

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 491 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CP002”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年四月二十七日



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 CP002	5 亿元	2014/10/29-2015/10/29	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 4 月 27 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
现金类资产(亿元)	3.03	4.94	9.35	17.70
资产总额(亿元)	81.72	92.32	100.12	109.78
所有者权益(亿元)	58.64	65.79	68.59	73.86
长期债务(亿元)	3.48	2.58	1.68	1.38
全部债务(亿元)	20.70	24.32	25.12	33.12
营业收入(亿元)	32.77	36.11	48.60	39.37
利润总额(亿元)	13.15	7.87	5.93	6.17
EBITDA(亿元)	14.96	10.43	9.44	--
经营性净现金流(亿元)	0.63	1.40	8.87	7.15
营业利润率(%)	23.61	26.00	19.93	23.89
净资产收益率(%)	21.64	10.87	7.22	--
资产负债率(%)	28.24	28.73	31.49	32.73
全部债务资本化比率(%)	26.09	26.99	26.80	30.96
流动比率(%)	130.86	138.08	139.85	145.12
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 年前三季度财务数据未经审计; 2014 年 9 月底计入其他流动负债的短期融资券已计入有息债务。

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

洛娃科技实业集团有限公司(以下简称“公司”)作为一家集日化、乳业、旅游地产三大产业于一体的多元化企业集团,跟踪期内,新产品不断投放市场,1000 个县级市场战略实施的效益逐步显现,营业收入持续增长,主业盈利能力较强,有息债务负担较轻。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,受市场开发投入和原料价格波动影响,公司综合毛利率出现波动、应收账款规模较大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完整的产业链、拥有稳定奶源;日化板块渠道拓展加深、具备多品种储备产品,业务规模有进一步扩张的条件和潜力,且多元化发展有益于平抑行业集中风险。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,并维持“14 洛娃科技 CP002”的信用等级为 A-1。

优势

1. 跟踪期内,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,公司日化板块 1000 个县级市场战略的实施进一步拓展产品市场规模。
3. 公司债务负担较轻,财务弹性良好。
4. 公司营业收入持续增长,主业维持了较强的盈利能力。
5. 公司现金类资产和经营活动现金流量对“14 洛娃科技 CP002”具备良好的保障能力。

关注

1. 跟踪期内,国内奶源紧张态势仍存在,生鲜乳价格的波动对终端产品价格存在一定影响,对乳业企业盈利稳定性形成压力。

2. 跟踪期内，公司流动资产中应收账款和存货所占比重仍较高，资产流动性有待提升。
3. 公司短期债务比重高，债务结构有待改善。
4. 公司尚未使用的银行授信额度较低，间接融资渠道有待拓宽。

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至“14 洛娃科技 CP002”到期日有效；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 CP002”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 9 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 9 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 9 月底，公司(合并)资产总额为 109.78 亿元，所有者权益合计为 73.86 亿元。2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 39.37 亿元，利润总额 6.17 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

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平

稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0% (扣除价格因素实际增长 10.9%)。固定资产投资(不含农户) 502005 亿元，比上年名义增长 15.7% (扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增长 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增长 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入(本级) 75860 亿元，比上年增长 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增长 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增长 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增长 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货

币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

2013 年，公司日化、乳业板块收入分别占营业收入的 28.85% 和 68.74%，日化行业和乳制品行业发展对公司日常经营产生重要影响。

1. 乳业板块

2013 年，受养殖成本增加、牛肉价格高涨、奶牛疾病疫病等多因素影响，部分养殖散户退出，规模化养殖场产能释放尚需时日、不能及时填补散户退出的缺口，牛奶产量同比下跌 5.7%，价格有上升；2014 年受奶价上涨激励，散户退出减缓、奶牛场补栏积极性提高，奶牛整体存栏量增长，牛奶产量同比上涨 5.5% 达到 3725 万吨，增速高于 2009 年以来水平。

生鲜乳价格方面，2008 年三聚氰胺事件打击消费者信心，消费需求减弱，奶源增长率和

价格大幅下滑；直至 2009 年下半年，国内乳制品需求才有恢复，生鲜乳价格开始反弹，但奶源建设整体跟不上乳制品销售进展，奶源紧张态势始终存在，生鲜乳均价由 2009 年中低点的 2.3 元/公斤一路升至 2014 年初的 4.2 元/公斤以上，价格的上涨也推动了国内奶牛养殖的积极性，整体奶牛存栏量、牛奶产量逐步提高；2014 年以来，国内原料奶供应紧缺相对缓解，生鲜乳价格持续回落，但仍处于近年的较高水平，2014 年底的生鲜乳均价仍在 3.75 元/公斤以上。零售终端价格方面，奶价主要由奶源供应和市场需求共同主导，且终端价格由于传导效应，可能滞后于上游原料的价格变动。

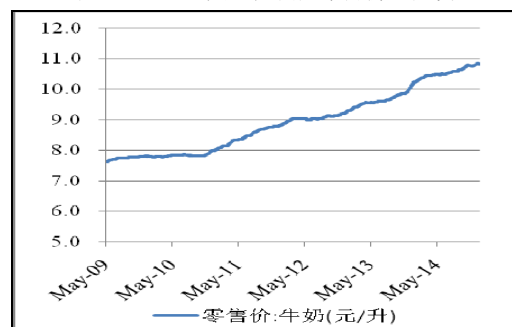
需要关注的是，2013 年由于国内需求饱满、新西兰干旱导致供给紧缺，全球牛奶价格出现上涨，各大主产国牛奶产量随之明显上涨，引起 2014 年全球原料奶价格普遍下降，与国内生鲜乳价格出现“倒挂”，乳企、贸易商对进口的倾向性加强，对国内生鲜乳、尤其是散户供给生鲜乳的销售价格形成压力。

图 1 2008 年以来生鲜乳(主产区)均价的走势



资料来源：Wind 资讯-农业部

图 2 2009 年以来牛奶零售价的走势



资料来源：Wind 资讯-商务部

乳品企业经营方面，2013 年，企业虽受到

上游原料价格上涨的压制，但受益于整体行业景气度回升以及政策红利的推动，整体经营情况向好，规模以上乳品企业实现主营业务收入和利润总额同比分别增长 13.17%和 12.89%。2014 年，伴随着原料供应量、供应价格压力的逐步缓解，行业整体经营情况保持稳定。

行业政策

种牛引进方面，受国外疯牛病等动物疫情影响，此前中国仅批准从澳大利亚、新西兰、乌拉圭 3 个国家进口种牛，连续、长期、大量的进口导致牛源紧张、价格攀升，同时进口牛质量也有所下降，国家质检总局在征求各方意见基础上，选择一些动物卫生水平较好的国家作为进口种牛候选来源国，加大了国外种牛检疫准入工作力度。2013 年，罗马尼亚成为中国近 10 年来首次新开辟的种牛来源国；2014 年 4 月，国家质检总局与智利再次就种牛输华检疫技术问题谈判并最终草签议定书，中国进口种牛选择范围的进一步得到拓宽。

2014 年，国家进一步加强对奶粉进口的管理，国家质检总局自 5 月起全面实施对进口乳品境外生产企业的注册管理，未经注册的境外生产企业生产的乳品不得进口，其中包括婴幼儿配方奶粉；4 月底，中国国家认证认可监督管理委员会在官网公布了首批注册厂商名单，有 13 个国家的 41 家婴幼儿配方奶粉生产商获得了继续向中国进口的资格。

2014 年，工信部、发改委、财政部、食品药品监管总局发布、已经国务院批准的《推动婴幼儿配方乳粉企业兼并重组工作方案》，部署推动中国境内依法取得婴幼儿配方乳粉生产资质的乳制品企业实施兼并重组，引导生产要素向优势企业和重点区域集中，推动婴幼儿配方乳粉产业规范化、规模化、现代化发展；《方案》提出力争到 2015 年形成 10 家左右年销售收入超 20 亿元的大型婴幼儿配方乳粉企业集团，前 10 家国产品牌企业的行业集中度达 65%。

2014 年 11 月，中国与澳大利亚双方共同确认实质性结束中澳自由贸易协定谈判。根据

谈判结果，在开放水平方面，澳大利亚对中国所有产品关税最终均降为零，中国目前对澳大利亚奶制品实施约 10%至 15%的关税。根据自贸协定该关税将在四年内取消，关税下降将对国内生鲜乳、尤其是散户供给生鲜乳的销售价格形成压力。

进口乳制品冲击国内乳品养殖、加工产业

近年来，中国乳制品进口维持高速增长，出口增长相对缓慢。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%；其中进口奶粉 85.4 万吨，同比增长 49.1%，主要源于新西兰的奶粉进口（占比 80.35%）；且需要关注的是，进口液态奶 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，2014 年下半年出现的进口液态奶价格与国内生鲜乳价格“倒挂”局面，对国内生鲜乳产品产生了很大压力，部分地区的散户以及小规模养殖户出现“倒奶”事件。

以进口比重最大的奶粉为例，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，中国的进口奶粉主要来自新西兰，导致新西兰价格波动与中国需求增长紧密相关，新西兰在奶粉定价上具有一定话语权。2013 年，新西兰发生的干旱成为引发中国乳品价格上涨的重要因素；2014 年，由于产量同比明显增长，全球奶粉价格出现普遍下降，一度出现与国内生鲜奶价格发生“倒挂”，对国内原料奶粉的供给价格形成了较大压力。

总体看，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。中国人口基数大、消费需求高，目前的奶源供给难以覆盖需求。短期内，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，对国内养殖业及乳品加工企业的冲击难以避免。

未来发展

按照乳制品加工企业选址与奶源基地相衔接、企业规模与乳品生产能力相匹配、产业布局与需求市场相符合的原则，调整优化乳制品工业布局，发挥传统奶源地区的资源优势，加快淘汰规模小、技术落后的乳制品加工产能。

在奶业政策的大力扶持下，更多资本有望投资于规模化牧场建设，规模化牧场的投产带动了奶牛单产和牛奶产量的增加，缓解国内生鲜乳供给偏紧的状况；随着行业兼并重组发生，国内奶源及进口奶源进一步被龙头企业整合，企业生产效益和安全水平提升，产业结构优化；在国家严格的安全监管制度之下，消费者信心逐步建立。但同时，城镇化进程加快，居民消费水平提高，乳制品的刚性需求仍将持续增长，奶源供需矛盾和对进口奶源的依赖性仍然存在，牛奶价格仍维持相对高位。

2.日化板块

2001~2014年，国内合成洗涤剂产量从312万吨增至1229万吨；2014年的总产量中，液体洗涤剂约占50%，洗衣粉由于近年来增速放缓（2012~2014年的产量增速均低于3%），目前产量低于液体洗涤剂（2014年占比约38%）。同时，洗涤产品用途不断细化，专业化和多样化不断加强，覆盖了更广泛的消费需求。

据中国海关统计，2013年中国洗涤用品进出口总额35.43亿美元，同比增长9.81%；其中出口金额22亿美元（同比增长10.44%），进口金额13.42亿美元（同比增长8.88%）；并呈现“一般贸易比重继续扩大、加工贸易比重萎缩”的特征。2014年1~5月，中国洗涤用品进出口总额15.10亿美元，同比增长6.78%；其中出口金额9.25亿美元（同比增长3.71%），进口金额5.84亿美元（同比增长12.05%），出口额增速有所下降，但进出口始终保持顺差态势。

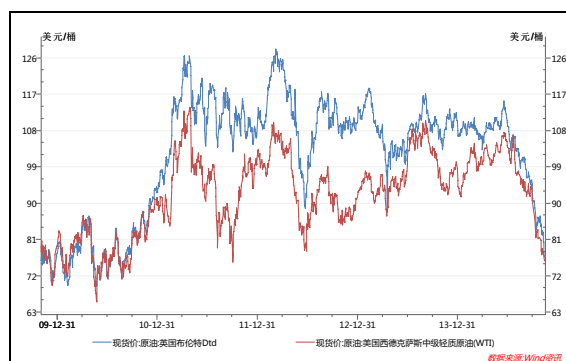
企业效益方面，国家统计局数据显示，截至2014年11月底，中国规模以上肥皂及合成

洗涤剂制造企业共372家；2014年1~11月（暂未统计全年数据），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1523.02亿元，同比增长5.86%，增速高于上年同期3.70个百分点；发生主营业务成本1091.53%，同比增长10.74%，增速高于主营业务收入，行业竞争加剧、整体盈利能力呈现下滑态势；完成利润总额121.02亿元，同比出现3.67%的下滑，利润空间出现收窄。一方面，收入和利润的增长不成比例；另一方面，人工、渠道等要素成本持续上涨，市场竞争加剧、低价竞争严重，中国洗涤用品行业存在运行压力，

石油价格波动

2013年，国际石油市场供需基本面相对宽松，国际原油价格高位震荡，美国西得克萨斯中质原油（以下简称“WTI”）与其它基准油价差总体收窄。2014年，上半年原油现货价格整体延续了2013年的波动走势，但下半年受美联储退出QE3、利比亚原油产量超预期增长、全球原油供大于求、欧美联手抑制投机资金对油价炒作等多重利空因素影响，国际原油价格在短期内大幅下跌，2014年11月17日，北海布伦特原油现货价格和WTI原油现货价格分别仅为76.96美元/桶和75.56美元/桶。同期，国内原油价格与国际市场原油价格走势基本一致。

图3 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，原油价格的短期下滑一定程度环节了企业的成本压力。但从长期来看，影响原油价格的因素复杂，全球

经济对原油具有很强的依赖性，其价格的波动具有很大的不可确定性，也给日化生产企业的成本控制造成很大压力。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年 9 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

公司是一家集日化、乳业、旅游地产三大产业于一体的多元化企业集团，2002 年至今连续 10 余年被认证为高新技术企业，是北京市重点企业、全国文明单位、首都文明单位标兵。

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，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，形成了完整的乳业产业链。截至 2014 年 9 月底，双娃乳业自有牛只存栏数 30089 头，年产奶量可达 14.05 万吨，公司自身生产所需生鲜奶的 18.76% 可达到自供，具有一定奶源优势。

北京洛娃日化有限公司（下称“洛娃日化”）作为公司日化板块的经营主体，是中国洗涤用品工业协会副理事长单位，在国内首家提出绿色、环保、健康的洗涤用品概念，企业应用 MES 配比的新型高效清洁产品被国家科技部列入“2012 年国家火炬计划产业化示范项目”，同年荣获 2012 新清洁绿色贡献创新大奖；旗下的洛娃皂粉成为中国首个获得环境标志认证的洗涤产品，被认定为“北京市著名商标”。洛娃日化致力于环保型洗涤用品的开发和生产，目前已形成了五大系列、近百个种类的产品，主要生产基地位于北京绿色国际港—顺义马坡聚源工业区的洛娃科技园，园区占地面积 50 亩，建筑面积 26000 多平方米，截至 2014 年 9 月底已达量产状态的产能为 20 万吨。

旅游地产方面，公司主要以洛娃大厦的租

赁和洛娃度假村的运营为主，洛娃大厦是北京市望京地区第一个 5A 级智能化标准写字楼，洛娃度假村开发了平谷桃源溪谷度假村项目。

3. 技术水平

公司本部及洛娃日化、双娃乳业均为国家高新技术企业，享受 15% 的所得税优惠政策。

乳业板块

双娃乳业通过和北京工商大学食品学院、中国农业大学、内蒙古农业大学的校企合作，以独占许可的方式拥有了“胚胎的玻璃化冷冻、简易解冻和直接移植法”发明专利、“一种以氧化脂肪超临界萃取物为原料的肉味香精制备方法”发明专利、“一种低敏性的乳清蛋白水解物及其制备方法”发明专利。

奶牛养殖方面，双娃乳业实施了万头奶牛改良项目计划，从新西兰、澳大利亚引进了谱系明确、高产纯种荷斯坦奶牛，并通过与内蒙古大学合作，将体外授精技术研究成果转化为先进的胚胎移植技术，培育出高产良种的奶牛，改变了高产纯种奶牛单纯依靠进口的局面，加快了当地奶牛良种改造的进程，促进了中国乳业的良性发展，首批获得了“国家良好农业规范认证示范牧场”称号。

日化板块

产品方面，2014 年以来，公司相继推出 42 款新产品，其中皂类产品 6 项，皂粉系列 3 项，洗衣粉系列 4 项，洗衣液类产品 7 项，洗洁精类产品 5 项，柔顺剂类产品 5 项，洗衣机槽抑菌清洁剂 1 项，羽绒服清洁剂类 1 项，洁厕类产品 1 项；并对 9 项固有产品进行了包装升级。

专利技术和标准制定方面，截至 2015 年 1 月底，公司共获得国家知识产权局颁发的 25 项专利，其中发明专利 19 项、外观设计专利 6 项；自主研发的“小麦蛋白新材料在清洁产品中的应用”取得 2014 年国家火炬计划产业化示范项目证书；同时，为掌握行业话语权，公司参与了国家表面活性剂和洗涤用品标准化技术委员会对部分国家标准和行业标准的制定，其中包

括“GB/T 洗手液”、“GB/T 洗涤用品 三氯卡班含量的测定”、“QB/T 地板清洁脱蜡剂”。

六、管理分析

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

公司是一家集日化、乳业、旅游地产三大产业于一体的多元化企业集团，其中以日化和乳业业务为主。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，主要由于国内奶源紧张、原料粉供不应求导致了乳业板块销售规模的扩张。从产品结构看，乳业板块和日化板块始终是公司两大核心板块，2013 年分别占比 28.85% 和 68.68%，以乳业板块为主；旅游地产收入规模较小，2013 年占比 2.47%，主要为大厦租金收入和酒店收入。

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；主要由于当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盈利水平较低（毛利率约 10%），且公司在新市场开发初期展开了较大规模的铺货，进店费等支出以及人工成本的上涨侵蚀了利润。公司乳品板块盈利稳定，旅游地产板块盈利水平高。

2014 年 3 月，公司转让了原有的 3 家涉及酒店和生态旅游业务子公司的股权以及酒店物业经营权（仍拥有酒店物业的所有权），由酒店物业的经营主体变更为酒店物业的出租方，每年按合同约定收取一定额度的租金收入，酒店物业的运营费用和人工成本将不由公司承担。

2014 年 1-9 月，公司实现营业收入 39.37 亿元，为 2013 年全年的 81.01%；随着日化板块营销渠道的不断拓展，该板块收入占比上升至 36.57%，乳业板块收入占比下降至 61.90%。同期的综合毛利率为 24.34%，较 2013 年上升 4.17 个百分点；其中日化板块毛利率上升至 26.67%，主要由于原材料价格下滑，以及 1000 个县级市场战略初见成效使得收入提升，规模效益显现；乳业板块毛利率为 21.41%，较 2013 年略有上升，主要由于公司在生鲜乳和原料粉价格下滑的情况下，加强了成本控制；旅游地产板块毛利率达到 87.26%，主要由于随着酒店转让的完成，板块收入主要源于公司相关物业的租赁收入，租赁业务毛利率较高。

总体看，公司营业收入稳步增长，毛利率水平较高；但受新市场开发投入和原料价格波动影响，盈利能力有所波动。

表1 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 1~9 月		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
日化产品	11.66	32.29	34.92	14.02	28.85	18.35	14.40	36.57	26.67
乳制品	23.22	64.30	20.32	33.38	68.68	19.26	24.37	61.90	21.41
旅游地产	1.24	3.42	66.13	1.20	2.47	44.17	0.60	1.53	87.26
合计	36.11	100.00	26.59	48.60	100.00	20.17	39.37	100.00	24.34

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，其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。

2013 年，板块实现营业收入 33.38 亿元，同比增速达 43.76%；毛利率为 19.26%，盈利能力保持稳定。2014 年 1~9 月，板块收入和毛

利率分别为 24.37 亿元和 21.41%。

原材料采购及奶源建设

在奶源基地的建设上，公司仍延续“公司+基地+农户”的产业管理模式，其中通过自有奶牛产出的生鲜乳量占公司需求总量的 20%，通过向农户收购的生鲜乳量占 80%。截至 2014 年 9 月底，公司自有牛只和通过奶农养殖牛只的存栏数分别为 30089 头和 253233 头，具有一定的奶牛储备。

表 2 公司近年生鲜乳采购量数据（单位：万吨）

生鲜乳	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
自产	11.35	11.34	14.16	13.05
外收	44.90	43.86	56.60	56.53
合计	56.25	55.20	70.76	69.58

资料来源：公司提供

表 3 2014 年 9 月底公司牛只存栏数据（单位：头）

地区	自有	奶农
阿荣旗牛场	16387	113963
滦县牛场	2148	--
嵯岗牛场	11554	92964
海拉尔地区	--	46306
合计	30089	253233

资料来源：公司提供

生鲜乳采购价格方面，其价格根据奶牛的生理周期、按产奶期和干奶期浮动，同时市场需求也对鲜奶价格产生影响；市场的恶性竞争、生鲜乳产量萎缩、生产厂家集中、价格上升过快等不利因素也是原材料价格波动的主要原因。2013 年以来，新西兰遭遇持续干旱带来原料奶产量下降，恒天然奶粉事件等奶源安全性事件频发扰乱原料奶市场的供应，全球奶源价格大幅上涨，公司当年采购均价格较 2012 年上涨 34.88%，但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；2014 年 1-9 月，国际和国内市场的生鲜乳供应价格普遍出现不同程度下调，公司生鲜乳采购价格较 2013 年下降 18.97%。

生产及销售

乳品生产方面，公司共有三个乳品厂，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 4 奶粉产品经营数据(单位：吨、万元/吨、万元)

奶粉	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月
产量	79076	100191	87336
销量	77663	93928	87002
平均价格(含税)	2.83	3.84	3.07
销售额(不含税)	187852	308341	87336

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。

公司原料粉产销量步步攀升，2013 年分别为 100191 吨和 93928 吨，年均复合增长 21.66% 和 15.91%；2014 年 1-9 月分别为 87336 吨和 87002 吨，达到 2013 年全年水平的 87.17% 和 92.63%；原料粉产销率一直保持高水平，始终位于 90% 以上，2013 年为 93.75%。

销售价格方面，原料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。由于价格调整周期较短、调整较为及时，原料粉价格的波动幅度和生鲜乳原料波动幅度较为一致。近三年，原料粉均价波动上升，2013 年为 3.84 万元/吨，2014 年 1-9 月受生鲜乳价格回落的影响，原料粉价格降至 3.07 万元/吨，较 2013 年下降 20.05%，变动趋势与生鲜乳基本一致。

跟踪期内，公司乳制品板块产销规模持续扩大，板块盈利能力稳定。

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。

通过不断的创新和技术研发，2014 年公司共推出 42 款新产品，其中，皂类产品 6 项，皂粉系列 3 项，洗衣粉系列 4 项，洗衣液类产品 7 项，洗洁精类产品 5 项，柔顺剂类产品 5 项，洗衣机槽抑菌清洁剂 1 项，羽绒服清洁剂

类 1 项，洁厕类产品 1 项；除此之外，公司还对 9 项固有产品进行了包装升级。

2013 年，板块实现营业收入 14.02 亿元，同比增速达 20.42%，由于 1000 个县级市场战略实施初期的铺货成本较高，导致毛利率下降 16.57 个百分点至 18.35%；2014 年 1~9 月，板块收入和毛利率分别为 14.40 亿元和 26.67%，收入规模明显提升，规模效益逐步体现，同时原油价格下降导致公司原材价格下跌，板块毛利率回升。

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 1-9 月，原料采购价格进一步下降，促使了盈利空间的释放。包装用料中，自立袋价格始终稳定在 1.60~1.65 元/公斤的范围内，2014 年 1-9 月下降至 1.55 元/公斤；纸箱自 2013 年以来出现较为明显的下滑，2013 年为 4.89 元/公斤，2014 年 1-9 月进一步降至 4.5 元/公斤。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。

生产和销售

公司液体合成洗涤剂设计产能共计 35 万吨，公司自有生产基地在顺义（20 万吨），其他地区包括山东、河北、河南和浙江生产基地均为代加工厂，公司日化产品种类和用途呈多元化，主要分为洗衣液、洗洁精、洁厕剂、柔顺剂、油烟净五大类。2013 年，公司生产各类液体洗涤剂共计 18.96 万吨。

随着 1000 个县级市场战略的实施，公司产能将无法满足市场需求，公司将采取自建、收购及 OEM 模式不断扩张产能。

销量方面，2013 年，公司日化产品实现销量 18.02 万吨，近三年持续增长（年均复合增长 11.79%）。2011~2013 年，洗衣液是日化板块销量最大的产品，2013 年销量达 11.84 万吨，年均复合增长 10.65%；除洗衣液外，销量在 1 万吨以上的产品还有洗洁精和洁厕剂，2013 年分别实现销量 3.69 万吨和 1.51 万吨，年均复合增长率分别为 12.22%和 11.71%，洗衣液、洗洁精和洁厕剂三大产品的增长均衡、平稳；柔顺剂和油烟净在五类产品中销售规模较小，2013 年分别实现销量 0.76 万吨和 0.86 万吨，但近三年增势较快，年均复合增长率分别为 23.29%和 179.61%，对整个产品序列进行了有效的补充。2014 年 1-9 月，公司五大产品实现销量为 18.80 万吨，超过 2013 年全年水平，其中柔顺剂和油烟净销量增长较快。

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，价格近年来相对保持稳定，且公司产品属于非高端产品，所以五类产品近三年的含税均价波动幅度很小。2013 年，销量在 1 万吨以上的洗衣液、洗洁精和洁厕剂三类产品的均价分别为 7606.83 元/吨、6605.23 元/吨和 4819.57 元/吨；销售规模相对较小的柔顺剂和油烟净的均价为 7665.37 元/吨和 18521.31 元/吨，价格相对高于前三大产品，尤

其油烟净作为销量最少的产品，因具有特殊功效、细分市场容量较小等特性，近年来价格始终处于高位。

表5 2012年以来日化板块各产品产销情况
(单位: 万吨、%、元/吨)

产品		2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
洗衣液	销量	10.71	11.84	10.64
	产销率	92.33	94.82	111.58
	均价(含税)	7605.79	7606.83	7653.29
洗洁精	销量	3.10	3.69	3.30
	产销率	92.26	94.74	103
	均价(含税)	6608.06	6605.23	6643.29
洁厕剂	销量	1.32	1.51	1.26
	产销率	92.31	99.51	96.33
	均价(含税)	4816.67	4819.57	4821.36
柔顺剂	销量	0.70	0.76	2.04
	产销率	93.33	93.47	103.49
	均价(含税)	7664.29	7665.37	7669.53
油烟净	销量	0.13	0.86	1.56
	产销率	92.86	93.91	99.43
	均价(含税)	17992.31	18521.31	18329.64

资料来源: 公司提供

公司日化板块以北京市场为核心，逐步开发全国市场，北京市场的比重在各区域始终占首位（2013 年为 67%），外埠市场以辽宁、黑龙江、河北等省为主（2013 年分别为 11%、5% 和 6%）。由于 2013 年以来着力开发农村批发市场，开发重点放在山东、辽宁、河北等省份，带动外埠市场的销售额和比重稳步增长。2014 年前三季度，随着 1000 个县级市场战略的实施，北京市场的比重较 2013 年下降 9 个百分点至 58%，其他市场占比均有所上升。营销模式方面，洛娃日化目前形成传统渠道为主、配合电子商务营销的经营模式，其中：北京市场分为批发和零售两类模式，零售业务主要通过物美、京客隆等连锁超市直接签订合同展开合作，批发业务通过经销商展开；外埠市场主要通过经销商合作模式进入地方超市货架，一般在每个开展业务的城市配设一个经销网点；1000 个县级市场开拓主要通过经销商展开，目前公司日化产品已开拓 300 多个县级市

场。

2013 年以来，公司逐步进入电子商务市场，先后与京东商城、苏宁易购、一号店等电商开展合作。物流模式方面，公司与专业物流公司建立合作关系。结算方面，公司与经销商和超市客户的结算周期一般为 3~4 个月。

表6 2012年以来销售额区域分布情况（单位: %）

区域	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月
北京	64	67	58
辽宁	11	11	13
黑龙江	5	5	6
河北	5	6	8
山东	1	1	3
其他	14	10	12
合计	100	100	100

资料来源: 公司提供

总体看，受益于千县计划的实施，公司日化板块产销量平稳增长；未来随着新市场的成熟以及电商渠道的贡献，板块规模有望进一步扩展，盈利能力将继续恢复。

4. 旅游地产业务

2013 年，公司旅游地产业务实现收入 1.20 亿元，毛利率 44.17%，收入规模虽然较小、但具一定稳定性，盈利能力较强。2014 年 1-9 月，公司旅游板块受酒店转让经营权影响，收入下降至 0.60 亿元，为 2013 年的 50%，毛利率为 87.26%，主要由于随着酒店转让的完成，板块收入主要源于公司相关物业的租赁收入，租赁业务毛利率较高。

租赁业务方面，公司所属的洛娃大厦坐落于北京望京地区，由三栋花园式 5A 级智能化涉外甲级写字楼组成，出租率常年保持在 95% 以上。2013 年，大厦租赁业务分别实现收入 0.58 亿元，且毛利率保持在 75% 以上，每年为公司带来稳定的收入和利润。

度假村业务方面，洛娃桃源溪谷度假村位于北京市平谷区峨眉山景区内，有别墅、标准客房、餐厅、歌舞厅、会议室、棋牌室以及室外网球、篮球、垂钓等多项娱乐设施为客人提

供服务。洛娃农场由北京洛娃农业生态园有限公司负责经营，占地近 200 亩，整个农场分四大块：种植区、养殖区、餐饮区、跑马区，种植区以无公害、绿色、有机三位一体为模式，主要为附近高端酒店的餐饮提供原料。

另外，2011~2013 年，公司旗下的金潮玉玛国际酒店和金潮玉玛丫髻山国际森林酒店交由当时下属的 3 家子公司负责运营，每年实现的营业收入在 5000~7000 万元的范围内。其中，金潮玉玛国际酒店营业面积 3 万平米，拥有 7 幢楼共 89 套各种类型的高级客房以及各式会议室 14 个；金潮玉玛丫髻山国际森林酒店 2011 年 4 月开始试营业，2012 年正式营业，营业面积 1 万平米，拥有 1500 公顷人工林和 22 万亩桃园及 41 万亩各色果园，林木覆盖率达 95%。2014 年以来，公司出于业务结构调整的目的，将上述负责酒店业务的 3 家子公司的股权以及酒店物业的经营权转让，由酒店物业的经营主体变更为酒店物业的出租方；由于上述两家酒店的所有权仍归属公司，公司每年将以“保底+浮动”的方式向酒店承租方收取租金，租金计算方式为：公司按酒店完成经营毛利润的 95% 向承租方收取租金，如酒店完成经营毛利润的 95% 不足 2500 万元，则按 2500 万元作为保底租金收取。一方面，公司退出酒店业务后，将集中精力发展乳制品和日化两大主业；另一方面，公司每年可获取固定额度的纯收益，对整体运营形成良好的利润和现金流的补充。根据转让合同约定，公司收取固定分红的期限截至 2017 年底，期满后将根据市场行情、经营情况等要素重新商定条款。

5. 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。

6. 重大投资项目及发展规划

重大投资项目

在建项目方面，截至 2014 年末，公司主要的在建项目为日化厂生产线建设（已投产，尚未竣工结算）、果园建设、乳品厂生产线更新改造等项目，投资资金均源于自有资金，整体投资进度已超过 90%，基本完成了资金的投入。短期看，未来项目投资的融资需求不大。

拟建项目方面，短期看，公司暂未规划拟建项目。

发展规划

未来在投资策略上，公司将日化和乳业作为企业发展的根基，形成更加具有竞争性和产业领导力的企业发展格局，着力于销售渠道的开拓；旅游地产作为公司产业布局的重要组成部分，平稳发展，成为主业的有益补充，但随着酒店物业经营权的转让，公司现有的旅游地产板块将向物业租赁性质的业务板块转型。

总体看，公司发展规划围绕主业展开，规划清晰，目前在建项目已基本完成投资，短期看公司未来投资项目的融资需求不大，资金需求主要源于营运资金的需求。随着公司经营规模的提升，以及营销渠道的开发拓展，未来营运资金需求将有所上升。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012 年财务报表经北京中华会计师事务所有限公司审计，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 年三季度报表未经审计。2013 年底，公司合并范围相比 2012 年底未发生变化；2014 年 1~9 月，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 9 月底，公司（合并）资产总额为 109.78 亿元，所有者权益合计为 73.86 亿元。2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 39.37 亿元，利润总额 6.17 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，公司利润总额为 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产收益率分别为 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 1~9 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 39.37 亿元和 6.17 亿元，为上年全年水平的 81.01% 和 104.02%，期间不存在公允价值变动收益；同期营业利润率为 23.89%，较 2013 年提升 3.96 个百分点。

跟踪期内，公司收入持续增长，主业盈利能力较强但有所波动。随着公允价值变动收益的大幅减少，公司利润总额出现下降。

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催缴，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 1~9 月，公司经营活动现金流入量和净流量分别为 40.25 亿元和 7.15 亿元，现金收入比为 101.98%，收入实现质量有所下降；公司投资活动净现金流为-0.86 亿元，经营活动获取现金可以覆盖投资支出，筹资活动净现金流为 2.08 亿元。

2013 年以来，公司经营性现金净流量均能满足投资支出的需求，收入实现质量虽有所波动但经营活动现金流量净额充裕；短期看，公司未来投资活动资金支出规模将有所缩减，整体资金压力可控。

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7 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
北京华腾大糖设备有限公司	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	0.50	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。

截至 2014 年 9 月底，公司资产合计 109.78 亿元，较 2013 年底增长 9.66%，主要源于货币资金大幅增长的带动；流动资产和非流动资产分别占 42.67%和 57.33%，流动资产比重有所提升。其中，货币资金为 17.69 亿元，较 2013 年底增长 89.84%，经营活动获现水平虽有所下降，但投资活动支出明显缩减，5 亿元短期融资券的发行仍支撑了公司货币持有水平的上

升；其他应收款较 2013 年底回落 28.13%，主要由于公司对“已发货但未开发票的赊销交易”予以控制，尽量保障在发货同时开具发票，所以导致其他应收款回落、应收账款有所增长；预付款项和存货较 2013 年底分别增长 8.84%和 8.97%；非流动资产整体变动不大。

跟踪期内，公司资产仍以非流动资产为主，但流动资产在货币资金上升的带动下较快增长，但仍存在应收类科目和存货占比较大的情况。公司整体资产质量和流动性一般。

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 9 月底，公司负债总额 35.93 亿元，较 2013 年底增长 13.96%，流动负债和非流动负债分别占比 89.85%和 10.15%。其中：非流动负债较上年有所回落；流动负债中，尽管其他应付款由于往来款的清偿回落至 0.15 亿元，但短期借款和应付票据出现不同程度增长以及公司于 2014 年 3 月发行 5 亿元短期融资券（计入其他流动负债）仍带动了流动负债相比 2013 年底 17.04%的增长。2014 年 9 月底，公司全部债务 33.12 亿元，短期债务和长期债务分别占比 95.83%和 4.17%，短期债务为主；受发行短期融资券影响，公司资产负债率和全部债务资本化比率均有所提升，分别为 32.73%和 30.96%，公司有息债务负担仍处较低水平。

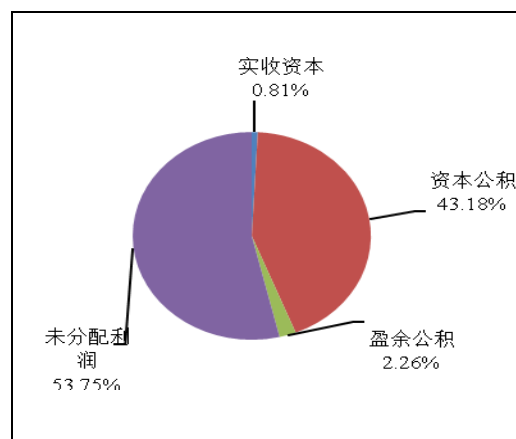
跟踪期内，公司债务负担仍较轻，但短期

债务比重高，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 9 月底，公司所有者权益进一步增至 73.86 亿元。公司所有者权益中，资本公积和未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

图4 截至2014年9月底的所有者权益构成



资料来源：公司提供

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%；随着货币资金拉动流动资产的增长，上述指标于 2014 年 9 月底进一步增至 145.12%和 121.55%。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%，公司经营净现金流对流动负债的保障能力增强。整体看，公司短期偿债指标有所优化，短期偿债能力强。

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良好的保障能力。

截至 2014 年 9 月底，公司对外担保为 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 3.82%。紫铜矿业成立于 2004 年 7

月，注册资本 6000 万元，经营范围为项目投资、技术推广服务和销售矿产品（不含煤炭及石油产品），实际控制人为胡克勤。截至 2014 年 9 月底，紫铜矿业资产总额 34.63 亿元，所有者权益合计 28.82 亿元，2014 年前三季度实现营业收入和利润总额分别为 1.09 亿元和 0.38 亿元，目前正常经营。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得各银行授信额度合计 29.82 亿元，其中，已使用额度 27.35 亿元，尚未使用授信额度 2.47 亿元。公司融资渠道有待拓宽。

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（银行版）》，截至 2015 年 4 月 14 日，公司本部不存在未结清的不良信贷信息记录，有两笔关注类贷款，目前已全部结清；洛娃日化不存在未结清的不良信贷信息记录，有两笔已结清的贷款；双娃乳业有两笔未结清的不良信贷信息记录，金额合计 8500 万元，目前处于正常还款状态，有四笔已结清的贷款。

8. 抗风险能力

跟踪期内，公司延续了多元化经营模式，营业收入稳步增长，日化板块 1000 个县级市场战略实施的效益逐步显现，主业盈利能力较强，短期偿债指标有所优化，维持了较强的整体抗风险能力。

九、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 CP002”）为 5 亿元，将于 2015 年 10 月 29 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 CP002”的 1.40 倍，2014 年 9 月底为 2.75 倍，现金类资产对“14 洛娃科技 CP002”具备良好的覆盖能力。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 CP002”的 1.89 倍、11.16 倍和 1.77 倍，均对“14 洛娃科技 CP002”具备良好的保护作用，且相比 2012 年有不同程度的提升。综合看，公司现金类资产和经营活动现金流量均对“14 洛娃科技 CP002”具备良好保障能力。

十、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 CP002”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：截至 2014 年 9 月底，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 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.03	4.94	9.35	17.70
资产总额(亿元)	81.72	92.32	100.12	109.78
所有者权益(亿元)	58.64	65.79	68.59	73.86
短期债务(亿元)	17.22	21.74	23.44	31.74
长期债务(亿元)	3.48	2.58	1.68	1.38
全部债务(亿元)	20.70	24.32	25.12	33.12
营业收入(亿元)	32.77	36.11	48.60	39.37
利润总额(亿元)	13.15	7.87	5.93	6.17
EBITDA(亿元)	14.96	10.43	9.44	--
经营性净现金流(亿元)	0.63	1.40	8.87	7.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.41	3.12	4.36	--
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	101.98
营业利润率(%)	23.61	26.00	19.93	23.89
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	1.83
全部债务资本化比率(%)	26.09	26.99	26.80	30.96
资产负债率(%)	28.24	28.73	31.49	32.73
流动比率(%)	130.86	138.08	139.85	145.12
速动比率(%)	76.91	104.19	114.53	121.55
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：2014年前三季度财务数据未经审计；2014年9月底计入其他流动负债的短期融资券已计入有息债务。

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/营业收入×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