

信用等级公告

联合[2011] 361 号

联合资信评估有限公司通过对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的信用状况进行综合分析和
评估，确定

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
二零一一年七月十一日



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（包括陕西中兴林产有限责任公司、陕西国德电气制造有限公司、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、陕西省农业和科技中小企业 2011 年度第一期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

二零一一年七月十一日

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: 2.1 亿元

本期集合票据期限: 3 年

评级时间: 2011 年 7 月 11 日

集合票据发行人及担保人主体长期信用等级

集合票据发行人	评级结果	
	信用等级	评级展望
1 陕西中兴林产有限责任公司	BBB	稳定
2 陕西国德电气制造有限公司	BBB	稳定
3 杨凌本香农业产业集团有限公司	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

刘新宇

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稳步发展势头, 陕西省作为中国西部地区经济发展的龙头, 区位优势、市场优势、资金优势和人才优势明显, 陕西省内中小企业发展的外部环境良好。

本期集合票据参与发行主体为陕西省中小企业, 三家发行人主体长期信用等级均在投资级以上, 且所处行业相关度较低。同时, 联合资信也注意到中小企业个体抗风险能力相对较弱, 且本期集合票据参与企业数较少, 风险的分散作用有限。

中债信用增进投资股份有限公司为本期集合票据联合发行人应偿付的本期票据的实际募集金额及相应票面利息提供了无条件不可撤销的连带责任保证担保, 中债增信担保实力强, 有效提升了本期集合票据的信用水平。

综合看, 本期集合票据不能按期还本付息的风险低。

优势

1. 陕西省西安市地区区域内中小企业具有良好的发展环境。
2. 本期集合票据三家发行人的主体长期信用等级均在投资级以上, 且所处行业相关度低, 有利于化解风险。
3. 作为本期集合票据的信用增信机构, 中债信用增进投资股份有限公司担保实力强, 可有效提升本期集合票据本息偿还的安全性。

关注

1. 本期集合票据参与企业数较少, 风险的分散作用有限。

2. 本期集合票据的发行人全部为中小企业，经营状况易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响，个体抗风险能力相对较弱。

一、基本情况

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”）由国家开发银行股份有限公司组织牵头，联合陕西中兴林产有限责任公司、陕西国德电气制造有限公司和杨凌本香农业产业集团有限公司三家发行人联合采取“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”方式一次性集合发行。任一发行人在其发行额度内各自承担还付息义务，其参加本次集合票据的发行并不构成对其他发行人还本付息义务的承担、承诺或担保。

本期集合票据计划发行总额度为 2.1 亿元（各发行人申请发债额度见表 1），期限为 3 年，采用固定利率支付方式付息，还本付息方式为前二年付息日偿还票面利息，第三年兑付日一次性偿付本金及第二年票面利息。各联合发行人仅负责偿还各自本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金；对其他联合发行人本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金不承担连带责任。

表 1 集合票据发行人及发债额度

集合票据发行人		发债额度（万元）
1	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

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增信”）为本期集合票据提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。并出具了信用增进函，就本期集合票据存续期限内发行人应偿付的费用提供不可撤销的连带责任保证担保。中债增信的信用增进责任，以本期票据的实际募集金额及相应票面利息为限。

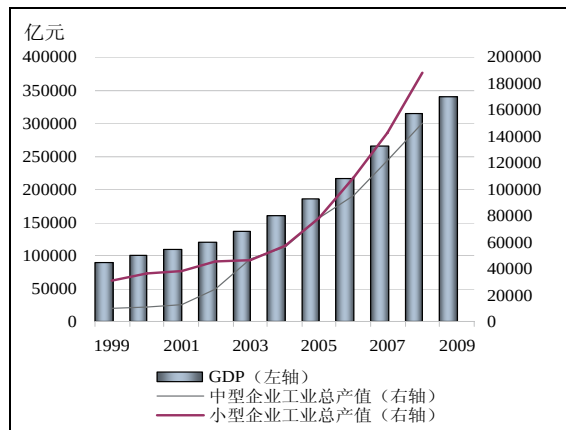
二、经营环境

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。中国在册登记的中小企业数量约占中国企业总数的 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。在其后的经济复苏过程中，中小经济稳步回升，根据国家统计局公布数据，2010 年第四季度，中国中小企业发展指数为 106.3，其指数均处于景气区间，表明中小企业经济现行状况良好。

图 1 中国 GDP 和中小企业工业总产值



资料来源：国家统计局

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。

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。

3. 陕西省西安市经济和中小企业发展概况

陕西省是西北地区经济发展的龙头,其区位优势、市场优势、资金优势和人才优势明显。

2011年,陕西全省实现生产总值10021.53亿元,比上年增长14.5%。其中,第一产业增加值988.45亿元,增长5.8%,占生产总值的比重为9.9%;第二产业增加值5403.53亿元,增长18%,占53.9%;第三产业增加值3629.55亿元,增长11.7%,占36.2%。

全年全部工业增加值4516.4亿元,比上年增长18.7%。其中:规模以上工业企业完成工业增加值4159.51亿元,增长19.7%。分轻重工业看,规模以上工业中,重工业增加值3593.66亿元,增长20%;轻工业565.85亿元,增长18.4%。

全年全社会建筑业增加值887.13亿元,比上年增长20.7%。全省资质以上建筑业生产快速增长。全省累计完成建筑业总产值3126.13亿元,比上年增长35.4%,其中国有及国有控股企业完成2257.16亿元,增长34.8%。全省资质以上建筑企业全年共签订合同额5798.98亿元,增长28.2%。房屋建筑施工面积11760.6万平方米,增长30%。

规模以上工业总产值达到11147.09亿元,比上年增长33.5%。八大支柱产业完成工业总产值10908.8亿元,增长33.7%。其中,能源化工工业5100.14亿元,增长34.3%;装备制造业2607.01亿元,增长34.8%;有色冶金工业1259.72亿元,增长37.2%;食品工业931.28亿元,增长28.7%;非金属矿物制品业402.79亿元,增长31.5%;医药制造业229.22亿元,增长16%;纺织服装工业147.87亿元,增长35.6%;通信设备、计算机及其他电子设备制造业230.77亿元,增长34.6%。

规模以上工业实现主营业务收入10702.52亿元,比上年增长33.9%;实现利润1370.6亿元,增长66.7%;税金总额904.12亿元,增长33.5%;工业企业经济效益综合指数347.26,比上年提高63.5个百分点。

全省城镇居民人均可支配收入15695元,比上年增加1566元,增长11.1%,扣除价格因素实际增长7.1%;人均生活消费支出11822元,增长10.4%。城镇居民人均住房建筑面积28平方米,增长0.4%。

农村居民人均纯收入4105元,比上年增加667元,增长19.4%,扣除价格因素实际增长12%;人均生活消费支出3794元,增长13.3%。农村竣工住宅面积2155.2万平方米,增长

14.6%。农民人均住房建筑面积 31.7 平方米，增长 4.2%。

总体看，陕西省是西部地区经济发展的龙头，其区位优势、市场优势、资金优势和人才优势明显。区域内民营企业经济发展较好，具备良好的外部环境。

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三家，各企业主要财务数据见附件 1。

1. 陕西中兴林产有限责任公司

主体概况

陕西中兴林产有限责任公司（以下简称“中兴林产”）于 1999 年由刘忠新、吴宝荣投资设立，中兴林产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。

中兴林产经营范围：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 2010 年底，中兴林产下设人力资源部、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 2010 年底，中兴林产（合并）资产总额为 82682.15 万元，所有者权益合计为 45553.50 万元。2010 年，中兴林产实现营业收入 49366.75 万元，利润总额 7918.05 万元；中兴林产经营活动产生的现金流量净额为 8355.64 万元。

中兴林产注册地址：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。

募集资金用途

中兴林产本次募集资金 12000 万元，用于补充中兴林产生产经营活动所需流动资金及目前贷款结构。其中用于补充采购流动资金 7000 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 万元。

2. 陕西国德电气制造有限公司

主体概况

陕西国德电气制造有限公司（以下简称“国德电气”）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，国德电气初始注册资本 300 万元，其中：李桂芳出资 150 万元，占注册资本的 50%；姚德俊出资 100 万元，占注册资本的 33.33%；姚国旺出资 50 万元，占注册资本的 16.67%。

历经十次变更后，截至 2010 年底，国德电气注册资本为 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）占 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。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。

国德电气经营范围：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 2010 年底，国德电气内设人力资源部、

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2010年底，国德电气（合并）资产总额52484.55万元，所有者权益31536.00万元。2010年，国德电气实现主营业务收入23378.93万元，利润总额4887.31万元。

国德电气注册地址：西安市高新技术产业开发区丈八二路19号；国德电气法定代表人：姚国旺。

募集资金用途

国德电气计划将本次中小企业集合票据所募集的资金4000万元，主要用于补充流动资金。

3. 杨凌本香农业产业集团有限公司

主体概况

杨凌本香农业产业集团有限公司（以下简称“杨凌本香”）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，杨凌本香第一次增资，注册资本增至502万元；2003年7月，杨凌本香第二次增资，注册资本增至1555万元；2004年3月，杨凌本香变更名称为杨凌本香农业产业集团有限公司；2008年7月，杨凌本香第三次增资，注册资本增至2700万元；2009年9月，杨凌本香原股东丁素芳将所持有的7.60%股权转让给燕君芳。截至2010年底，杨凌本香注册资本2700万元，股东及持股比例为：燕君芳出资1689.96万元，持股62.59%；高展河出资1010.04万元，持股37.41%。燕君芳与高展河为夫妻关系，是杨凌本香实际控制人。

杨凌本香经营范围：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。

杨凌本香本部设食品事业部、养猪事业部、财务部、行政部、人力资源部、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2010年底，杨凌本香拥有全资子公司5家；本部及控股子公司拥有在岗员工280人。

截至2010年底，杨凌本香（合并）资产总额为41815.13万元，所有者权益合计为20187.07万元；2010年杨凌本香实现营业收入11793.43万元，利润总额1038.01万元。

杨凌本香注册地址：陕西杨凌示范区常青路北段路西；杨凌本香法定代表人：燕君芳。

募集资金用途

杨凌本香本次募集资金5000万元用于补充经营规模扩大后生产经营活动所需流动资金和在建、拟建工程建设的固定资产投资。

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，三家发行企业主体长期信用等级见表2，具体分析详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2可以看出，本期集合票据发行企业的主体长期信用等级全部在投资级别以上，其中BBB级别企业一家、BBB+级别企业二家，分别占发行总数的33.3%和66.7%。从行业集中度看，三家发行主体分别涉及农产品、建材和机电设备三个行业，行业相关度较低，风险较为分散，但由于发行企业较少，风险分散作用有限。

从发行额度分布来看，发行企业中额度最大一笔为12000万元，占比为57.14%，发行额度较为集中。

表2 发债企业信用状况及额度分布

单位：万元

债券发行人	主体长期信用	发债额度
陕西中兴林产有限责任公司	BBB/稳定	12000
陕西国德电气制造有限公司	BBB/稳定	4000
杨凌本香农业产业集团有限公司	BBB/稳定	5000
合计		21000

表3 发债企业所涉及细分行业分布

债券发行人	涉及细分行业
陕西中兴林产有限责任公司	建材
陕西国德电气制造有限公司	电机制造
杨凌本香农业产业集团有限公司	农产品加工

五、增信能力分析

本期集合票据由中债信用增进投资股份有限公司提供不可撤销的连带责任保证担保，保证范围为本期票据存续期限内联合发行人实际募集金额及相应票面利息，并为本期集合票据出具了《中债信用函YW【2011】022（1）号》信用增进函。

中债信用增进投资股份有限公司主体长期信用评级报告见附件。

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2010年主体长期信用等级为AAA。该信用等级反映了中债信用增进投资股份有限公司代偿能力很强，风险很小。

本期集合票据发行额度21000万元，占2010年9月底中债信用增进投资股份有限公司所有者权益3.34%，占2010年9月底在保余额的0.98%，对中债信用增进投资股份有限公司影响较小。

六、综合评价

陕西省作为中国西部地区经济发展的龙头，区位优势、市场优势、资金优势和人才优势明显，陕西省内中小企业发展的外部环境良好。

本期集合票据的三家发行人，具有良好的持续经营能力和发展潜力，发行人主体长期信用等级均在投资级以上。同时，联合资信也注意到本期集合票据参与企业家数较少，风险的分散作用有限以及发行人全部为中小企业，经营状况易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响，个体抗风险能力相对较弱等不利因素。

中债信用增进投资股份有限公司为本期集合票据提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，该公司担保实力强，有效提升了本期集合票据的信用水平。

综合看，本期集合票据不能按期还本付息的风险很低。

附件 1 集合票据发行人的主要财务数据

公司名称	项 目	2008 年	2009 年	2010 年
陕西中兴林产有限责任公司	资产总额(亿元)	56030.30	79125.05	82682.15
	所有者权益(亿元)	28387.70	37635.44	45553.50
	长期债务(亿元)	10000.00	9300.00	16000.00
	全部债务(亿元)	13446.82	23490.00	27000.00
	营业收入(亿元)	30561.14	34687.85	49366.75
	利润总额(亿元)	8165.62	3742.95	7918.05
	EBITDA(亿元)	11290.45	8523.43	13734.14
	经营性净现金流(亿元)	16406.88	6608.15	8355.64
	营业利润率(%)	26.46	15.61	15.16
	净资产收益率(%)	28.76	9.95	17.38
	资产负债率(%)	49.34	52.44	44.91
	全部债务资本化比率(%)	32.14	38.43	37.21
	流动比率(%)	208.88	90.83	169.22
	全部债务/EBITDA(倍)	1.19	2.76	1.97
	EBITDA 利息倍数(倍)	9.45	6.10	8.90
陕西国德电气制造有限公司	资产总额(万元)	33090.46	41645.18	52484.55
	所有者权益(万元)	10717.76	21204.73	31536.00
	长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00
	全部债务(万元)	7000.00	10300.00	15945.28
	主营业务收入(万元)	20251.41	26645.34	23378.93
	利润总额(万元)	2968.76	5442.53	4887.31
	EBITDA(万元)	4426.43	7326.78	6987.58
	主营业务利润率(%)	29.06	34.41	39.05
	净资产收益率(%)	26.91	21.46	13.09
	资产负债率(%)	67.61	49.08	39.91
	全部债务资本化比率(%)	39.51	32.69	33.58
	流动比率(%)	62.74	117.88	147.58
	全部债务/EBITDA(倍)	1.58	1.41	2.28
	EBITDA 利息倍数(倍)	17.04	13.40	9.63
杨凌本香农业产业集团有限公司	资产总额(万元)	16058.34	36976.83	41815.13
	所有者权益(万元)	8371.10	17149.07	20187.07
	长期债务(万元)	4097.50	13200.00	12492.03
	全部债务(万元)	6627.50	14500.00	14382.03
	营业收入(万元)	11570.46	11268.50	11793.43
	利润总额(万元)	710.29	865.32	1038.01

	EBITDA(万元)	1352.27	1342.78	1280.61
	营业利润率(%)	12.22	14.49	17.79
	净资产收益率(%)	8.48	5.05	5.14
	资产负债率(%)	47.87	53.62	51.72
	全部债务资本化比率(%)	44.19	45.81	41.60
	流动比率(%)	169.14	1020.98	520.24
	全部债务/EBITDA(倍)	4.90	10.80	11.23
	EBITDA 利息倍数(倍)	4.27	4.72	5.28

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 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（陕西中兴林产有限责任公司、陕西国德电气制造有限公司和杨凌本香农业产业集团有限公司）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上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至集合票据发行人提供相关资料。

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

联合资信评估有限公司

二零一一年七月十一日

信用等级公告

联合[2011] 358 号

联合资信评估有限公司通过对陕西国德电气制造有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

陕西国德电气制造有限公司
主体长期信用等级为
BBB

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年七月十一日



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、陕西国德电气制造有限公司主体长期信用等级自 2011 年 7 月 11 日至 2012 年 7 月 10 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一一年七月十一日



陕西国德电气制造有限公司

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 7 月 11 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年
资产总额(万元)	33090.46	41645.18	52484.55
所有者权益(万元)	10717.76	21204.73	31536.00
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	7000.00	10300.00	15945.28
主营业务收入(万元)	20251.41	26645.34	23378.93
利润总额(万元)	2968.76	5442.53	4887.31
EBITDA(万元)	4426.43	7326.78	6987.58
主营业务利润率(%)	29.06	34.41	39.05
净资产收益率(%)	26.91	21.46	13.09
资产负债率(%)	67.61	49.08	39.91
全部债务资本化比率(%)	39.51	32.69	33.58
流动比率(%)	62.74	117.88	147.58
全部债务/EBITDA(倍)	1.58	1.41	2.28
EBITDA 利息倍数(倍)	17.04	13.40	9.63

分析师

韩 霞 李 洁

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”）对陕西国德电气制造有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其在行业地位、技术优势、业务发展前景等方面的优势。同时，联合资信也关注到原材料价格波动、应收账款对资金的占用以及债务结构不合理等因素对公司经营和未来发展带来的不利影响。

未来随着中国电网建设投资规模的持续增长，以及公司新项目的建成投产，公司收入和利润水平将会有所增长，进而对整体偿债能力形成支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 中国电网建设投资规模的持续增长，使中国输配电及控制设备制造行业将维持较高的景气度，公司面临良好的发展环境。
2. 公司具有先进的生产工艺装备以及罐体焊接和机械加工技术，在竞争中处于有利地位。
3. 公司是国内外高压开关知名大企业的长期重点供应商，具备一定的品牌优势。

关注

1. 原材料价格波动对公司盈利水平稳定性带来不利影响。
2. 公司应收账款规模较大，对营运资金形成较大的占压。
3. 公司有息债务全部为短期债务，债务结构有待改善。

一、主体概况

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,其中:李桂芳出资150万元,占注册资本的50%;姚德俊出资100万元,占注册资本的33.33%;姚国旺出资50万元,占注册资本的16.67%。

历经十次变更后,截至2010年底,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。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2010年底,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2010年底,公司(合并)资产总额52484.55万元,所有者权益31536.00万元。2010年,公司实现主营业务收入23378.93万元,利润总额4887.31万元。

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。

二、本期债券概况

公司计划将本次中小企业集合票据所募集的资金4000万元,主要用于补充流动资金。

三、行业分析

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。

1. 行业概况

行业背景

输配电及控制设备主要包括电网的基础性设备,如变压器、电力开关、电线电缆等,以及对基础性设备进行控制、监测和保护的设备。

输配电及控制设备制造行业的发展与电力工业的发展密切相关。近几年,中国经济良好的发展态势带动了电力工业的迅猛发展,全国发电装机容量分别在1987年、2000年、2005年跨越1亿千瓦、3亿千瓦、5亿千瓦三个台阶,电力供需形势得到缓解,中国是目前仅次于美国的世界第二大电力生产和消费国。根据中国电力企业联合会公布的数据,“十一五”期间中国电力供应能力显著提高,截至2010年底,全国发电装机容量9.62亿千瓦,同比增长10.07%,增幅与上年基本持平;5年年均增长13.22%。

长期以来,中国电力发展一直延续“重发、轻供、不管用”的状态,输配电建设严重滞后于电源建设。近年来国家对电网建设的扶植力度不断加大,积极的产业政策引导以及电源投资的快速增长,对国内的电网建设起到了有力的推动作用。在电源基本建设投资规模增长的同时,中国电网建设速度明显加快,规模不断扩大,“十一五”期间国家电网公司累计完成电网投资1.2万亿元,超过新中国成立56年电网投入的总和。电网建设中设备类投资占30%左右,其中高压开关为电力系统中应用最多的设备,在工程投资中所占比例较大,电网投资的

发展必然带动高压开关行业的发展。

近几年，国家积极推进特高压交流试验示范工程建设，开工建设特高压直流工程，为高压开关行业的发展带来机遇。

发展现状

电力固定资产投资主要由电源投资和电网投资构成，其中电源投资主要形成对电站设备、环保设备的需求，电网投资主要形成对输配电设备的需求，特别是高压输配电设备，属电力发展的重大关键设备，也是国家能源战略和装备制造业领域中的重大战略产品。近年来电力供应短缺及电力建设的快速发展给输配电及控制设备制造业带来了良好的发展机遇。

目前，全球输配电市场以欧洲的ABB、西门子和AREVA三家输配电企业为领袖企业，这三家企业共控制大约40%的全球市场。2000年至今，世界六大跨国公司ABB、西门子、三菱、日立、东芝和GE在中国建立了几十家独资、合资企业。国内外输配电设备制造企业之间的竞争与合作，大大提升了中国输配电产业的技术水准，加快了与国外先进技术接轨的步伐。通过不断的技术引进、自主开发和实践，中国的输配电设备生产技术水平已有了很大提高，同时由于中国的电网情况复杂，部分相关技术已达到国际先进水平。

高压开关子行业方面。高压开关是指用于电力系统发电、输电、配电、电能转换和消耗中起通断、控制或保护等作用，电压等级在3.6kV~550kV的电器产品，主要包括高压断路器、高压隔离开关与接地开关、高压负荷开关、高压自动重合与分段器、高压操作机构、高压防爆配电装置和高压开关柜等几大类。从产品类型来看，行业产品以SF₆断路器和真空产品为主导，实现了无油化，产品国产化率明显提高，产品主要技术性能参数接近或达到国际先进水平。目前中国高压开关行业的主要企业包括厦门ABB开关有限公司、西安西开高压电气股份有限公司、平高集团有限公司、正泰电气股份有限公司、华仪电器集团有限公司、新东北电

气（沈阳）高压开关有限公司和泰开电气集团有限公司等。

2. 行业政策

电力是国民经济的基础产业，是国家大力优先发展的行业，而输配电装备制造业则在支持电网发展、提高电网安全、应对突发事件、保证国民经济可持续发展及经济安全方面有着重要的作用。

2005年12月7日，国务院颁布了《关于发布实施促进产业结构调整暂行规定的决定》，国家发展和改革委员会配套发布了《产业结构调整指导目录》，“电力”和“500kV及以上超高压交、直流输变电成套设备制造业”被列为优先鼓励发展的行业。

2006年《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》提出，在电力装备方面要以“开展1000kV特高压交流和±800kV直流输变电成套设备的研制，全面掌握500kV交直流和750kV交流输变电关键设备制造技术”为主要任务。

2006年《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006~2020年）》明确将“重点研究开发±800kV大容量远距离直流输电技术和1000kV特高压交流输电技术及装备”列为能源重点领域的优先主题内容。

2009年2月，国务院常务会议审议并原则通过的《装备制造业调整振兴规划》推出一系列促进装备制造业发展的政策措施。主要为鼓励依托特高压交直流国家重点输电示范工程，大规模开展技术装备自主化工作，加快企业兼并重组和产品更新换代，促进产业结构优化升级；相关企业依托高效清洁发电、特高压输变电等十大领域重点工程，有针对性实现重点产品国内制造，这为高压开关行业为代表的电力设备制造业的增长提供了契机。

上述均为输配电及控制设备制造业发展提供了良好的政策支持。

3. 行业关注

特高压建设正式启动

特高压是指由1000kV级交流和800kV级直流系统构成的高压电网。特高压电网的最大特点是长距离、大容量送电，一回路特高压直流电网可以送600MkW电量，相当于现有500kV直流电网的5~6倍，同时送电距离也是后者的2~3倍。

2006年8月10日，国家电网公司特高压直流试验基地在北京中关村科技园区昌平园开工建设。2006年8月19日，晋东南—南阳—荆门1000kV特高压交流试验示范工程在山西长治奠基。2006年12月19日，世界上第一个800kV直流输电工程——云广特高压直流输电示范工程正式开工建设。2007年12月21日，四川—上海800kV特高压直流输电示范工程正式开工，标志着中国特高压电网工程建设序幕全面拉开。2009年1月16日，晋东南—南阳—荆门1000kV特高压交流试验示范工程正式投运。

特高压电网建设项目的上马，对于提高电网优化资源配置的能力和安全稳定运行水平，对实现中国能源资源优化配置，实现区域协调发展，具有重要的意义，对于中国整个输配电设备制造业水平的提高也具有重要意义。但特高压建设投资规模大，技术上尚未完全成熟，特高压输电电路建设的挑战和机遇并存。

产业集中度较低

目前，中国年销售收入500万元以上的输配电设备生产制造企业有5000多家，产业集中度较低，市场竞争激烈。输配电产品分为特高压、超高压、高压、中压和低压产品。随着设备电压等级的提高，企业数量逐渐减少。中、低压配电产品的生产企业众多，市场竞争力弱，大多处于微利状态，而高压、超高压、特高压设备生产企业数量较少，凭借资金、技术、品牌优势占据了更多的市场份额，发展空间较大。

原材料价格波动

输配电设备中，钢材及铜、铝等有色金属大约占到原材料成本的70~80%。

2007年以来，由于铁矿石、焦炭价格的上涨和下游需求的增加，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月以后呈现快速下降趋势，2008年12月略有反弹。2009年，钢材价格综合指数波动幅度较大，2009年5月以后略有反弹，2009年12月为141.1点，较2008年12月增加6.7点。2010年5月为156.7点，较2009年12月略有增长。铜、铝价格近三年维持高位震荡，使行业内企业生产成本上升，原材料价格大幅波动在一定程度上加大了企业成本控制压力。

4. 行业发展趋势

“十二五”期间，电力行业仍将保持一定增速，据《电力工业“十二五”规划研究报告》称，计划到2015年，全国发电装机容量达到14.37亿千瓦左右，年均增长8.5%。而国网计划“十二五”期间共投资1.7万亿元，以90%用于电网投资计算，预计未来五年国网用于电网投资金额约1.5万亿元，较“十一五”期间增长约45%；其中，2011年国网计划完成电网投资2925亿元，同比增长约10%，行业发展前景良好。

电网建设在基本完成了以500千伏超高压为骨干网架的全国电网建设工程之后，正大力发展特高压输变电技术，同时国家已经将发展和建设智能电网上升到战略层面，未来电网建设的两大重点给变压器行业带来了很好的发展机遇。

“十二五”规划纲要明确提出，在“十二五”期间，要加快大型煤电、水电和风电基地外送电工程建设，形成若干条采用先进特高压技术的跨区域输电通道，建成330千伏及以上输电线路20万公里。国网“十二五”规划要建设“三纵三横”的特高压骨干网架和10项特高压直流输电工程，到2015年形成“三华”、西北、东北三大同步电网。如果计划可以如期完成，预计将带动约5000亿元的交/直流特高压项目

投资。而对于2011年特高压工作的进度，国家电网则明确：要确保淮南-上海特高压交流工程一季度核准，力争锡盟-南京特高压交流工程上半年核准，蒙西-长沙、靖边-连云港特高压交流工程和溪洛渡-浙西-哈密-河南特高压直流工程年内核准，如果顺利实现，这意味着6条线将开建，远远超出2010年的规模，并带来巨大的设备投资潮。而在特高压投资中，设备投资约占45%。因此，输配电及控制设备制造行业面临更好的发展机遇。

技术上，输配电设备将朝着超高压、直流、串连补偿、成套化、轻型化、小型化、智能化、免（少）维护、高稳定性、低损耗等方向发展。

总体看，受益于中国电网建设投资规模的持续增长，中国输配电及控制设备制造行业将维持较高的景气度，未来随着智能电网战略的实施，输配电及控制设备制造行业面临良好的发展前景，同时，技术更新和成本压力加大等因素将对输配电及控制设备制造企业形成挑战。

四、基础素质分析

1. 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。公司通过了 ISO9001: 2000 质量体系资质认证，并在同行业中第一个获得中华人民共和国“特种设备（压力容器）制造许可证”。2007年6月正式成为中国电器工业协会会员单位。

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 14000 件/年、工模具 2000 套/年、液压机构 2000 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。

近几年来，公司产品被多次应用到国内多个大型输变电项目，如宝钢集团上海浦东钢厂、上海黄渡变电站、深圳甲岸变电站、深圳龙珠、北京朝阳、大唐龙滩、徐州苏堤、天津空港、福建江阴、江苏昆泰变电站、长沙东变电站、杭州杭北变电站、大连开发区金家变电站等。

2. 人员素质

公司总经理姚国旺先生，49 岁，大专学历，曾任西安西电电器制造厂总经理。2004 年，任公司总经理，2008 年 9 月至今，任公司执行董事、总经理，多年经营管理实践使其具备丰富的管理经验。

公司副总经理侯峻岭先生，51 岁，博士学位，高级工程师，自参加工作以来，一直从事有色合金铸造的生产和研究，先后有多篇科技论文在国内、外学术会议及专业杂志上发表。所从事的研究工作多次获得国家部委、省、市及企业的奖励。

截至2010年底，公司在岗员工为720人。公司在岗员工中，按学历构成划分，本科及以上学历占6.53%，大专学历占17.63%，高中及中专学历占51.53%，初中及以下占24.30%；按年龄构成划分，30岁以下占64.31%，30-50岁之间占30.83%，50岁以上占4.86%；按岗位分，管理人员占6.53%，研发人员占6.53%，生产人员占85.28%，销售人员占1.66%。

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

3. 技术实力

公司现有 300 多台铆焊和金切设备，包括国内首家引进使用于高压开关罐体焊接的变极性自动 TIG、变极性等离子弧焊技术，以及全自动数控车床、镗床等设备，充分保障了焊接工艺与机加工件的精度。其中变极性自动 TIG、变极性等离子弧焊代表目前世界上最先进的焊

接技术，被用于航天飞机、核潜艇零部件及神州飞船燃料舱的焊接技术。另外，公司还具备红外线测温仪、X 射线探伤、水压测试、SF6 气体充气回收装置及气体检漏仪、涂层测漏仪等先进的检测设备。

公司产品种类丰富，能够依靠自身的技术实力根据用户需要开发加工产品，已具备制造从 120KV-550KV 多种规格高压、超高压罐体、导体及其零部件的能力，特别是通过直接参与平高东芝和西开股份 800KV-1100KV 特高压开关罐体的研制，为企业 800KV-1100KV 特高压开关罐体的批量生产完成了储备技术，打下了坚实的基础。2009 年公司向国家知识产权局申请 4 项实用新型专利并取得受理通知书。

总体来看，公司设备先进，所具有的技术水平能满足用户对高压开关组件产品的质量要求。

4. 政府支持

公司系西安高新区招商引资重点项目，获得了政府的大力支持，已累计获得超过 300 万元的财政补助。作为高新技术企业，公司享有 15% 所得税的税收优惠。

五、公司管理

1. 法人治理

公司设有股东会、董事会和监事会，股东会为公司最高权力机构。公司董事会由六名董事组成，海通开元投资有限公司和中国-比利时直接股权投资基金分别有权提名一位董事，其余董事人选由其他股东提名。公司监事会由三名监事组成，海通开元投资有限公司有权提名一位监事，姚国旺和姚德俊有权提名一位监事，另一位监事由职工代表推举选出。

公司股东会、董事会只对公司重大事项进行决策，日常经营管理由以姚国旺为总经理的公司经营层负责。

2. 管理制度

公司在安全生产、薪资、行政、人事、财务、内部审计等方面建立了相应的管理制度。

安全生产管理方面，公司设有安全生产委员会，由总经理任主任，由副总经理、总经理助理、专责高级工程师及生产、保卫、企管、办公室等部门负责人组成。车间设安全生产领导小组，组长由车间主任担任。公司制定了相应的安全生产规章制度和操作规程，定期召开安全生产委员会会议，分析安全生产动态，及时解决安全生产存在的问题，并通过组织安全生产大检查，落实重大事故隐患的整改。

采购管理方面，公司的采购管理涉及采购物资技术条件、物料储备定额、物料消耗定额、物料需求计划、物资采购计划、供方确定、采购过程、采购物资的入库、采购物资的付款与报销、采购物资的领用等十个方面，健全的制度使公司采购过程能够合理有序地进行。同时，相应的审核审批过程也保证了采购制度的执行。

财务管理方面，公司建立了财务管理的各种规章制度。目前公司由总会计师负责组织编制和执行财务预算、财务收支计划、信贷计划，拟订资金筹措和使用方案。通过对成本费用进行预测、计划、控制、核算、分析和考核，督促公司有关部门降低消耗、节约费用、提高经济效益。同时，公司通过加强经营核算管理，监督财务计划的执行情况。

内部审计方面，公司建立了较为完善的内部审计制度、内审回避制度、特邀内审员制度。公司的内部审计工作在总会计师直接领导下，独立行使内部审计监督权，并对董事会负责并报告工作。公司的内部审计涉及财务收支、经济责任、经济效益、制度执行、合同执行、任职期间履行职责等多个方面。

公司虽然建立了相应的管理制度。但是，在对外担保、投资、销售、采购等方面的制度建设有待完善。

总体看，公司内部管理制度有待进一步完

善，管理水平有待提高。

六、生产经营

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。

2010 年公司实现主营业务收入 23378.93 万元，近三年年复合增长 7.44%；实现利润总额 4887.31 万元，近三年年复合增长 26.05%，高于主营业务收入的增长速度。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），公司整体毛利率水平从 2008 年的 29.72%提高至 2010 年为 39.87%，主要原因是铝板、钢板等原材料价格近两年出现下降。

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。由于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。公司主要原材料采购情况：

价格方面，近年公司铝板、钢板等主要原材料价格受宏观经济变动影响出现较大波动。2008 年以来，由于铝锭价格波动幅度很大，导致相关铝材价格也有较大波动，总体来说是呈下降趋势。原材料价格波动对公司经营稳定

性产生一定影响。

表 1 公司 2010 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）
铝板	665579.50	18553785.74	27.88
铝棒	1711880.70	33182357.45	19.38
铝管	1108292.98	34033366.17	30.71
法兰	18255.00	8123625.90	445.01
钢材	1459506.61	8348162.40	5.72

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。

2010 年公司努力巩固客户群体，积极开发新产品。公司采取定单生产，以销定产，2010 年共生产各类钢、铝合金罐体（含铝合金铸件）1600 余种，复杂铜、铝合金导体（含铜、铝合金铸件导体）800 余种，精密零件 900 余种。

从市场竞争情况来看，虽然目前具备铝合金罐体、钢罐体生产条件的企业众多，但是，由于受铝合金罐体制造的焊接质量要求高，机加工精度高等复杂性制约，工艺不过关限制了大多数企业的竞争力，使得多数企业在在中低端层面竞争。国内铝合金罐体生产真正具备为高端高压开关提供配套产品的专业厂家并不多，公司正是具备在高端产品竞争能力的少数企业之一。公司高质量的产品和完善的服务赢得了业界及客户的赞誉，先后被用户单位授予“优秀罐体制造协作工厂”、“专供 PTC 罐体制造工厂”、“优秀供方”等多项荣誉。总体看，公司在市场竞争中处于有利地位。

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，其作为协作制造方，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”，国德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。

销售网络方面，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。

货款回款方面，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，导致公司应收货款数额较大。由于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。

从客户集中度看，2010年公司前三大客户为河南平高东芝高压开关有限公司、上海纽生国际贸易有限公司和河南平高电气股份有限公司，销售额为20123万元，占公司主营业务收入的比重为86.07%，公司客户集中度非常高。

从销售价格看，公司采取锁定毛利的销售策略，公司在与客户商谈时约定，在铝材、钢材价格变动±5%以内，按照合同价格执行销售价，超过±5%，销售价格作相应调整，原材料价格的波动对公司盈利稳定性影响较大。

5. 经营效率

2009年~2010年，公司销售债权周转次数分别为10.81次和3.27次；存货周转次数分别为2.51次和3.06次；总资产周转次数分别为0.71次和0.50次。

总体看，公司整体经营效率一般。

6. 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，使国德电气公司在市场的引导下做优、做强、做大，将国德电气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。

公司在渭南市渭北产业园区征地309.8亩，新建罐体联合厂房、导体联合厂房、综合站房等，新建面积合计89186 m²。土建及公用工程按公司总体规划预留一定发展空间。

产品规划以“结构调整，提高产品技术含量”为基本出发点，发展有市场前景、技术附加值高的高压开关设备核心组件，产品向500KVA以上特超高电压等级扩展，实现产品价值的大幅度提高。本项目完成后，可达到年产铝焊接罐体25000件，钢焊接罐体5000件，铝铜导体60000件。项目规划总投资32370万元。

截止2011年3月，公司已投入1.45亿元建设渭南工厂，目前，罐体焊接联合厂房已建好涂装车间主体已建成，铸造车间正在建设，预计2011年10月能全部竣工投产，2012年全部达产。

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，向上游延伸了产业链，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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2008~2010年度财务报告已经陕西晋美恒真会计师事务所有限责任公司审计，三年

出具的均为标准无保留审计意见。2007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》。

截至2010年底，公司（合并）资产总额52484.55万元，所有者权益31536.00万元。2010年，公司实现主营业务收入23378.93万元，利润总额4887.31万元。

2. 资产质量

2008年~2010年，公司资产总额年复合增长25.94%，主要是流动资产中货币资金、其他应收款、应收账款以及在建工程增加较多所致。截至2010年底，公司资产总额52484.55万元，其中流动资产占57.16%，固定资产占37.97%，无形资产及其他资产占4.87%。公司资产以流动资产为主。

截至2010年底，公司流动资产30002.36万元，其中应收账款占32.91%，预付账款占32.40%，存货占15.55%，其他应收款占11.70%，公司流动资产以应收账款及预付账款为主。

截至2010年底，公司货币资金1483.57万元，主要是银行承兑汇票保证金存款（1000万元）。

截至2010年底，公司应收账款余额9874.19万元（其中98.18%为1年以内），在销售收入相对保持稳定的情况下，应收账款较年初大幅度增加205.17%，增加的主要原因在于受到行业景气度的影响，公司为了抢占市场，适当的延长了河南平高东芝高压开关有限公司、西安西电开关电气有限公司等国内大型高压开关生产企业（公司的优质客户）的付款期限，使得2010年末应收账款有较大幅度的增长，但客户的欠款账龄仍在公司给予的正常信用期内，但出于加强应收账款管理的考虑，已经有针对性地展开催收工作，并取得客户的回款承诺，将在给予客户的正常信用期内收回相关款项，应收账款不能收回的风险较小。

截至2010年底，公司预付款项9719.54万元，其中80.09%为公司预付渭南项目工程款，

其余为预付货款。

截至2010年底，公司存货4664.63万元，其中在产品2881.10万元，占61.77%；原材料1623.94万元，占34.81%。

截至2010年底，公司固定资产原值18840.32万元，其中房屋及建筑物占44.14%，机器设备占48.71%，运输设备占5.74%，其他1.41%。

截至2010年底，公司在建工程5670.91万元，其中72.94%为渭南项目在建工程。

总体来看，公司资产以流动资产为主，流动资产中应收账款占比较大；公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益构成

2008年~2010年，公司所有者权益年复合增长71.53%，主要源于未分配利润和资本公积的增长。2010年公司所有者权益31536.00万元，其中实收资本占28.54%，资本公积占28.39%，未分配利润占41.58%。公司所有者权益以未分配利润为主，稳定性较差。

2010年底，公司负债总额20948.55万元，其中97.05%为流动负债。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73.78%、4.65%、12.49%和4.84%。

2010年底，公司短期借款较年初大幅增长138.10%，主要原因是由于公司渭南生产基地为了尽早投产，产生经济效益，需要大量的资金，公司将自有资金投入了在建工程中，截止2011年1季度已累计投资1.4亿元，受此影响，公司的生产流动资金产生了短缺，在尚未建立直接融资渠道的情况下，公司主要通过短期借款方式满足对流动资金的需求。公司短期借款中66.67%为抵押借款。

2008年~2010年，公司资产负债率整体处于下降趋势，但债务规模呈上升状态，2010年底公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为39.91%和33.58%，负债处于合理水平。

总体看，目前公司债务负担合理，但全部

为短期债务，债务结构不合理。

4. 盈利能力

2008年~2010年，公司主营业务收入年复合增长7.44% 三年分别为20251.41万元、26645.34万元和23378.93万元。近三年公司主营业务利润率分别为29.06%、34.41%和39.05%，主营业务盈利能力较强，且呈上升趋势。

从期间费用看，2008年~2010年，三项费用占主营业务收入的比重分别为15.08%、14.20%和18.70%，三项费用较高，公司费用控制能力有待提高。

从盈利指标看，2008年~2010年，公司总资产收益率和净资产收益率虽然整体处于下降状态，但仍属于较好水平，2010年分别为10.22%和13.09%，公司整体盈利能力一般。

近年公司主业盈利水平正常，未来随着新项目的建成投产，公司主营业务收入和利润水平将有所增长。

5. 现金流分析

经营活动方面，2008年~2010年，公司销售商品、提供劳务收到的现金年复合增长2.39%，2010年为21158.87万元。经营活动产生的现金流量净额分别为1500.45万元、5992.62万元和991.34万元，公司经营活动现金流净额的稳定性较差。近三年公司现金收入比分别为99.65%、98.74%和90.50%，公司现金实现质量较低。

投资活动方面，公司为扩大生产规模，近年来持续进行项目投资。2008年~2010年，公司无投资活动现金流入，投资活动现金呈净流出状态，三年净流出分别为2390.51万元、7401.39万元和16649.24万元，公司经营活动产生的现金流难以满足投资活动对资金的需求。

筹资活动方面，2008年~2010年，公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款和吸收权益性投资，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，近三年筹资活动产生的现金流量净额分别为394.91万元、6824.84万元和10066.26万元。

总体看，近年公司经营活动产生的现金流难以满足投资活动对资金的需求，对外部融资依赖性较大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2008年~2010年，公司流动比率和速动比率均显著上升，2010年底分别为147.58%和124.63%，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2008年~2010年，公司EBITDA分别为4426.43万元、7326.78万元和6987.58万元，全部债务/EBITDA指标值分别为1.58倍、1.41倍和2.28倍，EBITDA利息倍数分别为17.04倍、13.40倍和9.63倍，公司长期偿债能力正常。

截至2010年底，公司无对外担保，或有债务风险很低。

截至2010年底，公司获得银行授信额度7000万元，目前已全部使用，公司间接融资渠道较受到一定的限制。

整体看，公司偿债能力一般。

八、本期债券偿还能力分析

公司发行本期债券的额度为4000万元，占2010年底公司全部债务和负债总额的比重分别为25.09%和19.11%，本期债券发行对公司债务影响一般。

本期债券发行后，不考虑其他因素，以2010年底数据为基础，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别上升为44.17%和38.74%，债务负担尚属合理。

2008年~2010年，公司EBITDA分别为4426.43万元、7326.78万元和6987.58万元，分别是本期债券的1.11倍、1.83倍和1.75倍，EBITDA对本期债券的保护能力一般。2008

年~2010年，公司经营活动现金流入量分别为20391.18万元、26448.08万元和21352.48万元，对本期债券的保护倍数分别为5.10倍、6.61倍和5.41倍；经营活动现金净流量分别为1242.18万元、5992.62万元和991.34万元，对本期债券的保护倍数分别为0.31倍、1.50倍和0.25倍，经营活动产生的现金流入量对本期债券保障能力较强。

截至2010年底，公司现金类资产为2234.57万元，是本期债券的0.56倍，公司现金类资产对本期债券的保障能力较弱。

九、综合评价

公司是目前国内专业制造高压开关用铝合金焊接罐体的龙头企业之一，具有先进的生产工艺装备以及罐体焊接和机械加工技术，是国内外高压开关知名大企业的长期重点供应商，具备一定的品牌优势。

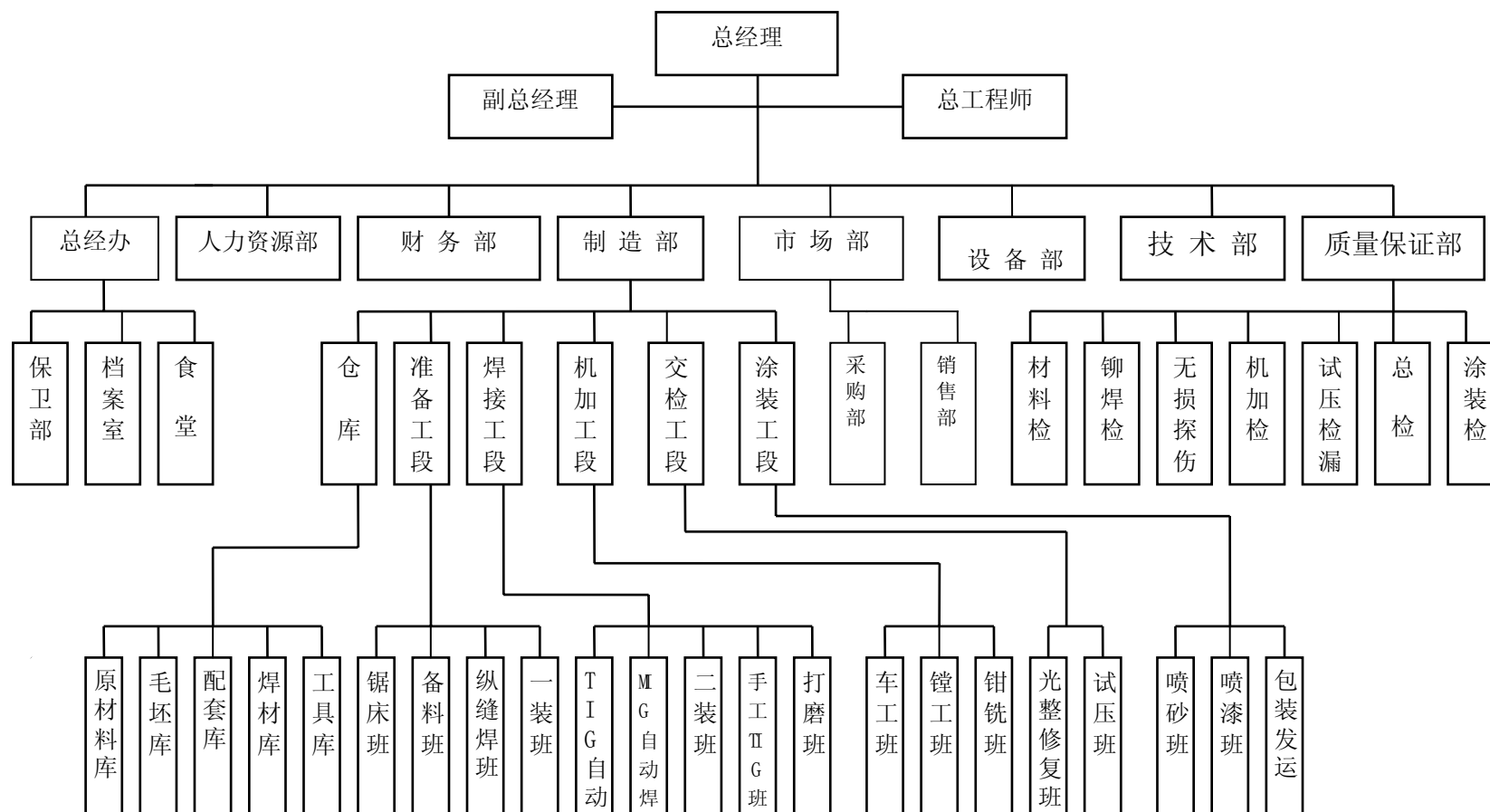
受益于中国电网建设投资规模的持续增长，中国输配电及控制设备制造行业将维持较高的景气度，公司面临良好的发展环境。

公司整体盈利能力较强；公司资产质量一般；债务负担尚可，但债务结构不合理。

未来随着新项目的建成投产，公司主营业务收入和利润水平将有所增长，有助于提升整体偿债能力。

总体看，公司整体信用风险一般。

附件 1 陕西国德电气制造有限公司组织机构图



附件 2-1 陕西国德电气制造有限公司
 2008 年～2010 年合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资 产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	1210.62	7626.70	1483.57	150.99
交易性金融资产				
应收票据	200.00	517.00	751.00	93.78
应收账款	1059.55	3153.97	9874.19	205.27
其他应收款	930.98	409.57	3509.43	94.16
预付款项	896.30	7315.88	9719.54	229.30
存货	9192.47	4525.31	4664.63	-28.77
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	13489.93	23548.44	30002.36	63.69
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				
投资性房地产				
长期股权投资				
固定资产	16274.15	15074.31	14257.55	-6.40
工程物资				
在建工程		372.63	5670.91	--
固定资产清理	651.16	58.96		--
无形资产	2494.04	2426.98	2410.36	-1.69
长期待摊费用				
递延所得税资产				
其他非流动资产	181.19	163.86	143.38	-11.04
资产总计	33090.46	41645.18	52484.55	25.94

附件 2-2 陕西国德电气制造有限公司
2008 年～2010 年合并资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	5000.00	6300.00	15000.00	73.21
应付票据	2000.00	4000.00	945.28	-31.25
应付账款	9581.10	7551.20	2538.89	-48.52
预收款项	2505.93	0.87		--
交易性金融负债				
应付职工薪酬	206.51	198.23	16.81	-71.47
应付利息				
应交税费	-63.78	1031.79	823.69	--
其他应付款	2237.01	873.16	984.75	-33.65
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	34.65	21.16	20.21	
流动负债合计	21501.72	19976.41	20329.63	-2.81
长期负债				
长期借款				
应付债券				
长期应付款	870.98	464.03	618.92	-15.70
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	870.98	464.03	618.92	-15.70
负债合计	22372.71	20440.44	20948.55	-3.28
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本	6000.00	8000.00	9000.00	22.47
资本公积	2.74	4502.74	8952.74	5613.63
盈余公积	471.50	920.20	471.50	0.00
未分配利润	4243.51	7781.79	13111.76	75.78
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	10717.76	21204.73	31536.00	71.53
少数股东权益				
负债及所有者权益合计	33090.46	41645.18	52484.55	25.94

附件 3 陕西国德电气制造有限公司
 2008 年～2010 年利润及利润分配表
 （单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)
一、营业总收入	20283.07	26755.24	23459.33	7.55
其中：主营业务收入	20251.41	26645.34	23378.93	7.44
其他业务收入	31.67	109.90	80.41	59.34
二、营业总成本	17420.05	21261.56	18623.10	3.40
其中：营业成本	14231.77	17201.85	14057.52	-0.61
营业税金及附加	134.43	275.61	191.69	19.41
其他业务支出			1.43	
销售费用	316.61	219.35	360.37	6.69
管理费用	2119.03	2727.72	3055.35	20.08
财务费用	618.66	837.03	956.73	24.36
资产减值损失				
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）				
投资收益（损失以“-”号填列）				
其中：对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益（损失以“-”号填列）				
三、营业利润	2862.57	5493.68	4836.24	29.98
加：营业外收入	213.30	32.58	248.02	7.83
减：营业外支出	107.11	83.73	196.94	35.60
其中：非流动资产处置损失				
四、利润总额	2968.76	5442.53	4887.31	26.05
减：所得税	84.12	891.84	758.30	200.25
五、净利润	2884.64	4550.70	4129.01	19.64
归属于母公司所有者的净利润	2884.64	4550.70	4129.01	19.64
少数股东损益				

附件 4-1 陕西国德电气制造有限公司

2008 年~2010 年现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	20181.18	26309.94	21158.87	2.39
收到的租金				
收到的税费返还			193.61	--
收到的其他与经营活动有关的现金	210.00	138.13		--
现金流入小计	20391.18	26448.08	21352.48	2.33
购买商品、接受劳务支付的现金	14739.13	11322.99	14268.38	-1.61
经营租赁所支付的现金	2058.58			--
支付给职工以及为职工支付的现金	1834.74	2600.17	2967.66	27.18
支付的各项税费	258.28	3048.26	3125.10	247.85
支付的其他与经营活动有关的现金	258.28	3484.02		--
现金流出小计	18890.73	20455.45	20361.14	3.12
经营活动产生的现金流量净额	1500.45	5992.62	991.34	-18.72
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
取得投资收益所收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金				
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计				
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	2390.51	7401.39	16649.24	163.91
投资所支付的现金				
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	2390.51	7401.39	16649.24	163.91
投资活动产生的现金流量净额	-2390.51	-7401.39	-16649.24	163.91
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		6500.00	5450.00	--
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	7000.00	7700.00	18000.00	60.36
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	7000.00	14200.00	23450.00	83.03
偿还债务所支付的现金	6000.00	6400.00	9300.00	24.50
发生筹资费用所支付的现金				--
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	605.09	741.43	725.59	9.51
融资租赁所支付的现金				
减少注册资本所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金		233.73	3358.15	--
现金流出小计	6605.09	7375.16	13383.74	36.24
筹资活动产生的现金流量净额	394.91	6824.84	10066.26	--
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-495.14	5416.08	-5591.64	236.05

附件 4-2 陕西国德电气制造有限公司
2008 年~2010 年现金流量补充表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	2884.64	4550.70	4129.01	19.64
加: 少数股东损益				
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐				
固定资产折旧	1113.47	1285.30	1358.06	10.44
无形资产摊销		52.06	16.62	--
长期待摊费用摊销	47.90			--
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	1113.47	48.83	54.42	-77.89
待摊费用减少(减:增加)	36.60			--
预提费用增加(减:减少)	-3.22			--
固定资产报废损失			196.94	--
财务费用		975.16	956.73	--
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)	605.09			--
存货的减少(减:增加)		4667.15	-139.31	--
经营性应收项目的减少(减:增加)		-2262.72	1404.28	--
经营性应付项目的增加(减:减少)	-2397.56	-3608.48	-6985.41	70.69
其他	1665.41			--
经营活动产生的现金流量净额	1500.45	5992.62	991.34	-18.72
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	1210.62	5626.70	1483.57	10.70
减: 货币资金的期初余额	1705.76	210.62	7075.22	103.66
现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-495.14	5416.08	-5591.64	236.05

附件 5 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	--	10.81	3.27	--
存货周转次数(次)	--	2.51	3.06	--
总资产周转次数(次)	--	0.71	0.50	
现金收入比(%)	99.65	98.74	90.50	94.81
盈利能力				
主营业务利润率(%)	29.06	34.41	39.05	35.66
总资本收益率(%)	17.75	16.18	10.22	13.52
净资产收益率(%)	26.91	21.46	13.09	18.37
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	39.51	32.69	33.58	34.50
资产负债率(%)	67.61	49.08	39.91	48.20
偿债能力				
流动比率(%)	62.74	117.88	147.58	121.70
速动比率(%)	19.99	95.23	124.63	94.88
经营现金流动负债比(%)	0.07	0.30	0.05	0.13
EBITDA 利息倍数(倍)	17.04	13.40	9.63	12.24
全部债务/EBITDA(倍)	1.58	1.41	2.28	1.88
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.13	-0.14	-0.98	-0.56
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.43	-2.58	-21.58	-12.25

注：加权平均值=0.2*2008 年数值+0.3*2009 年数值+0.5*2010 年数值

附件 6 有关指标的计算公式

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

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

附件 7 主体长期信用等级的定义

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

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

信用等级公告

联合[2011] 359 号

联合资信评估有限公司通过对陕西中兴林产有限责任公司信用状况进行综合分析和评估，确定

陕西中兴林产有限责任公司
主体长期信用等级为
BBB

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年七月十一日



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、陕西中兴林产有限责任公司主体长期信用等级自 2011 年 7 月 11 日至 2012 年 7 月 10 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一一年七月十一日



陕西中兴林产有限责任公司

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 7 月 11 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011.3
资产总额(万元)	56030.3079125.0582682.1579380.18			
所有者权益(万元)	28387.7037635.4445553.5047021.36			
长期债务(万元)	10000.00	9300.0016000.0016000.00		
全部债务(万元)	13446.8223490.0027000.0023300.00			
营业收入(万元)	30561.1434687.8549366.7511761.84			
利润总额(万元)	8165.62	3742.95	7918.05	1467.86
EBITDA(万元)	11290.45	8523.4313734.14		--
经营性净现金流(万元)	16406.88	6608.15	8355.64	-372.90
营业利润率(%)	26.46	15.61	15.16	15.99
净资产收益率(%)	28.76	9.95	17.38	--
资产负债率(%)	49.34	52.44	44.91	40.76
全部债务资本化比率(%)	32.14	38.43	37.21	33.13
流动比率(%)	208.88	90.83	169.22	214.52
全部债务/EBITDA(倍)	1.19	2.76	1.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.45	6.10	8.90	--
EBITDA/本期中票额度(倍)	0.94	0.71	1.14	--

分析师

刘新宇 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”) 对陕西中兴林产有限责任公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司在行业地位、税收优惠和环保型产业等方面的优势。同时, 联合资信也关注到主营业务盈利能力下降、产品结构较为单一等因素对公司经营和发展带来的不利影响。

未来随着新增产能的逐步达产, 公司收入和利润水平有望得以提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 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。
2. 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。
3. 公司以果树枝桠材为原料, 有利于提高资源的综合利用率, 发展循环经济, 实现可持续发展。

关注

1. 公司产品价格呈下行趋势, 导致主营业务盈利能力下降。
2. 公司产品品种单一, 上下游议价能力较弱。

一、主体概况

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2010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2010年底,公司合并资产总额为82682.15万元,所有者权益合计为45553.50万元。2010年,公司实现营业收入49366.75万元,利润总额7918.05万元;公司经营活动产生的现金流量净额为8355.64万元。

截至2011年3月底,公司合并资产总额为79380.18万元,所有者权益合计为47021.36万元。2011年1~3月,公司实现营业收入11761.84万元,利润总额1467.86万元。

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。

二、本期债券概况

中兴林产本次募集资金12000万元用于补充公司生产经营活动所需流动资金及目前贷款结构。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。

三、行业分析

公司所处行业属于人造板建筑材料子行业——纤维板制造业。

1. 人造板概况

人造板是以木质原料或其它植物纤维为主要原料加工而成的板材,主要包括胶合板、纤维板、刨花板、细木工板、秸秆板、竹材人造板等种类,其中胶合板、纤维板、刨花板较为常用,产量占人造板总产量的70%以上。目前,全球人造板设计生产能力已超过2.5亿立方米,其中纤维板6000多万立方米,刨花板9000万立方米,胶合板约7000万立方米。2010年全球人造板消费量达到2.65亿立方米。

人造板工业高效地使用了木材资源,在当前世界可采伐森林资源日渐短缺的情况下,人造板工业已成为缓解木材供需矛盾的重要产业。

中国人造板工业起始于二十世纪六十年代,从九十年代起取得了较快发展。“十一五”期间,中国人造板工业以高于同期国民经济3~5个百分点的速度增长,2010年人造板市场总消费量达到8000万立方米。

随着人造板行业的快速增长,人造板主要产品产能也在迅速扩张。在三大主要板材中,纤维板充分利用林业剩余物、次小薪材和人工速生丰产林等资源为原材料,受国家产业政策的鼓励。比较而言,纤维板的生产资源利用率高,产品材质细密、性能稳定、边缘紧密便于加工,近年来在产量迅速增加的同时,在人造板产品结构中的份额也越来越高。预计在中国家具、木地板、房地产、建筑装饰行业快速发展的推动下,纤维板的需求将得到进一步提高,市场前景较为广阔。

2. 纤维板概况

纤维板的制造主要以次小薪材和林区三剩物为原材料,资源综合利用率高,属国家扶持

的产业。纤维板可分为低密度纤维板、中密度纤维板和高密度纤维板，目前尚无统一的国际标准。在中国，中密度纤维板的密度一般为450-880kg/立方米，主要适用于家具制造以及建筑、车船制造和家用电器等行业；高密度纤维板的密度在880kg/立方米以上，厚度一般在8mm以下，可用于制作强化木地板、电子行业生产用垫板和装饰板等高档装饰材料和包装材料。

全球中（高）密度纤维板的消耗量逐年增长，1996年为1100万立方米，2004年为4066万立方米，2010年全球纤维板的消耗量为6500万立方米左右。

自上世纪九十年代以来，纤维板行业在中国得到飞速发展，尤其是外国板式家具生产线的不断引进带动了国内市场纤维板的需求。近5年来，占中国纤维板用量65%的家具工业以每年20~30%的增速发展，同时地板、室内装修、包装等行业的迅速扩张形成的巨大市场需求，目前，中国家具、木地板、房地产、建筑装饰行业发展迅速，为纤维板行业的发展创造了良好的外部条件。

中国约70%的产品为中低档普通纤维板，而25毫米以上超厚板和3毫米以下的超薄板只有少数几家采用进口连续压机设备的企业才能生产。2009年底，国内进口连续平压纤维板生产线34条，占总的生产线数量的9.52%，占总生产能力的15.9%，进口生产线的平均单线生产能力为8.96万立方米/年，远高于普通生产线的产能。目前，国内纤维板行业单线生产能力达20万立方米以上的生产线仅有不到20条。可见，国内规模较大、能生产高端纤维板产品的生产线还比较少。

3. 相关产业政策

根据国家发展与改革委员会于2006年2月颁布的《“十一五”资源综合利用指导意见》，林区“三剩物”、次小薪材等资源化利用属于中国资源综合利用的重点领域。目前，中国对纤维板行业实行了增值税即征即退和免征企业所得税等一系列优惠政策。

中国于2006年起对实木地板及实木复合地板开始征收消费税及出口关税，但保持了以纤维板为基材的强化复合地板的出口退税，在木制品生产上对以纤维板为原料的产品的发展给予了有力的政策性导向。根据2005年国家发改委第40号令《产业结构调整指导目录（2005年本）》及2006年《“十一五”资源综合利用指导意见》，中（高）密度纤维板项目符合鼓励类第1款[农林业]第48条“次小薪材、沙生灌木和三剩物的深度加工及系列产品开发”，属当前国家政策鼓励发展的产业。2007年8月，国家林业局、国家发改委、财政部、商务部、国家税务总局、中国银监会和中国证监会7部委联合制定《林业产业政策要点》，明确指出未来将采取各种扶持政策，推进林业产业发展，支持符合条件的国家林业重点龙头企业在国内资本市场上市融资，并在税收、信贷等方面给予支持。

根据产业发展规划，国家限制资源消耗大、综合效益差的小型人造板的项目用地。根据国家国土资源部与国家发展改革委联合下发实施《限制用地项目目录（2006年本）》和《禁止用地项目目录（2006年本）》的通知规定：单线5万立方米/年以下的中（高）密度纤维板项目和单线3万立方米/年以下的木制刨花板项目已经被列入《限制目录》，各级国土资源管理部门和投资管理部门一律不得办理相关手续。2007年8月，国家林业局、国家发改委、财政部、商务部、国家税务总局、中国银监会和中国证监会7部委联合制定《林业产业政策要点》（林计发[2007]173号），再次重申了对新建单线5万立方米/年以下的中（高）密度纤维板项目和单线3万立方米/年以下的木制刨花板项目的限制规定。

一系列的政策支持，充分表明了中国木材资源综合利用的发展方针，有利于中国纤维板行业的健康、稳定和持续发展。

4. 上、下游行业的关联性

中（高）密度纤维板行业的上游行业为林业种植业，下游行业包括家具、木地板和建筑装饰等木制品加工应用行业。纤维板行业的发展既受到上游森林采伐限额导致原材料供应紧张的制约，同时也受到下游家具、建材等行业快速发展的有效拉动。因此，在原材料供应充足的情况下，纤维板企业在下游行业巨大需求的推动下，将具有广阔的发展空间。

（1）上游原材料

中国纤维板行业的高速发展致使原材料的供应紧张，部分地区的纤维板生产企业已经因为原材料供应短缺而减产。木材资源供需矛盾的不断加剧，致使原材料运输距离从 100公里延伸到 500公里，甚至 900公里。原材料价格的上升以及运输距离的扩大，增加了纤维板生产企业的经营成本。

（2）下游应用

在中国，随着中（高）密度纤维板新产品的研发和应用领域的开发，其用途越来越广。目前，中国中（高）密度纤维板的主要市场领域包括：家具、建筑装修、木地板、包装及家电外壳等其它领域，其中家具用量最大，占纤维板用量的 65%，其次是建筑装修用量，占总用量的 15%，再次是包装和地板，占比分别 8% 和 5%；其它如电子加工等行业占比 7%。

家具业

家具业是中国纤维板用量最大的行业。近 10 年来，中国家具行业高速发展，外国板式家具生产线的不断引进，使得对中（高）密度纤维板的需求越来越大。同时，由于近年来中国纤维板制造业的快速发展，致使很多美国和欧洲的家具制造商和采购巨头纷纷到中国投资建厂。如全球家具销量排名第一的瑞典宜家家具公司将其采购中心从新加坡移到中国，并已经在哈尔滨、青岛、广州、云南和上海设立 5 个采购中心；美国、日本一些家具采购企业常驻东北，欧洲也有数千独立零售商从中国进口家具，美国、日本和意大利的家具生产企业纷纷

在中国设立工厂。目前，中国已经超过意大利成为世界第一大家具出口国。由于纤维板在家具生产中的用量很大，因此中国家具业的发展直接带动了纤维板的需求。

5. 行业关注点

中国虽是纤维板的生产大国，但并非强国，大多数生产企业规模较小，设备与技术水平偏低，产品质量及应用水平有待提高。

（1）技术装备水平较低

理想的纤维板生产是通过干法无胶技术，即通过纤维间产生化学反应，形成强大的自粘力，这在国际国内都有成功的试验，但达不到规模生产的水平。目前，普遍采用的是通过使用改性脲醛树脂胶，热压成型后使纤维板产品符合质量要求。制胶技术的关键是在纤维板符合质量标准的前提下，尽量减少甲醛释放量。

中国现有的纤维板生产线中有 40% 是上世纪投产的老生产线，装备水平较低，木材资源利用率低，能源消耗高，产品质量差，技术装备有待改造，技术水平有待提升。

（2）产品品种结构失衡

随着中国纤维板生产能力的增长和应用市场的不断扩大，产品品种结构失衡是产业发展中最为突出的问题。大多数企业生产的纤维板厚度都在 8mm 以上，不具备生产 8mm 以下高密度纤维板的能力，国内约 70% 的产品为厚度在 9~18mm 的中低档普通纤维板，而厚度在 25mm 以上超厚板和 3mm 以下的超薄板只有较少企业才能生产，因此，产品供求结构失衡的矛盾比较突出。

（3）行业产品质量有待提高

在中国现有纤维板生产企业中，年产量在 3 万立方米以下的占绝大多数，而国外厂家年产 10 万立方米以上的占 69%。国内多数小型纤维板企业主要使用多层压机，而进口连续平压压机由于价格较高，并未得到广泛使用，其产能仅占中国纤维板产能的 18% 左右。

在产品质量上，大中型企业与小型企业差

别较大。小型企业的综合合格率偏低，约为55%，多数产品甲醛释放量高、厚度偏差大、吸水膨胀率较大。国内某些纤维板企业设备精度不高，技术力量薄弱，质量意识淡薄，产品质量不稳定，仍存在部分企业甲醛释放量达不到国家规定的 E2级标准，部分产品质量指标不合格的情况。因此，中国纤维板产量虽大，但产品质量仍有待提高。

6. 行业未来发展趋势

市场需求和产业政策的扶持使中国纤维板制造企业的利润整体处于较高水平，并处于较为平稳状态。其中，由于中国目前纤维板市场低档次重复建设现象比较严重，纤维板市场存在结构性失衡，低端市场产能过剩，传统生产中低档纤维板利润水平较低；高端市场供给能力不足，8mm以下高档纤维板利润水平较高。中国木材的消费弹性系数为1.1~1.2之间，国民经济的稳定增长，必然带动木材需求的持续增加，纤维板行业的供需矛盾在短期内仍将持续。因此，巨大的市场需求将促进纤维板行业的进一步发展，较高的行业利润水平短期内也将难以出现下降趋势。

四、基础素质分析

1. 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。2008~2010年国内的纤维板总产量分别为2907万立方米、3489万立方米、3650万立方米，公司产品产量为20.02万立方米、27.98万立方米、36.86万立方米，公司的市场占有率分别为：0.69%、0.80%、

1.01%。

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。其中，本部现有年产20万立方米中（高）密度纤维板生产线一条，所属的全资子公司现有年产22万立方米中（高）密度纤维板生产线一条。截至2010年底，公司总的生产能力为42万立方米/年。

公司是陕西省的“资源综合利用先进企业”，已通过了GB/T199001—2000质量管理体系，GB/T24001—2004环境管理体系，GB/T28001—2001职业健康管理安全管理体系认证。

公司被省农业厅、省林业厅认定为省级农业产业化龙头企业、林业产业化龙头企业。2008年8月，被认定为“国家农业产业化重点龙头企业”。2009年，被陕西省银行业协会评定为“信贷诚信企业”；2010年被陕西省国家税务局、陕西省地方税务局评定为“A级纳税人”。

2. 人员素质

公司董事长、总经理刘忠新：男，1950年生，中国国籍，硕士研究生学历，中共党员。刘忠新先生历任勉县服装厂、日用化工厂副厂长、勉县综合厂厂长；勉县板金厂、玻璃厂副厂长、勉县木器厂、印刷厂、服装厂党支部书记；勉县家具工业公司党支部书记、总经理；勉县纤维板厂党支部书记、厂长；勉县宝丽板厂、刨花板厂、中密度板厂党支部书记、总经理。现任公司董事长、总经理。

截至2010年底，公司在岗员工为518人。公司在岗员工中，按学历构成划分，本科及以上学历占8.11%，大专学历占25.87%，高中及中专学历占53.09%，初中及以下占12.93%；按年龄构成划分，30岁以下占39.96%，30-50岁之间占51.16%，50岁以上占8.88%；按岗位分，管理人员占11.97%，研发人员占15.06%，生产人员占67.57%，销售人员占5.41%。

总体看，公司管理团队综合素质较高，从

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

3. 技术优势及影响力

公司拥有发明专利“一种利用苹果树枝体及淘汰果树生产纤维板的方法”，专利号“ZL 200810018102.0”；实用新型“压机钢带清洁装置”，专利号“ZL 200820028991.4”，拥有“压机的链条清吹装置”、“压机的废气排放系统”、“铺装及预压的吸尘系统”、“固化剂的单独施加系统”、“不添加三聚氰胺的E0、E1、E2级胶水工艺”等非专利技术。公司在利用果木成功生产出2.5、2.7毫米薄板和E1级板、门板的基础上，目前正在开发电子线路板等产品。

总体看，公司具有一定技术优势，研发成果较显著，在同行业中居一定地位。

4. 税收优惠

公司所从事的行业符合中央国务院的文件精神，生产的中（高）密度纤维板，属国家重点鼓励发展的产业，享受以下优惠政策：

（1）增值税

根据财政部、国家税务总局《关于以三剩物和次小薪材为原料生产加工的综合利用产品增值税优惠政策的通知》（财税〔2006〕102号），从2006年1月1日至2008年12月31日，公司利用三剩物及次小薪材生产的纤维板销售增值税执行即征即退税收优惠政策。

根据财政部、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），自2009年1月1日至2010年12月31日，对公司销售的以农林剩余物为原料自产综合利用产品的增值税执行即征即退办法，具体退税比例为：2009年度100%，2010年度80%。

（2）企业所得税

2008年起，公司执行《中华人民共和国企业所得税法》及《中华人民共和国企业所得税

法实施条例》，应执行25%法定税率。依据2008年2月财政部、国家税务总局颁布的《关于贯彻落实〈国务院关于实施企业所得税过渡优惠政策有关问题的通知〉》（国发〔2007〕39号）中“根据国务院实施西部大开发有关文件精神，财政部税务总局、海关总署联合下发的《关于西部大开发税收优惠政策问题的通知》（财税〔2001〕202号）中规定的西部大开发企业所得税优惠政策继续执行，自2008年1月1日起计算，对减免税期限在5年以内（含5年）的，继续执行至期满后停止”的规定，2008年至2010年公司实际执行企业所得税过渡期15%的优惠税率。

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，企业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。

2008年，根据陕西省财政厅陕财办建〔2008〕119号文件《关于下达2008年中央预算内基建支出预算（拨款）的通知》，陕西省财政厅根据财政部财建〔2008〕110号和省发改委陕发改投资〔2008〕196号文件下达公司2008年中央预算内基建支出预算（拨款）1000万元专项用于循环经济和资源节约重大示范项目

2008 年至 2009 年公司收到杨凌农业高新技术产业示范区管委会拨付基础设施及环保设备补助款 3980 万元。

上述优惠政策有效地缓解了公司税负压力，有利于公司的长期发展。

五、公司管理

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》有关规章规则的要求，制定公司章程，不断完善公司，保证了公司稳步健康的发展。

公司设立董事会、成员 5 人。董事会是公司的最高决策机构，对股东会负责，由董事长召集和主持。董事会做出决议须经全体董事的过半数通过。

董事会负责和主持召集股东会会议，并向股东会报告工作；执行股东会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司年度财务预算方案和决算方案等重大决策。

公司经理层为日常管理机构，以总经理为核心，对董事会负责。公司设总经理一名，由董事会聘用产生，副总经理/总经理特别助理/总监七人。负责主持公司的生产经营管理工作，实施董事会决议。

2. 组织管理与决策制度

公司制定了《公司章程》、《股东会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理议事规划》和《董事会秘书工作规则》等规章制度，明确规定各项工作的议事规则和程序，层层细化分解落实，内控管理较为规范。

(1) 财务管理与会计核算制度

公司制定和完善了《资金管理制度》、《财产管理制度》、《投资管理制度》、《筹资管理制度》、《费用审批权限规定》、《成本与费用管理制度》、《采购与付款管理制度》、《销售与收款管理制度》等规章，界定财务机构的工作职责、架构组织、运作流程和考评，制定了合理的资

金管理模式和 workflows。

(2) 人力资源与薪酬管理制度

在人力资源与薪酬管理方面，公司制订了人力资源管理系列规章，对公司日常人事管理、薪酬管理工作做出了具体规定，公司劳资关系的管理比较规范。

(3) 安全管理制度

公司拥有较为完整的安全管理体系，明确总经理为安全第一负责人，各部门经理、主管为部门安全负责人，实行安全责任制。每年年初总经理与各部门负责人签定安全责任状，确保安全目标的实现。在开展日常生产安全班前喊话、安全检查和隐患整改的基础上，生产提成奖的 10%与安全责任挂钩，做到责任明确、令行禁止、违章必究、奖罚分明，连续几年来，没有发生一起重伤以上生产安全责任事故；

总体看，公司治理结构有待进一步完善，公司内部管理制度健全，管理水平较高。

六、生产经营

1. 经营现状

公司是以果树的修剪枝、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。

2010 年公司实现营业收入 4.94 亿元，较 2009 年增长 42.32%。中（高）密度纤维板占比为 99.86%，纤维板边角料收入占比为 0.14%，2011 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.18 亿元，基本与上年同期持平。公司 2008~2010 年及 2011 年 1~3 月收入成本情况见下表：

表 1 公司近三年收入及利润情况
(单位：万元)

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-3 月
收入				
中高密度纤维板收入	30393.72	34643.7	49295.43	11749.77
其他收入	167.42	44.14	71.32	12.07
合计	30561.14	34687.84	49366.75	11761.84

成本				
中高密度纤维板成本	22269.69	29103.94	41532.47	9881.57
其他成本				
合计	22269.69	29103.94	41532.47	9881.57

资料来源：公司提供

从营业利润率水平看，2008~2010 年以及 2011 年 1~3 月，公司营业利润率分别为 27.13%、16.10%、15.87%和 15.99%，营业利润率不断下降。主要是行业竞争加剧导致的产品价格的下跌所致，此外公司产能利用不充分也是造成营业利润率下降的一个原因。

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。陕西省是全国的果业大省，现有 796 万亩苹果园，集中在关中平原和渭北高原，每年果树的修剪枝及淘汰更新的果树为公司的主要原料来源。公司两条生产线每年需用原料 65 万吨，该部分原料主要由农户在当地进行简单加工后在送至厂区进行交售，公司安排三次付款。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。公司近年原材料采购数据见下表：

表 2 公司近三年原材料采购情况（1）

主要原材料		采购量			采购价格		
名称	占成本比重（%）	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年
次小薪材	42.00%	295280	415100	589984	306.88	287.37	303.26
甲醛	10.00%	21911	31520	36366	1331.35	896.35	1131.77
尿素	12.00%	14730	22807	28545	2029.50	1717.68	1784.00
石蜡	3.70%	943	1583	1900	7809.97	7996.35	8754.13

资料来源：公司提供

公司通过对供应商生产经营的合法性、供货能力、质量、价格、保证能力、信誉度、售后服务等进行全面评价并建档管理；根据生产提供的原材料需求计划编制采购计划，并在审定合格供应商中进行采购，合格供应商名单定

期进行评审更新；入库原材料按入库管理制度，对入库原材料进行质量检测和评价，确保原料质量。

2010 年，公司前 5 名原材料供应商见下表：

表 3 公司近三年原材料采购情况（2）

（单位：万元、%）

次小薪材			甲醛		
供应商名称	金额（万元）	占比(%)	供应商名称	金额（万元）	占比(%)
刘志勇	1517.51	8.48	渭南高新宏福化公司	1309.82	31.82
田启峰	1259.41	7.04	宝鸡淳化有限公司	846.39	20.56
龙 江	1178.20	6.59	宝鸡欣泉化工公司	805.84	19.58
赵西海	954.19	5.33	宝鸡盛通化工公司	270.00	6.56
李军	627.01	3.50	高陵秦兴化工公司	224.90	5.46
尿素			石蜡		
供应商名称	金额（万元）	占比(%)	供应商名称	金额（万元）	占比(%)
陕西农科化肥有限公司	1379.42	27.09	陕西城辉化工有限责任公司	1053.20	63.32

高陵农业生产资料公司	1006.66	19.77	西安汇欣化工机电有限公司	542.41	32.61
陕西绿地农资有限公司	712.07	13.98			
咸阳兴农化肥有限公司	451.37	8.86			
陕西惠多利农资有限公司	340.02	6.68			

资料来源：公司提供

3. 生产经营

公司目前仅一种产品：中（高）密度纤维板。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，该条生产线于 2009 年 8 月部分投产，故 2009 年产能为 28 万立方米，2010 年全部投产，公司整体生产线产能为 42 万立方

米；2008~2010 年，中（高）密度纤维板产量分别为 20.02 万立方米、27.98 万立方米和 36.86 万立方米，2010 年公司产能利用率较低，其主要原因是本部对生产线进行了为期 2.5 个月的大修改造及新设备尚处于磨合期产能利用不充分所致。2011 年 1~3 月，公司产量为 8.48 万立方米，销量为 8.44 万立方米，产销率为 99.60%。

表 4 公司近三年产能、产量

产品		2008 年	2009 年	2010 年
中（高）密度纤维板	产能（万立方米）	20	28	42
	产量（万立方米）	20.02	27.98	36.86
	销量（万立方米）	18.38	27.87	36.07
	平均价格（含税）	1653.63	1243.05	1366.66
	销售额（万元）	30393.72	34643.7	49295.43

资料来源：公司提供

公司引进的中（高）密度纤维板生产线，采用德国最先进的生产工艺和主要设备，部分辅机国内配套，该生产线科技含量高、技术先进，设备工艺成熟，全电脑自动化控制，中英文人机界面，远程故障诊断，消耗低、产品质量稳定、品种齐全，是当前世界上最先进的木材节约代用环保型生产线之一。

公司的两条生产线利用陕西关中平原丰富的果树枝桠材资源和农村小型木材加工厂加工剩余物生产出 2mm—40mm 的中（高）密度纤维板，质量超过了国家标准，达到欧洲同类产品 E1 级标准，其中 2mm—8mm 的薄型板填补了西北五省区生产的空白。同时引进美国 GTS 技术的热能工厂可将产生的废料、粉尘全部回收利用，资源综合利用率为 100%，有效地保护天然林资源，维护了自然生态环境。

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。

公司生产的“西林牌”产品现已得到各中间代理商和用户的认可，在各地具有一定的知名度，产品销往全国各地，主要市场有上海、成都、广州、郑州、西安、乌鲁木齐、兰州等 20 余城市。

中国已成为全世界中（高）密度纤维板生产、消耗的第一大国。目前质量较好的人造板市场南方东南沿海市场较大，如广东、上海、北京、浙江约占需求量的 40%，其它地方合计占 60%，公司就近的成都市场是中国第二大家具生产基地，市场需求量与上海基本一样。随着国家对西部地区开发，消费水平不断提高，西北地区市场需求量也在逐年增加。

表 5 公司产品销售区域数据

区域		销售量占比%		
		2008 年	2009 年	2010 年
国内销售	西南地区	45.6	56.33	44.42
	西北地区	20.21	15.61	16.35
	华北地区	16.79	20.02	21.3
	华东地区	15.14	6.96	14.87
	华中地区	2.25	1.08	3.06

资料来源：公司提供

从主要销售客户分布情况来看，近年来公司前 5 家客户占比均在 40%以上，销售较为集中。

表 6 公司主要销售客户分布

期间		客户名称	收入金额 (万元)	占营业收入 的比例 (%)
2011 年 1-3 月	1	成都全友家私	2048.06	17.43%
	2	郑州新华木业	815.13	6.94%
	3	成都新华木业	762.97	6.49%
	4	上海千岛木业	775.25	6.60%
	5	成都诚华木业	669.47	5.70%
		合计	5070.88	43.16%
2010 年	1	成都全友家私	7495.90	15.18%
	2	成都新华木业	4402.69	8.92%
	3	成都诚华木业	3554.64	7.20%
	4	上海千岛木业	2699.43	5.47%
	5	郑州新华木业	2670.82	5.41%
		合计	20823.48	42.18%

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2008~2010 年，公司销售债权周转次数分别为 37.78 次、25.30 次和 30.47 次，三年平均值为 30.38 次；存货周转次数分别为 6.28 次、6.25 次和 5.80 次，三年平均值为 6.03 次；总资产周转次数分别为 0.55 次、0.51 次和 0.61 次，三年平均值为 0.57 次。

总体看，公司整体经营效率有所下降，但处于合理范围内。

6. 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，则未计划和安排大的建设项目。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2008~2010 年度合并财务报表，均由陕西普美恒真会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见审计意见。公司提供的 2011 年 1~3 月财务报表未经审计。

截至 2010 年底，公司合并资产总额为 82682.15 万元，所有者权益合计为 45553.50 万元。2010 年，公司实现营业收入 49366.75 万元，利润总额 7918.05 万元；公司经营活动产生的现金流量净额为 8355.64 万元。

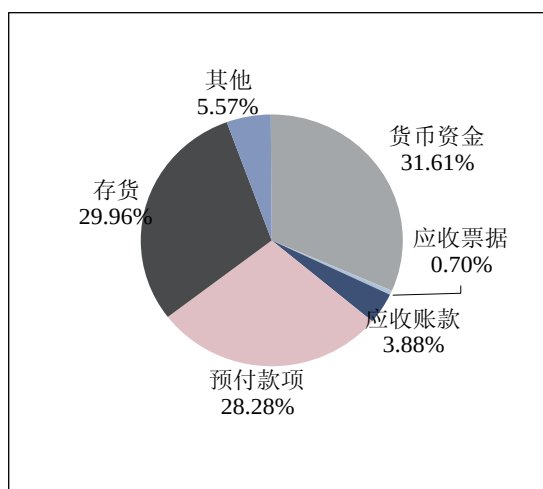
截至 2011 年 3 月底，公司合并资产总额为 79380.18 万元，所有者权益合计为 47021.36 万元。2011 年 1~3 月，公司实现营业收入 11761.84 万元，利润总额 1467.86 万元。

1. 资产质量

2008~2010 年底，公司资产总额快速增长，年均增长 21.48%，2010 年底为 82682.15 万元，主要是子公司年产 22 万立方米进口纤维板生产线建成投产导致固定资产增加所致。截至 2010 年底，公司资产总额中流动资产占 34.52%，非流动资产占 65.48%，公司资产以非流动资产为主。

2008~2010 年底，公司流动资产年均增长 1.57%，2010 年底为 28544.30 万元，其主要构成如下图所示：

图1 公司2010年底流动资产结构



资料来源：审计报告

2008~2010年底,公司货币资金波动增长,年均增长29.67%,2010年底为9024.00万元,主要是银行存款。

2008~2010年底,公司应收账款波动增长,年均增长38.27%,2010年底为1106.89万元,其中账龄在一年以内的占比为98.95%,应收账款期末余额中前五名单位欠款金额合计为1078.55万元,占应收账款总金额的92.52%,应收账款较为集中。

2008~2010年底,公司预付款项波动下降,年均下降31.11%,2010年底为8071.46万元,主要是预付的原材料采购款。

截至2010年底,公司存货为8551.15万元,较2009年底增长48.38%,其中本年增加额的70%为原材料,14%为库存商品;公司存货增幅较大,主要是子公司正常生产收储原材料增加所致。

2008~2010年底,公司固定资产快速增长,年均增长61.03%,2010年底为47371.15万元,主要是第二条生产线建成投产所致。公司固定资产主要是生产设备,2010年生产设备占比为74.16%。

2008~2010年底,公司无形资产年均下降10.26%,2010年底为6691.71万元,主要是土地使用权。

截至2011年3月底,公司资产总额相比2010年末下降3301.97万元,主要是流动资产的下降导致,其中货币资金余额相比2010年末减少4669.90万元,减少的货币资金主要用于偿还银行贷款3700万元及收购原材料。

总体来看,公司资产以非流动资产为主,流动资产中存货和预付账款占比较大,公司资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益构成

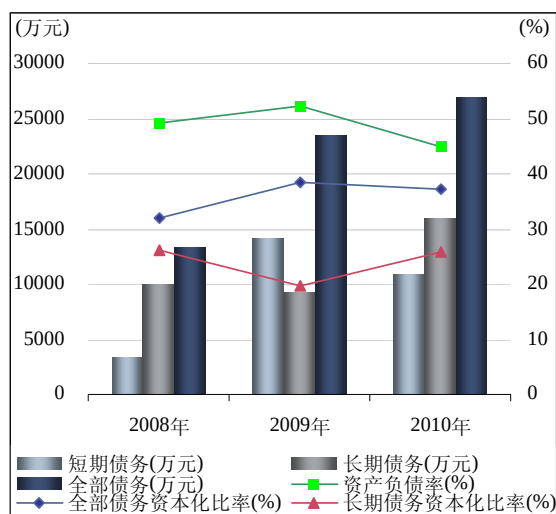
2008~2010年底,公司所有者权益快速增长,年均增长26.68%,2010年底为45553.50万元,主要是利润积累和2009年实收资本增加所致。截至2010年底,公司所有者权益中股本占27.44%、资本公积占12.75%、盈余公积占7.31%、未分配利润占52.51%;资本公积主要是股东注资的溢价部分,2009年资本公积增加系2009年11月股东上海中诚信投资有限公司等按每股4元对本公司增资1500万元,溢价部分计入资本公积。总体看,公司所有者权益结构稳定性一般。

2008~2010年底,公司负债总额波动增长,年均增长15.90%,2010年底为37128.65万元,主要是长期借款增加所致。截至2010年底,公司负债总额中流动负债占45.43%,非流动负债占54.57%,负债结构较为合理。

2008~2010年底,公司全部债务分别为13446.82万元、23490.00万元和27000.00万元,年均增长41.70%,主要是长期债务增加所致。截至2010年底,公司全部债务中短期债务占40.74%,长期债务占59.26%。债务结构较为合理。

截至2010年底,公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为44.91%、25.99%和37.21%,较2009年底分别上升-7.53个百分点、6.18个百分点和-1.22个百分点。公司整体债务负担变化不大。

图2 公司债务构成变化



资料来源：审计报告

截至2011年3月底，公司负债总额为32358.82万元，较年初大幅下降4769.83万元，主要是流动负债减少，其中短期借款下降3700.00万元，为公司归还银行贷款；应交税费下降1241.11万元，因一季度为公司收购旺季进项税额大幅增加所致。

截至2011年3月，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为40.76%、33.13%和25.39%，较2010年底分别下降4.14个百分点、4.08个百分点和0.61个百分点，公司债务负担有所下降。

总体看，目前公司债务负担尚可，债务结构合理。

3. 盈利能力

2008~2010年，公司营业收入快速增长，年均增长27.10%，2010年为49366.75万元，主要是近年来产能扩张所致，但由于当年公司对生产线进行大修改造的原因，公司产能尚未完全释放；2008~2010年，公司营业利润率分别为26.46%、15.61%和15.16%，三年平均值为17.55%，盈利能力受行业竞争加剧导致的产品价格的下跌的影响而不断下降，此外公司产能利用不充分也是造成营业利润率下降的一个原因。在此因素影响下，公司利润总额没有明显

的增长，2010年为7918.05万元。同期，公司期间费用占营业收入的比例分别为8.48%、8.45%和9.03%，期间费用占比变化不大。

从盈利指标看，2008~2010年，公司总资产收益率分别为19.52%、6.12%和10.91%；净资产收益率分别为28.76%、9.95%和17.38%，三年平均值为17.43%，公司盈利指标受注资影响而出现波动，但总体来看，盈利指标处于较好水平。

2011年1~3月，公司实现营业收入11761.84万元，占2010年营业收入的比重为23.83%；实现利润总额1467.86万元，占2010年利润总额的比重为18.54%；一季度由于受春节因素的影响，是公司销售淡季，公司收入利润水平没有达到年度平均水平，但基本与上年同期持平。同期，公司营业利润率为15.99%，较2010年上升0.83个百分点，公司盈利能力基本保持稳定。

总体来，公司收入有所增长，总体盈利能力较高，未来随着产能的充分利用，公司收入和利润水平有较大幅度增长。

4. 现金流分析

经营活动方面，2008~2010年，公司销售商品、提供劳务收到的现金与收入同步增长，年复合增长28.76%，2010年为57518.11万元。经营活动产生的现金流量净额分别为16406.88万元、6608.15万元和8355.64万元，2008~2010年，公司现金收入比分别为113.53%、116.18%和116.51%，三年平均值为115.82%，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，2008~2010年，公司投资活动产生的现金净流出量分别为17016.68万元、14617.02万元和14722.35万元，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，需要借助外部融资。

筹资活动方面，2007~2009年，公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款，现金流

出主要是偿还银行借款和分配股利、利润及偿付利息。公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-4090.21万元、15393.12万元和2639.20万元。

2011年1~3月,公司经营活动产生的现金流量净额为-372.90万元,与公司销售及采购的季节性变化相符合,公司一季度由于春节的影响,属销售的一个淡季,而一季度为原料收购的旺季,故经营活动产生的现金流量一般会出现负数,到二季度后现金流量情况会出现好转。

2011年1~3月,公司投资性现金流出和净流出量分别为178.34万元和178.34万元,分别占2010年全年的1.20%和1.21%,公司投资活动现金支出大幅下降。

总体看,近年公司经营活动获现能力基本稳定,对外部融资存在一定依赖性。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看,2008~2010年底,公司流动比率三年平均值为153.63%,2010年底为169.22%;速动比率三年平均值为116.65%,2010年底为118.52%,截至2011年3月底,公司流动比率和速动比率分别为214.52%和135.12%;2008~2010年底,经营性现金流动负债比三年平均值为56.74%,2010年底为49.53%;截至2011年3月底,公司现金类资产为4814.11万元,是短期债务的0.66倍;综合来看,公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看,2008~2010年,公司EBITDA利息倍数分别为9.45倍、6.10倍和8.90倍,三年平均值为8.17倍;全部债务/EBITDA倍数分别为1.19倍、2.76倍和1.97倍,三年平均值为2.05倍,EBITDA对全部债务保护能力较好。总体看,公司长期偿债能力较强。

截至2010年底,公司获得银行授信额度5.93亿元,尚有3.73亿元未使用,公司间接融资渠道较畅通。

截至2010年底,公司无对外担保。

八、本期债券偿还能力分析

公司发行本期中期票据的额度为12000万元,占2010年底公司长期债务、全部债务和负债总额的比重分别为75.00%、44.44%和32.32%,对公司现有债务影响较大。

截至2011年3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40.76%、33.13%和25.39%,本期中期票据发行后,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升为48.54%、42.88%和37.32%,本期中期票据发行后,公司债务负担进一步加重。

以2010年财务数据为基础,公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对本期中期票据的保护倍数分别为1.14倍、5.16倍和0.70倍。EBITDA和经营活动产生的现金流量对本期中期票据保障能力较强。

截至2011年3月底,公司现金类资产为4814.11万元,是本期中期票据的0.40倍,公司现金类资产对本期中期票据的保障能力一般。

九、综合评价

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。其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。公司以果树枝桠材为原料,有利于提高资源综合利用率,发展循环经济。

目前公司产品价格不够稳定,近年来呈下降趋势,导致主营业务环节盈利能力下降;此外公司产品较为单一,不利于分散风险。未来随着新增产能的逐步达产,公司收入和利润水平有望得以提升。

总体看,公司整体信用风险一般。

附件 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	欧阳镭	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	黄柏钿	自然人	25.00	0.2
42	朴伟楠	自然人	25.00	0.2
43	黄立新	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 2-1 2008 年以来合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 3 月
流动资产：					
货币资金	5367.26	12751.51	9024.00	29.67	4354.11
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应收票据	230.00	0.00	200.00	-6.75	460.00
应收账款	578.93	1933.14	1106.89	38.27	1940.43
预付款项	17007.74	3466.35	8071.46	-31.11	8126.22
应收利息	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他应收款	910.48	1073.19	1528.08	29.55	1528.13
存货	3544.24	5763.07	8551.15	55.33	9687.75
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	29.97	3.58	62.72	44.68	79.53
流动资产合计	27668.62	24990.85	28544.30	1.57	26176.17
非流动资产：					
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	0.00	0.00	0.00	--	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
固定资产	18267.86	44004.41	47371.15	61.03	46451.32
在建工程	1670.31	1715.93	0.00	-100.00	26.71
工程物资	83.90	46.94	44.98	-26.78	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	0.00	0.00	0.00	--	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
无形资产	8309.61	8336.93	6691.71	-10.26	6650.99
开发支出	0.00	0.00	0.00	--	0.00
商誉	0.00	0.00	0.00	--	0.00
合并价差	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	--	0.00
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
非流动资产合计	28361.68	54134.21	54137.85	38.16	53204.00
资产总计	56030.30	79125.05	82682.15	21.48	79380.18

附件 2-2 2008 年以来合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 3 月
流动负债：					
短期借款	3000.00	9190.00	6700.00	49.44	3000.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应付票据	446.82	0.00	0.00	-100.00	0.00
应付账款	2955.86	5352.51	2435.03	-9.24	2095.13
预收款项	894.17	1813.25	915.00	1.16	1430.36
应付职工薪酬	247.90	273.19	66.28	-48.29	57.67
应交税费	231.45	329.99	599.30	60.91	-641.82
应付利息	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应付股利	5469.74	5555.53	1852.89	-41.80	0.00
其他应付款	0.00	0.00	0.00	--	1961.09
预计负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	5000.00	4300.00	--	4300.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
流动负债合计	13245.93	27514.47	16868.51	12.85	12202.43
非流动负债：					
长期借款	10000.00	9300.00	16000.00	26.49	16000.00
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
预计负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
递延收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他非流动负债	4396.67	4675.14	4260.14	-1.56	4156.39
非流动负债合计	14396.67	13975.14	20260.14	18.63	20156.39
负债合计	27642.60	41489.61	37128.65	15.90	32358.82
所有者权益：					
实收资本(或股本)	11000.00	12500.00	12500.00	6.60	12500.00
资本公积	1306.00	5806.00	5806.00	110.85	5806.00
减：库存股	0.00	0.00	0.00	--	0.00
盈余公积	2162.39	2536.69	3328.49	24.07	3328.49
未分配利润	13919.30	16792.76	23919.00	31.09	25386.87
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	--	0.00
归属于母公司权益合计	28387.70	37635.44	45553.50	26.68	47021.36
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
所有者权益合计	28387.70	37635.44	45553.50	26.68	47021.36
负债和所有者权益总计	56030.30	79125.05	82682.15	21.48	79380.18

附件 3 2008 年以来利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~3 月
一、营业收入	30561.14	34687.85	49366.75	27.10	11761.84
减：营业成本	22269.69	29103.94	41532.47	36.56	9881.57
营业税金及附加	203.80	169.22	351.39	31.31	0.00
营业费用	699.10	913.60	2085.29	72.71	570.25
管理费用	859.72	919.64	1504.06	32.27	332.01
财务费用	1032.21	1096.88	870.80	-8.15	418.65
资产减值损失	78.37	86.15	0.15	-95.64	42.79
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
投资收益	0.00	0.00	130.00	--	0.00
其中：对合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
二、营业利润	5418.25	2398.43	3152.59	-23.72	516.56
加：营业外收入	2764.80	1344.58	4775.50	31.42	951.80
减：营业外支出	17.44	0.06	10.04	-24.14	0.50
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	--	0.00
三、利润总额	8165.62	3742.95	7918.05	-1.53	1467.86
减：所得税费用	0.00	0.00	0.00	--	0.00
四、净利润	8165.62	3742.95	7918.05	-1.53	1467.86

附件 4-1 2008 年以来现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~3 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	34695.73	40300.59	57518.11	28.76	13130.06
收到的税费返还	2601.26	1100.38	4357.22	29.42	847.94
收到其他与经营活动有关的现金	5287.17	50.11	19.16	-93.98	0.11
经营活动现金流入小计	42584.16	41451.08	61894.49	20.56	13978.11
购买商品、接受劳务支付的现金	20762.69	29319.55	45657.73	48.29	13447.28
支付给职工以及为职工支付的现金	599.30	910.51	1206.49	41.89	356.32
支付的各项税费	2896.06	2717.37	4226.75	20.81	50.68
支付其他与经营活动有关的现金	1919.24	1895.50	2447.88	12.94	496.73
经营活动现金流出小计	26177.28	34842.93	53538.85	43.01	14351.01
经营活动产生的现金流量净额	16406.88	6608.15	8355.64	-28.64	-372.90
二、投资活动产生的现金流量:	0.00	0.00	0.00	0.00	
收回投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.00	0.00	--	0.00
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	130.00	--	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	4480.00	500.00	0.00	-100.00	0.00
投资活动现金流入小计	4480.00	500.00	130.00	-82.97	0.00
购建固定资产、无形资产等支付的现金	21496.68	15117.02	11801.85	-25.90	178.34
投资支付的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	--	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	3050.50	--	0.00
投资活动现金流出小计	21496.68	15117.02	14852.35	-16.88	178.34
投资活动产生的现金流量净额	-17016.68	-14617.02	-14722.35	-6.99	-178.34
三、筹资活动产生的现金流量:	0.00	0.00	0.00	0.00	
吸收投资收到的现金	2306.00	6000.00	0.00	-100.00	0.00
取得借款收到的现金	13000.00	13490.00	16000.00	10.94	0.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	675.00	--	0.00
筹资活动现金流入小计	15306.00	19490.00	16675.00	4.38	0.00
偿还债务支付的现金	13364.00	3000.00	12490.00	-3.33	3700.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6032.21	1096.88	1545.80	-49.38	418.65
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
筹资活动现金流出小计	19396.21	4096.88	14035.80	-14.93	4118.65
筹资活动产生的现金流量净额	-4090.21	15393.12	2639.20	--	-4118.65

附件 4-2 2008 年~2010 年现金流量补充表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
净利润	8165.62	3742.95	7918.05	-1.53
加: 资产减值准备	78.37	86.15	0.15	-95.64
固定资产折旧及其他	1879.88	3333.25	4109.51	47.85
无形资产摊销	50.82	50.82	162.87	79.02
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	0.00	--
处置固定资产、无形资产等损失	0.00	0.00	0.00	--
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	--
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	--
财务费用	1032.21	1096.88	870.80	-8.15
投资损失	0.00	0.00	-130.00	--
递延所得税资产减少	0.00	0.00	0.00	--
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	--
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	--
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	--
存货的减少	406.36	-2218.83	-2788.08	--
经营性应收项目的减少	1250.62	-1139.53	2705.52	47.08
经营性应付项目的增加	3543.00	2151.67	-4493.18	--
其他	0.00	-495.20	0.00	--
经营活动产生的现金流量净额	16406.88	6608.15	8355.64	-28.64

附件 5 有关指标的计算公式

项目	2008 年	2009 年	2010 年	平均值	2011 年 3 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	37.78	25.30	30.47	30.38	--
存货周转次数(次)	6.28	6.25	5.80	6.03	--
总资产周转次数(次)	0.55	0.51	0.61	0.57	--
现金收入比(%)	113.53	116.18	116.51	115.82	111.63
盈利能力					
营业利润率(%)	26.46	15.61	15.16	17.55	15.99
总资本收益率(%)	21.99	7.92	12.11	12.83	--
净资产收益率(%)	28.76	9.95	17.38	17.43	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	26.05	19.81	25.99	24.15	25.39
全部债务资本化比率(%)	32.14	38.43	37.21	36.56	33.13
资产负债率(%)	49.34	52.44	44.91	48.05	40.76
偿债能力					
流动比率(%)	208.88	90.83	169.22	153.63	214.52
速动比率(%)	182.13	69.88	118.52	116.65	135.12
经营现金流动负债比(%)	123.86	24.02	49.53	56.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.45	6.10	8.90	8.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.19	2.76	1.97	2.05	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.05	-0.34	-0.24	-0.23	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.51	-5.74	-4.12	-3.88	--
本期中期票据偿债能力					
EBITDA/本期中期票据发行额度(倍)	0.94	0.71	1.14	0.97	
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	3.55	3.45	5.16	4.32	
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.37	0.55	0.70	0.79	
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.05	-0.67	-0.53	-0.48	

附件 6 有关指标的计算公式

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

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

附件 7 主体长期信用等级的定义

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

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

信用等级公告

联合[2011] 360 号

联合资信评估有限公司通过对杨凌本香农业产业集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

杨凌本香农业产业集团有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年七月十一日



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、杨凌本香农业产业集团有限公司主体长期信用等级自 2011 年 7 月 11 日至 2012 年 7 月 10 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一一年七月十一日

评级业务专用章

杨凌本香农业产业集团有限公司

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 7 月 11 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 3 月
资产总额(万元)	16058.34	36976.83	41815.13	40530.49
所有者权益(万元)	8371.10	17149.07	20187.07	20341.61
长期债务(万元)	4097.50	13200.00	12492.03	12483.35
全部债务(万元)	6627.50	14500.00	14382.03	13483.35
营业收入(万元)	11570.46	11268.50	11793.43	3538.99
利润总额(万元)	710.29	865.32	1038.01	154.54
EBITDA(万元)	1352.27	1342.78	1280.61	--
营业利润率(%)	12.22	14.49	17.79	17.70
净资产收益率(%)	8.48	5.05	5.14	--
资产负债率(%)	47.87	53.62	51.72	49.81
全部债务资本化比率(%)	44.19	45.81	41.60	39.86
流动比率(%)	169.14	1020.98	520.24	829.86
全部债务/EBITDA(倍)	4.90	10.80	11.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.27	4.72	5.28	--

注: 公司 2009 年开始执行新会计准则, 2008 年为追溯调整数, 2011 年 1 季度报表未经审计

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

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对杨凌本香农业产业集团有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为畜牧养殖企业, 已初步形成较为完整产业链, 政府扶持力度大等方面的优势; 同时联合资信也注意到, 养殖行业存在一定的市场和疫情风险, 和公司收入增长较慢等因素对公司信用水平的负面影响。

未来, 公司将整合下属子公司, 继续深化全产业链运营, 综合竞争力有望进一步提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司所处外部环境优越, 政府扶持力度大。
2. 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。
3. 公司存货周转较快, 经营效率较高。
4. 公司营业利润率呈上升趋势。

关注

1. 养殖行业存在一定的市场和疫情风险。
2. 近两年豆粕和玉米价格波动较大, 加大公司的成本控制难度, 公司整体盈利能力仍偏弱。
3. 公司计划投资规模较大, 对外融资需求上升。
4. 本期发债规模大, 对公司债务规模和结构影响较大。

一、主体概况

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。截至2011年3月底，公司注册资本3139.17万元，股东及持股比例为：燕君芳出资1689.96万元，持股53.83%；高展河出资1010.04万元，持股32.18%；金河投资出资439.17万元，持股13.99%。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3月底，公司拥有全资子公司5家（附件1）；本部及控股子公司拥有在岗员工290人。

截至2010年底，公司（合并）资产总额为41815.13万元，所有者权益合计为20187.07万元；2010年公司实现营业收入11793.43万元，利润总额1038.01万元。

截至2011年3月底，公司（合并）资产总额为40530.49万元，所有者权益合计为

20341.61万元；2011年1~3月，公司实现营业收入3538.99万元，利润总额154.54万元。

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。

二、本期集合票据概况

本期集合票据计划发行总额度为2.1亿元，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”），募集资金全部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。

三、行业分析

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。

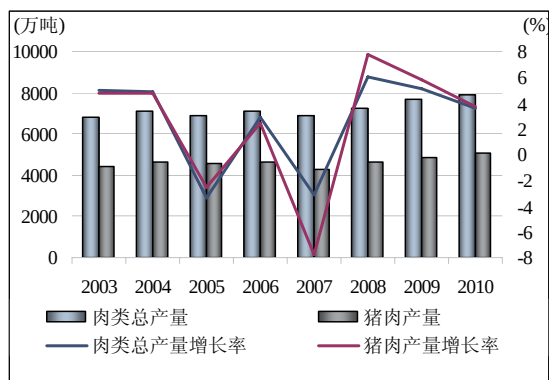
1. 行业现状

（1）畜牧业概况

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。2003~2009年，中国肉类总产量年均增长1.37%。2009年，中国肉类总产量7500万吨，同比增长3.18%，其中，猪牛羊产量5915.72万吨，同比增长5.37%。2010年我国猪牛羊产量出现大幅上涨，达到7780.00万吨。

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

图1 2003~2010年中国肉类产量情况



资料来源：Wind资讯

（2）生猪养殖概况

猪肉作为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，根据中国农业信息网数据显示，中国猪肉产量由1997年3596万吨提高至2010年的5070万吨。目前中国猪肉产量已占世界总产量的一半。

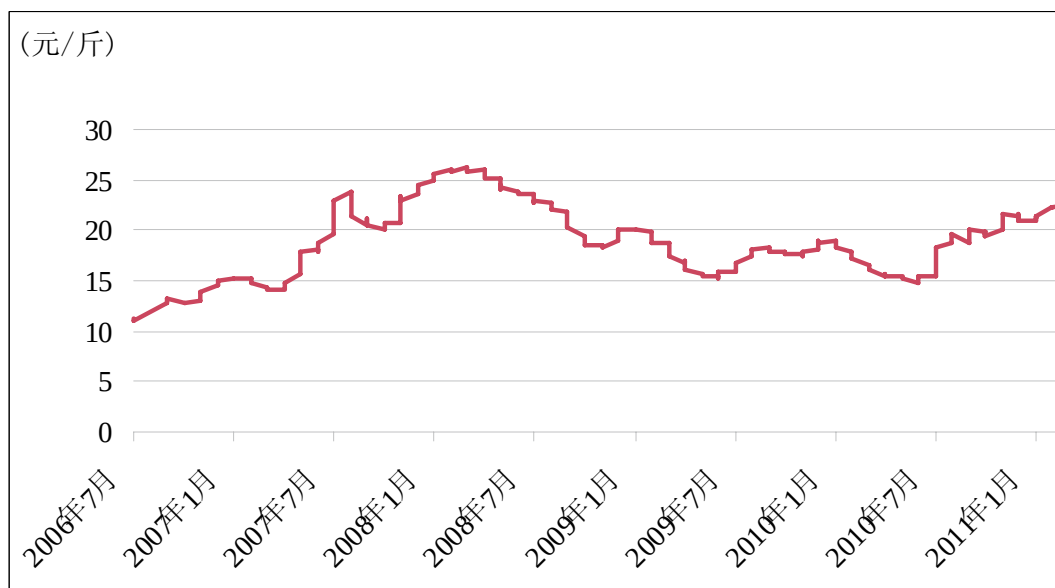
从猪肉市场价格来看，疫情和生猪存出栏量对猪肉短期市场价格影响较大，但是由于猪的成长周期相对较长，因此短期市场价格调整周期相对有所延长；饲料成本仍是影响猪肉长期价格走势的重要因素。此外，由于养猪占地

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。

近几年，猪肉价格整体呈先上升后下降趋势。2006年猪价开始进入上升区间，2007、2008年两次高热疫病使得生猪产业进入产业整合期，散户逐渐退出，规模养殖户和集约化养殖成为主体，猪价上涨22个月到2008年3月达到顶峰，之后猪价进入下滑区域，猪价走势也表现为震荡下滑，但猪价下滑期间后备母猪更新和扩栏现象比较普遍，因此猪价下跌周期将会相应延长。

面对生猪价格的持续下跌，2009年国家颁布《防止生猪价格过度下跌调控预案实施细则(暂行)》，后将猪粮比以5.5-6作为生猪产业盈亏平衡点。当前国家开始建设多个万吨级冻库，2010年猪粮比低于盈亏平衡点时候，政府会收储冻肉以提升猪价。2010年，商务部会同财政部、发展改革委、中国农业发展银行共进行了5批公开竞价收储储备冻猪肉，对稳定国内生猪市场价格起到了一定作用。

图2 2006年7月~2011年3月中国22省市猪肉平均价格



资料来源：Wind资讯

2010年1~5月,猪肉价格有所波动,但整体仍处于低位。从农业部、商务部发布的2010年4月份相关数据显示看,生猪存栏、能繁母猪存栏数双双出现回落,而屠宰量却出现大幅上涨,短期内生猪市场仍处于供过于求状态。受生猪存栏减少、国家加大冻肉收储等因素影响,2010年6月起猪肉价格呈现上升趋势。

总体看,猪肉长期价格走势基本与饲料原料价格保持一致,短期价格受供给水平、国家政策等因素影响较大。未来,受粮食价格波动、短期肉类市场供需调整加大以及养殖疫情爆发等多重不确定因素影响,预计未来肉类产品价格波动较大,小型养殖企业仍面临较大市场风险,而具有规模优势、市场优势及多元化生产布局的大型养殖企业将表现出更强的抗风险能力,有望在竞争中进一步做大做强。

2. 行业主要影响因素

(1) 饲料成本

饲料主要由玉米、豆粕以及鱼粉和一些添加剂构成,其中玉米主要提供能量需求,单位占比约达到55%左右,豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源,单位约占比为15%左右,因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

2003~2010年,中国玉米价格波动上涨,主要是畜牧业和饲料加工行业快速增长带动对玉米的需求所致。从长期看,考虑供给紧平衡及国家收储政策等因素,预期未来中国玉米价格仍将高位运行。

2005~2006年,豆粕价格有所波动,但整体稳定在2200~2800元/吨区间范围内,从2007年开始,豆粕价格开始不断走高,2008年7月,豆粕价格达到5086元/吨,但2008年下半年后,豆粕价格暴跌,到2008年12月份已经跌到2486元/吨,2009年1季度豆粕价格略有回升,3月达到2800元/吨左右。目前豆粕价格略有回升,但仍在低位震荡运行。豆粕价格大幅度波动后低位运行,给养殖企业成本控制带来了较大压力。

总体看,受玉米价格波动上升和豆粕价格大幅波动影响,养殖企业饲料成本控制难度加大。

(2) 病疫

病疫是畜牧业发展的重要影响因素,近几年,平均每年都有十几起疫情爆发,造成30%的禽畜患病死亡,很多中小型养殖企业也因此破产,同时疫情过后,市场短期消极态势,例如肉类产品价格平均下跌20%,农民补栏的热情减退等,但考虑到畜牧产品非周期性需求特点,加之自身供需调节能力较强,因此疫情仅为短期影响因素。未来随着国家畜牧防疫技术的提升,加之中国畜牧产业结构的优化以及产业升级都将缓解疫情对畜牧产业的影响。

总体看,病疫对养殖行业的影响较大,短期内造成养殖行业产品的价格和销售量较大幅度下降;但从长期来看,病疫的可控性使得养殖行业又可以在一定时间内恢复。

3. 行业政策

2009年6月1日,《中华人民共和国食品安全法》颁布实施,针对我国食品行业的安全问题,明确将建立统一的国家食品安全标准,建立食品安全风险监测和评估制度,取消食品“免检制度”,设立国务院食品安全委员会,规定权益受损消费者可要求十倍赔偿,促进我国的食品安全监管将向统一、严格、有效的方向发展。

2007年7月,国务院印发《关于促进生猪生产发展稳定市场供应的意见》(国发[2007]22号),启动和实施了一系列产业扶持政策,主要包括:建立能繁母猪补贴制度;启动良种猪精液补贴和加大良种场建设力度;推进能繁母猪保险;扶持标准化规模养殖;实施生猪调出大县奖励政策;解决畜牧业养殖用地问题等。

2009年1月9日,国家发展和改革委员会、财政部、农业部、商务部、国家工商总局、国家质检总局共同出台了《防止生猪价格过度下跌调控预案(暂行)》(2009年第1号),该规

定以“猪粮价比”（1 公斤猪肉和 1 公斤玉米价格的比值，6:1 为生猪养殖的盈亏平衡点）为核心监测指标，以国储冻猪肉收购投放为主要调控手段，当猪粮价比跌至 6:1 以下时，国储冻肉收购增加需求；当猪粮价比升至 9:1 以上时，国储冻肉投放市场增加供给；该规定旨在建立保障生猪生产稳定发展的长效机制，防止生猪价格过度下跌，稳定生猪生产，维护生猪养殖户利益。

4. 行业发展

“十二五”期间，尽管农业在国民经济中比重会有所下降，但农业的基础地位不会改变，国家的强农力度将进一步加强。

作为存续了几千年的传统产业，畜牧行业具有非周期性需求特征。从国际经验来看，发达国家畜牧业产值占农业产值的比重一般在 40%~50%之间，中国目前的比重为 34%，仍有约 10 个百分点的增长空间，相当于 5000~6000 亿元的产值，加之，中国人均居民收入将每年保持 10%的增长水平和总人口持续稳定增加，对畜牧产品的需求也将同步增多。因此未来一段时期内中国畜牧行业仍然具备巨大的需求潜力和广阔的发展空间。

总体看，随着人口的增长，加之生活水平的提升，国家政策的支持，未来中国畜牧行业的发展空间仍然广阔，但粮食价格的高位运行以及产品市场价格的低位徘徊给畜牧养殖企业带来了较大经营压力，利润空间将受到一定挤压，行业将进一步整合，具有较完整产业链及经营规模优势的养殖企业将表现出更强的抗风险能力。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司主要从事饲料研发、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 10000 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，公司拥有良种繁育中心、农民创业示范园和杨凌李家一胎场三个种猪繁育猪场，占地 370 亩，年繁育仔猪 50000 头。

商品猪养殖方面，公司采取“公司+养猪合作社+农户”、“公司+创业示范园+农户”的经营模式，加盟公司的养殖户有 3000 多户，形成的商品猪生产基地有 150 多个。

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。

猪肉销售方面，公司拥有本香肉食专卖店 52 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。

2. 人员素质

公司董事长燕君芳女士，1974 年出生，硕士学历，畜牧兽医师，先后获得全国劳动模范、2008 年北京奥运会火炬手、全国三八红旗手、全国巾帼建功标兵、中国 MBA 十大创业精英、全国优秀青年乡镇企业家、全国创业明星等，2001 年至今任公司董事长，现兼任全国畜牧协会常务理事、国家生猪现代产业技术体系综合实验站站长、陕西省工商联常委、陕西省青联常委等职务。

公司总裁高展河先生，1970 年出生，杨凌区政协委员，从事农业 20 年，曾参与《规范化安全养猪综合新技术》、《现代实用动物疾病防治大全》等书籍的编写。

截至 2011 年 3 月底，公司及下属机构拥有在岗员工 290 人。从学历来看，硕士及以上占 1.03%，本科占 15.86%，大专占 21.73%，大专

以下占 61.38；从岗位结构看，管理人员占 8.96%，生产技术人员占 76.90%，销售人员占 14.14%。

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. 技术、工艺水平

种猪繁育和商品猪养殖方面，公司拥有光明配套系种猪养殖技术，1999 年被科技部列入国家科技成果重点推广计划项目。公司拥有国际一流水准的种猪繁育和商品猪养殖场，猪场采用大跨度、连体保温墙体猪舍，拥有全群自动定量供料，空气全程进化供料、高架漏粪地板等现代化设施。

生猪屠宰方面，公司拥有现代化猪肉屠宰加工生产线，年屠宰量 50 万头。生产线按照 HACCP 食品安全控制体系与 ISO9001 质量管理体系组织生产，采用“三点式高频低压电击晕”、“燃气燎毛”、冷鲜肉精细分割流水线、低温无菌小包装等先进工艺流程；公司执行宰前、宰后十八道检验检疫和对重金属含量、药物残留及激素含量的重点检测，确保肉食安全、营养。

同时，公司充分重视技术研发和生猪行业先进技术的应用，与西北农林科技大学动物科技学院、食品学院、中山大学等签订了技术依托协议；与农业部、科技部以及美国谷物协会的专家签署技术顾问协议；并于 2010 年 10 月与美国第二大养猪公司 pipestone 公司签订了《养殖生产服务协议》，pipestone 公司为公司种猪繁育养殖提供全程技术服务。

总体看，公司技术、工艺水平高。

4. 外部环境

公司位于陕西省杨凌农业高新技术示范区。

陕西地区玉米自给率高，生猪养殖的饲料价格常年低于全国平均水平，具有一定的成本

优势；同时，陕西地处西部地区，农业发展较传统发达省份落后，农业对自然资源的破坏程度低，土地、水资源等生态状况较好，生猪疾病传播有限。

陕西省杨凌农业高新技术示范区是中国唯一的农业高新技术产业示范区，1997 年 7 月成立，园区内入区注册的企业超过 850 家，初步形成了农牧良种、环保农资、绿色食品和生物工程（制药）四大特色产业。公司位于园区内，紧邻西北农林科技大学，具有良好的农业技术区位优势。

5. 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。

2008 年 6 月，公司与杨凌示范区农业综合开发办公室签署《陕西省利用世行贷款农业科技项目——杨凌安全猪肉产业化示范工程建设子项目》，获世行无偿贷款 2465.10 万元，省、市、县财政配套资金 1015.74 万元，世行贷款和地方财政配套资金实行有无偿比例 20%:80%。

公司 2009 年获洛川县人民政府无偿提供的土地使用权及项目补助资金、宝鸡凤县人民政府无偿提供的土地使用权及项目补助资金、永寿县人民政府无偿提供的土地使用权及项目补助资金等共计 11376 万元。

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，技术、工艺水平高，疾病防疫措施到位，所处外部环境优越，政府支持力度大，公司整体竞争力较强。

五、公司管理

1. 法人治理

按照《公司法》等相关法律法规要求，并

结合公司的实际情况，建立了由股东会、董事会、监事、经营层组成的公司治理架构。

股东会是公司最高权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换董事、由股东代表出任的监事；审议批准董事会报告、公司的年度财务预算方案和决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决议等职权。股东会分为定期会议和临时会议，由董事会依法召集。

公司董事会对股东会负责，在战略规划、财务、人事薪酬和安全生产等方面履行决策和监控职能。公司董事会由 3 人组成，其中董事长 1 人。

公司不设监事会，设监事 1 人；公司设经理 1 人，由董事会聘任或者解聘，对董事会负责，行使公司日常经营管理工作。

燕君芳女士和高展河先生分别持有公司 53.83% 和 32.18% 的股份，分别担任公司董事长和总经理，全权负责公司经营决策及管理工作。高度集中的股权结构使公司具有较高的决策效率，能够灵活应对市场变化，但不利于形成有效的决策监督和权力制衡机制，未来随经营规模的进一步扩大，公司的法人治理结构有待进一步完善。

2. 管理水平

公司本部设有食品事业部、养猪事业部、财务部、行政部、人力资源部、采购部、资产与后勤保障部、项目部、工程部等 9 个部门，对日常生产经营进行对口管理，较好地履行了职责。

资金管理方面，公司与各子公司资金由公司本部设立内部银行统一管理，公司内部资金往来主要通过内部银行传票（委托付款单、转账收款单、现金缴款单、转账通知单）进行记账，各子公司登记内部银行存款明细账，月底公司本部会计与子公司会计核对内部存款余额。

人事管理方面，公司严格遵守《劳动法》、《劳动合同法》等规章制度，建立健全员工招聘、培训、使用、考核、激励、退出等人力资源管理制度和机制，保证人力充足、结构合理。制度方面，公司制定了《人事管理制度》、《员工考勤、休假管理制度》、《薪酬管理办法》、《福利制度》、《差旅费报销规定》等。

质量管理、疾病防疫管理方面，公司制定严格的《产品质量检验制度》，对原辅材料进厂、产品加工生产、产品入库、产品出厂全过程进行质量检验。2010 年 10 月，公司与美国第二大养猪公司 pipestone 公司签订了《养殖生产服务协议》，pipestone 公司为公司种猪繁育养殖提供全程技术服务。

总体来看，公司建立了比较完善的管理制度，有效保证了公司的正常运营和发展，但法人治理结构有待进一步改善。

六、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。

2008~2010 年，公司营业收入增长缓慢，年复合增长 0.96%，主要是公司逐步退出猪肉销售的低端市场，开拓高端市场导致猪肉及猪肉制品收入下降所致。2010 年，公司实现营业收入 11793 万元。

从公司收入构成上看，饲料收入占公司营业收入的比例呈波动下降，生猪收入占公司营业收入的比例逐年增长，猪肉、猪肉制品收入占公司营业收入的比例逐年下降。2010 年，三种业务收入占公司营业收入的比重分别为 24.34%、39.57% 和 36.08%。

2011 年 1~3 月，公司实现营业收入 3539 万元，其中饲料、生猪、猪肉及猪肉制品分别占 22.44%、37.33% 和 40.23%。

表 1 公司营业收入构成情况（万元/%）

项目	营业收入（万元）				占比（%）			
	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~3 月	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~3 月
饲料	2449	2949	2871	794	21.17	26.17	24.34	22.44
生猪	839	3655	4667	1321	7.25	32.44	39.57	37.33
猪肉、猪肉制品	8282	4664	4255	1424	71.58	41.39	36.08	40.23
合计	11570	11268	11793	3539	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

从毛利率上看，2008~2010 年，公司综合毛利率逐年增长，分别为 12.22%、14.49%和 17.79%，主要是猪肉产品毛利率增长所致。从分产品毛利率上看，2008~2010 年，公司饲料的毛利率由于玉米、豆粕等原料价格的上涨而波动下降；生猪的毛利率 2009 年由于饲料等价格上涨而逐年下降；猪肉、猪肉制品的毛利率由于公司逐步退出低端市场，开拓高端市场而大幅增长。2010 年，饲料、生猪和猪肉制品的毛利率分别为 4.90%、10.33%和 34.67%。2011 年 1~3 月，饲料、生猪和猪肉制品的毛利率分别为 9.85%、26.50%和 34.67%。

表 2 公司销售毛利率情况

项目	毛利率（%）			
	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~3 月
饲料	12.70%	4.88%	4.90%	9.85%
生猪	21.81%	12.04%	10.33%	26.50%
猪肉、猪肉制品	11.11%	22.46%	34.67%	34.67%
合计	12.22%	14.49%	17.79%	17.70%

资料来源：公司提供

总体看，由于调整猪肉、猪肉制品的市场定位，公司营业收入增长较慢，盈利能力较弱，但盈利能力逐年增长。

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。2008~2010 年，公司饲料收入呈波动下降变化，2010 年为 2871 万元。

公司生产的“格润尔”系列猪饲料，包括

乳猪颗粒料、瘦肉型猪用浓缩饲料、妊娠母猪浓缩饲料、哺乳母猪浓缩饲料、乳猪浓缩饲料、奶牛肉牛肉羊浓缩饲料、蛋鸡浓缩饲料等全系列产品，涵盖肉猪受孕、生育、生长各个阶段的需求。

从原料方面看，公司猪饲料的主要成分构成成为玉米占 55%、麦麸占 20%、豆粕占 20%、葵花饼占 5%、预混料占 1%、其他添加剂（鱼粉、食盐、乳清粉等）占 4%；按成本占比看，玉米和豆粕占比较大，分别占 55%和 15%。

公司拥有国家粮食局颁发的粮食收购许可证，原料供应主要采取就近收购玉米、豆粕等，收购价格为市场价格。

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 10000 吨。

从生产模式上看，公司先接到生产任务，根据生产任务设计饲料配方，按饲料配方从原料库领取原料，最后在技术部监督下投料进行生产。

2008~2010 年，公司随着规模的扩大，饲料的产量年复合增长 8.45%，2010 年，公司饲料实际产量 9600 万吨，产能利用率为 96.00%。

从销售方面看，公司生产的饲料一部分供内部企业养殖种猪和商品猪使用，一部分外销。2008~2010 年，随着公司业务规模的扩大，种猪和商品猪数量增长，公司生产的饲料内耗占比逐年上升，由 2008 年的 29% 增长至 2010 年的 42%。

公司饲料由公司下设的农村事业部承销，主要客户为加盟养殖户、标准化养猪场，部分

产品通过中间商或饲料经销商销售，其中，加盟养殖户、标准化养猪场占比85%，中间商或饲料经销商占比15%。饲料销售结算主要采用现货结算方式。

生猪业务

公司生猪业务主要是以杨凌美和畜牧发展有限公司、咸阳永香农业科技有限公司和宝鸡金凤农业科技发展有限公司为经营主体。2008~2010年，公司生猪收入快速增长，年均复合增长135.85%，截至2010年底为4667万元。

公司生产“光明猪配套系”种猪，“光明猪配套系”由父系、母系两个专门化品系组成。父系是以杜洛克猪为素材，母系是以斯格母系为素材。

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。公司拥有良种繁育中心（占地10亩）、农民创业示范园（占地30亩）和杨凌李家一胎场（占地330亩）三个种猪繁育基地，三个基地年繁育仔猪50000头，其中，种猪占比25%，商品猪占比75%。公司培育成熟种猪主要成本包括引种成本、药品费、饲料费、购猪运费等，其中，引种成本占比80~85%、饲料费占比10%、药品费占比2%，其他费用占比3~8%。

从生猪生产流程看，公司实行均衡流水作业生产方式，生猪生产全过程分为四个生产环节：待配母猪阶段，在配种舍内将空怀、后备或断奶的母猪与公猪配种，妊娠母猪安置于妊娠母猪舍内定位栏饲养，在临产一周转入分娩舍；母猪产仔阶段，母猪按预产期分娩产仔，在分娩舍内饲养4周（临产1周，哺乳3周）；仔猪在分娩舍原栏饲养7天，按强弱分群、平均两窝并一栏，转入保育舍培育至8周龄，体重达15~20公斤可转群；肥猪饲养阶段，8周龄仔猪由保育舍转入肥猪舍饲养15周，预计饲养至23周龄左右，体重达90~100公斤出栏上市。其中，前三个环节（阶段）基本由公司自己完成，第四环节（阶段）即肥猪饲养阶段采用“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。公司繁育的种猪外销占比由2008年的100%下降到2010年的87.8%，内部留育占比则由2008年的0%上升到2010年的12.2%。

从销售方面看。公司种猪、商品猪的销售与饲料的销售模式相同，由公司下设的农村事业部承销，主要客户为加盟养殖户、标准化养猪场，部分产品通过中间商销售，其中，加盟养殖户、标准化养猪场占比85%，中间商占比15%。种猪、商品猪销售结算主要采用现货结算方式。

猪肉、猪肉制品业务

公司猪肉、猪肉制品业务主要是以公司食品事业部为经营主体。2008~2010年，公司猪肉、猪肉制品业务收入呈下降趋势，年均下降29.33%，主要是公司战略思路调整，关闭低端市场的店面，开发高档、优质产品，开拓高端市场所致，截至2010年底为4255万元。2011年1~3月，随着高端市场的逐步打开，公司实现猪肉、猪肉制品收入1424万元。

公司的猪肉产品由冷鲜肉和冷冻肉两个系列，超过160个品种。公司的冷鲜肉产品主要包括白条、分割肉、调理及礼盒等系列，冷冻肉产品主要有冷冻分割肉和冷冻副产品两类。

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。近年，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逐年增长趋势。

从生产、加工方面看，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。2008~2010年，公司肉食品实际产量分别为5176吨、3109吨和2503吨，产能利用率分别为14.79%、8.88%和7.15%。公司产能利用率低，并呈下降

趋势，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。

表3 公司猪肉、猪肉制品销售渠道占比

年份	分渠道销售			
	农贸市场	大型超市	专卖店	团购
2008年	3%	15%	78%	4%
2009年	2%	5%	76%	17%
2010年	1%	0%	66%	33%

资料来源：公司提供

公司目前已建成的本香肉食专卖店52个，分布在西安、咸阳、渭南、宝鸡、榆林、延安等地市。连锁专卖店以加盟店为主，总计50个，占比96%，自营店2个，占比4%。

公司还向定点大客户（团购）供应商品，这些大客户包括部队、政府部门、学校等，该部分销售占比呈逐年增长趋势。

公司猪肉副产品则以外包方式销售，销售对象主要为专业猪肉副产品经营户，结算方式为按月以屠宰数量结算。

从销售价格方面看，一般情况下，大型超市销售产品以冷鲜白条肉为主，价格定位为中低价位（较同类产品高1~2元/公斤），以保本为最低限，确保一定销量，获得相应现金流，分摊总体产品成本；专卖店以销售冷鲜分割肉为主，价格定位为中等偏上（较同类产品高2~4元/公斤）；团购按照客户需求供应冷鲜分割肉

或冷鲜白条肉，价格与专卖店渠道基本一致；VIP 客户以冷鲜精分割肉大礼盒、冷鲜调理肉大礼盒等为主销产品，价格定位为高价位（较同类产品高25~35元）。

总体看，随着公司规模的扩大，公司生产的饲料、生猪产品供公司下游业务（生猪生产、猪肉及猪肉制品生产）的比重逐年增长，公司逐步实现将饲料、生猪生产转化为猪肉、猪肉产品生产的上游生产成本，逐步实现“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”垂直一体化的产业经营模式。

2. 经营效率

近三年公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数呈下降趋势，2010年，以上三个指标分别为 13.35 次、4.18 次和 0.30 次。总体看，公司整体经营效率较高。

3. 未来发展

目前，公司已初步形成“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。

表4 公司在建工程情况 单位：万元

项目名称	总投资	资金来源		各年投资计划			项目备案和核准情况
		自有	贷款	2009年	2010年	2011年	
杨凌种猪育种中心及仔猪繁育基地建设	14847.47	5047.47	9800	6800	7047.47	1000.00	杨管发改发[2009]44号
永寿县五万头生猪生态养殖基地	5502.50	5502.50	0	2100	2902.5	500.00	永政计备发[2009]4号

项目名称	总投资	资金来源		各年投资计划			项目备案和核准情况
		自有	贷款	2009 年	2010 年	2011 年	
凤县五万头生态仔猪繁育场建设项目	4917.25	1617.25	3300	2617.25	2300	0	凤计发[2008]190 号
洛川县优良仔猪繁育及商品猪育肥基地建设	5502.50	5502.50	0	0	3502.50	2000.00	洛经备[2010]22 号
合计	30769.72	17669.72	13100	11517.25	15752.47	3500.00	

资料来源：公司提供

杨凌种猪育种中心及仔猪繁育基地建设项目是公司为进一步扩大生猪养殖规模，实现公司生猪产业化而建设包括良种繁育场、标准化育肥场，建筑面积 87100 m² 的生猪养殖基地。项目总投资 14847.47 万元，主体工程包括妊娠舍、产仔舍、保育舍、育肥舍、配种舍、公猪站及后备母猪舍，其中：建筑工程投资 5264.80 万元，设备购置费用 2293.10 万元，安装工程费用 175.07 万元，其他费用（包括引种费、建设单位管理费等）3455.00 万元，建设期利息 237.60 万元，铺底流动资金 3421.89 万元。项目建设期两年，全部投资的经济内部收益率 19.33%。目前存栏 4500 头基础母猪的繁育场已投入运营，保育、育肥舍及部分配套工程土建正在施工，部分设备已采购到场，项目已投入

资金约 13800 万元。

为全面推进公司生猪产业化进程和保障安全猪肉产品的原料供应，公司自 2009 年开始在陕西省咸阳市永寿县、宝鸡市凤县、延安市洛川县建设商品猪繁育和生态优良仔猪养殖基地，并在当地成立全资子公司负责各基地的全面运行。预计在各基地全部建设完成，投入运行后，公司将在 2013 年底实现年出栏商品猪 50 万头的生产目标。

截至 2010 年底，公司在建项目已完成投资 27269.72 万元，2011 年需投资 3500 万元。结合公司未来三年投资计划，2011 年，公司需资金 8500 万元（其中 2000 万元养殖基地流动资金），公司未来融资压力较大。

表 5 公司未来三年投资计划 单位：万元

项目名称	总投资	资金来源		各年投资计划		
		自有	贷款	2011 年	2012 年	2013 年
年产 20 万吨安全饲料生产线建设项目	2000.00	2000.00	0	1000.00	1000.00	0
养殖基地流动资金	8500.00	8500.00	0	2500.00	3000.00	3000.00
肉食品连锁销售网络建设	500.00	500.00	0	500.00	0	0
生猪养殖繁育基地建设及引种	3000.00	3000.00	0	1000.00	1000.00	1000.00
合计	14000.00	14000.00	0	5000.00	5000.00	4000.00

资料来源：公司提供

总体看，公司致力于深化全产业链经营，提高经营效益和竞争实力，未来发展良好，但肉食品市场战略思路调整将给公司经营带来一定的不确定性，同时，未来几年，公司存在一定的融资需求。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2008年财务报表已经陕西信达会计师事务所有限责任公司审计，2009年、2010年财务报告已经北京兴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。公司提供的2011年1~3月报表未经审计，以下分析以2008~2010年审计报告为主，2011年1~3月报表作为参考。

从合并范围看，2009年，纳入公司合并范围的公司增加了四家，分别为宝鸡金凤农业科技发展有限公司、杨凌美和畜牧发展有限公司、咸阳永香农业科技有限公司和延安本源农业科技发展有限公司；2010年，纳入公司合并范围的子公司未发生变化。

截至2010年底，公司（合并）资产总额为41815.13万元，所有者权益合计为20187.07万元；2010年公司实现营业收入11793.43万元，利润总额1038.01万元。

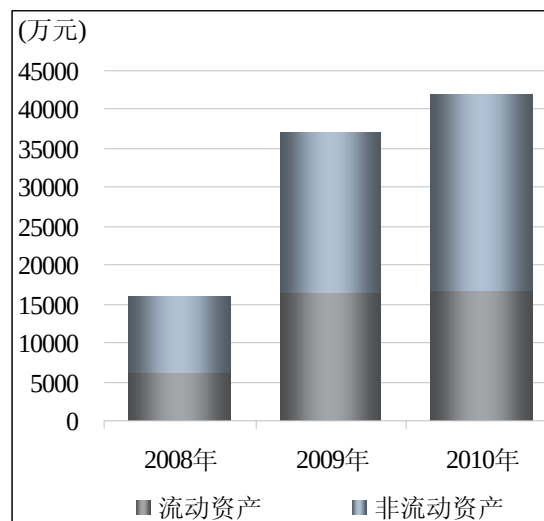
截至2011年3月底，公司（合并）资产总额为40530.49万元，所有者权益合计为20341.61万元；2011年1~3月，公司实现营业收入3538.99万元，利润总额154.54万元。

2. 资产质量

2008~2010年，公司资产总额年均复合增长61.59%，主要是纳入合并范围的子公司2009年较2008年增加两家所致。截至2010年底，公司资产总额为41815.13万元，较2009年底增长13.08%，主要是公司增加猪场投资建设所致；其中，流动资产和非流动资产分别占

39.81%和60.19%，公司资产以非流动资产为主。

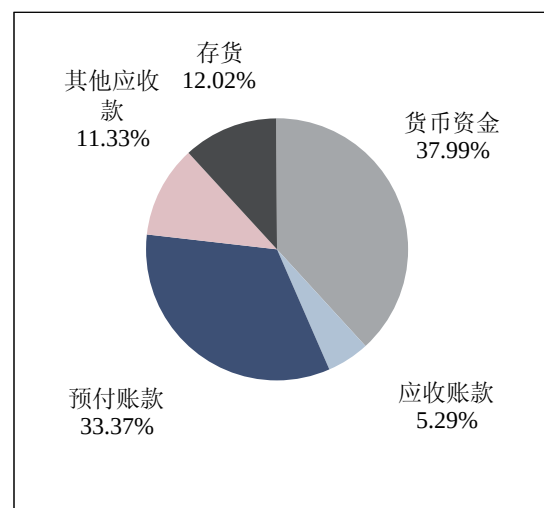
图3 2008~2010年公司资产构成情况



资料来源：公司提供

2008~2010年，公司流动资产年均复合增长65.59%，流动资产快速增长，2010年底为16647.70万元，较2009年底增长0.41%。2008~2010年，公司流动资产结构有一定变化，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：公司提供

截至2010年底，公司货币资金6324.15万元，较上年下降20.47%，主要为银行存款，占比99.96%。公司货币资金占流动资产的比例为

37.99%，公司货币资金充足。

截至 2010 年底，公司应收账款余额为 880.35 万元，占流动资产的比例为 5.29%。从账龄上看，1 年以内占 97.20%，1~2 年占 2.8%；从欠款集中度看，前五大欠款客户占应收账款账面余额的 21.34%。整体看，公司应收账款数额小，应收账款欠款客户分散。

2008~2010 年，公司预付账款年均复合增长 92.00%，主要是 2010 年增加猪场投资建设，预付工程款增加所致。截至 2010 年底，公司预付账款 5555.88 万元，占流动资产的比例为 33.37%，主要为预付杨凌金泰置业有限公司、中航长城建设工程公司、杨凌金泰建设工程公司、中航长城工程建设有限公司陕西分公司永寿项目部、延安市政建设工程公司等工程款，其中，账龄在 1 年以内的占比 82.90%，账龄在 1~2 年的占比 17.10%。

表 6 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	占比
杨凌金泰置业有限公司	950.00	1~2 年	17.10%
中航长城建设工程公司	541.21	1 年以内	9.74%
杨凌金泰建设工程公司	538.59	1 年以内	9.69%
中航长城工程建设有限公司 陕西分公司永寿项目部	454.12	1 年以内	8.17%
延安市政建设工程公司	396.41	1 年以内	7.13%

资料来源：公司提供

截至 2010 年底，公司其他应收款 1886.18 万元，较 2009 年底下降 43.02%，主要为 2009 年底公司其他应收款中有 2300 万财政补贴，2010 年到账所致。从账龄上看，2010 年底，公司其他应收款全部为 1 年以内；从欠款集中度上看，前五大债务人占其他应收款总额的 70.60%。整体看，公司其他应收款账龄短，客户集中度较高。

2008~2010 年，公司存货呈倒 V 型波动变化，年均增长 1.96%，2010 年底为 2001.14 万元，主要包括原材料（占比 47.40%）、库存商品（占比 23.20%）、消耗性生物资产（占比

27.45%）。

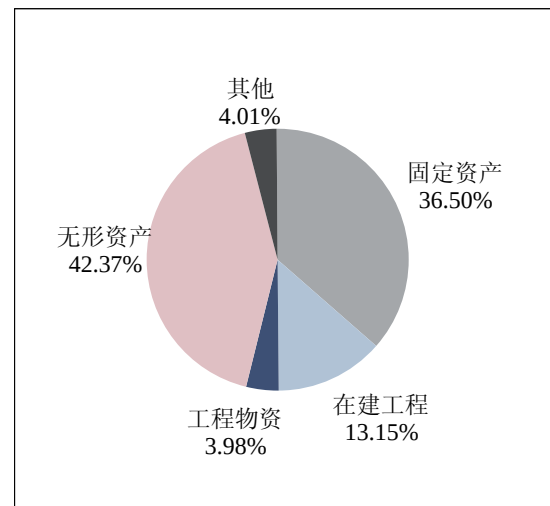
表 7 2010 年底公司前五名其他应收款客户情况

欠款单位	金额 (万元)	账龄	占比
李家一胎场	385.26	1 年以内	20.43%
毕公猪场	305.00	1 年以内	16.17%
实训基地	280.00	1 年以内	14.84%
示范园种猪场	185.67	1 年以内	9.84%
永香公司	175.68	1 年以内	9.31%

资料来源：公司提供

2008~2010 年，公司非流动资产分别为 9986.71 万元、20397.89 万元和 25167.43 万元，年均增长 58.75%，非流动资产快速增长，主要是 2009 年洛川县、宝鸡县、永寿县人民政府无偿提供土地使用权，使公司无形资产大幅增长所致。截至 2010 年底，公司非流动资产中固定资产占比 36.50%、在建工程占比 13.15%、工程物资占比 3.98%、无形资产占比 42.37%、其他占比 4.01%。

图 5 2010 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司提供

截至 2010 年底，公司固定资产原值为 10544.51 万元，其中房屋建筑物、机器设备和其他分别占 69.23%、24.85%和 5.92%，公司累计计提折旧 1359.56 万元，公司固定资产账面价值为 9184.95 万元，较 2009 年增长 15.25%，

主要是公司增加房屋建筑物建设所致。

截至 2010 年底，公司在建工程为 3308.29 万元，其中主要是凤县仔猪繁育基地、永寿仔猪繁育基地、杨凌毕公猪场、洛川旧县仔猪繁育场、洛川黄庄商品猪基地的建设等。

2008~2010 年底，公司无形资产快速增长，年均增长 142.91%，主要是 2009 年洛川县、宝鸡县、永寿县人民政府无偿提供土地使用权所致。截至 2010 年底，公司无形资产为 10663.48 万元。

截至 2011 年 3 月底，公司资产总额为 40530.49 万元，其中，流动资产和非流动资产分别占 36.23%和 63.77%，公司资产以非流动资产为主。

总体看，受益于公司合并范围扩大，公司资产规模快速增长，公司资产以非流动资产为主，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和无形资产为主，综合分析，公司资产质量一般。

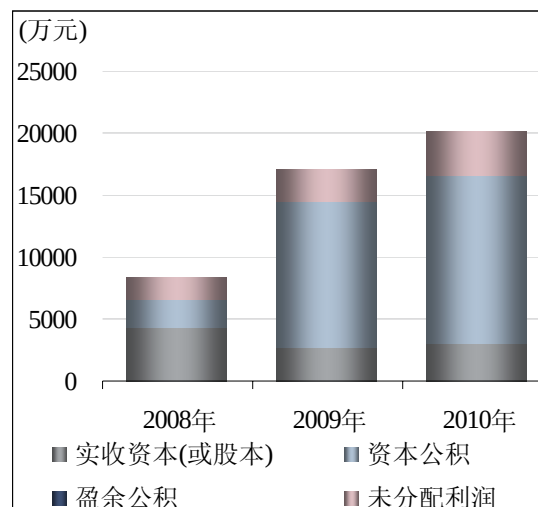
3. 负债及所有者权益

2008~2010 年底，公司所有者权益快速增长，年均增长 55.29%，主要是 2009 年洛川县、宝鸡县、永寿县人民政府无偿提供土地使用权和项目补助资金转入资本公积所致。截至 2010 年底，公司所有者权益为 20187.07 万元，其中，实收资本占比 15.55%、资本公积占比 66.60%、未分配利润占比 17.85%。

截至 2011 年 3 月底，公司所有者权益为 20341.61 万元，其中，实收资本占比 15.43%、资本公积占比 66.10%、未分配利润占比 18.47%。公司所有者权益结构稳定性较好。

负债方面，随着公司合并范围和业务规模的扩大，公司负债总额呈快速增长趋势，2008~2010 年，年均复合增长 67.73%。截至 2010 年，公司负债总额 21628.06 万元，其中流动负债占比 14.80%，非流动负责占比 85.20%，公司负债以非流动负债为主。

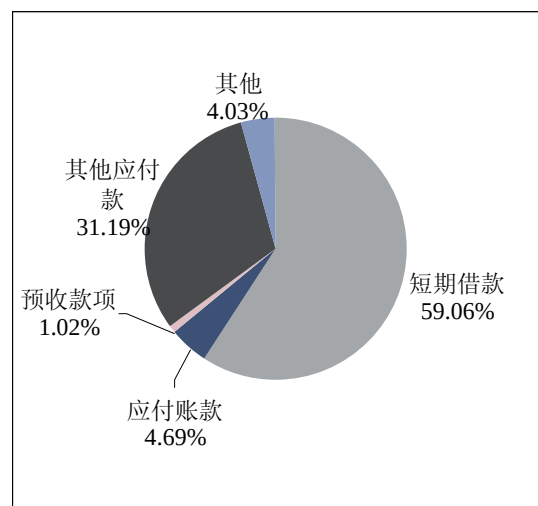
图 6 2008~2010 年公司所有者权益构成



资料来源：公司提供

2008~2010 年，公司流动负债呈 V 型波动变化，年复合增长-5.58%，截至 2010 年底，公司流动负债 3200.03 万元，主要为短期借款（占比 59.06%）、应付账款（占比 4.69%）、其他应付款（占比 31.19%）。

图 7 2010 年底公司流动负债构成



资料来源：公司提供

截至 2010 年底，公司短期借款 1890.00 万元，较 2009 年增长 45.38%，为杨凌农发行贷款。截至 2010 年底，公司其他应付款为 998.14 万元。

2008~2010 年，公司非流动负债大幅增长，年复合增长率为 112.07%，主要是长期借款和

专项应付款大幅增加所致。截至 2010 年底，公司非流动负债为 18428.03 万元，其中长期借款占比 67.79%、专项应付款占比 32.21%。

2008~2010 年，公司长期借款分别为 4097.50 万元，13200.00 万元和 12492.03 万元，年均增长 74.61%。截至 2010 年底，公司长期借款主要为武功农发行 3200.00 万元、杨凌信用联社 8800.00 万元和招行西安枫林绿洲支行 492.03 万元贷款。

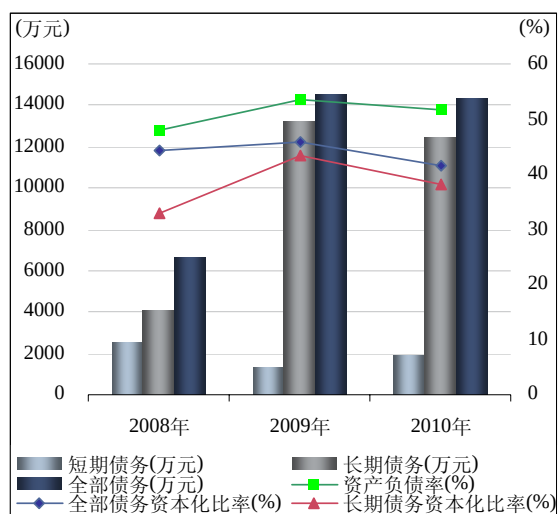
截至 2010 年底，公司专项应付款 5936.00 万元，主要为财政委托拨款（中行）、省财政厅 1037 基建资金、省财政厅流动资金贷款贴息等。

截至 2011 年 3 月底，公司负债总额 20188.88 万元，其中流动负债占比 8.76%，非流动负责占比 91.24%，公司负债以非流动负债为主。

2008~2010 年，公司有息债务快速增长，年复合增长率为 47.31%，截至 2010 年底为 14382.03 万元，其中短期债务占 13.14%，长期债务占 86.86%，公司有息债务以长期债务为主。

2008~2010 年，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呈倒 V 波动变化，截至 2010 年底分别为 51.72%、41.60% 和 38.23%。公司债务负担较合理，偿债压力不大。

图 8 2008~2010 年底公司债务构成情况



资料来源：公司年报

总体看，公司负债规模快速上升，但债务负担较合理，所有者权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2008~2010 年，公司营业收入保持相对稳定，三年分别为 11570.46 万元、11268.50 万元和 11793.43 万元，年均复合增长 0.96%。2008~2010 年，公司营业成本年均复合增长 -2.30%，截至 2010 年底，公司营业成本 9694.87 万元。2008~2010 年，公司营业利润率分别为 12.22%、14.49% 和 17.79%，营业利润率不断增长，主要原因是：公司逐步退出猪肉、猪肉制品的低端市场，开拓高端市场，使猪肉、猪肉制品的毛利率大幅增长。2011 年 1~3 月，公司实现营业利润率 17.70%。

从期间费用看，2008~2010 年，公司期间费用（营业费用、管理费用和财务费用）占营业收入的比例分别为 6.77%、10.60% 和 9.29%，呈上升趋势，2009 年，期间费用占比较高主要是管理费用和财务费用大幅增加所致。公司期间费用占营业收入的比例一般。

2008~2010 年，公司实现净利润分别为 710.29 万元、865.32 万元和 1038.01 万元，年均复合增长 20.89%。

总体看，公司收入增长较慢，盈利能力较弱，但盈利能力逐年增长。

5. 现金流量

2008~2010 年，公司销售商品提供劳务收到的现金有所下降，年均复合增长 -3.54%，截至 2010 年底为 11147.77 万元；公司现金收入比三年平均值为 99.26%，2010 年为 94.53%，公司收入的现金实现质量一般。

2008~2010 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 673.62 万元、1384.74 万元和 1787.18 万元，年均复合增长 62.88%，主要是公司逐步形成饲料生产、种猪繁育、商品猪养殖、猪肉加工、销售的完整产业链，使得购买商品、接受劳务支付的现金下降所致。

从投资活动看，公司投资活动现金流入量主要是各县人民政府提供的项目补助资金，投资活动现金流出主要为购建固定资产。截至2010年底，公司投资活动现金净流量为-1171.65万元。

2008~2010年，公司筹资活动前产生现金流量净额分别为-3300.55万元、-1272.00万元和615.53万元，逐年由净流出转为净流入，表明公司的经营活动产生的现金流能够逐步满足公司投资活动的需要。

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。截至2010年底，公司筹资活动产生的现金流量净额为-2242.84万元。

总体看，近几年，公司经营活动获取净现金的能力逐年增强，对外部筹资依赖逐渐下降。

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呈倒V波动变化，2009年，随着公司流动资产大幅增长，流动负债大幅下降影响下，公司流动比率和速动比率均大幅增长，截至2010年底，两项指标分别为520.24%和457.70%；2010年公司经营现金流动负债比为55.85%。

2008~2010年，公司EBITDA年均复合增长-2.69%，2010年公司实现EBITDA 1280.61万元。从长期偿债指标看，由于利息支出同比下降，2010年EBITDA利息倍数较2008年、2009年上升，2010年该值为5.28倍；2008~2010年，公司全部债务/EBITDA倍数分别为4.90倍、10.80倍和11.23倍，公司EBITDA对全部债务的保障程度有所下降。总体看，公司长期偿债能力较弱。结合公司债务结构（2010年底，短期债务占13.14%、长期债务占86.86%），公司综合偿债能力较弱。

截至2011年3月底，公司无对外担保。

截至2011年3月底，各银行对公司的授信额度总量为23300万元，尚未使用额度9816.65万

元。总体看，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5000万元，为2011年3月底公司短期债务余额的5.00倍、全部债务余额的37.08%，本期票据的发行对公司债务结构影响大。

以2011年3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55.32%和47.61%，公司债务负担加重。

2008~2010年公司EBITDA平均值为1313.59万元，2010年为1280.61万元，分别是本期票据发行额度的0.27倍和0.26倍，对本期票据的保障能力较弱。

九、综合评价

随着人口的增长，加之生活水平的提升，国家政策支持，近年中国畜牧行业的发展稳定，整体保持增长趋势。

公司是一家主要从事饲料生产、销售；种猪繁育、商品猪养殖、销售；猪肉及猪肉制品加工、销售的企业。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，疾病防疫措施到位，政府支持力度大，综合竞争力较强。

受益于公司合并范围扩大，公司资产规模快速增长，主营业务利润率呈上升态势；公司资产流动性一般，债务负担适宜，长期偿债能力较弱，EBITDA对本期集合票据保障能力较弱。

总体看，公司主体偿债能力一般。

附件 1 股权结构情况图



附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	11 年 3 月
流动资产：					
货币资金	1635.42	7951.46	6324.15	96.65	2785.87
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
应收票据	0.00	0.00	0.00		0.00
应收账款	678.07	886.13	880.35	13.94	521.17
预付账款	1507.20	1785.71	5555.88	92.00	5587.04
应收利息	0.00	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应收款	325.82	3309.99	1886.18	140.60	3266.32
存货	1925.12	2641.94	2001.14	1.96	2510.63
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	3.71	0.00		13.57
流动资产合计	6071.63	16578.94	16647.70	65.59	14684.59
非流动资产：					
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	961.50	28.50	28.50	-82.78	2.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产净额	7198.33	7969.33	9184.95	12.96	9003.37
在建工程	19.27	1459.60	3308.29	1210.13	3946.15
工程物资	0.46	226.53	1000.42	4586.73	1561.31
固定资产清理	0.00	0.38	0.00		0.00
生产性生物资产	0.00	71.91	981.79		680.25
无形资产	1807.16	10641.64	10663.48	142.91	10652.81
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	0.00	0.00	0.00		0.00
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00		0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	9986.71	20397.89	25167.43	58.75	25845.90
资产总计	16058.34	36976.83	41815.13	61.37	40530.49

附件 2-2 公司合并资产负债表（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(%)	11 年 3 月
流动负债：					
短期借款	2530.00	1300.00	1890.00	-13.57	1000.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00		0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00		0.00
应付账款	85.09	116.95	150.21	32.87	331.80
预收款项	57.34	11.13	32.57	-24.64	132.76
应付职工薪酬	60.47	20.80	37.54	-21.21	37.55
应交税费	-196.75	-26.63	-15.69	-71.76	-10.71
应付利息	51.43	0.00	34.17	-18.48	27.81
应付股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应付款	1002.17	83.23	998.14	-0.20	159.11
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	118.35	73.09		91.21
流动负债合计	3589.74	1623.82	3200.03	-5.58	1769.52
非流动负债：					
长期借款	4097.50	13200.00	12492.03	74.61	12483.35
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	5003.94	5936.00		5936.00
递延收益	0.00	0.00	0.00		0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00		0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动负债合计	4097.50	18203.94	18428.03	112.07	18419.35
负债合计	7687.24	19827.76	21628.06	67.73	20188.88
所有者权益					
实收资本	4300.00	2700.00	3139.17	-14.56	3139.17
资本公积	2372.03	11884.67	13445.50	138.08	13445.50
盈余公积	0.00	0.00	0.00		0.00
未分配利润	1699.07	2564.39	3602.40	45.61	3756.94
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00		0.00
归属于母公司所有者权益合计	8371.10	17149.07	20187.07	55.29	20341.61
少数股东权益	0.00	0.00	0.00		0.00
所有者权益合计	8371.10	17149.07	20187.07	55.29	20341.61
负债和所有者权益总计	16058.34	36976.83	41815.13	61.37	40530.49

附件 3 公司合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	11 年 3 月
一、营业收入	11570.46	11268.50	11793.43	0.96	3538.99
减：营业成本	10156.62	9635.57	9694.87	-2.30	2912.52
营业税金及附加	0.00	0.09	0.00		0.00
销售费用	391.95	383.94	406.39	1.82	158.35
管理费用	288.60	525.55	446.17	24.34	153.86
财务费用	103.19	284.46	242.61	53.33	90.22
资产减值损失	0.00	27.58	0.00		0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00		0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	630.10	411.31	1003.40	26.19	224.04
加：营业外收入	141.73	691.23	268.51	37.64	142.31
减：营业外支出	61.54	237.22	233.90	94.95	211.81
三、利润总额	710.29	865.32	1038.01	20.89	154.54
减：所得税费用	0.00	0.00	0.00		
四、净利润	710.29	865.32	1038.01	20.89	154.54

附件 4-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	11 年 3 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	11980.58	11751.66	11147.77	-3.54	3884.32
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00		0.00
收到其他与经营活动有关的现金	0.00	457.29	851.65		134.65
经营活动现金流入小计	11980.58	12208.95	11999.42	0.08	4018.97
购买商品、接受劳务支付的现金	10887.06	10224.87	9567.33	-6.26	3354.27
支付给职工以及为职工支付的现金	368.22	548.14	589.24	26.50	146.76
支付的各项税费	51.68	51.21	55.68	3.80	11.20
支付其他与经营活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
经营活动现金流出小计	11306.97	10824.21	10212.25	-4.96	3512.23
经营活动产生的现金流量净额	673.62	1384.74	1787.18	62.88	506.74
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	933.00	0.00		26.50
取得投资收益收到的现金	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收回的现金净额	0.00	0.00	0.00		
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	7912.64	5328.18		
投资活动现金流入小计	0.00	8845.64	5328.18		26.50
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3022.17	11502.38	6499.83	46.65	2925.84
投资支付的现金	952.00	0.00	0.00	-100.00	
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		
投资活动现金流出小计	3974.17	11502.38	6499.83	27.89	2925.84
投资活动产生的现金流量净额	-3974.17	-2656.73	-1171.65	-45.70	-2899.34
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	1945.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
取得借款收到的现金	3400.00	9102.50	0.00	-100.00	1000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	911.21	0.00	0.00	-100.00	
筹资活动现金流入小计	6256.21	9102.50	0.00	-100.00	1000.00
偿还债务支付的现金	2010.00	1230.00	1300.00	-19.58	1890.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	317.01	281.46	942.84	72.46	255.68
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		
筹资活动现金流出小计	2327.01	1511.46	2242.84	-1.83	2145.68
筹资活动产生的现金流量净额	3929.21	7591.04	-2242.84		-1145.68
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					0.00
五、现金及现金等价物净增加额	628.66	6316.04	-1627.31		-3538.28

附件 4-2 2008 年、2009 年公司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
1.将净利润调节为经营活动现金流量：		
净利润	710.29	865.32
加：资产减值准备	0.00	0.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	324.97	158.58
无形资产摊销	0.00	38.13
长期待摊费用摊销	0.00	-3.71
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	237.22
固定资产报废损失	0.00	0.00
公允价值变动损失	0.00	0.00
财务费用	317.01	284.46
投资损失	0.00	0.00
递延所得税资产减少	0.00	0.00
递延所得税负债增加	0.00	0.00
预提费用增加	51.43	0.00
存货的减少	-477.72	-716.82
经营性应收项目的减少	-97.07	-208.06
经营性应付项目的增加	-154.00	31.85
其他	-1.30	697.77
经营活动产生的现金流量净额	673.62	1384.74
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：		
债务转为资本		
一年内到期的可转换公司债券		
融资租入固定资产		
3.现金及现金等价物净变动情况：		
现金的期末余额	1635.42	7951.46
减：现金的期初余额	1006.76	1635.42
加：现金等价物的期末余额	0.00	0.00
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	628.66	6316.04

附件 5 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	34.13	14.41	13.35	17.82
存货周转次数(次)	10.55	4.22	4.18	5.46
总资产周转次数(次)	1.44	0.42	0.30	0.57
现金收入比(%)	103.54	104.29	94.53	99.26
盈利能力				
营业利润率(%)	12.22	14.49	17.79	15.69
总资本收益率(%)	6.85	3.63	3.70	4.31
净资产收益率(%)	8.48	5.05	5.14	5.78
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	32.86	43.49	38.23	38.73
全部债务资本化比率(%)	44.19	45.81	41.60	43.38
资产负债率(%)	47.87	53.62	51.72	51.52
偿债能力				
流动比率(%)	169.14	1020.98	520.24	600.24
速动比率(%)	115.51	858.28	457.70	509.44
经营现金流动负债比(%)	18.77	85.28	55.85	57.26
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.27	4.72	5.28	4.91
全部债务/EBITDA(倍)	4.90	10.80	11.23	9.84
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.50	-0.09	0.04	-0.10
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-10.41	-4.47	2.54	-2.16
本期债项偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.17	0.17	0.16	0.16
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.50	1.53	1.50	1.51
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.08	0.17	0.22	0.18
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.14	-0.16	0.08	-0.09

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