2.75%。姚国旺和姚德俊为兄弟关系，李桂芳为姚国旺和姚德俊的母亲，公司实际控制人为姚氏兄弟。

公司经营范围：成套输变电设备、高低压开关柜、机电设备、机械设备的加工、制造、销售及修理(专控除外)；锻造、铸造件的加工、油漆、电镀；金属材料、电动仪器及器械；焊接器材、焊接设备及零配件、五金交电产品、仪器仪表、电线电缆、通讯器材(专控除外)的销售；金属切割；各类商品和技术的进出口业务(但国家限定公司经营或禁止进出口的产品及技术除外)。

截至2012年9月底，公司内设人力资源部、制造部、设备部、技术部、质量保证部和财务部等职能部门。

截至2011年底，公司(合并)资产总额72566.53万元，所有者权益36022.43万元。2011年，公司实现营业收入24735.37万元，利润总

额5278.15万元。

截至2012年9月底，公司(合并)资产总额79553.09万元，所有者权益38276.29万元。2012年1~9月，公司实现营业收入17330.78万元，利润总额2651.60万元。

公司注册地址：西安市高新技术产业开发区丈八二路19号；公司法定代表人：姚国旺。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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

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

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

放缓态势。

2. 政策环境

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

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月，央行2次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。

截至2012年9月末，广义货币供应量(M2)94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量(M1)28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

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

四、行业概况

公司的主要产品是为高压开关配套的铝合金罐体、钢罐体、导体及精密零部件，属于输配电及控制设备制造的子行业。

2011年，输配电及控制设备制造业保持了较高景气状态，据Wind资讯统计，2011年输配电及控制设备制造业累计实现工业销售产值10754.19亿元，同比增长24.18%；累计实现主营业务收入为10467.56亿元，同比增长22.26%；累计实现利润总额为715.88亿元，同比增长7.94%。

进入2012年，受国内外经济环境景气度下降影响，2012年1~9月，输配电及控制设备制

造行业发展增速放缓，同期累计实现工业销售产值10036.05亿元，同比增长6.87%。

在输配电开关设备方面，目前，国家对电网进行改造，改造变压器以实现有载调压，有载分接开关将面临强劲的市场需求。据数据统计，2011年中国高压开关板产量为118万面，同比增长17.59%，低压开关产量为4515.6万面，同比增长22.75%。进入2012年，输配电开关设备制造开始放缓，产量增速下滑，2012年1-10月高压开关板产量为126.57万面，同比增长11.28%，低压开关板产量为2752.60万面，同比增长3.02%。

总体看，跟踪期内，输配电及控制设备制造行业保持了较快发展态势，但受国内外经济景气度下降影响，增速有所下滑。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2012年9月底，公司注册资本为9000万元，其中姚国旺的出资占注册资本的46.67%；姚德俊占注册资本的11.25%；李桂芳占6.00%；海通开元投资有限公司占15.38%；中国-比利时直接股权投资基金占6.84%；顶华通路价值创业投资（西安）企业占6.11%；上海祥禾股权投资合伙企业（有限合伙）3.33%；汇智创业投资有限公司占1.67%；以及其他38位自然人股东合计持股2.75%。姚国旺和姚德俊为兄弟关系，李桂芳为姚国旺和姚德俊的母亲，公司实际控制人为姚氏兄弟。

2. 企业规模

公司是一家专业生产制造高压开关配套的铝合金罐体、钢罐体、导体及精密零部件的民营企业。

公司占地4.3万平方米，已建立了从锻造、机加工、铆焊、试验，到油漆涂装的全方位、一体化罐体生产基地；目前具有中高压开关铝合金罐体25000件/年、工模具10000套/年、液压机构18000套/年的生产能力；具有平高东芝、

西开股份、上海西门子、山东鲁能恩翼帕瓦、日本三菱、瑞士ABB等多家企业高压电气罐体生产资质。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司是一家生产制造高压开关电器罐体的专业厂家，产品几乎全部为高压开关行业配套。公司目前已成为西安西开高压电气股份有限公司、河南平高电气集团、河南平高东芝高压开关股份有限公司、苏州AREVA、厦门ABB、山东鲁能NE POWER、上海西门子等国内外高压开关知名大企业铝合金罐体、钢罐体、导体及精密零部件的长期重点供应商。

2011年公司实现主营业务收入24557.65万元，较2010年小幅增长5.04%。从公司整体毛利率水平看（由于公司产品为非标准化产品，需根据下游客户提供的图纸进行生产，产品种类高达上千种，产品个体工艺、成本差异都很大，大多数是单件生产，因而不能分产品进行毛利率分析），2011年，公司综合毛利率水平为39.19%，较2010年的39.87%小幅下降0.68个百分点。

2012年1~9月，公司实现主营业务收入17187.18万元，为2011年全年的69.99%，实现综合毛利率为36.87%，较2011年下降2.32个百分点，主要是输配电及控制设备制造行业景气度有所下降所致。

2. 原材料采购

公司生产所需原材料主要为铝板、铝管、铝棒、法兰及相关配件其中铝板、铝管、铝棒等铝材所占比重较大。由于中国是铝材生产大国和出口大国，铝材供应十分丰富，公司可选择的上游企业较多。公司原材料需求量较大，

与主要供应商已建立长期稳定的供需关系，因此原材料采购具有较强的保障，能够满足公司的生产计划。

采购价格方面，跟踪期内，由于金属铝价格下降，公司铝板、铝棒、铝管等采购价格均呈不同幅度下降，其中铝板下降幅度为23.10%、铝管下降幅度为26.51%；公司法兰采购价格较2010年上涨25.00%。

表 1 公司 2011 年主要原材料采购情况

主要原材料	采购量 (公斤)	采购金额(元)	平均价 (元/公斤)	价格变动 (%)
铝板	1936845	41524211	铝板	-23.10
铝棒	2803764	50369967	铝棒	-7.28
铝管	492526	11116054	铝管	-26.51
法兰 (个)	2838	1578717	法兰 (元/ 个)	25.00
钢材	1815109	10174665	钢材	-1.92

资料来源：公司提供

3. 生产经营

公司是一家专业生产制造CIS（气体绝缘金属封闭开关设备）、GCB（SF6高压开关断路器）铝合金罐体、钢罐体、导体及精密零部件的高新技术企业。公司生产的主要产品为：126 kv以上电压等级的气体绝缘封闭式组合电器(GIS)和SF6高压断路器(GCB)用各类铝、钢焊接罐体（铝合金罐体占量90%以上）、导体等精密加工件。

公司采取定单生产，以销定产，2011年共生产各类钢、铝合金罐体（含铝合金铸件）1600余种共计14857件，复杂铜、铝合金导体（含铜、铝合金铸件导体）800余种共计2524件，精密零件900余种共计1476件。

2012年前三季度，公司共生产各类钢、铝合金罐体（含铝合金铸件）18144件，复杂铜、铝合金导体（含铜、铝合金铸件导体）1830余件，精密零件2810余件。

4. 产品销售

公司属于高新技术企业，其用户主要为国内外著名高压开关制造企业，作为协作制造方，其资格已经用户严格考查认定，并形成长期协作关系，所以销售对象相对稳定。目前，国内最大的三家高压开关制造企业为“西安西开、河南平高、沈阳沈开”，公司与其中河南平高、西安西开有着非常密切的合作关系，是其主要罐体供应商。同时，公司与业内其他知名企业也保持良好的合作关系。

2011年，公司前五大销售客户销售收入合计23708.65万元，占主营业务收入比重为96.55%。

跟踪期内，公司销售模式未发生变化。由于公司产品主要提供给国内主要高端高压开关生产企业，因而公司未设立分销渠道，销售全部由公司本部销售人员直接面对下游厂家。

跟踪期内，公司货款回款方式无较大变化，由于下游客户多为西开高压电气股份有限公司、河南平高东芝高压开关股份有限公司、上海西门子等国内外高压开关知名大企业，公司在话语权方面相对处于弱势，因而公司对下游客户采取的是欠款式销售、滚动结款，导致公司2011年底应收账款余额11672.70万元，较2010年增长18.21%。考虑到下游客户都是固定合作的老客户，且规模较大、效益较好，因而不能收回的风险较小。

5. 未来发展

作为高压开关主要零部件供应商，公司发展战略为：围绕输配电领域，以高新技术产品为龙头，通过产业、产品的调整，全面提升企业的核心竞争力，使公司在市场的引导下做优、做强、做大，将公司建成国际一流的高压开关设备核心组件大型企业，逐步达到产品性能世界一流，生产技术世界一流，经营管理世界一流，员工素质世界一流。为实现这一发展战略，公司已实施渭南工厂高压开关设备核心组件生产项目。

目前公司在建项目主要为渭南工厂高压开关设备核心组件生产项目，该项目在渭南市渭北产业园区征地356.55亩，新建罐体联合厂房、铸件厂房、导体联合厂房、综合站房、大门等，新建面积合计89186平方米（均为轴线面积）；项目总投资3.24亿元，截止2012年9月末已投资2.60亿元。

渭南工厂建成后，公司同时拥有铝罐体焊接、钢罐体焊接、铝铸件生产、精密导体生产，向上游延伸产业链，形成规模效应和品牌效益，有助于提高产品的市场占有率，使公司在国内外市场竞争中处于有利地位。

总体看，公司未来投资规模适宜，投资项目建成达产后将有效提升公司竞争力。

八、募集资金使用情况

公司2011年12月23日参与发行“陕西省农业和科技中小企业2011年度第一期集合票据”（以下简称“11中小集合票据”），期限3年，募集资金4000万元，主要用于补充流动资金。

公司11中小集合票据第一期利息（2011年11月24日-2012年12月23日）已于2012年12月24日兑付。

九、财务分析

公司提供的 2011 年财务报表已经陕西普美恒真会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留的审计意见；公司提供的 2012 年度前三季度财务数据未经审计。

截至2011年底，公司（合并）资产总额72566.53万元，所有者权益36022.43万元。2011年，公司实现营业收入24735.37万元，利润总额5278.15万元。

截至 2012 年 9 月底，公司（合并）资产总额 79553.09 万元，所有者权益 38276.29 万元。2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 17330.78 万元，利润总额 2651.60 万元。

1. 盈利能力

2011年，公司实现营业收入24735.37万元，较2010年增长5.44%。2011年公司营业利润率为39.35%，较2010年小幅上升0.10个百分点，保持较强的盈利能力。

从期间费用看，2011年，三项费用占营业收入的比重为18.52%，与2010年基本持平，三项费用较高，公司费用控制能力有待提高。

从盈利指标看，2011年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为8.29%和12.45%，分别较2010年下降1.93个百分点和0.64个百分点，公司整体盈利能力有所下滑，但仍处于行业适宜水平。

2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 17330.78 万元，为2010年全年的70.06%，利润总额2651.60万元，为2011年全年的50.24%，下降幅度较大，主要是受行业景气度下降影响所致。

总体看，跟踪期内，公司收入小幅波动，盈利利润率基本稳定，但仍处于较高水平。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2011年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为27914.58万元；经营活动产生的现金流量净额为3195.86万元，公司经营获现情况有所提高（主要是2010年公司部分业务采用票据结算所致）。2011年公司现金收入比为112.85%，公司现金实现质量较好。

投资活动方面，公司为扩大生产规模，跟踪期内保持较大的项目投资支出。2011年，公司无投资活动现金流入，投资活动现金呈净流出状态，为-14195.29万元，公司经营活动产生的现金流不能满足投资活动对资金的需求。

筹资活动方面，2011年，公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款和发行中小集合票据（公司将其计入取得借款收到的现金），现金流出主要是偿还银行借款和分配股利、利润及偿付利息。公司通过筹资活动来满足投资需求，2011年筹资活动产生的现金流量净额为

13598.33万元。

2012年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额为2182.98万元；投资活动产生的现金流量净额为-9689.53万元；筹资活动产生的现金流量净额为6619.58万元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流量净额有所增长，但公司仍保持较大规模的投资支出，经营活动产生的现金流不能满足投资活动对资金的需求，对外部融资依赖性较大。

3. 资本及债务结构

资产质量

2011年，公司资产总额为72566.53万元，较2010年增长38.26%，主要是流动资产中货币资金、应收账款、预付款项以及在建工程增长所致。截至2011年底，公司资产总额中流动资产占53.91%，非流动资产占46.09%。

截至2011年底，公司流动资产39118.63万元，较2010年底增长30.39%，其中货币资金占10.44%，应收账款占29.84%，预付账款占36.25%，存货占12.99%，其他应收款占10.08%，公司流动资产以应收账款及预付账款为主。

截至2011年底，公司货币资金4082.46万元，较2010年底大幅增长，主要是2011年12月，公司发行中小集合票据募集资金4000万元所致。

截至2011年底，公司应收账款余额11672.70万元（其中97.76%为1年以内），较2010年增长18.21%，主要为应收河南平高、西安西开等客户的货款。公司应收账款余额较大，但欠款客户均为公司长期合作伙伴，客户的欠款账龄仍在公司给予的正常信用期内，应收账款不能收回的风险较小，公司未计提坏账准备。

截至2011年底，公司预付款项14182.22万元，较2010年底增长45.91%，主要为公司预付渭南项目工程款，其余为预付货款。

截至2011年底，公司存货5080.49万元，其中生产成本3171.99万元，占62.43%；原材料

1797.84万元，占35.39%。

截至2011年底，公司固定资产原值19381.52万元，主要为房屋建筑物（45.37%）和机器设备（47.49%），累计折旧5578.01万元，公司固定资产净值13803.51万元。

截至2011年底，公司在建工程17162.09万元，较2010年底大幅增长202.63%，主要是渭南工厂项目投资增长所致，其中渭南项目在建工程期末账面价值15283.61万元。

截至2012年9月底，公司资产总额79553.09万元，较2011年底增长9.63%，其中流动资产下降至48.14%，非流动资产上升至51.86%，主要是在建工程大幅增长所致。

总体来看，公司流动资产中应收账款和预付款占比较大；非流动资产占比上升，以固定资产和在建工程为主；公司资产质量尚可。

负债及所有者权益

2011年，公司所有者权益36022.43万元，较2010年底增长14.23%，主要源于未分配利润的增长；其中实收资本占24.98%，资本公积占24.85%，盈余公积占2.55%，未分配利润占47.61%。截至2012年9月底，公司所有者权益38276.29万元，较2011年底增长6.26%，主要是未分配利润增长。

总体看，跟踪期内，得益于未分配利润的增长，公司所有者权益保持增长，但公司所有者权益仍以未分配利润为主，稳定性有待提高。

2011年底，公司负债总额36544.10万元，较2010年底大幅增长74.45%，主要是因公司渭南工厂项目投资需要，公司增加长期借款，同期，公司发行中小集合票据募集4000万元所致；其中流动负债比重下降至47.86%。公司流动负债中，短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款占比分别为67.93%、4.00%、18.10%和3.97%。截至2012年9月底，公司负债合计41276.80万元，较2011年底增长12.95%，主要是短期借款增长所致。

截至2011年底，公司全部债务合计31280.00万元，较2010年底增长96.17%，主要

是公司增加14000万元长期借款以及发行4000万元中小集合票据所致，其中短期借款占比下降至40.22%；截至2012年9月底，公司全部债务合计37524.69万元，较2011年底增长19.96%，主要来自短期借款的增长，其中短期债务占比上升至50.17%。

因渭南工厂项目投资需要，债务规模上升，跟踪期内公司债务负担呈大幅上升趋势，2011年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为50.36%和46.48%，2012年9月底进一步上升至51.89%和49.50%。

总体看，跟踪期内，公司债务负担上升，债务结构有所改善。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2011年，公司流动比率和速动比率分别为223.68%和194.63%，2012年9月底，上述两指标分别为171.15%和153.75%；2011年，公司经营现金流动负债比为18.27%，较2010年上升13.39个百分点。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2011年，公司全部债务/EBITDA指标值和EBITDA利息倍数分别为4.22倍和6.80倍，受债务规模大幅上升影响，公司长期偿债能力有所弱化，但仍处于正常水平与现有信用级别相适应的水平。

公司2011年发行“11中小集合票据”，募集资金4000万元，占2012年9月底公司全部债务的比重为10.66%，对公司现有债务存在一定影响。

以2011年财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对11中小集合票据的保护倍数分别为1.85倍、7.27倍和0.80倍。公司经营性现金流入量对11中小集合票据覆盖程度较高，EBITDA和经营活动现金净流量对11中小集合票据覆盖程度一般。

截至2012年9月底，公司无对外担保，或有债务风险低。

截至2012年9月底，公司获得银行授信额度

19000万元，尚未使用额度500万元，公司间接融资渠道有待进一步拓宽。

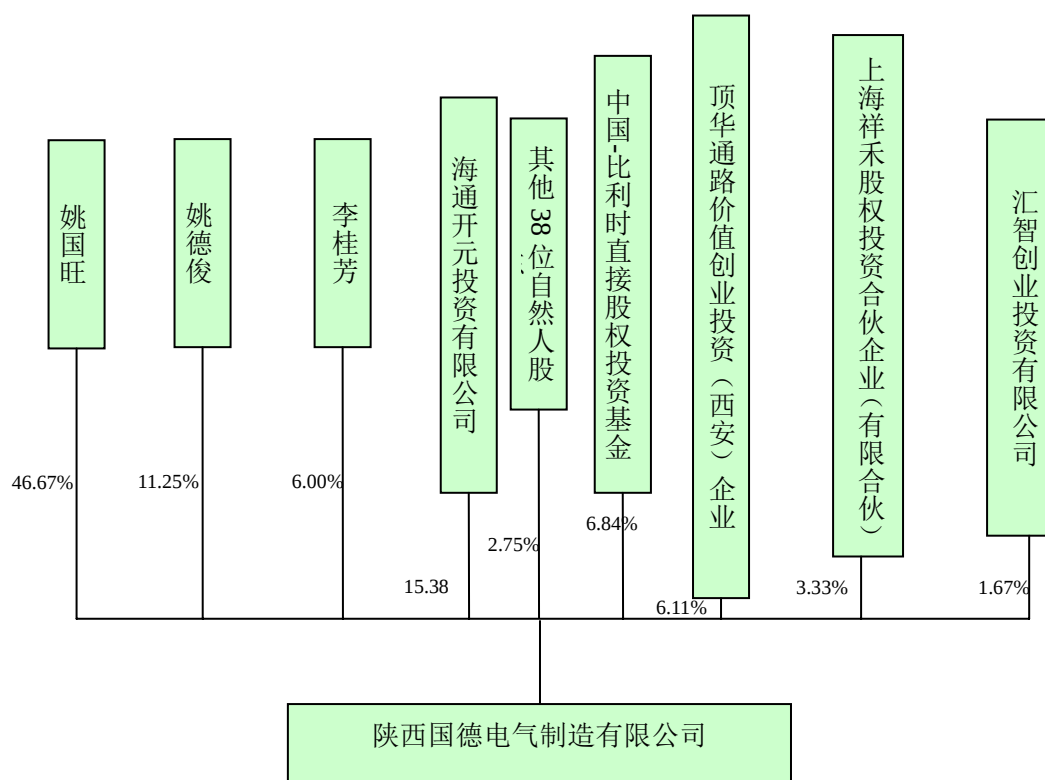
5. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，结合输电及控制设备制造行业发展状况的综合判断，公司整体抗风险能力一般。

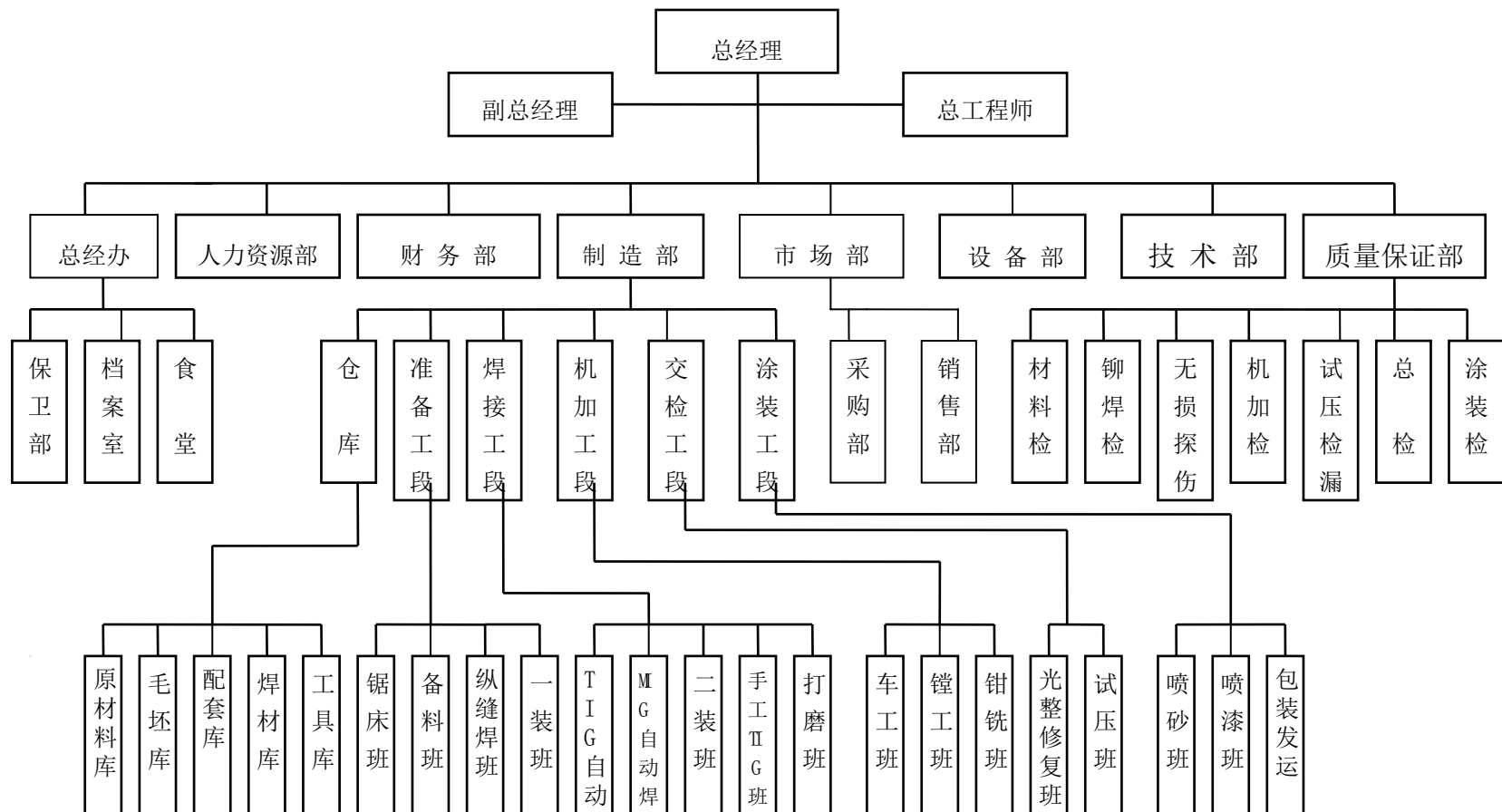
十、结论

综合考虑，联合资信维持陕西国德电气制造有限公司BBB的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	7626.70	1483.57	4082.46	-26.84	3195.50
交易性金融资产					
应收票据	517.00	751.00	156.00	-45.07	490.84
应收账款	3153.97	9874.19	11672.70	92.38	11630.39
预付款项	7315.88	9719.54	14182.22	39.23	11350.92
应收利息					
应收股利					
其他应收款	409.57	3509.43	3944.74	210.35	4645.61
存货	4525.31	4664.63	5080.49	5.96	6984.58
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	23548.44	30002.36	39118.63	28.89	38297.84
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资					
投资性房地产					
固定资产	15074.31	14257.55	13803.51	-4.31	12836.58
在建工程	372.63	5670.91	17162.09	578.65	25989.93
工程物资					
固定资产清理	58.96				
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	2426.98	2410.36	2357.84	-1.43	2318.45
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用					
递延所得税资产					
其他非流动资产	163.86	143.38	124.47	-12.84	110.29
非流动资产合计	18037.78	22482.2	33447.91	36.17	41255.25
资产总计	41645.18	52484.55	72566.53	32.00	79553.09

附件 2-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	6300.00	15000.00	11880.00	37.32	18350.00
交易性金融负债					
应付票据	4000.00	945.28	700.00	-58.17	474.69
应付账款	7551.20	2538.89	3165.23	-35.26	2121.21
预收款项	0.87				
应付职工薪酬	198.23	16.81	309.12	24.88	343.39
应交税费	1031.79	823.69	706.05	-17.28	624.97
应付利息					
应付股利					
其他应付款	873.16	984.75	694.41	-10.82	438.94
预计负债					
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	21.16	20.21	33.90	26.57	23.36
流动负债合计	19976.41	20329.63	17488.71	-6.43	22376.55
非流动负债：					
长期借款			14700.00		14700.00
应付债券			4000.00		4000.00
长期应付款	464.03	618.92	355.39	-12.49	200.24
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	464.03	618.92	19055.39	540.82	18900.24
负债合计	20440.44	20948.55	36544.10	33.71	41276.80
所有者权益：					
实收资本(或股本)	8000.00	9000.00	9000.00	6.07	9000.00
资本公积	4502.74	8952.74	8952.74	41.01	8952.74
减：库存股					
盈余公积	920.20	471.50	920.14		920.14
未分配利润	7781.79	13111.76	17149.54	48.45	19403.41
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	21204.73	31536.00	36022.43	30.34	38276.29
少数股东权益					
所有者权益合计	21204.73	31536.00	36022.43	30.34	38276.29
负债和所有者权益总计	41645.18	52484.55	72566.53	32.00	79553.09

附件 3 利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	26755.24	23459.33	24735.37	-3.85	17330.78
减: 营业成本	17201.85	14058.95	14957.99	-6.75	10850.91
营业税金及附加	275.61	191.69	43.10	-60.46	27.43
营业费用	219.35	360.37	360.82	28.26	279.49
管理费用	2727.72	3055.35	2719.07	-0.16	2717.90
财务费用	837.03	956.73	1500.08	33.87	953.57
资产减值损失					
加: 公允价值变动收益					
投资收益					
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	5493.68	4836.24	5154.31	-3.14	2501.47
加: 营业外收入	32.58	248.02	182.35	136.58	155.43
减: 营业外支出	83.73	196.94	58.50	-16.41	5.29
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	5442.53	4887.31	5278.15	-1.52	2651.60
减: 所得税费用	891.84	758.30	791.72	-5.78	397.74
四、净利润	4550.70	4129.01	4486.43	-0.71	2253.86

附件 4-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9
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	26309.94	21158.87	27914.58	3.00	19984.47
收到的税费返还		193.61	133.38		131.70
收到其他与经营活动有关的现金	138.13		1021.28	171.91	225.40
经营活动现金流入小计	26448.08	21352.48	29069.24	4.84	20341.58
购买商品、接受劳务支付的现金	11322.99	14268.38	21697.04	38.43	13361.38
支付给职工以及为职工支付的现金	2600.17	2967.66	3147.80	10.03	2320.97
支付的各项税费	3048.26	3125.10	1011.61	-42.39	687.47
支付其他与经营活动有关的现金	3484.02		16.94	-93.03	1788.78
经营活动现金流出小计	20455.45	20361.14	25873.38	12.47	18158.60
经营活动产生的现金流量净额	5992.62	991.34	3195.86	-26.97	2182.98
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产和其他长期资产收回的					
处置子公司及其他单位收到的现金净					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	0.00		0.00
购建固定资产、无形资产等支付的现	7401.39	16649.24	14195.29	38.49	9689.53
投资支付的现金					
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	7401.39	16649.24	14195.29	38.49	9689.53
投资活动产生的现金流量净额	-7401.39	-16649.24	-14195.29	38.49	-9689.53
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	6500.00	5450.00			
取得借款收到的现金	7700.00	18000.00	39110.00	125.37	22566.46
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	14200.00	23450.00	39110.00	65.96	22566.46
偿还债务支付的现金	6400.00	9300.00	23530.00	91.74	15280.37
分配股利、利润或偿付利息支付的现	741.43	725.59	1522.76	43.31	666.51
支付其他与筹资活动有关的现金	233.73	3358.15	458.91	40.12	0.00
筹资活动现金流出小计	7375.16	13383.74	25511.67	85.99	15946.88
筹资活动产生的现金流量净额	6824.84	10066.26	13598.33	41.16	6619.58
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	5416.08	-5591.64	2598.89	-30.73	-886.97

附件 4-2 现金流量补充表

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	4550.70	4129.01	4486.43	-0.71
加：资产减值准备				
固定资产折旧及其他	1285.30	1358.06	995.24	-12.00
无形资产摊销	52.06	16.62	52.52	0.44
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产等损失	48.83	54.42	182.35	93.25
固定资产报废损失		196.94	58.50	
公允价值变动损失				
财务费用	975.16	956.73	1471.03	22.82
投资损失				
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	4667.15	-139.31	-415.86	
经营性应收项目的减少	-2262.72	1404.28	-3387.70	22.36
经营性应付项目的增加	-3608.48	-6985.41	-260.35	-73.14
其他				
经营活动产生的现金流量净额	5992.62	991.34	3195.86	-26.97

附件 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	10.81	3.27	2.09	--
存货周转次数(次)	2.51	3.06	2.94	--
总资产周转次数(次)	0.71	0.50	0.34	--
现金收入比(%)	98.74	90.50	112.85	115.31
盈利能力				
营业利润率 (%)	34.67	39.26	39.35	37.23
总资本收益率(%)	16.18	10.22	8.29	--
净资产收益率(%)	21.46	13.09	12.45	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	34.17	32.82
全部债务资本化比率(%)	32.69	33.58	46.48	49.50
资产负债率(%)	49.08	39.91	50.36	51.89
偿债能力				
流动比率(%)	117.88	147.58	223.68	171.15
速动比率(%)	95.23	124.63	194.63	139.94
经营现金流动负债比(%)	0.30	0.05	18.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.40	9.63	6.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.41	2.28	4.22	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.14	-0.98	-0.35	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.58	-21.58	-10.08	--

注：公司 2012 年前三季度财务数据未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

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

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

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2012] 1340 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持杨凌本香农业产业集团有限公司主体长期信用等级为BBB⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

杨凌本香农业产业集团有限公司

跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 31 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	0.80	0.63	0.62	0.41
资产总额(亿元)	3.70	4.18	5.45	6.32
所有者权益合计(亿元)	1.71	2.02	2.43	2.95
短期债务(亿元)	0.13	0.19	0.22	0.41
全部债务(亿元)	1.45	1.44	1.90	2.31
营业收入(亿元)	1.13	1.18	1.52	1.34
利润总额(亿元)	0.09	0.10	0.19	0.09
EBITDA(亿元)	0.13	0.13	0.21	--
经营性净现金流(亿元)	0.14	0.18	-0.09	-0.22
营业利润率(%)	14.49	17.79	20.67	20.78
净资产收益率(%)	5.05	5.14	7.79	--
资产负债率(%)	53.62	51.72	55.48	53.36
全部债务资本化比率(%)	45.81	41.60	43.96	43.96
流动比率(%)	1020.98	520.24	480.13	260.81
全部债务/EBITDA(倍)	10.80	11.23	9.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.72	5.28	10.71	--
经营现金流负债比(%)	85.28	55.85	-21.35	--

注: 公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

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

杨凌本香农业产业集团有限公司(以下简称“公司”)主要从事饲料研发、生产、销售;种猪繁育、商品猪养殖、销售;肉及肉制品的加工、销售。跟踪期内,受益于凤县、洛川两个年出栏 10 万头商品仔猪的繁育养殖基地建成并先后运营,连锁专卖店的增加,以及 2011 年前三季度猪肉价格的上涨,公司营业收入实现快速增长,盈利能力有所提升。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到受原材料价格以及供求波动影响,生猪以及猪肉价格波动幅度较大,给公司经营带来一定的压力。

未来,随着经营规模的扩大、全产业链运营的深化,公司收入将进一步增长,综合竞争力有望得到提升。

综上,联合资信维持公司 BBB⁻ 的主体长期信用等级,评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内,公司引入新股东,所有者权益有所增长。
2. 随着商品仔猪繁育养殖基地的建成投产,连锁专卖店的增加,公司营业收入保持快速增长,盈利能力有所提升。
3. 公司资产构成符合行业特征,债务结构较为合理。

关注

1. 受原材料价格以及供求波动影响,生猪以及猪肉价格波动幅度较大,这将给公司经营带来一定的压力。
2. 跟踪期内,公司投资规模较大,债务规模增长,债务负担有所加重。
3. 跟踪期内,公司经营性净现金流弱化。

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）与杨凌本香农业产业集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与杨凌本香农业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，未因杨凌本香农业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杨凌本香农业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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于杨凌本香农业产业集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

杨凌本香农业产业集团有限公司（以下简称“公司”）原名杨凌格润尔食品有限公司，于2001年5月由燕君芳、高展河、丁素芳投资成立，初始注册资本为人民币50万元；2002年5月，公司第一次增资，注册资本增至502万元；2003年7月，公司第二次增资，注册资本增至1555万元；2004年3月，公司变更名称为杨凌本香农业产业集团有限公司；2008年7月，公司第三次增资，注册资本增至2700万元；2009年9月，公司原股东丁素芳将所持有的7.60%股权转让给燕君芳；2010年12月，公司吸收陕西金河科技创业投资有限责任公司（以下简称“金河投资”）为股东，公司注册资本增至3139.17万元；2011年吸收卓锋资本（天津）投资中心（有限合伙）（483.77万元，以下简称“卓锋资本”）、天战军（86.00万元）为股东，同时股东高展河减资125.42万元。截至2012年9月底，公司注册资本3583.52万元，股东及持股比例为：燕君芳出资1689.96万元，持股47.16%；高展河出资884.62万元，持股24.69%；金河投资出资439.17万元，持股12.26%；卓锋资本出资483.77万元，持股13.50%；天战军出资86.00万元，持股2.40%。股东燕君芳与高展河为夫妻关系，公司实际控制人是燕君芳。

公司经营范围：配合、浓缩饲料和精料补充料的研发、生产、销售；种猪的繁育、品种改良；商品猪养殖；养殖技术的培训及服务；粮食收购；生猪屠宰、销售；速冻食品（速冻肉制品）的生产、销售，连锁经营；畜禽设备制造销售；畜禽、肉类加工机械设备的进口。

公司本部设食品事业部、养猪事业部、财

务部、行政人事部、技术中心、采购部、资产与后勤保障部、项目部、工程部9个职能部门。

截至2011年底，公司（合并）资产总额为54514.01万元，所有者权益合计为24272.12万元；2011年公司实现营业收入15168.27万元，利润总额1891.87万元。

截至2012年9月底，公司（合并）资产总额为63166.64万元，所有者权益合计为29460.13万元；2012年1~9月，公司实现营业收入13358.89万元，利润总额918.01万元。

公司注册地址：陕西杨凌示范区常青路北段路西；公司法定代表人：燕君芳。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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

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

根据国家统计局公布的数据，2012年1-9月GDP实现353480亿元，同比增长7.7%。2012年1-9月份，固定资产投资（不含农户）256933亿元，同比增长20.5%，比1-8月份提高0.3个百

分点，而其中中央项目投资同比增长2.3%；地方项目投资同比增长21.8%。1-9月，全国房地产开发投资51046亿元，同比增长15.4%，较1-8月回落0.2个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

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

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

月，央行3次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末，广义货币供应量(M2)94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量(M1)28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

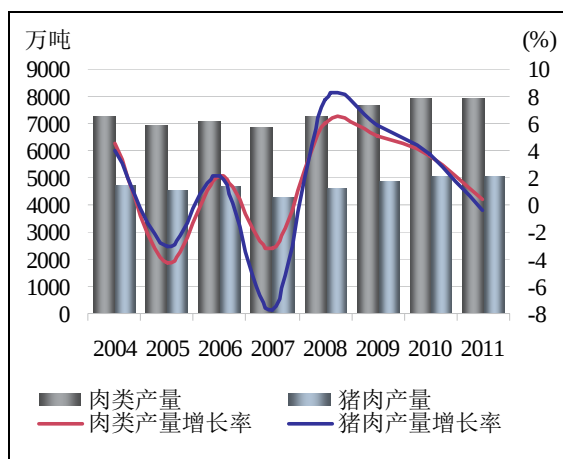
产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期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

四、行业概况

公司所在行业属于畜牧业，主要从事饲料研发、生产、销售；种猪繁育、商品猪养殖、销售；肉及肉制品的加工、销售。其中，生猪和猪肉、猪肉制品收入占公司营业收入的绝大部分

近几年中国畜牧业稳健发展，其中，肉类产品产量波动中小幅增长。2004~2011年，中国肉类总产量年均增长1.35%。2011年，中国肉类总产量7957万吨，同比增长0.39%，其中，猪肉产量5053万吨，较2010年略有下降。

图 1 2004 年~2011 年中国肉类产量情况



资料来源：中国农业信息网

猪肉是中国第一大消费肉类。近十年来，随着中国人口的增长，加之生活水平的提升，对猪肉需求逐步增多。目前中国猪肉产量已占世界总产量的一半。

从猪肉市场价格来看，影响猪肉价格的因素基本与肉鸡相同，疫情和生猪存出栏量对猪肉短期市场价格影响较大，只是由于猪的成长周期相对鸡而言较长，因此短期市场价格调整周期相对有所延长；饲料成本仍是影响猪肉长期价格走势的重要因素。此外，由于养猪相对养鸡的占地面积较大，对土地的需求较多，因此土地成本也成为影响猪肉长期市场价格走势的重要间接因素。

2011 年玉米、小麦、稻谷等主要粮食品种价格大幅度上涨，推高了饲料成本，猪肉价格继续上涨，至 9 月达到 34.54 元/公斤，较 2010 年 5 月的低点上涨了 67.67%。猪肉价格的持续上涨带动 2011 年一季度补栏开始增加，10 月正值生猪大量出栏期，生猪供给较为充裕，但需求方面增加不明显，猪肉价格自 9 月达到高点后开始回落。同时，由于 2011 年中国进口猪肉逐步增加，猪肉价格过快上涨幅度得到一定抑制。截至 2011 年底，中国 36 个重点城市猪肉精瘦肉零售价格为 31.72 元/千克，较年初上涨 23.71%。

进入 2012 年，受上年猪肉行情较好影响，养殖户补栏增加，同期消费需求未同步增长，全国生猪出栏价格持续下跌，6 月 25 日，全国生猪出栏均价跌至 13.62 元/公斤，同比降 27%；猪肉价格也出现了大幅回调，6 月底 22 省市猪肉平均

售价较 2011 年下降 16.74%，创下 2011 年 6 月以来的新低。2012 年 8 月开始，猪头价格开始小幅上涨，2012 年 9 月初，猪肉价格达到 14.88 元/公斤。

总体看，跟踪期内，受原材料价格以及供求波动影响，生猪以及猪肉价格波动幅度较大，这给生猪以及猪肉、猪肉制品生产企业的经营形成较大的压力。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2012 年 9 月底，公司注册资本 3583.52 万元，股东及持股比例为：燕君芳出资 1689.96 万元，持股 47.16%；高展河出资 884.62 万元，持股 24.69%；金河投资出资 439.17 万元，持股 12.26%；卓锋资本出资 483.77 万元，持股 13.50%；天战军出资 86.00 万元，持股 2.40%。股东燕君芳与高展河为夫妻关系，公司实际控制人是燕君芳。

2. 企业规模

公司主要从事饲料研发、生产、销售；种猪繁育、商品猪养殖、销售；猪肉及猪肉制品的加工、销售。

饲料生产方面，公司饲料生产基地位于杨凌农业示范区，年饲料生产规模 20000 吨，产品涵盖肉猪受孕、生育、生长各个阶段的全系列饲料。

种猪繁育方面，公司在杨凌示范区拥有良种繁育中心、杨凌李家一胎场两个种猪繁育场，占地 240 亩，年繁育仔猪 10 万头；在宝鸡凤县拥有良种繁育场一个，年繁育仔猪 10 万头；在延安洛川拥有良种繁育场一个，年繁育仔猪 10 万头；在咸阳永寿拥有曾祖代母猪繁育场一个，满负荷后（目前存栏曾祖代母猪 2200 头）年繁育祖代母猪 2.6 万头，商品仔猪 7.5 万头。

商品猪养殖方面，公司采取“公司+创业实训基地”的经营模式，商品猪保育、育肥全部由公司集中统一封闭管理，目前运营的育肥场有杨凌创业实训基地，占地 580 亩，年可出栏商品猪

18 万头，毕公保育、育肥场，占地 1320 亩，年出栏商品猪 20 万头。

猪肉加工方面，公司拥有西北最大的现代化猪肉屠宰加工生产线，为商务部屠宰“三星”级企业，年屠宰量达 50 万头，年肉食品生产能力达 35000 吨。

猪肉销售方面，公司拥有本香肉食专卖店 131 家，分布在西安、咸阳、渭南、宝鸡、榆林、延安等地市。

总体看，公司已初步形成饲料生产、种猪繁育、商品猪养殖、猪肉加工、销售的完整产业链，综合竞争力较强。

3. 政府支持

近年来，生猪养殖及屠宰加工业受到国家高度重视，而陕西省更是将生猪养殖作为提高地区农民收入的重要举措之一。

公司作为生猪养殖及屠宰加工企业，享受免征企业所得税的税收政策。2011 年，公司获得减免税款 608.44 万元（反映在营业外收入）。

2011 年，公司收到政府各项财政补助 353.99 万元（反映在营业外收入）。

此外，公司还获得各级政府关于农业项目的专项资金：生猪养殖场废弃物综合利用及清洁生产项目专项资金、杨凌示范区产业扶持资金、陕西省 2011 年中央预算内投资国家服务业发展引导资金、2011 年省级服务业专项资金等。2011 年公司收到各项专项资金 4000 余万

元（反映在专项应付款中）。

总体看，跟踪期内，政府对公司保持较大的支持力度，有利于公司的发展。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事饲料研发、生产、销售；种猪繁育、商品猪养殖、销售；猪肉及猪肉制品的加工、销售。

随着公司凤县、洛川两个年出栏 10 万头商品仔猪的繁育养殖基地建成并先后投资运营，以及公司加盟店、直营店的增加，2011 年，公司实现营业收入 15168 万元，较 2010 年增长 28.62%。

从公司收入构成上看，由于饲料自给增加，饲料收入占公司营业收入的比例下降，生猪收入占公司营业收入的比例增长，猪肉、猪肉制品收入占公司营业收入的比例小幅下降。2011 年，三种业务收入占公司营业收入的比重分别为 5.19%、56.39%和 38.42%。

2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 13359 万元，为 2011 年全年的 88.07%，其中饲料、生猪、猪肉及猪肉制品分别占 3.41%、59.13%和 37.46%。

表 1 公司营业收入构成情况（万元/%）

项目	营业收入（万元）			占比（%）		
	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
饲料	2871	787	456	24.35	5.19	3.41
生猪	4667	8554	7899	39.57	56.39	59.13
猪肉、猪肉制品	4255	5827	5004	36.08	38.42	37.46
合计	11793	15168	13359	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

从毛利率上看，2011 年，公司综合毛利率为 20.67%，较 2010 年上升 2.88 个百分点，主要是 2011 年前三季度生猪和猪肉价格上涨，同

时公司毛利率水平较高的生猪收入大幅增长所致。2012 年 1~9 月，公司综合毛利率 20.78%，较 2011 年小幅上涨。

总体看，跟踪期内，随着新基地的建成运营以及直营店、加盟店的增加，公司营业收入增长较快，盈利能力有所增强。

饲料业务

公司饲料业务主要以杨凌格润尔饲料科技有限公司为经营主体。2011年，公司饲料收入为787万元，较2010年大幅下降，主要是随着凤县、洛川两个年出栏10万头商品仔猪的繁育养殖基地建成并先后运营，公司饲料内耗上升所致。2012年1~9月，公司饲料实现收入456万元，为2011年全年的57.94%。

从生产方面看，公司饲料生产基地位于杨凌农业示范区，年饲料生产规模20000吨，较2010年增加10000万吨/年。2011年，公司饲料实际产量16617万吨，较2010年增长73.09%。

从销售上看，随着公司业务规模的扩大，2011年公司生产的饲料内耗占比上升至74%（2010年为42%）。

生猪业务

随着公司凤县、洛川两个年出栏10万头商品仔猪的繁育养殖基地建成并先后投资运营，公司基础母猪存栏数达到8500头，扩大了业务规模。2011年，公司生猪业务实现收入8554万元，较2010年增长83.29%。

从来源、成本方面看，公司生猪来源主要为公司自有生猪培育基地繁育。种猪繁育方面，公司在杨凌示范区拥有良种繁育中心、杨凌李家一胎场两个种猪繁育场，占地240亩，年繁育仔猪10万头；在宝鸡凤县拥有良种繁育场一个，年繁育仔猪10万头；在延安洛川拥有良种繁育场一个，年繁育仔猪10万头；在咸阳永寿拥有曾祖代母猪繁育场一个，满负荷后（目前存栏曾祖代母猪2200头）年繁育祖代母猪2.6万头，商品仔猪7.5万头。

从生猪生产流程看，公司生猪生产流程跟踪期内无大变化，生猪生产全过程分为四个生产环节：待配母猪阶段、母猪产仔阶段、仔猪培育阶段和肥猪饲养阶段；其中肥猪饲养阶段采用“公司+养猪合作社+农户”、“公司+创业示范园+农户”的组织形式，公司将8周龄仔

猪销售给农户，由农户完成肥猪饲养阶段后，再由公司统一采购屠宰加工。

随着公司新增种猪繁殖和商品猪生产基地的逐步建成投产，公司也逐步参与肥猪饲养。2011年，公司繁育的种猪外销占比70%（2010年为87.8%），内部留育占比30%（2010年为12.2%）。

跟踪期内公司生猪销售模式未发生变化。

猪肉、猪肉制品业务

2011年，随着自营店和加盟店的增加，高端市场的逐步打开以及前三季度猪肉价格的上涨，公司实现猪肉、猪肉制品收入5827万元，较2010年增长36.94%。2012年1~9月，公司该业务实现收入5004万元，为2011年全年的85.88%。

从商品猪来源看，公司猪肉、猪肉制品生产的生猪来源主要为从加盟养殖户回购的商品猪和公司自有商品猪育肥场养殖的商品猪。跟踪期内，随着公司规模的扩大，猪场投入的增长，公司自有育肥养殖的商品猪呈增长趋势。

从生产、加工方面看，跟踪期内公司生产、加工能力未变化，公司拥有西北最大的现代化猪肉屠宰加工生产线，年屠宰量可达50万头，年肉食品生产能力达35000吨。2011年，公司肉食品产量为2649吨，较2010年小幅增长5.83%。公司产能利用率低，主要是受生猪供应限制及公司战略调整影响。

从销售方面看，公司猪肉、猪肉制品销售渠道包括大型超市、连锁专卖店（自营店、加盟店、专柜）、团购（机关、部队、学校）、农贸市场，其中，专卖店销售收入占大比。公司连锁专卖店以加盟店为主，2011年，公司拥有本香肉食专卖店131家（2010年为52家），其中自营店12家（2010年为2家）。

2. 未来发展

跟踪期内，公司初步完善“饲料生产——种猪繁育——商品猪养殖——猪肉深加工——肉食品连锁专卖”垂直一体化的产业化经营模式。

未来, 公司将继续深化全产业链运营, 以有效控制企业经营成本, 获取全行业利润。公司计划将现有下属子公司整合, 仅以无公害、绿色、有机猪肉产品为终端销售产品, 种猪、饲料将成为猪肉产品生产的上游生产成本。同时, 在肉食品市场定位方面, 公司将逐步退出低端市场, 开发高档、优质产品, 开拓高端市场。

目前, 公司在建项目为年产20万吨高效安全饲料生产线建设项目, 项目总投资5778万元, 其中自有资金2778万元, 银行贷款3000万元, 2012年公司计划完成投资2600万元, 其余投资将于2013年完成。随着公司生猪繁育养殖基地建成运营, 公司生猪繁育养殖规模将大幅增长, 年产20万吨高效安全饲料生产线的建成投产将解决公司随着业务规模的扩大所带来的饲料需求, 进一步完善全产业链运营模式。

总体看, 跟踪期内, 随着新建繁育养殖基地的运营, 公司业务规模进一步扩大, 收入实现较快增长, 盈利水平有所提升; 公司未来投资规模适宜, 饲料生产线的建成将进一步完善公司的全产业链运营模式。

八、募集资金使用情况

公司2011年12月23日参与发行“陕西省农业和科技中小企业2011年度第一期集合票据”(以下简称本期集合票据), 期限3年, 募集资金5000万元, 用于补充经营规模扩大后公司生产经营活动所需流动资金。

公司本期集合票据第一期利息(2011年11月26日-2012年12月25日)已于2012年12月26日兑付。

九、财务分析

公司提供的 2011 年财务报表已经北京兴华会计师事务所有限责任公司西安分所审计, 并出具了标准无保留的审计意见; 公司提供的 2012 年度前三季度财务数据未经审计。

截至 2011 年底, 公司(合并)资产总额为 54514.01 万元, 所有者权益合计为 24272.12 万元; 2011 年公司实现营业收入 15168.27 万元, 利润总额 1891.87 万元。

截至 2012 年 9 月底, 公司(合并)资产总额为 63166.64 万元, 所有者权益合计为 29460.13 万元; 2012 年 1~9 月, 公司实现营业收入 13358.89 万元, 利润总额 918.01 万元。

1. 盈利能力

2011年, 公司实现营业收入15168.27万元, 较2010年增长28.62%, 主要是业务规模扩大所致。2011年, 公司营业成本12033.29万元, 较2010年增长24.12%。2011年, 公司营业利润率为20.67%, 较2010年上升2.88个百分点, 主要是2011年前三季度生猪和猪肉价格上涨, 同时公司毛利率水平较高的生猪收入大幅增长所致。2012年1~9月, 公司实现营业利润率20.78%。

从期间费用看, 2011年, 公司期间费用(营业费用、管理费用和财务费用)占营业收入的比例为11.81%, 较2010年上升2.52个百分点, 主要是随着业务规模的扩大, 公司营业费用和管理费用增长所致。

2011年, 公司获得营业外收入980.91万元, 较2010年大幅增长, 主要为减免税款和财政补助收入增长; 得益于收入和营业外收入的增长, 公司2011年实现利润总额1891.87万元, 较2010年增长82.26%。

2012年1~9月, 公司实现营业收入13358.89万元, 为2011年全年的89.07%, 预计2012年收入较2011年将会有较大幅度增长; 利润总额918.01万元, 为2011年全年的48.52%。

跟踪期内, 公司收入增长较快, 盈利能力有所增长。

2. 现金流及保障

2011年, 公司销售商品提供劳务收到的现金 15071.73 万元, 同比增长 35.20%; 收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为与农民创业示范园万头猪场等的往来款项; 公司现金

收入比为 99.36%，较 2010 年上升 4.83 个百分点。公司经营活动产生的现金流量净额由净流入转为净流出，2011 年为-879.54 万元。

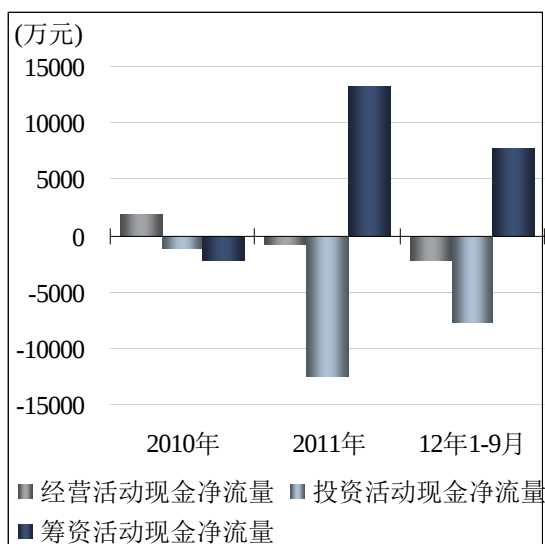
从投资活动看，2011 年公司投资活动现金流入量是收回对杨凌区信用联社的长期股权投资及其收益，规模较小；投资活动现金流出主要为繁育养殖基地建设支出。截至 2011 年底，公司投资活动现金净流量为-12575.94 万元。

2011 年，公司筹资活动产生的现金流入主要为吸收投资（卓锋资本和天战军按股本比例所投资金）、银行借款和发行债券所获得的现金；筹资活动现金流出主要表现为偿还借款及利息支付；筹资活动前产生现金流量净额为 13305.96 万元。

2012 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-2150.98 万元，投资活动产生的现金流量净额为-7735.23 万元，筹资活动产生的现金流量净额为 7781.33 万元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现金的能力有所下降，投资支出保持较大规模，对外部筹资需求上升。

图 2 公司现金流量情况



资料来源：公司审计报告

3. 资本及债务结构

资产质量

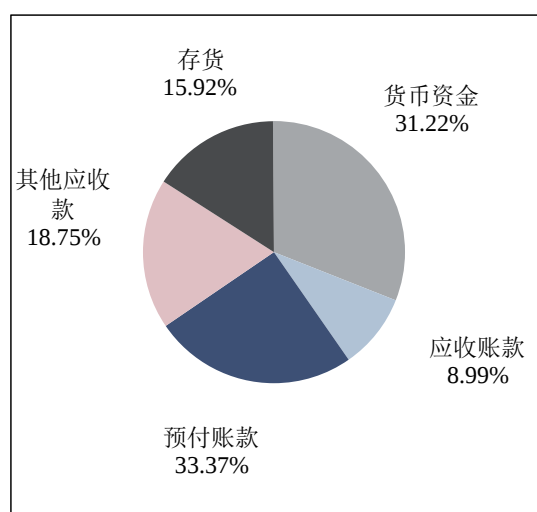
截至 2011 年底，公司资产合计为 54514.01 万元，较 2010 年增长 30.37%，主要是业务规

模扩大所带来固定资产等的增长，其中流动资产占 36.28%，非流动资产占 63.72%。

截至 2011 年底，公司流动资产 19779.42 万元，较 2010 年增长 18.81%，由货币资金（占 31.22%）、应收账款（占 8.99%）、预付款项（占 25.12%）、其他应收款（占 18.75%）和存货（占 15.92%）构成。

截至 2011 年底，公司货币资金 6174.63 万元，其中银行存款占 99.97%，公司货币资金占流动资产的 31.22%，公司货币资金充足率较高。

图 3 2011 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2011 年底，公司应收账款余额为 1778.72 万元，较 2010 年底增长 102.05%。从账龄上看，1 年以内占 94.43%，1~2 年占 4.19%，2~3 年的占 1.38%；从欠款集中度看，前五大欠款客户占应收账款账面余额的 20.48%。整体看，公司应收账款数额小，应收账款欠款客户分散。

截至 2011 年底，公司预付账款余额 4967.96 万元，较 2011 年下降 10.58%，主要为预付杨凌金泰建设有限公司、西安永昌劳务有限公司、陕西方元工程公司-梁志昌、河南内乡漏粪板预制厂等的工程款和货款。

截至 2011 年底，公司其他应收款 3708.72 万元，较 2010 年底增长 96.63%，主要为应收农民创业示范园万头猪场（2182.90 万元）、洛

川县人民政府等的往来款。

截至 2011 年底，公司存货账面价值为 3149.39，主要由原材料（占比 20.92%）、库存商品（占比 11.24%）、消耗性生物资产（占比 66.63%）构成。

截至 2011 年底，公司非流动资产为 34734.59 万元，较 2010 年增长 38.01%，主要是固定资产的增长，其中占比较高为固定资产（45.96%）、在建工程（10.16%）、生产性生物资产（11.22）与无形资产（30.63%）。

随着凤县、洛川两个年出栏 10 万头商品仔猪的繁育养殖基地及其他配套工程的陆续完工，公司固定资产大幅增长，2011 年底为 15962.78 万元，较 2010 年底增长 73.79%；公司累计计提折旧 1969.76 万元，固定资产成新率 89.02%。

截至 2011 年底，公司在建工程 3529.38 万元，较 2010 年增长 6.68%。

截至 2011 年底，公司生产性生物资产 3895.77 万元，较 2010 年底大幅增长 296.80%，主要为种公猪（336.17 万元）和种母猪（3559.60 万元）。

截至 2011 年底，公司无形资产 10638.20 万元，较 2010 年底下降 0.24%。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额为 63166.64 万元，较 2011 年底增长 15.87%，增长主要来自存货、在建工程和生产性生物资产等，其中，流动资产和非流动资产分别占 33.66%和 66.34%，公司资产仍以非流动资产为主。

总体看，跟踪期内，受益于业务规模的扩大，公司资产规模快速增长，公司资产仍以非流动资产为主，流动资产中货币资金和预付账款占比较高，非流动资产以固定资产、无形资产和生产性生物资产为主，综合分析，公司资产构成符合农业企业经营需求，整体质量较高。

负债及所有者权益

截至 2011 年底，公司所有者权益为 24272.12 万元，较 2010 年增长 20.24%，主要是所有者权益和未分配利润增长所致；其中归

属于母公司权益 24102.95 万元，少数股东权益 169.17 万元；归属于母公司权益中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 14.87%、62.34%和 22.79%。

截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益合计 29460.13 万元，较 2011 年底增长 21.37%，主要来自资本公积和未分配利润的增长，其中资本公积增长主要是将以前年度收到的各级政府关于农业项目的专项资金转至资本公积。总体看，跟踪期内公司所有者权益增长较快。

截至 2011 年底，公司负债合计 30241.89 万元，较 2010 年底增长 39.83%，主要是 2011 年 12 月发行 5000 万元集合票据以及收到各级政府关于农业项目的专项资金（计入专项应付款）所致。其中流动负债占 13.62%，非流动负债占 86.38%。

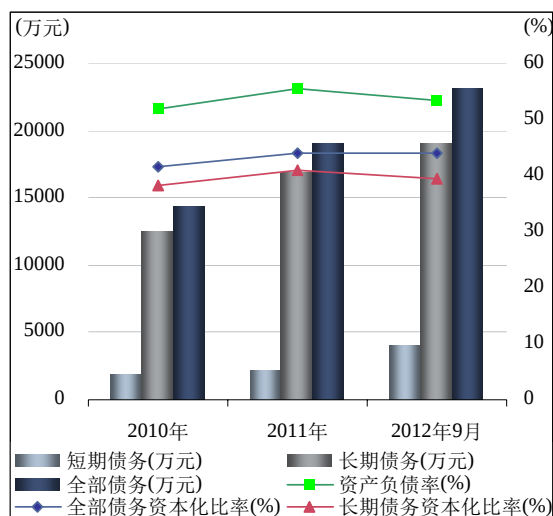
截至 2011 年底，公司流动负债为 4119.59 万元，较 2010 年底增长 28.74%，其中占比较高的有短期借款（占 52.92%）、应付账款（占 34.16%）和其他应付款（占 11.64%）。

截至 2011 年底，公司非流动负债为 26122.29 万元，较 2010 年底增长 41.75%，其中，长期借款占 45.39%，应付债券占 19.14%、专项应付款占 35.47%。

截至 2011 年底，公司专项应付款 9265.43 万元，较 2010 年底增长 56.09%，主要为财政委托拨款（中行）、省财政厅 1037 基建资金、省财政厅流动资金贷款贴息、农业项目专项资金等。

截至 2011 年底公司债务总额为 23112.22 万元，从债务期限结构看，跟踪期内，因发行 5000 万元集合票据和长期借款增加，公司短期债务占比下降，长期债务占比上升，截至 2012 年 9 月底，短期债务占比 17.65%，长期债务占比 82.35%。

图4 公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

截至2011年底，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为43.96%和55.48%，较2010年底分别上升2.36个百分点和3.76个百分点；2012年9月底，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为43.96%和53.36%。跟踪期内，因繁育养殖基地建设投资和运营资金需要，公司债务规模有所增长，债务负担小幅上升，但仍处于适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2011年底公司流动比率和速动比率分别为480.13%和403.68%，受短期借款和应付账款增长影响，截至2012年9月底，上述两指标分别下降为260.81%和154.16%，但仍处于高水平；2011年，公司经营现金流动负债比为-21.35%。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，跟踪期内，受公司利润规模上升影响，EBITDA保持较快增长，2011年为2086.63万元；公司全部债务/EBITDA下降为9.12倍，EBITDA利息倍数为10.71倍。考虑到公司作为农业生产企业，在项目贷款、利息偿还方面得到国家和各级政府的支持力度大，公司实际长期偿债能力较强。

2011年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对11中小集合票据

的保护倍数分别为0.42倍、3.81倍和-0.18倍。公司经营性现金流入量对11中小集合票据覆盖程度较高，EBITDA和经营活动现金净流量对11中小集合票据覆盖程度较低。

截至2012年9月底，公司无对外担保。

公司与银行建立了长期的合作关系，截至2012年9月底，公司共获各家银行授信额度人民币23300万元，尚未使用额度9816.65万元。公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号：E201212130000274269），截至2012年12月13日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

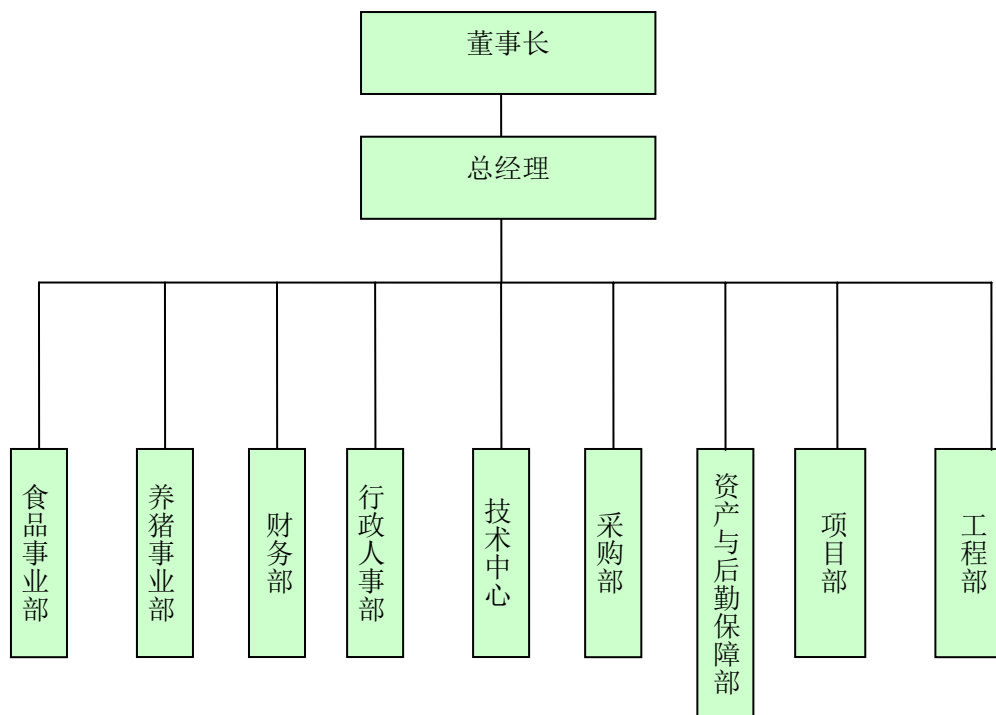
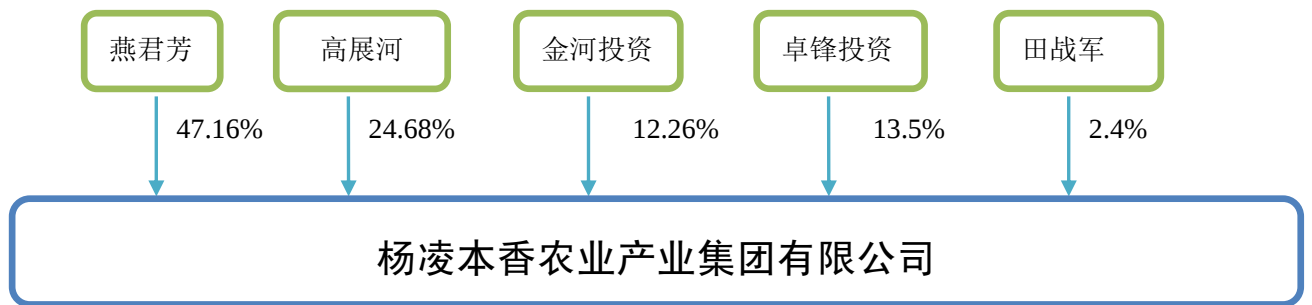
6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，各级政府对于公司的支持，以及生猪和猪肉、猪肉制品行业发展状况的综合判断，公司整体抗风险能力一般。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为BBB⁻，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2-1 公司资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	7951.46	6324.15	6174.63	-11.88	4069.75
交易性金融资产					
应收票据					
应收账款	886.13	880.35	1778.72	41.68	568.80
预付款项	1785.71	5555.88	4967.96	66.80	5895.98
应收利息					
应收股利					
其他应收款	3309.99	1886.18	3708.72	5.85	1986.05
存货	2641.94	2001.14	3149.39	9.18	8695.62
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	3.71	0.00	0.00	-100.00	48.02
流动资产合计	16578.94	16647.70	19779.42	9.23	21264.22
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	28.50	28.50	2.00	-73.51	2.00
投资性房地产					
固定资产	7969.33	9184.95	15962.78	41.53	15920.51
在建工程	1459.60	3308.29	3529.38	55.50	8053.93
工程物资	226.53	1000.42	706.47	76.60	2094.30
固定资产清理	0.38				
生产性生物资产	71.91	981.79	3895.77	636.04	5228.27
油气资产					
无形资产	10641.64	10663.48	10638.20	-0.02	10603.43
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用					
递延所得税资产					
其他非流动资产					
非流动资产合计	20397.89	25167.43	34734.59	30.49	41902.43
资产总计	36976.83	41815.13	54514.01	21.42	63166.64

附件 2-2 公司资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	1300.00	1890.00	2180.00	29.50	4080.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	116.95	150.21	1407.14	246.88	2724.27
预收款项	11.13	32.57	142.49	257.83	131.04
应付职工薪酬	20.80	37.54	4.98	-51.07	19.20
应交税费	-26.63	-15.69	-159.59	144.80	-150.52
应付利息		34.17			
应付股利					
其他应付款	83.23	998.14	479.69	140.07	1119.54
预计负债					
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	118.35	73.09	64.89	-25.95	229.62
流动负债合计	1623.82	3200.03	4119.59	59.28	8153.16
非流动负债：					
长期借款	13200.00	12492.03	11856.86	-5.22	14032.22
应付债券			5000.00		5000.00
长期应付款					
专项应付款	5003.94	5936.00	9265.43	36.07	6521.14
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	18203.94	18428.03	26122.29	19.79	25553.36
负债合计	19827.76	21628.06	30241.89	23.50	33706.51
所有者权益：					
实收资本(或股本)	2700.00	3139.17	3583.52	15.21	3583.52
资本公积	11884.67	13445.50	15025.17	12.44	19295.17
减：库存股					
盈余公积					
未分配利润	2564.39	3602.40	5494.27	46.37	6412.27
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	17149.07	20187.07	24102.95	18.55	29290.96
少数股东权益			169.17		169.17
所有者权益合计	17149.07	20187.07	24272.12	18.97	29460.13
负债和所有者权益总计	36976.83	41815.13	54514.01	21.42	63166.64

附件 3 公司利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	11268.50	11793.43	15168.27	16.02	13358.89
减: 营业成本	9635.57	9694.87	12033.29	11.75	10583.28
营业税金及附加	0.09				
营业费用	383.94	406.39	733.93	38.26	957.25
管理费用	525.55	446.17	863.26	28.16	639.66
财务费用	284.46	242.61	194.77	-17.25	564.03
资产减值损失	27.58				
加: 公允价值变动收益					
投资收益			2.65		
其中: 对合营企业投资收 益					
汇兑收益					
二、营业利润	411.31	1003.40	1345.68	80.88	614.66
加: 营业外收入	691.23	268.51	980.91	19.13	778.04
减: 营业外支出	237.22	233.90	434.72	35.37	474.69
其中: 非流动资产处置损 失					
三、利润总额	865.32	1038.01	1891.87	47.86	918.01
减: 所得税费用					
四、净利润	865.32	1038.01	1891.87	47.86	918.01

附件 4 公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	11751.66	11147.77	15071.73	13.25	15346.85
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	457.29	851.65	3996.64	195.63	2837.21
经营活动现金流入小计	12208.95	11999.42	19068.37	24.97	18184.06
购买商品、接受劳务支付的现金	10224.87	9567.33	15195.30	21.91	16540.09
支付给职工以及为职工支付的现金	548.14	589.24	811.91	21.70	996.09
支付的各项税费	51.21	55.68	48.34	-2.84	54.56
支付其他与经营活动有关的现金			3892.36		2744.29
经营活动现金流出小计	10824.21	10212.25	19947.91	35.75	20335.03
经营活动产生的现金流量净额	1384.74	1787.18	-879.54	#NUM!	-2150.98
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	933.00		26.50	-83.15	0.00
取得投资收益收到的现金			2.65		
处置固定资产和其他长期资产收回的现					
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	7912.64	5328.18	300.00	-80.53	0.00
投资活动现金流入小计	8845.64	5328.18	329.15	-80.71	0.00
购建固定资产、无形资产等支付的现金	11502.38	6499.83	12905.09	5.92	7735.23
投资支付的现金					
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	11502.38	6499.83	12905.09	5.92	7735.23
投资活动产生的现金流量净额	-2656.73	-1171.65	-12575.94	117.57	-7735.23
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金			7499.01		
取得借款收到的现金	9102.50		4019.93	-33.54	4075.36
发行债券收到的现金			5000.00		
收到其他与筹资活动有关的现金			1668.70		4270.00
筹资活动现金流入小计	9102.50	0.00	18187.63	41.35	8345.36
偿还债务支付的现金	1230.00	1300.00	3525.17	69.29	0.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	281.46	942.84	1356.50	119.53	564.03
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	1511.46	2242.84	4881.67	79.72	564.03
筹资活动产生的现金流量净额	7591.04	-2242.84	13305.96	32.40	7781.33
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	6319.04	-1627.31	-149.52		-2104.88

附件 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	12.72	13.35	11.41	--
存货周转次数(次)	3.65	4.18	4.67	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.30	0.31	--
现金收入比(%)	104.29	94.53	99.36	114.88
盈利能力				
主营业务利润率(营业利润率) (%)	14.49	17.79	20.67	20.78
总资本收益率(%)	3.63	3.70	4.82	--
净资产收益率(%)	5.05	5.14	7.79	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	43.49	38.23	40.99	39.25
全部债务资本化比率(%)	45.81	41.60	43.96	43.96
资产负债率(%)	53.62	51.72	55.48	53.36
偿债能力				
流动比率(%)	1020.98	520.24	480.13	260.81
速动比率(%)	858.28	457.70	403.68	154.16
经营现金流动负债比(%)	85.28	55.85	-21.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.72	5.28	10.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.80	11.23	9.12	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.09	0.04	-0.71	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.47	2.54	-69.09	--

注：公司 2012 年前三季度财务数据未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

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

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

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级