

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1422 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持洛娃科技实业集团有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，维持其“14洛娃科技CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。



联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

洛娃科技实业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 洛娃科技 CP001	5 亿元	2014/3/28-2015/3/28	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 28 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
现金类资产(亿元)	3.03	4.94	9.35	14.79
资产总额(亿元)	81.72	92.32	100.12	101.89
所有者权益(亿元)	58.64	65.79	68.59	69.72
长期债务(亿元)	3.48	2.58	1.68	1.68
全部债务(亿元)	20.70	24.32	25.12	29.22
营业收入(亿元)	32.77	36.11	48.60	13.74
利润总额(亿元)	13.15	7.87	5.93	1.37
EBITDA(亿元)	14.96	10.43	9.44	--
经营性净现金流(亿元)	0.63	1.40	8.87	1.83
营业利润率(%)	23.61	26.00	19.93	16.85
净资产收益率(%)	21.64	10.87	7.22	--
资产负债率(%)	28.24	28.73	31.49	31.57
全部债务资本化比率(%)	26.09	26.99	26.80	29.53
流动比率(%)	130.86	138.08	139.85	174.37
全部债务/EBITDA(倍)	1.38	2.33	2.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.55	7.38	6.31	--
经营现金流流动负债比(%)	3.20	5.86	32.14	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

贺苏凝 王丽娟

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”)对洛娃科技实业集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为一家以日化 and 乳业为主要产业的企业集团,跟踪期内,新产品不断投放市场,营业收入持续增长,债务负担较轻,经营活动获取现金能力增强。同时,联合资信也关注到,受市场开发投入和原料价格波动影响,公司盈利能力出现下滑、债务结构有待改善等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

公司乳业板块已形成较为完整的产业链、拥有稳定奶源,日化板块技术水平较高、具备多品种储备产品,在中国经济增长带动国民收入提高以及城市化进程加快拉动消费需求提升的大环境下,公司各板块规模将进一步扩大、市场地位及竞争实力有望得到提升。联合资信对公司评级展望维持稳定。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁻,评级展望为稳定,维持“14 洛娃科技 CP001”的信用等级为 A-1。

优势

1. 跟踪期内,日化板块研发能力较强,新产品不断投入市场;呼伦贝尔万头奶牛项目完工,公司奶牛资产质量得到有效提升。
2. 跟踪期内,新开发的农村批发市场增长明显,公司收入规模持续增长,现金收入质量明显改善。
3. 公司债务负担较轻,财务弹性好。
4. 公司经营活动获取现金的能力有所提升,现金类资产和经营活动现金流对存续期内债券具备较好的保障能力。

关注

1. 跟踪期内，受市场开发投入和原料价格波动影响，公司日化板块盈利能力出现明显下滑。
2. 跟踪期内，奶源紧张态势延续，生鲜乳价格呈现波动、与终端产品价格走势存在时差，对乳业板块盈利稳定性形成压力。
3. 跟踪期内，公司短期债务比重持续加大，债务结构有待改善。

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）与洛娃科技实业集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与洛娃科技实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，未因洛娃科技实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洛娃科技实业集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于洛娃科技实业集团有限公司主体长期信用及存续期内“14 洛娃科技 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

洛娃科技实业集团有限公司(以下简称“公司”)，系经北京市工商局批准，于 1995 年 9 月设立的有限责任公司，前身为北京洛娃新型化工材料技术开发有限责任公司。经过多次增资，截至 2014 年 3 月底，公司注册资本为 6000 万元。公司股东持股情况为：胡克勤持股 84.17%，胡玉朋持股 5.83%，李桂玲和董雪梅各持股 5.00%。公司实际控制人为胡克勤。

公司主要经营范围：销售酒；生产化工材料、日用化学制品；普通货运；货物专用运输（冷藏保鲜）。公司是一家以日化和乳业为主要产业的企业集团。

截至 2013 年底，公司合并范围包括 13 家全资及控股子公司(见附件 2)；2014 年 3 月底，公司将其中三家子公司的股权转让，合并范围内共有 10 家全资及控股子公司。公司董事会下设财务中心、人力资源部、企管中心、办公室、投资部、法务部、宣传部和信息部。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额为 100.12 亿元，所有者权益合计 68.59 亿元。2013 年公司实现营业收入 48.60 亿元，利润总额 5.93 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 101.89 亿元，所有者权益合计为 69.72 亿元。2014 年一季度，公司实现营业收入 13.74 亿元，利润总额 1.37 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区望京利泽中园二区 203 号；法定代表人：胡克勤。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信

等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国

务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金【2013】2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支

逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析

2013 年，公司乳业板块和日化板块收入分别占比 68.74%和 28.85%，形成了乳业板块为主、日化板块次之的主要经营格局，乳业和日化行业发展对公司日常经营具有重要影响。

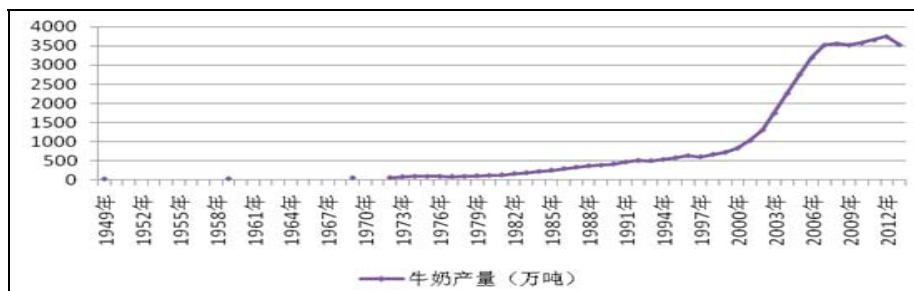
1. 乳业板块

1985~2007 年间，中国牛奶产量由 249.9 万吨/年上升至 3525.2 万吨/年，年均复合增长率达 12.78%；2000~2007 年牛奶产量年均增速高达 23%。2008 年发生三聚氰胺事件，行业增速明显回落，2009 年因婴幼儿奶粉事件的影响产

量出现 1%的下跌，之后连续三年（2010-2012 年）进入缓慢增长期（产量增速分别为 1.5%、2.2%和 2.3%）。2013 年，受养殖成本增加、牛肉价格高涨、产业结构调整、奶牛疾病疫病等多因素的影响，部分养殖散户退出，规模化养殖场产能释放尚需时日、不能及时填补散户推出的缺口，奶牛存栏量下降，牛奶产量再次步入负增长：据国家统计局数据，国内牛奶产量 3531 万吨，同比下跌 5.7%，创近年来最大降幅。

奶牛养殖产业步入产业结构调整期，向规模化养殖转型。根据农业部畜牧业司对全国 197 个奶牛养殖村的定点监测数据，截至 2013 年 10 月底，奶牛养殖户比例为 14.82%，同比下降 3.14 个百分点；固定监测村共存栏奶牛 14.29 万头，同比减少 10.63%；定点监测村成母牛存栏 8.46 万头，同比减少 9.24%。2013 年 1~10 月份，定点监测村累计生鲜乳产量为 30.94 万吨，同比减少 11.65%。奶牛养殖产业步入结构调整期，向规模化养殖转型，短期内虽带来存栏量下降、奶源趋紧等不良因素，但长期看，有助于牛群结构优化、养殖方式更加合理集中，奶牛的单产水平和养殖效益有望进一步提升。

图 1 1949 年以来中国牛奶产量变动情况



资料来源：中国奶业协会信息中心

对进口产品的依赖度提升

近年来，中国乳制品进口维持高速增长，出口基本无增长。一方面，国内奶源持续紧张、原奶价格上涨，进口奶源具有一定价格优势；另一方面，国内消费者由于乳品安全事件的发生，对国产乳品信心的完全恢复仍需时日，对进口产品仍有惯性依赖。

2013 年，中国共计进口乳制品 182.7 万吨、

货值 71.74 亿美元，分别同比增长 36.24%和 52.91%，进口乳制品货值已占到国内乳制品销售收入的 15.6%。其中：乳粉进口 85.4 万吨，同比增长 49.08%，其中从新西兰进口奶粉占进口总量的 80.35%；乳清粉进口 43.4 万吨，同比增长 14.72%；乳糖进口 8.35 万吨，同比增长 4.67%；婴幼儿乳粉进口 12.3 万吨，同比增长 34.23%；特别值得重视的是，液体乳进口 18.5

万吨，同比增长 96.80%。同期，中国乳制品出口 3.9 万吨、货值 0.81 亿美元，同比分别下降 21.89%和 27.62%。进口乳品对国内生产和市场消费的参与度进一步加深，并已进入液态奶市场，对国内乳企在液态奶市场始终维持的高占有率产生了潜在的危险。

以进口比重最大的乳粉为例，由于目前欧盟和美国的供应量很难满足中国市场的供需缺口及需求增长，中国的进口乳粉主要来自新西兰，导致新西兰乳粉价格的波动与中国需求增长紧密相关、在乳粉价格的制定上具有一定话语权，2013 年新西兰发生干旱也是造成中国乳品价格上涨的重要因素之一。

短期看，欧盟农业政策实施配额制（2015 年3月底之前逐步取消）、产量增长缓慢，美国牛奶产量主要供应当地市场，中国市场对新西兰乳品进口的依赖性将不会发生明显改变，对

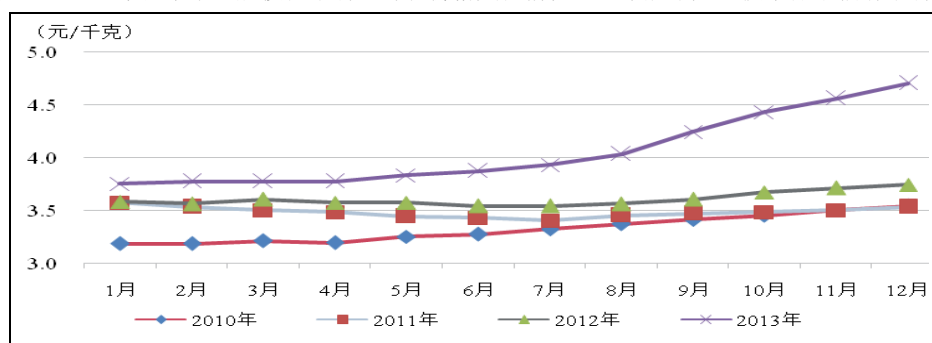
国内的乳品企业造成冲击。

奶源紧张，生鲜乳价格全年维持高位

2013 年，国内奶牛存栏量下降、奶源紧张，加之新西兰、欧盟等主产区原料粉减产，导致国内生鲜乳收购价格大幅上涨。2013 年，国内生鲜乳平均收购价为 3.62 元/公斤，较 2012 年的 3.29 元/公斤上涨了 10%；从月度运行来看，原料奶收购价进入 2013 年持续上扬，从 2013 年 1 月的 3.40 元/公斤上涨至 12 月的 4.12 元/公斤，涨幅达 21.2%，是 2005 年以来的高点。

据农业部定点监测的内蒙、河北等十个牛奶主产区生鲜乳平均价格，2013 年 11 月为 4.03 元/千克，2014 年 1 月份 4.26/千克，同比上涨 24.9%；而 2013 年 11 月，欧盟 28 国加权平均奶价折合人民币为 3.35 元/千克；德国、法国、英国、荷兰、波兰五国加权平均价折人民币 3.33 元/千克，均低于国内水平。

图 2 2010 年以来中国规模化牛场生鲜乳价格变化情况（国家奶牛产业技术体系辐射牛场）



资料来源：国家奶牛产业技术体系

由于奶牛养殖具有周期长的特点，奶牛存栏量和牛奶产量在短时间内的增长有限，未来奶源相对紧张的情况仍会持续一段时间。

乳制品及奶牛养殖企业经营效益

乳制品企业方面，根据国家统计局快报数据，2013 年底，中国 658 家规模以上乳制品企业，实现主营业务收入 2831.6 亿元，同比增长 14.16%，乳制品产量 2698.0 万吨，同比增长 5.15%；391 家液体乳生产企业液体乳产量 2336.0 万吨，同比增长 7.01%；210 家乳粉生产企业乳粉产量 158.9 万吨，同比增长 6.84%。产量增长的同时，库存产成品大幅度下降，截至

2013 年底，乳制品行业库存产成品总值为 63.8 亿元，同比减少 7.47%，库存总值仅占乳制品总产量的 2.3%，市场呈现出良好的需求态势。但另一方面，2013 年，乳制品行业利润总额同比增长 3.76%，明显低于营业收入增幅，经营效益未实现同步增长，主要由于以生鲜乳为主的原辅材料成本的上升抵消了销售增长带来的效益。随着中国生鲜乳收购价逐步走高，国内乳制品企业的生产经营压力加大。

奶牛养殖企业方面，根据农业部监测数据显示，2013 年，玉米和进口苜蓿平均价格变化不大，只有豆粕平均价格增长了 11.05%，但豆

粕在奶牛饲料中使用数量并不多，对饲料价格影响较小，所占总成本 70%以上的饲料成本增长有限，虽然人力成本提升，但综合成本增速仍低于生鲜乳价格增速。同时，由于国内肉牛数量不足，淘汰成母牛和公犊牛的价格也随之上升，奶牛养殖业效益相比往年大幅提升。

图 3 2011 年以来豆粕和黄玉米期货结算价



数据来源：wind 资讯

奶业安全监管力度和扶持政策力度加大

2013 年，婴幼儿配方奶粉质量安全引起中央高度重视，5 月底，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，研究部署进一步加强婴幼儿奶粉质量安全工作，并提出五条具体监管措施。为贯彻落实国务院常务会议精神，食品药品监管总局、工业和信息化部、公安部、农业部、商务部、卫生计生委、海关总署、工商总局、质检总局等九部委于 6 月联合发布《关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作的意见》，要求婴幼儿配方乳粉生产企业须具备自建自控奶源，对原料乳粉和乳清粉等实施批批检验，确保原料乳（粉）质量合格，严格执行原辅料进货查验、生产过程控制、产品出厂全项目批批检验、销售记录和问题产品召回等制度，建立完善电子信息记录系统等措施。

2013 年，中国对奶业扶持政策力度继续加大，根据国家奶牛产业技术体系发布的《2013 年中国奶业发展概况及展望》，扶持政策主要体现在四个方面：其一，推进标准化规模养殖，加大投资用于奶牛养殖场区标准化改扩建和标准化示范场建设，已改造了 3000 多个奶牛场；

其二，继续落实良种补贴政策，中央财政投入 2.6 亿元用于奶牛良种冻精补贴，荷斯坦牛奶牛实现全覆盖；其三，继续开展奶牛生产性能测定，中央财政投入 2000 万元用于奶牛生产性能测定工作；其四，继续实施“振兴奶业苜蓿发展行动”，中央财政投入 5.25 亿多元用于推动苜蓿产业发展。

综上所述，在奶业政策的大力扶持下，规模化养殖场产能逐步释放，国内生鲜乳供给偏紧的情况有望得到缓解，但随着城镇化进程的加快以及居民消费水平的提高，乳品消费的刚性需求仍将持续增长，奶源供需的矛盾和对进口奶源的依赖性仍然存在。受益于奶牛养殖效益转好，更多资本有望投资于规模化牧场建设，对奶牛养殖业的规模化转型起到促进。在国家严格的安全监管制度之下，奶业的安全性有望稳步提高，消费信心逐步建立。

2. 日化板块

2013 年，中国合成洗涤剂市场累计产量达 10.03 万吨；占中国日用化学行业的半壁江山。根据 Wind 资讯数据显示，截至 2013 年底，中国规模以上肥皂及合成洗涤剂制造企业共 368 家；2013 年，规模以上肥皂及合成洗涤剂制造企业共实现主营业务收入 1622.62 亿元，同比增长 3.89%，增速低于上年 4.87 个百分点，行业竞争加剧、整体盈利能力呈下滑趋势；完成利润总额 164.00 亿元，同比出现 1.25% 的下滑，利润空间出现收窄。一方面，产量、收入、利润等增长不成比例，另一方面，人工、渠道等要素成本持续上涨，市场竞争加剧，中国洗涤用品行业存在运行压力。

2013 年，中国洗涤用品进出口总额 35.42 亿美元，同比增长 9.81%；其中，一般贸易占比延续以往的上升趋势，加工贸易占比则进一步缩减。一般贸易出口金额 16.99 亿美元，占比 77.23%，同比增长 11.71%；加工贸易出口金额 3.73 亿美元，占比 16.96%，同比下降 4.82%。同期，中国洗涤用品出口金额 22.00 亿美元，

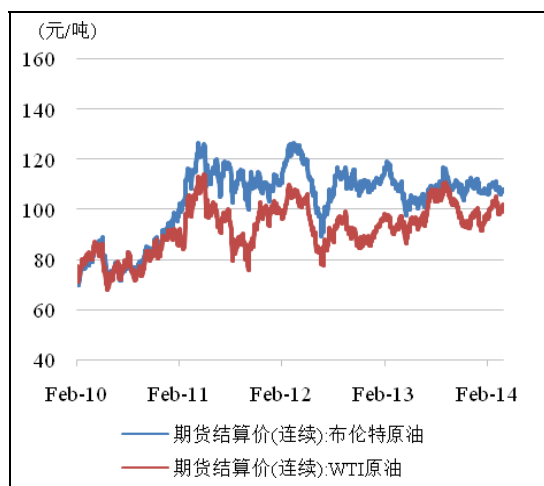
同比增长 10.44%；进口金额 13.42 亿美元，同比增长 8.88%，洗涤用品进出口保持顺差态势。

石油价格波动影响原料价格

国际原油价格近年波动较大：经历金融危机后的冲高回落以及 2009~2010 年的恢复和调整之后，国际原油价格在高位波动。2013 年，市场供需宽松局势仍持续，地缘政治不稳与市场投机导致国际油价宽幅振荡，美国西德克萨斯中质原油（WTI）和北海布伦特原油（Brent）价格走势出现分化。WTI 原油现货年均价为 98.02 美元/桶，同比上升 4.13%，而 Brent 现货年均价为 108.66 美元/桶，同比下跌 2.64%。

国内成品油市场方面，2013 年，受宏观经济放缓影响，国内成品油需求增速总体放缓，与企业生产相关的柴油需求增速较低，汽油需求仍保持相对较高增速；中国对成品油价格进行了八升、七降，共十五次调整，汽油标准品价格累计上调人民币 5 元/吨、柴油标准品价格累计下调人民币 15 元/吨。

图 4 国际原油价格走势（美元/桶）



资料来源：wind 资讯

合成洗涤剂行业生产所需的主要原料是各种石油石油化工行业的下游产品，原料价格与国际原油价格关联度较高，原油价格的震荡给日化生产企业的成本控制造成较大的压力。

城镇化及经济转型引导新兴市场需求

随着城镇化和经济转型进程的加快，居民收入水平和购买能力持续提高，特别是消费结

构由保障基本生活到享受型、发展型等高层次消费需求的转变和升级，带动整个消费市场和工业生产的发展，洗涤用品有望迎来更广阔的市场。一方面，中国消费市场向中西部地区、二三线城市、中小城市移动；另一方面，经济转型的主要任务在于提高劳动者收入水平进而带动消费能力的提高，城镇化消费群体的消费将向高品质、理智消费、科学消费等方面转型，为消费市场的容量带来新的动力。

安全事件、低价竞争情况突出

江苏省质监局公布的《2014 年一季度洗涤用品风险检测和性能对比报告》显示，尽管塑化剂、荧光增白剂等指标在国家标准和行业标准内暂时没有规定，但省质检院的检测结果表明，这些对人体健康有害、可能造成环境污染的物质在洗涤用品中也存在；10 批次洗洁精和洗手液被检出含塑化剂，六成洗衣粉和 1/3 的洗衣液里有可以致癌的荧光增白剂，涉及宝洁、联合利华、纳爱斯、立白等知名日化公司产品。目前，由于国家标准和行业标准对部分指标没有明确规定，行业内对于安全性等的监管尚无统一、强制的指导规范。

与此同时，经过反复的价格大战，洗涤行业终端产品的价格已经基本降至底线，整个行业进入了微利时代。低价竞争，一方面引发企业处于成本控制的考虑忽略质量问题，另一方面也会导致企业在新产品及技术开发、市场调研、产品推广等方面的投入不足。

上述问题的存在，洗涤用品行业以及企业的发展必然会受到限制，破坏产业的价值链，不利于行业健康持续发展。

综上所述，洗涤用品具有刚性消费的特征，社会消费水平的提高、城市化进程的加快带来消费需求的提升；但同时，企业产品升级、品牌塑造、安全环保等方面也有待进一步加强。

3. 区域经济环境

目前公司生产和经营主要集中在北京市，北京市是中华人民共和国的首都，全国政治、

文化和国际交往中心，也是中国陆空交通的总枢纽。北京市位于华北平原北端，东南局部地区与天津市相连，其余为河北省所环绕。

据《北京市 2013 年国民经济和社会发展统计公报》显示，北京市 2013 全年实现地区生产总值 19500.6 亿元，比上年增长 7.7%。其中，第一产业增加值 161.8 亿元，增长 3%；第二产业增加值 4352.3 亿元，增长 8.1%；第三产业增加值 14986.5 亿元，增长 7.6%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到 93213 元（按年平均汇率折合 15052 美元）。三次产业结构由上年的 0.8:22.7:76.5 变化为 0.8:22.3:76.9。

2013 年，全市完成地方公共财政预算收入 3661.1 亿元，比上年增长 10.4%。其中，实现增值税 574.9 亿元，增长 83.1%；营业税 1034.8 亿元，减少 10.2%；实现企业所得税和个人所得税 802.1 亿元和 333.8 亿元，分别增长 6.6% 和 18.6%。地方公共财政预算支出（含中央追加支出）4170.2 亿元，增长 13.2%。其中，用于农林水事务、节能环保、科学技术、城乡社区事务的支出分别增长 33.7%、21.7%、17.4% 和 17.4%。

2013 年，全年实现工业增加值 3536.9 亿元，比上年增长 7.8%。在规模以上工业中，国有控股企业增加值增长 6.8%；高技术制造业、现代制造业增加值分别增长 10.4% 和 14.2%。规模以上工业实现销售产值 17062.1 亿元，增长 7%。其中内销产值 15549.7 亿元，增长 7.7%；出口交货值 1512.4 亿元，增长 0.3%，产品销售率为 99.2%。

总的来看，北京市区域经济不断发展，总体竞争力持续提升，地方财政稳步增长，将为公司提供良好的外部发展环境和强大的经济支持。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年 3 月底，公司注册资本 6000 万元，其中股东胡克勤持股 84.17%，是公司实

际控制人。

2. 企业规模

公司是一家以日化和乳业为主要产业的企业集团，是北京市重点企业、全国文明单位、首都文明单位标兵。

公司下属全资子公司北京双娃乳业有限公司（下称“双娃乳业”）是乳业板块的经营主体，是一家集饲草饲料种植加工、奶牛养殖繁育、畜牧业服务、技术研发、乳品加工、乳品销售六大业务体系于一体的农业产业化企业。截至 2014 年 3 月底，公司自有牛只存栏数 29703 头，年产奶量可达 14 万吨，公司自身生产所需生鲜奶的 20% 左右可达到自供，具有一定奶源优势。

公司下属另一全资子公司北京洛娃日化有限公司（下称“洛娃日化”）是日化板块的经营主体，旗下的洛娃皂粉被认定为“北京市著名商标”。洛娃日化目前已形成了五大系列、近百个种类的产品，产品设计产能 35.0 万吨，截至 2014 年 3 月底已投产产能为 19.3 万吨。

3. 技术水平

跟踪期内，乳业板块方面，公司对无水奶油生产线进行改造，是乳产品系列更加多元化；日化板块方面，公司将柔顺剂、洗手液、洗衣液等近 25 种不同规格和用途的新产品投放市场，同时，公司研发、调试成功了汽车香波、免水洗手液、衣物除菌液等新产品作为产品储备，产品系列和工艺技术不断更新。

跟踪期内，公司共取得了四项发明专利（如下表），分别涉及乳业板块和日化板块，其中三项通过自主研发方式获取、一项通过一次性转让方式获取。

表 1 公司获取的发明专利明细表

序号	标准类别	标准号
1	天然抗菌洗袜液	自主研发
2	含光学漂白剂的中性低泡洗衣液	自主研发
3	具有杀菌功效的硬表面清洗剂	自主研发
4	乳清蛋白降血压肽及其制备方法与应用	一次性转让

资料来源：公司提供

总体看，公司严格执行科技创新驱动战略，研发创新能力较强，新产品不断投放市场，为公司持续发展提供了有力的支持。

六、管理分析

公司已建立较为完善的法人治理结构和内部管理制度，能满足日常经营需要。跟踪期内，公司治理结构及内部管理未发生重大变动。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是一家以日化和乳业为主要产业的企业集团。公司本部行使管理职能，具体经营业务由下属子公司负责。

2013 年，公司实现营业收入 48.60 亿元，同比增长 34.59%，高于 2012 年同比增速 24.40 个百分点，收入规模实现较快增长、乳业板块对收入增量贡献较大。公司以乳业板块和日化板块为核心，合计占营业收入的 97.59%。其中，乳业板块占比较高（占 68.74%），主要以销售原料粉为主，2013 年实现营业收入 33.41 亿元，同比增长 43.88%，高于整体增速 9.24 个百分点，主要由于国内奶源紧张、原料粉供不应求导致板块销售规模扩大；日化板块占比 28.85%，实现营业收入 14.02 亿元，同比增长 20.24%，受益于日化板块开拓农村市场的拉动作用；大厦租赁和其他板块（以酒店收入为主）

合计占比 2.41%，占比较小。

从毛利率看，2013 年公司综合毛利率为 20.17%，较上年下降 6.42 个百分点，主要受到日化产品毛利率水平下滑的影响，日化板块当年毛利率为 18.33%，较 2012 年减少 16.59 个百分点：一方面，公司在 2013 年着力开发农村批发市场，前期开发成本较高，导致农村批发市场的毛利率水平较低，毛利率为 10% 左右；另一方面，由于新市场开发，前期展开较大规模的铺货，人工成本上涨对板块的盈利空间产生了压力。除日化板块外，乳品和大厦租赁板块的毛利率相比 2012 年变动不大。

2014 年一季度，公司实现营业收入 13.74 亿元（为 2013 年全年水平的 28.28%），较上年同期增长 64.79%；其中乳业板块和日化板块分别占 69.14% 和 29.33%，较 2013 年基本一致。综合毛利率为 17.11%，较 2013 年降低 3.07 个百分点，两大板块均有下滑，乳业板块由于上下游价格趋势虽大体一致、但存在价格传导的时滞，一季度上游价格延续先前的增势、下游价格出现小幅回落，盈利空间被挤压，毛利率下降 4.25 个百分点；日化板块由于年初集中铺货导致成本上升，毛利率下降 1.46 个百分点。

综上所述，公司乳业板块持续扩张，日化板块业绩随着农村批发市场的进一步开发而上升，但由于新开发的农村批发市场毛利较低，日化板块盈利空间收窄。总体看，公司营业收入持续增长，整体盈利能力有所下滑。

表2 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年一季度		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
日化产品	11.66	32.29	34.92	14.02	28.85	18.33	4.03	29.33	16.87
乳制品	23.22	64.30	20.32	33.41	68.74	20.14	9.50	69.14	15.89
大厦租赁	0.44	1.21	81.74	0.58	1.19	79.31	0.17	1.24	94.12
其他	0.80	2.21	57.11	0.59	1.21	6.78	0.04	0.29	0.00
合计	36.11	100.00	26.59	48.60	100.00	20.17	13.74	100.00	17.11

资料来源：公司提供

2. 乳制品业务

乳制品业务的经营实体为双娃乳业，已形成集饲草饲料种植加工、奶牛养殖繁育、畜牧

业服务、技术研发、乳品加工、乳品销售六大业务体系于一体的产业体系，产业链较长。

原材料供应

在奶源基地的建设上，公司实行“公司+基地+农户”的产业管理模式：一方面，公司向农户出售奶牛，并提供奶牛防病灭疫等专业化服务，农户向公司统一采购饲料并进行饲养，公司从饲草饲料、牛只养殖到产品生产、储存、运输等环节进行全程监测、确保品质，并建立奶厅、奶站向农户集中收购生鲜乳，收购价格参考市场价格，这部分收购量占公司需求总量的 80%左右；另一方面，公司通过自有奶牛进行产奶，产奶量占公司需求总量的 20%左右，由于 2013 年奶源紧张造成生鲜乳价格大幅上涨，自供生鲜乳可以部分缓解由于原料等成本对利润空间的挤占。截至 2014 年 3 月底，公司自有牛只存栏数 29703 头，其中以阿荣旗牛场和嵯岗牛场拥有的牛只数量较多，分别占比 54.26%和 38.69%，具备一定奶牛储备；截至 2013 年底，公司万头奶牛项目基本完成，有较高质量的育成牛只补进、质量偏低的牛只淘汰，公司奶牛储备质量得到有效提升。

表 3 2014 年 3 月底公司牛只存栏数据（单位：头）

地区	自有	奶农
阿荣旗牛场	16117	120235
滦县牛场	2095	--
嵯岗牛场	11491	16593
海拉尔地区	--	45592
合计	29703	182420

资料来源：公司提供

2013 年以来，国内牛奶产量下滑、新西兰发生干旱导致产量下降，奶源趋紧态势凸显，导致全球奶源价格大幅上涨，公司采购均价较 2012 年上涨 34.88%；同时，公司为保证奶源供应、防止奶源外流，采用预付货款、缩短结算周期的方式。2014 年一季度，生鲜乳采购均价较 2013 年再次上浮 16.38%。

表 4 2012 年以来公司生鲜乳采购量

生鲜乳	2012 年	2013 年	14 年一季度
自产	11.34	14.16	3.65
外收	43.86	56.60	15.51
合计	55.20	70.76	19.16

资料来源：公司提供

生产及销售

公司乳业板块的经营主体为双娃乳业，主要产品为全脂奶粉，下属有 3 家乳品厂，分别为阿荣旗乳品厂、海拉尔乳品厂、新左旗乳品厂，年处理能力分别为 1400 吨/日、300 吨/日、1200 吨/日。一般情况下，公司 1 吨生鲜乳可生产 120KG 奶粉。

表 5 奶粉产品经营数据(单位：吨、万元/吨、万元)

奶粉	2012 年	2013 年	14 年一季度
产量	79076	100191	26584
销量	77663	93928	28581
平均价格(含税)	2.83	3.84	3.82
销售额(不含税)	187852	308341	93236

资料来源：公司提供

注：上述销售额与表 2 乳制品板块收入差额主要是饲料、牧场草料销售收入

公司奶粉产销量步步攀升，2013 年分别为 100191 吨和 93928 吨，同比分别上升 26.70%和 20.94%；2014 年一季度分别为 26584 吨和 28581 吨，为 2013 年全年水平的 26.53%和 30.43%。由于产品无法满足客户需求，公司部分奶粉产品为从周边采购后进行贴牌销售，由公司负责通过检测设备对奶品进行检验。

价格方面，奶粉的国际市场定价权由每半月进行一次 Global dairy trade 竞价结果确定，公司主要依据此价格确定售价。2013 年奶粉平均价格为 3.84 万元/吨，较 2012 年上升 35.72%，基本与下游生鲜乳价格的增幅持平，盈利空间相对稳定；2014 年一季度小幅回落至 3.82 万元/吨，与下游的涨势（采购价较 2012 年上浮 16.38%）不相配比，主要因奶粉价格波动传导至上游存在一定时差、生鲜乳未能及时反映出终端产品价格的波动。随着二季度进入生鲜乳生产旺季，价格有所回落。由此可见，公司乳制品板块毛利率相对稳定，但短期内易受上下游市场价格波动的影响。

结算方面，2012 年受进口乳制品关税下调影响，公司为维护销售网络、保证销量而对下游客户放宽账期。进入 2013 年，一方面，部分销售势头较好的商品扩大了现金销售的比

例，同时针对下游客户的账期优惠政策于同年二季度取消；另一方面，公司内部集中开展赊销款项催收；在双重因素的促进下，公司乳品收入实现质量改善。

跟踪期内，公司乳制品板块产销规模持续扩大、收入实现质量改善；长期看，板块盈利能力相对稳定，但短期内易受上下游市场价格波动的影响。

3. 日化业务

日化板块的经营实体为洛娃日化，主营日化产品的研发、生产和销售，主导产品为洗衣液、洗洁精、洁厕剂等。

原材料采购

公司日化板块的原材料包括生产用料（AES、磺酸、纯碱、AEO-9 等）和包装用原料（包装瓶、自立袋、纸箱等），均为国内供应，基本无需进口。公司主要采取从生产厂家进货与从经销商进货相结合的方式，以降低对主要供应商的依赖程度。2013 年，公司日化板块原料采购成本占成本总额的 86.30%，其中向前五大供应商采购合计占总采购额的 37.98%。

从原材料构成看，生产用原料有超过 300 种，其中主要为 AES、磺酸和 AEO-9，这三类分别占 2013 年采购总额的 20.06%、8.36%和 4.13%；包装用原料主要为自立袋和纸箱，分别占 2013 年采购总额的 27.69%和 28.03%。整体看，公司对包装用料的采购额略超过生产用料的采购额；但考虑到细化产品分类较多，不同产品的成本构成存在差异，高附加值的产品中生产用料所占比重相对较高。从采购价格看，受原油价格震荡影响，生产用原料价格出现波动：2013 年，AES、磺酸和 AEO-9 价格分别较 2012 年下降 13.70%、9.36%和 11.30%，2014 年一季度又在 2013 年均价基础上有所回升（增幅在 4~5%）；自立袋、纸箱等包装用料均价稳中略降。从采购量看，随着生产经营规模的扩大，公司加大对原料的采购，但出于降低占用营运资金的考虑，2013 年以来，公司适

当缩短采购周期、提高原料库存的周转速度。

表 6 近年来公司主要原料采购量(单位: 万公斤)

原料名称	2012 年	2013 年	14 年一季度
AES	1508.35	2188.8	514.68
磺酸	480.61	672.05	164.79
AEO-9	159.67	263.01	62.31
自立袋	11330.91	14758.72	3630.08
纸箱	3126.52	5041.08	1268.63

资料来源：公司提供

生产和销售

公司液体合成洗涤剂设计产能共计 35 万吨，截至 2014 年 3 月底已投产产能为 19.3 万吨，销售产品以洗衣液和洗洁精为主。2013 年，公司产品产销量分别为 18.96 万吨和 18.02 万吨，同比分别上升 9.72%和 12.91%，其中主导产品洗衣液和洗洁精的销量分别上升 10.55%和 19.03%，主要受农村批发市场销量的拉动作用；2014 年一季度，产品产销量分别为 5.48 万吨和 5.21 万吨，为 2013 年全年水平的 28.90%和 28.91%。产品价格方面，洗涤用品作为日用产品，具有刚性消费的特征，且公司产品定位日常消费、价格低于市场中高端产品，近年来价格稳定性较强。

表 7 近年来公司日化产品销售情况

	产品	2012 年	2013 年	14 年一季度
洗衣液	销量(万吨)	10.71	11.84	3.59
	产销率(%)	92.33	94.82	94.84
	均价(含税)(元/吨)	7605.79	7606.83	7606.82
	销售额(万元)	81458.00	90064.87	27308.48
洗洁精	销量(万吨)	3.10	3.69	0.98
	产销率(%)	92.26	94.74	94.71
	均价(含税)(元/吨)	6608.06	6605.23	6605.21
	销售额(万元)	20485.00	24373.30	6473.11
洁厕剂	销量(万吨)	1.32	1.51	0.40
	产销率(%)	92.31	99.51	98.47
	均价(含税)(元/吨)	4816.67	4819.57	4819.59
	销售额(万元)	6358.00	7277.55	1927.84
柔顺剂	销量(万吨)	0.70	0.76	0.18
	产销率(%)	93.33	93.47	93.44
	均价(含税)(元/吨)	7664.29	7665.37	7666.23
	销售额(万元)	5365.00	5825.68	1379.92
油烟	销量(万吨)	0.13	0.22	0.06
	产销率(%)	92.86	93.91	93.12

净	均价(含税)(元/吨)	17992.31	18521.31	18521.33
	销售额(万元)	2339.00	4074.69	1111.28

总体看,受益于新开发的农村批发市场的贡献,公司日化板块产销量平稳增长,但盈利能力有所下滑,原材料价格波动对该板块利润有一定影响。

4.经营效率

受益于营业收入的提升,2013年,公司总资产周转次数由上年的0.41次提升至0.51次;由于存货的持续下降,2013年,公司存货周转次数由上年的2.84次大幅提升至5.14次。总体看,公司整体经营效率一般。

5.未来发展

未来3年,公司计划新增投资11.28亿元:日化投资5.52亿元,乳业投资5.76亿元。

未来日化产业新增投资中,用于补充产能、购买设备的固定资产投资0.35亿元,用于批发市场、电子商务、商超系统业务扩容补充流动资金5.17亿元。随着城镇化建设进程的推进和网络营销功能的完善,公司的核心工作将向新市场的开发转移,实现产销量的重大突破。

双娃乳业新增投资中,用于奶源建设和饲料厂产能增加补充流动资金3.02亿元,用于奶源建设、乳品生产和草原改造2.74亿元。公司呼伦贝尔万头奶牛项目已完成,未来将通过该项目提高牛只产奶量和产奶品质,通过奶站建设实现对奶源供奶品质的全面把控。

总体看,公司未来新增投资均围绕主业展开,有利于各业务板块经营规模的扩大和竞争实力的增强;但考虑到新增投资多用于补充流动资金,对公司运营资金形成一定压力。

八、募集资金使用情况

公司发行的“14洛娃科技CP001”募集资金5亿元,目前已经全部使用完毕。原募集用

途为:2.59亿元用于补充营运资金、2.41亿元用于兑付银行承兑票据,后经两次变更,用途变更为:1.54亿元用于补充营运资金、1.67亿元用于偿还银行借款、1.79亿元用于兑付银行承兑票据。

表8 募集资金使用情况(单位:万元)

项目明细	洛娃 日化	双娃 乳业	合 计
为增加批发市场、电子商务、商超系统的销售收入;提高乳品厂产量,相应需要补充流动资金	0.924	0.616	1.54
偿还银行借款	0.79	0.88	1.67
兑付银行承兑票据	0.44	1.35	1.79
合计	2.154	2.846	5.00

资料来源:公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2013年审计报告经亚太(集团)会计师事务所(特殊普通合伙)北京分所审计,出具了标准无保留意见。公司2014年一季度报表未经审计。2013年底,公司合并范围相比2012年底未发生变化;2014年3月底,公司原子公司北京金潮玉玛国际酒店有限公司、北京金潮玉玛丫髻山森林酒店有限公司和北京京东道生态旅游开发有限公司由于发生股权转让,已不再纳入公司合并报表范围,由于上述公司规模较小,对财务报表影响有限。

截至2013年底,公司(合并)资产总额为100.12亿元,所有者权益合计68.59亿元。2013年公司实现营业收入48.60亿元,利润总额5.93亿元。

截至2014年3月底,公司(合并)资产总额为101.89亿元,所有者权益合计为69.72亿元。2014年一季度,公司实现营业收入13.74亿元,利润总额1.37亿元。

2. 前期会计差错更正

公司对现有投资性房地产采用公允价值模式计量,每一年度均取得投资性房地产的价值评估报告,2013年的初投资性房地产公允价

值 21.70 亿元、公允价值变动 4.38 亿元，应计提递延所得税负债。

公司采用追溯重述法补提投资性房地产公允价值变动产生的递延所得税负债，该事项影响 2013 年初递延所得税负债 2.16 亿元、期初未分配利润-2.16 亿元。

3. 盈利能力

2013 年，公司实现营业收入和营业成本 48.60 亿元和 38.80 亿元，同比分别增长 34.59% 和 46.36%。收入的增长主要受益于乳业板块销量上升以及新开发的农村批发市场（日化板块）的业绩贡献；公司在 2013 年着力开发农村批发市场，前期开发成本较大，且人工成本增长较快，营业成本增速高于营业收入增速 11.77 个百分点。

2013 年，期间费用合计 4.43 亿元，基本与 2012 年持平，其中销售费用和财务费用均有下滑，由于将部分之前归入销售费用的金额重分类如管理费用，管理费用出现较大幅度增长，期间费用占营业收入的 9.12%，较上年降低 2.92 个百分点，费用控制能力逐年增强；公允价值变动收益 0.73 亿元，较之前年度大幅回落，同比降低 77.14%。

2013 年，公司实现利润总额 5.98 亿元，同比下降 27.36%；受公允价值变动收益大幅回落的影响，当年的利润总额主要依靠主业盈利。

盈利指标方面，2013 年，公司营业利润率为 19.93%，较上年减少 6.08 个百分点，一方面，公司新开发的农村批发市场（日化板块）利润空间相对较薄（毛利率约为 10%）；同时，人工等成本上升对产品盈利空间形成压力。同期，公司净资产收益率和总资本收益率分别为 7.22% 和 6.64%，受利润总额有所下滑的影响，以上两指标均较 2012 年有所下滑。

2014 年一季度，公司实现营业收入 13.74 亿元，为上年全年水平的 28.28%，较上年同期增长 64.79%；同期营业利润率为 16.85%，较

2013 年下降 3.08 个百分点。

跟踪期内，受益于新开发市场对日化板块的贡献，营业收入较快增长，但新开发市场较薄的利润空间一定程度拉低了综合盈利能力；公司费用控制能力较强，公允价值变动收益对利润总额的影响力减弱。

4. 现金流及保障

2013 年，公司经营活动现金流入量和流出量分别为 55.78 亿元和 46.92 亿元，分别同比增长 97.98% 和 75.25%；流入规模大幅提升，主要受益于当年乳品板块授信政策调整以及公司在年内集中对应收货款进行，使得销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅上升 97.21%；流出规模增幅也较大，一方面，购买原料的付现比例提高导致购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 50.85%，同时，往来款增加导致其他与经营活动有关现金流入增至 2012 年的 4.53 倍；经营活动现金流量净额为 8.87 亿元，同比增长 531.36%，现金收入比为 114.25%，经营活动获现能力明显改善。

2013 年，公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流出全部为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，投资活动现金流净额为 -4.78 亿元，经营活动获取的现金可以满足投资活动的需求。同期，公司筹资活动现金流入和现金流净额分别为 18.56 亿元和 0.29 亿元，主要为取得借款收到的现金和偿还债务本息支付的现金。同期，公司的现金及现金等价物净增加额为 4.38 亿元，同比大幅增长 128.38%，资金持有量提升。

2014 年一季度，公司现金收入比为 117.09%，较 2013 年上升 2.85 个百分点；经营性净现金流和筹资性净现金流分别为 1.83 亿元和 3.62 亿元，未发生投资活动现金流。

跟踪期内，公司经营活动获取现金能力有所提升，收入实现质量较好。

5. 资本及债务结构

资产

2013 年底，公司资产总额为 100.12 亿元，同比增长 8.45%，主要源于货币资金、预付账款及其他应收款等流动资产的增长；流动资产和非流动资产分别占 38.53%和 61.47%，流动资产比重较上年提升 2.72 个百分点，但仍以非流动资产为主。

(1) 流动资产

2013 年底，公司流动资产为 38.57 亿元，同比增长 16.68%；流动资产主要由货币资金（占 24.15%）、应收账款（占 19.82%）、预付账款（占 14.87%）、其他应收款（占 22.98%）和存货（占 18.11%）构成。

2013 年底，货币资金同比大幅增长 88.58%至 9.32 亿元，其中银行存款和其他货币资金均有所增长；剔除受限资金的现金类资产为 7.01 亿元，同比增长 43.60%。

2013 年以来，公司对乳业产品中非现金销售的账务处理进行调整，未支付的货款在发货后暂计入其他应收款（之前年度直接计入应收账款），待发票开具后转入应收账款并确认收入。2013 年底，其他应收款同比增长 225.50%至 8.86 亿元，除上述账务调整因素外，公司与其他企业的往来资金也有所加大；其他应收款的前五名欠款金额合计 5.17 亿元（如下表），占比 58.30%。2013 年底，应收账款同比降低 47.63%至 7.64 亿元，除上述账务调整因素外，还得益于部分产品现金销售比例提升以及货款催收力度加大。据企业提供资料，2013 年底，公司已发货但未结清的货款总额为 11.70 亿元，（2012 年底为 14.59 亿元）同比下降 19.81%。

表9 2013年底其他应收款前五名情况(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比	成因
北京紫铜鸿发矿业投资有限公司	2.36	26.59	借款
北京华腾大搪设备有限公司	1.36	15.38	设备款
北京典范咨询有限公司	0.58	6.53	咨询费
未来天然植物公司	0.5	5.59	货款
高碑店国康商贸有限公司	0.37	4.21	货款

合计	5.17	58.30
----	------	-------

资料来源：公司审计报告

2013 年底，预付款同比增长 113.57%至 5.73 亿元，主要由于随着经营规模扩大，公司加大奶品和洗化原料（预付结算为主）的采购；存货同比下降 13.91%至 6.98 亿元，公司严格控制库存对营运资金的占用，其中库存原材料降至上年水平的 25.71%，库存商品同比略有增长、但增幅明显低于收入增长。

(2) 非流动资产

2013 年底，公司非流动资产为 61.54 亿元，同比略增 3.86%。其中投资性房地产（占 36.45%）、固定资产（占 22.65%）和无形资产（占 31.68%）占比高，同比均变动不大；在建工程和生产性生物资产快速增长（同比增长 108.35%和 39.42%），日化旧厂房改造项目投入增长拉动在建工程，同时，万头奶牛项目带以及原有乳牛的不断繁衍超过淘汰牛只，生产性生物资产进一步增长。

2014 年 3 月底，公司资产合计 101.89 亿元，较 2013 年底略增 1.77%；流动资产占比 39.74%，较 2013 年底略有提升，其中货币资金受发行债券以及未发生投资支出影响大幅增长 58.56%，其他应收款和存货较 2013 年底回落 22.79%和 16.02%；非流动资产变动不大。

跟踪期内，公司资产仍以非流动资产为主，非流动资产主要科目变动不大；流动资产中现金类资产增长，存货和延期结算的货款有所下降、营运资金压力有所减轻。总体看，公司整体资产质量一般。

负债

截至 2013 年底，公司总负债为 31.53 亿元，流动负债和非流动负债分别占比 87.48%和 12.52%，流动负债比重略升 2.79 个百分点；总负债同比增长 18.87%，主要源于短期借款（同比增 8.58%）、其他应付款（同比增 279.95%）的增长以及递延所得税负债的追溯补提的 2.16 亿元。债务负担方面，2013 年底，公司债务总额为 25.12 亿元，同比略增 3.28%，其中

短期债务增长 7.81%、长期债务下降 34.88%；资产负债率为 31.49%，较上年上升 2.76 个百分点，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 26.80%和 2.39%，较上年均有下降。

截至 2014 年 3 月底，公司总负债 32.17 亿元，较 2013 年底增长 2.02%，主要变动在于其他应付款由于年初统一结算导致大幅回落至 0.35 亿元以及 2014 年 3 月发行 5 亿元短期融资券导致应付债券新增至 5 亿元，其他科目变动不大。2014 年 3 月底，由于发行短期融资券，公司债务总额增至 29.22 亿元，资产负债率和长期债务资本化比率基本与 2013 年底一致，全部债务资本化比率上升 2.73 个百分点至 29.53%，有息债务负担仍处于较低水平。

跟踪期内，公司债务负担仍较轻，但短期债务比重持续加大、债务结构有待改善。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 68.59 亿元，同比增长 4.25%，主要源于未分配利润的持续积累；截至 2014 年 3 月底，所有者权益进一步增至 69.72 亿元。公司所有者权益构成的变动不大，资本公积和未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013 年底，公司流动比率和速动比分别上升至 139.85%和 114.53%；由于货币资金的大幅增长以及流动负债的下降，上述指标于 2014 年 3 月底大幅提升至 174.37%和 149.11%。2013 年，由于经营活动获取现金能力的改善，公司经营现金流动负债比上升 26.28 个百分点至 32.14%。整体看，公司短期偿债指标有所优化。

从长期偿债指标看，2013 年，由于利润总额同比有所下滑，公司 EBITDA 由上年的 10.43 亿元降至 9.44 亿元。EBITDA 利息倍数为 6.31 倍，全部债务/EBITDA 为 2.66 倍，EBITDA 仍对有关债务本息具备较好的保障能力。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保仍维持 2.82 亿元，全部为对北京紫铜鸿发矿业投资有限公司（下文简称“紫铜矿业”）提供的贷款担保，担保比率为 4.04%。2013 年，紫铜矿业分别实现营业收入和利润总额 1.33 亿元和 0.63 亿元，目前经营正常。公司或有风险较小。

截至 2014 年 3 月底，公司从多家商业银行共获得银行授信额度 36.12 亿元，已使用额度 29.22 亿元，尚未使用授信额度 6.90 亿元。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行查询的《企业信用报告》，截至 2014 年 7 月 25 日，公司本部不存在未结清的不良信贷信息记录。

8. 抗风险能力

基于对公司所属行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，公司整体抗风险能力较强。

十、债券偿债能力

目前公司处于存续期内的短期融资券（“14 洛娃科技 CP001”）为 5 亿元，将于 2015 年 3 月 28 日到期。

2013 年底，公司剔除受限资金后的现金类资产为“14 洛娃科技 CP001”的 1.40 倍，2014 年 3 月底为 2.55 倍，现金类资产对“14 洛娃科技 CP001”具备较好的覆盖能力。2013 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 9.44 亿元、55.78 亿元和 8.87 亿元，分别为“14 洛娃科技 CP001”的 1.89 倍、11.16 倍和 1.77 倍，均对“14 洛娃科技 CP001”具备较好的保护作用，且相比 2012 年有不同程度的提升。综合看，公司整体偿债能力进一步加强、上述指标均对“14 洛娃科技 CP001”具有较好的保护作用。

十一、 结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定，并维持“14洛娃科技 CP001”的信用等级为 A-1。

附件 1 公司股权结构

股东	出资额（万元）	持股比例
胡克勤	5050.00	84.17%
胡玉朋	350.00	5.83%
李桂玲	300.00	5.00%
董雪梅	300.00	5.00%
合计	6000.00	100.00

附件 2 2013 年底公司合并范围内子公司情况

序号	企业名称	持股比例
1	北京洛娃日化有限公司	100%
2	北京鸿发房地产开发有限公司	100%
3	北京双娃乳业有限公司	100%
4	北京金潮玉玛国际酒店有限公司	100%
5	北京洛娃物业有限公司	100%
6	北京洛娃进出口有限公司	100%
7	北京桃源溪谷度假村有限公司	30%
8	北京峨嵋苑科技服务有限公司	100%
9	北京丫髻山金谷科技发展有限公司	100%
10	北京丫髻山房地产开发有限公司	100%
11	北京洛娃农业生态园有限公司	100%
12	北京京东道生态旅游开发有限公司	100%
13	北京金潮玉玛丫髻山森林酒店有限公司	100%

注：2014 年一季度，上表中的北京金潮玉玛国际酒店有限公司、北京金潮玉玛丫髻山森林酒店有限公司和北京京东道生态旅游开发有限公司等三家企业由于发生股权转让，已不再纳入公司合并报表范围。

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.03	4.94	9.35	14.79
资产总额(亿元)	81.72	92.32	100.12	101.89
所有者权益(亿元)	58.64	65.79	68.59	69.72
短期债务(亿元)	17.22	21.74	23.44	27.54
长期债务(亿元)	3.48	2.58	1.68	1.68
全部债务(亿元)	20.70	24.32	25.12	29.22
营业收入(亿元)	32.77	36.11	48.60	13.74
利润总额(亿元)	13.15	7.87	5.93	1.37
EBITDA(亿元)	14.96	10.43	9.44	--
经营性净现金流(亿元)	0.63	1.40	8.87	1.83
财务指标				
存货周转次数(次)	2.65	2.84	5.14	--
总资产周转次数(次)	0.44	0.41	0.51	--
现金收入比(%)	109.42	77.97	114.25	117.09
营业利润率(%)	23.61	26.00	19.93	16.85
总资本收益率(%)	16.93	9.46	6.64	--
净资产收益率(%)	21.64	10.87	7.22	--
长期债务资本化比率(%)	5.60	3.77	2.39	2.35
全部债务资本化比率(%)	26.09	26.99	26.80	29.53
资产负债率(%)	28.24	28.73	31.49	31.57
流动比率(%)	130.86	138.08	139.85	174.37
速动比率(%)	76.91	104.19	114.53	149.11
经营现金流动负债比(%)	3.20	5.86	32.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.55	7.38	6.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.38	2.33	2.66	--

注：公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

附件 4 有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (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
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%

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

附件 5 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 6 短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息