

信用等级公告

联合[2016] 2751 号

联合资信评估有限公司通过对洛娃科技实业集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

洛娃科技实业集团有限公司
主体长期信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年十一月三十日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：(010) 85679696
传真：(010) 85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

洛娃科技实业集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

评级时间：2016 年 11 月 30 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	9.35	23.24	36.58	49.38
资产总额(亿元)	100.12	116.14	135.71	162.48
所有者权益合计(亿元)	68.59	75.97	84.19	91.67
短期债务(亿元)	23.44	36.26	25.79	26.58
长期债务(亿元)	1.68	0.85	20.15	39.65
全部债务(亿元)	25.12	37.11	45.94	66.22
营业收入(亿元)	48.60	53.42	55.35	54.56
利润总额(亿元)	5.93	8.67	8.26	8.15
EBITDA(亿元)	9.71	12.00	11.74	--
经营性净现金流(亿元)	8.87	8.54	18.66	5.16
营业利润率(%)	19.93	23.68	27.83	28.36
净资产收益率(%)	7.22	9.88	8.33	--
资产负债率(%)	31.49	34.59	37.96	43.58
全部债务资本化比率(%)	26.80	32.81	35.30	41.94
流动比率(%)	139.85	144.29	213.13	315.35
速动比率(%)	114.53	119.40	185.66	281.27
全部债务/EBITDA(倍)	2.59	3.09	3.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.32	9.08	7.82	--
经营现金流/流动负债(%)	32.14	23.09	64.37	--

注：2016 年三季度报未经审计；其他流动负债中的短期融资券已计入有息债务。

分析师

方 晓 姜 帆

邮箱：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）

网址：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”）是一家集日化、乳业于一体的多元化企业集团。公司乳业板块已形成完整产业链，具备一定奶源优势，奶牛储备质量不断提升；日化板块技术水平高，具有一定的知名度，2014 年以来公司“千县计划”的实施进一步提升收入规模；近年来，公司营业收入持续增长，盈利能力较强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，国内乳制品价格下行、债务规模增长较快和融资渠道有待拓宽等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

随着国民收入和生活水平的提高，中国城市化进程的加快带来的消费需求提升，国内对乳制品和洗涤用品需求将不断增长。未来随着公司日化销售渠道进一步开拓以及乳品板块终端产品贡献收入，公司竞争实力有望得以进一步提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司乳业板块产业链完整，拥有一定奶源优势；日化板块研发创新能力强，技术设备先进，产品具有一定的知名度。
2. 公司营业收入持续增长，主业盈利能力较强，财务弹性较好。
3. 公司货币资金充足。
4. 近两年，公司经营活动获取现金能够覆盖投资活动资金缺口，在建项目规模较小，未来融资压力较小。

关注

1. 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，对乳业板

块盈利稳定性形成压力；乳品安全等因素对乳业板块存在一定影响。

2. 公司有息债务规模持续增长，债务负担有所加重。
3. 公司未分配利润规模较大，所有者权益稳定性一般。
4. 公司尚未使用的银行授信额度较低，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、洛娃科技实业集团有限公司主体长期信用等级自本报告出具之日起生效，一年内有效；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。

洛娃科技实业集团有限公司

主体长期信用评级报告

一、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2016年9月底,公司注册资本为15000万元。公司股东持股情况为:胡克勤持股72.34%,胡静竹持股21.33%,胡玉朋持股2.33%,李桂玲和董雪梅各持股2.00%。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2016年9月底,公司合并范围包括15家二级子公司。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2015年底,公司(合并)资产总额为135.71亿元,所有者权益合计84.19亿元(其中少数股东权益0.33亿元);2015年,公司实现营业收入55.35亿元,利润总额8.26亿元。

截至2016年9月底,公司(合并)资产总额为162.48亿元,所有者权益合计为91.67亿元(其中少数股东权益0.34亿元);2016年1~9月,公司实现营业收入54.56亿元,利润总额8.15亿元。

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。

二、宏观经济和政策环境

2015年,中国经济步入“新常态”发展阶段,全年GDP同比实际增长6.9%,增速创25年新低,第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看,2015年,中国消费需求整体上

较为平稳,固定资产投资增速持续下滑,进出口呈现双降趋势;同时,全国居民消费价格指数(CPI)六年来首次落入“1”时代,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)处于较低水平,制造业采购经理指数(PMI)仍在荣枯线以下,显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下,中国就业形势总体稳定。

2015年,中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元,比上年增长8.4%,增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元,比上年增长15.8%,同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元,赤字率上升至3.5%,显著高于2.3%的预算赤字率。2015年,央行继续实施稳健的货币政策,灵活运用多种货币政策工具,引导货币信贷及社会融资规模合理增长,改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准,降息和降准幅度分别达到125BP和300BP,资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软,传统产业调整带来经济下行压力的背景下,2016年前三季度,中国坚定不移推进供给侧结构性改革,适度扩大总需求,加快培育新动能,通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效,财政减税效应逐步显现,财政支出力度继续加大,对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕,随着经济运行的逐步企稳,在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调,维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下,2016年前三季度,我国经济运行状况整体平稳,国内生产总值(GDP)一、二、三季度均保持同比实际增长6.7%,经济增速保持在2009年以来的较低水平,但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长,工业生产和企业

效益呈现平稳向好态势。2016年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长8.2%，增速较上半年回落0.8个百分点，较1-8月回升0.1个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长3.1%、2.5%，较去年同期分别下降5.2、7.9个百分点，但较今年1-8月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长10.4%，保持稳健增长，对GDP增长的贡献率达到71%，是2009年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016年前三季度，我国进出口总值17.53万亿元人民币，较上年同期下降1.9%，降幅比上半年收窄1.7个百分点；其中，

出口下降1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在2016年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度GDP将保持稳定增长。

三、行业分析

公司是一家集日化、乳业于一体的多元化企业集团，2015年日化板块和乳业板块收入分别占公司营业收入的34.14%和62.83%，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。

乳业板块

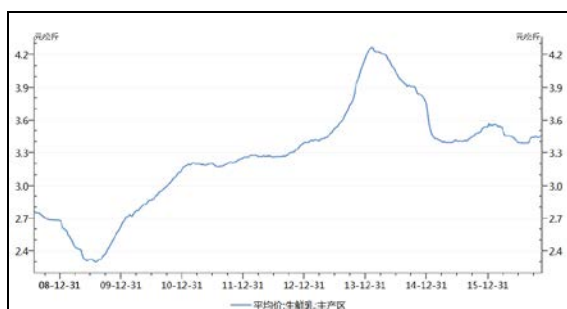
1. 行业概况

在2008年之前的10年中，中国乳品行业处于高速发展时期，生鲜奶产量年平均增长17.4%。自2008年三聚氰胺事件后，乳品行业增速明显回落（2009-2012年产量增速始终低于2.5%），进入缓慢增长期。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、不能及时填补散户推出的缺口，牛奶产量出现同比5.7%的下跌；2014年在

上年牛奶价格上涨形势的激励下，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；2015年，牛奶产量仍保持较低增长水平，产量为3755万吨，增长0.8%。

以2008年作为乳制品行业发展的分水岭，之前的十几年中国奶源增长一直维持在15%及以上；2008年由于受三聚氰胺事件对消费者信心和需求的影响，奶源增长率和价格出现大幅下滑（2008-2009年奶源增长率分别为4.1%和-2.7%），奶牛养殖效益下滑、奶牛存量数迅速下降；直至2009年下半年随着国内市场对乳制品需求出现回复，生鲜乳价格开始触底反弹，由于奶源建设整体跟不上乳制品销售的进展，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；2015年生鲜乳延续了先前的波动态势，全年价格位于3.40~3.67元/公斤的价格区间。2016年上半年生鲜乳价格整体呈现下降趋势，2016年7月13日跌至3.39元/公斤，此后价格呈波动增长态势，截至2016年10月底价格涨至约3.44元/公斤。

图1 2008年以来生鲜乳(主产区)均价的走势

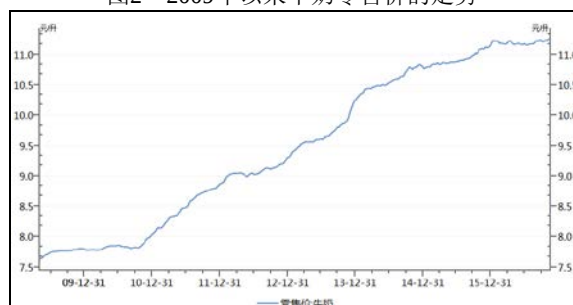


资料来源：Wind资讯

零售终端牛奶价格主要由奶源供应和市场需求两方面因素共同主导，但终端价格由于传导效应，可能滞后于上游原料的价格变动。据商务部统计，2009~2010年的两年间，由于消

费者对奶制品安全的恐慌心理影响，消费需求受到压制，牛奶零售价格始终处于8.0元/升以下水平；2011年以来，市场需求恢复已有一段时间，奶源建设进度推进，奶牛存栏量有所提升，拉动了牛奶零售价格的持续性上升，由2011年初的8.0元/升增至2015年末的11.14元/升。2016年，牛奶零售价格增长势头有所趋缓，1-10月价格稳定在11.16~11.26元/升区间内。

图2 2009年以来牛奶零售价的走势



资料来源：Wind资讯

企业掌控下的原奶资源及地域分布是影响产品供给和产品品质的重要因素，原奶价格决定了乳品加工企业的生产成本，而原奶的品质安全和可控性是企业管控质量安全和消费者选择企业产品的关键因素之一，所以奶源建设是企业发展的重要投资。由于奶源的安全标准不断严格，奶牛养殖业逐步由散养向规模化的养殖模式转型，散户养殖模式受到一定抑制。

从长远来看，散户大量退出、奶牛存栏量有所下降的情况属于奶牛养殖结构调整的过度阶段，淘汰单产水平低、体弱多病牛也是奶牛存栏量下降的构成因素之一。随着养殖结构调整的推进，牛群结构将得到优化，养殖方式更加合理集中，奶牛的单产水平和养殖效益将会进一步升高。

公司生产的乳制品为工业奶粉，指用于食品工业的奶粉，主要供乳品企业进行再加工或生产使用的，如乳饮料、酸奶、酸奶饮料、饼干、糖果、巧克力、冰品等都需要添加食品工业用全脂奶粉。

在中国，通常奶粉按不同用途被业内分为两大类，一类是小包奶粉，直接面对终端市场；

另一类是工业奶粉，也被称为大包奶粉。由于工业奶粉通常作为乳制品（如配方奶粉、还原牛奶、酸奶、冰淇淋等）和含乳食品（如面包、蛋糕、饼干、牛奶巧克力、含乳饮料等）的重要配料，在深加工程度及科技含量、包装形式、包装材料等方面要求要低于小包装奶粉。

国内乳品企业主要的竞争对手来自新西兰，2008年10月1日起，中国与新西兰的自由贸易协定生效，关税逐步降低至完全取消，促进新西兰进口乳制品量的迅速上升，对中国奶粉市场产生重大影响，对国产奶粉市场造成冲击。

奶粉市场一直以来都是按质论价、等级分明，大公司奶源和服务水平较好，价格也较高，奶粉利润率也相应较高，并且地域性比较强，各地奶粉的价格差异较大，而不同用户对指标的要求也不尽相同，出于对口感风味的连续性要求，一般不会更换原料产地，一般不存在出现竞争对手就大幅降价的情况，最终售价取决于奶源地的鲜奶价格和公司品牌优势。随着国家对乳制品行业的整合，小的不能达标的乳品厂将关停，国内乳品企业、尤其是拥有一定原奶资源的大型企业将通过产品品质的不断提升强化竞争优势；同时，新西兰奶粉由于产地在海外的限制，国产奶粉在服务上会相对有优势。

2. 行业关注

规模化养殖水平较低

由于规模化养殖牧场在牛群管理和饲料安全方面要求较为严格，产出的原料奶品质较高，因而自“三聚氰胺事件”以来，各大液态奶生产企业加大了自建牧场和从规模化牧场采购的比例，奶牛的规模化养殖程度有了一定的提升，截至2014年底，中国规模化养殖奶牛（单个养殖场养殖奶牛100头以上）占奶牛总存栏量的比例为45%，比2008年提高约30个百分点，但目前中国的规模化养殖水平与新西兰、澳大利亚、美国等养殖大国相比仍存在很大差距。

近年来，政府从国家到地方层面相继推出鼓励适度规模化养殖的政策。2011年，农业部

在《全国畜牧业发展“十二五”规划》中提出，标准化规模养殖是“十二五”期间发展重点，存栏100头以上乳牛的比例要超过38%。2014年国务院在《关于全面深化农村改革加快推进农业现代化的若干意见》中提出要大力发展畜禽规模化养殖。2015年6月，《农业部关于促进草食畜牧业加快发展的指导意见》中指出，要大力发展标准化规模养殖，加大中小规模奶牛向标准化规模养殖场改造升级，推动由散养向适度规模养殖转变，并适当加大畜禽标准化养殖项目资金，推动解决规模养殖场户贷款难题，到2020年奶牛年存栏100头以上规模养殖比重达到60%以上。随着相关政策的不断推进和实施，中国标准化规模养殖程度有望进一步提升。此外，2014年以来，随着生鲜乳价格持续下降，奶牛价格也大幅下跌，小规模养殖缺乏规模化效益，同时不断提高的牛奶质量标准以及整改要求进一步推高了养殖成本，乳制品企业也对原料奶质量要求逐步提高，小规模养殖户面临的经营压力日益增加。2014年，中国奶牛养殖主产区，山东、河北、青海、北京等多省市出现倒奶现象。在此情况下，小规模养殖户退出养殖业势在必行，中国奶牛养殖业将面临产业结构转型升级，而规模化养殖企业由于资金实力较强、养殖技术先进，同时具有规模效益，未来具有较大的发展空间。

总体来看，近年来中国规模化养殖水平得到较大幅度提升，但仍处于较低水平。未来，随着鼓励适度规模化养殖的政策不断推进和实施，中小养殖户面临的经营压力不断加大而逐步退出市场，标准化规模养殖企业具有较大的发展空间。

食品安全是乳制品行业稳定发展的关键因素

食品安全是乳制品行业稳定发展的关键因素，行业突发事件倒逼乳制品生产企业加强内部质量安全管控，提升管理质量，也促使行业监管更加规范。近年来，乳制品行业食品安全事件频出，消费者对食品安全关注度极高，从

2008 年影响全行业的“三聚氰胺事件”到 2012 年蒙牛乳业黄曲霉事件、光明乳业烧碱门事件、伊利奶粉汞超标事件等，暴露出了中国乳制品行业产业链仍存在许多薄弱环节，内部质量安全管控亟待加强，也在一定程度上影响了乳制品行业的发展格局，加速淘汰了规模小、管理不规范的小型乳制品生产企业，行业集中度有所提升。食品安全事件的爆发一方面对乳制品生产企业的品牌形象、短期经营形成一定压力，也对企业的产业链管理和质量安全把控提出了更高的要求。另一方面，消费信心骤降导致下游需求端疲弱、舆论压力不减也促进了行业法律法规及监管体系的进一步完善。

2009 年，《中华人民共和国食品安全法》的出台标志着中国食品安全全国性、系统性的法律体系开始建立。2014 年 5 月，国务院常务会议讨论通过《中华人民共和国食品安全法(修订草案)》，明确表示将对相关环节实施“最严格的全过程管理”。这将有效改善以前分段监管体制带来的权责不清问题，食品安全风险评估层面的法律环境也将得到进一步完善。

3. 行业政策

政策层面上看，食品安全事件爆发后，国家对乳制品行业的健康持续发展更为重视，提高了行业准入条件，对生乳收购生产和相关食品添加剂进一步作出规范，同时加大针对婴幼儿配方奶粉的安全控制力度。2013 年 6 月，食品药品监管总局、工业和信息化部等九部门联合发布《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参照药品管理办法严格管理，采取药品企业 GMP 认证模式完善审核制度，并严禁进口大包装婴幼儿配方乳粉到境内分装等。质检总局也加强了对进口乳制品的食品安全管理，根据相关规定，自 2014 年 5 月 1 日起，未经注册的境外生产企业的婴幼儿配方乳粉不允许进口。根据《食品工业“十二五”发展规划》(以下简称“规划”)，中国将加快乳制品工业结构调整，积极引导企

业通过跨地区兼并、重组，淘汰落后生产能力，改变乳制品工业企业布局不合理、重复建设严重的局面，推动乳制品工业结构升级。2015 年初，国家质检总局发布了《质检总局关于调整〈进出口乳品检验检疫监督管理办法〉实施要求的公告》，针对巴氏奶的进出口标准做出了进一步细化。

表 1 2013 年以来中国乳制品行业相关政策

时间	相关政策
2013.1	质检总局发布《进出口乳品检验检疫监督管理办法》
2013.5	工信部印发《提高乳粉质量水平，提振消费信心行动方案》
2013.6	食品药品监管总局、工信部等九部门联合发布《关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作的意见》
2013.9	国家食药总局公布《企业生产婴幼儿配方乳粉许可条件审查细则(2013 版)》
2013.12	国家食品药品监督管理总局发布《婴幼儿配方乳粉生产企业监督检查规定》
2015.1	国家质检总局发布了《质检总局关于调整〈进出口乳品检验检疫监督管理办法〉实施要求的公告》

资料来源：联合资信整理

4. 行业发展

中国拥有规模巨大且潜力广阔的乳制品市场，表现在：一是中国人均生产总值将继续保持增长，人均可支配收入的持续增长将带动乳制品消费；二是中国正在经历快速的城市化进程，城市人口的百分比在 2010 年已经达 45.00%，并持续在上升中；三是中国的人均乳制品消费量远低于世界平均水平，在亚洲，中国的乳制品消费量也低于亚洲邻国或地区的水平，如韩国、马来西亚、泰国的消费量都高于中国；四是中国政府政策的大力支持，中国政府积极推动中国原奶生产的发展，近年来陆续出台了鼓励建立和发展大型规模化的乳牛养殖场的优惠政策和经济支持手段，对大型奶牛农场的扩展进行补助，允许大规模营运商对农业或林业用地进行租赁，以及对农业税、增值税和所得税进行免征等等，将进一步推动乳牛畜牧业的发展。

日化板块

1. 行业概况

洗涤用品行业主要包括合成洗涤剂和肥

（香）皂两大类。合成洗涤剂是由石油化工原料衍生的合成表面活性剂（如烷基苯磺酸钠、脂肪醇硫酸钠）和各种助剂（如三聚磷酸钠）、辅助剂配制而成的一种洗涤用品，属于石油化工产业链下的工业产品。

近年来，随着洗涤剂的发展更趋于注重洗涤护理效果、安全便捷、环保节约、包装简约和个性化需求等方面，合成洗涤剂已经替代传统的肥（香）皂，而成为洗涤用品行业产量最大、最主流的产品。

2. 世界洗涤用品行业现状

全世界洗涤用品工业生产自二战后至今已逐步形成了一个较完整的工业体系，70至80年代期间增长最快，90年代以来发达国家市场增长趋于平稳，但发展中国家如亚太和拉美地区发展处于高速增长，上述地区由于人口增长较快、生活水平相对发达国家较低而存在着庞大的潜在市场。

产品结构方面，美国、日本目前以浓缩化、液体化产品为主，欧盟也正在积极推进洗衣粉的浓缩化进程。根据对发达国家的市场统计：美国液体洗衣剂的比例已经超过洗衣剂总量的80%；日本浓缩洗衣粉已占到其洗衣粉市场的95%以上，衣用液体洗涤剂占洗衣产品市场的份额也达到了40%；欧盟浓缩洗衣粉份额也在40%以上，液体洗涤剂比例已达到30%以上。

3. 中国洗涤用品行业现状

中国洗涤用品在1979年行业起步阶段的国内销量只有100万吨，之后用30年时间发展到年800万吨规模，产销规模已跃居世界前茅，产品种类基本满足了不同层次和不同用途的需要，在国民经济汇总占据重要位置。“十一五”以来，中国洗涤用品产量年均增速在6%以上。

随着洗涤用品行业的稳定发展，洗涤产品结构发生变化，合成洗涤剂比重逐年增加，由1979年的不足40%增至目前的90%。2001~2015年，国内合成洗涤剂产量从312万吨增至1264

万吨。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。

行业区域性发展趋势明显。从洗涤用品产量的地域分布来看，东北地区相对较少，主要集中在华东、华南地区，主要由于华南地区地处亚热带，全年气候炎热，消费者盥洗频率高。

洗涤用品行业产品生产集中度均较高，各品种主要竞争者的规模相对较大，目前国内市场中，宝洁、联合利华、立白、纳爱斯市场占比超过70%。近年来，宝洁和联合利华这两大外资日化巨头在华市场份额出现下降，尤其体现在牙膏和洗涤等细分市场，而中国本土洗涤企业凭借在二、三线城市以及乡镇、农村市场的发展显示出较强增长势头。在洗衣粉和肥皂品类中，宝洁和联合利华的市场份额约为15%，而广州立白和纳爱斯集团两家本土公司的合计市场份额已超过25%，本土品牌逐渐显现优势。

据国家统计局数据，2013年中国肥皂及合成洗涤剂制造产业出口交货值为52.30亿元，同比增长6.39%；2014年出口交货值为54.19亿元，同比增长2.93%；2015年1-10月中国肥皂及合成洗涤剂制造出口交货值49.79亿元，同比增长7.78%。

皂类与合成洗涤剂在资源利用上存在差异：肥皂的原料来自于天然的动植物等可再生资源；合成洗涤剂大部分原料（主要是表面活性剂、三聚磷酸钠、4A沸石等）来自于石油以及化石原料等不可再生资源，同时日化产品中的包装材料有85%以上依赖于石油化工，均受到石油等原材料价格波动的影响。

目前，大部分国内自主生产的助剂、表面活性剂品种均能满足洗涤用品行业的需求。

4. 行业关注

节能降耗压力较大

洗涤用品行业的节能减排压力体现在两方面：一是产品结构不尽合理，洗涤产品以普通粉状产品为主，产品有效物含量低直接导致生产过程和流通环节以及消费环节中的无效能耗

和物耗，但产品结构调整又受到生产工艺和装备的技术水平以及原料品种的制约。二是表面活性剂中间体和产品工艺技术和工程化水平不高，如大多数生产工艺均为间歇式操作，反应的动力及热能消耗相对较高。表面活性剂生产领域的生态循环与经济发展矛盾依然突出，对清洁生产工艺开发不足，资源利用效率及合理性有待于进一步改善，节能降耗减排尚不充分。

产业结构有待改善 低价竞争严重

行业中符合低碳经济的浓缩型洗涤剂目前只占洗衣粉总量不足5%，绝大部分仍为普通洗衣粉，含有较多的非有效化学成分，对环境的影响较大。行业产品附加值不高，过分依赖价格竞争和规模扩张，而低价格带来的低利润导致企业研发经费不足，使企业陷入低价竞争的恶性循环。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到底线，行业进入了微利时代。长此以往，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。

技术创新有待提升

虽然国内规模较大的企业逐渐开始重视科技创新的投入，加大新技术、新产品的研发力度，但投入仍显不足，新成果的产业化率低；新产品产值占总产值比重低，功能型表面活性剂等一些技术含量较高、具有特殊功能的原料还主要依赖跨国公司的产品。创新能力不足一定程度上限制了中国洗涤用品行业的发展。

5. 未来发展

洗涤用品具有刚性消费的特征，近年来行业保持稳定增长。随着社会消费水平的提高以及城镇化和经济转型进程的加快，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。一方面，中国消费市场向二三线城市、农村市场移动，洗涤用品有望迎来更广阔的市场；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、科学消费等方面转型，促进了产品的更新升级。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年9月底，公司注册资本为15000万元。公司股东持股情况为：胡克勤持股72.34%，胡静竹持股21.33%，胡玉朋持股2.33%，李桂玲和董雪梅各持股2.00%。公司实际控制人为胡克勤。

2. 企业规模

公司是一家集日化、乳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2016年9月底，双娃乳业自有牛只存栏数30935头，公司自身生产所需生鲜奶的20%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，设计产能35万吨，截至2016年9月底已投产产能为20万吨。

此外，公司所属的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，旗下洛娃度假村开发了平谷桃源溪谷度假村项目。

3. 人员素质

公司高管人员均具有丰富的从业经验和较高的专业素质。

胡克勤先生：汉族，1958年5月生，河北高碑店人，1976年10月参加工作，无党派人士，邢台教育学院中文专业毕业，大专学历，现任公司董事长、总裁，全国政协委员、全国政协经济委员会委员，全国工商联常委，北京市商会副会长，北京市光彩事业促进会副会长，北京市新的社会阶层人士联谊会副会长，中国洗涤用品工业协会副理事长，中国乳制品工业协会副理事长。1976-1994年，河北邢台棉织厂，历任工人、技改办主任、厂长助理职务。其中，1981-1983年，邢台教育学院中文专业学习，大专学历。1995年，创办公司，任董事长、总裁至今。

莫新学先生：53岁，大学学历，会计师，现任公司董事、副总裁，有17年从军经历，1998年转业后，在中国新兴供销总公司任财务处长，1999年加入公司。1999年至2006年，任公司财务总监，在公司由单一产业向多元化企业集团转型过程中担任规划、组织工作，搭建财务管理体系。现任公司董事、常务副总裁。

截至2015年9月底，公司合并范围员工总数3963人。从年龄构成来看，30岁以下占比39.84%，30-50岁占比52.82%，50岁以上占比7.34%；从文化程度来看，高中及以下占比50.27%，大专占比30.43%，大学本科及以上占比19.30%；从岗位构成看，销售人员占比26.37%，研发人员占比4.77%，管理人员占比7.75%，生产人员占比61.11%。

总体看，公司管理层具有丰富的管理经验，整体素质较高。员工构成符合行业特点，可满足公司发展需要。

4. 技术水平

公司成立以来，以科技为先导，以创新推动产业进步，不断加大产品科技含量，增强企业竞争力，致力于为客户提供绿色、环保、健康的高科技产品和服务。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。

产品品质方面，双娃乳业制定了高于国家标准的内控标准，建立了完善的质量管理体系，并率先通过了ISO9001:2000国际质量体系认证及HACCP认证，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，确保产品品质，先后有多项产品被列入“北京市重大科技成果推广项目”，自2002年至今连续被认证为高新技术企业。

乳品生产方面，双娃乳业的奶粉生产线采用全套德国韦斯伐里亚公司GEA全自动收奶、巴氏、贮存生产线，以及自动收奶系统和先进的电脑控制系统，将天然纯牛奶经先进工艺高温浓缩、喷雾干燥处理制成乳香纯正、质量稳定的奶粉，实现了生产设备的节能、环保、卫生安全及自动化控制；并于2013年对无水奶油

生产线进行改造，使乳产品系列更加多元化。此外，余热回收、二次复聚的工艺设计极大地提高了设备能效。

日化板块

洛娃日化主营日化产品的研发、生产和销售，拥有厨房、居室、卫生间、衣物、商业清洗五大系列200多种产品。洛娃日化产品均由公司研发中心发起并立项，经反复论证、试验后上市。洛娃日化实现了产品的清洁去污功能与漂白功能、杀菌、节水节能功能的有机结合，科研成果多次被列入“北京市火炬计划”。

专利技术和标准制定方面，截至2016年11月底，公司共获得国家知识产权局颁发的35项专利，其中发明专利17项、外观设计专利18项；自主研发的“应用MES配比新型高效清洁产品”获2012年国家火炬计划产业化示范项目证书；自主研发的“应用脂肪酸甲酯磺酸盐配比新型高效清洁产品”获2013年国家火炬计划产业化示范项目证书；自主研发的“小麦蛋白新材料在清洁产品中的应用”获2014年国家火炬计划产业化示范项目证书；自主研发的“高效广谱抗菌剂在清洁产品中的应用”获2015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“洗涤用品安全技术规范（GB/T 26396-2011）”、“衣料用洗涤剂耗水量与节水性能评估指南（GB/T26398-2011）”、“GB/T洗手液”、“GB/T洗涤用品三氯卡班含量的测定”、“洗衣皂粉（QB/T2387-2008）”、“QB/T地板清洁脱蜡剂”、“衣料用液体洗涤剂（QB/T1224-2012）”。

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，技术设备先进，为公司持续发展提供了有力的支持。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》等有关规定，建立了

规范的法人治理结构，包括股东大会、董事会。股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。董事会有7名董事，设董事长1人，由股东会选举产生；设监事2人。

公司实行董事会领导下的总经理负责制。公司重大事项实行三层决策机制：股东会、董事会和集团领导班子。股东会依据股权实行表决；董事会是受股东会委托的决策机构，依据多数原则实行表决，董事长有一票否决权；集团领导班子是日常经营管理机构，负责对重大事项依据董事会或股东会决议执行，报董事会或股东会审议批准，依据多数原则实行表决，总裁有一票否决权。

公司日常经营管理决策实行三级管理体制：董事会、集团领导班子、产业与职能部门。分别通过董事会、经营管理例会和专题会议的形式体现。

对公司决策执行实行三级监督管理：监事会负责对重大事项通过外部审计方式进行监督；企管中心负责对日常经营管理活动进行监督管理和专项审计；办公室负责对公司日常文件、事务执行情况进行检查监督。

总体看，公司建立了比较完善的治理结构，能满足日常经营需要。

2. 内部管理

公司重视内部管理水平的提升，在财务管理、资金管理、质量安全管理等方面制定了一系列管理制度。

公司财务管理体制实行董事会领导下的财务总监负责制，在董事长的领导下开展工作，对重大投融资和投资决策有一票否决权。公司总部对下属控股合资公司、分公司、子公司等实行财务总监领导下的各合资公司、分公司和子公司部门财务总监/经理负责制。

会计核算和财务管理制度方面，公司制定了《会计业务处理原则》、《全面预算管理办法》、《货币资金管理制度》、《往来款项的管理制度》、《存货管理制度》、《在建工程

管理制度》、《固定资产管理制度》、《筹资的管理制度》、《对外投资的管理制度》等制度。上述制度使公司资金使用效率提高，降低了公司的财务成本。

公司本部对下属控股及合资公司、分子公司等财务管理体系，实行人事、业务垂直领导，即各公司的财务部门经理由总部任免，业务执行公司总部统一制定的财务管理制度。公司所属控股合资公司、分公司、子公司等的总经理对财务经理只有推荐权利，没有任免权利。

公司乳制品生产严格执行ISO9000质量管理体系。其中乳品事业部和饲料厂制定了《卫生管理制度》、《安全生产管理制度》等制度。奶牛事业部制定了《各奶牛养殖场工作标准》、《各奶牛养殖场技术标准》、《各奶牛养殖场管理标准》等制度。以上制度充分保证了乳制品的质量安全。

总体看，公司内部管理制度较为完善，实际运行规范有序。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是一家集日化、乳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。

2014年，为响应国家新型城镇化政策，洛娃开启“千县计划”，将以东北、华北、华东和华中地区为起点，计划两年内在北京、天津、河北、山东、河南、东北等地，进入并立足1000个县级市场，让洛娃系列产品从城市走进乡镇。

2013~2015年，公司营业收入以年均6.72%的速度持续增长，2015年，公司营业收入为55.35亿元，同比增长3.61%。从板块来看，乳制品板块仍为第一大板块，2015年实现收入34.78亿元，同比增长1.78%；日化产品板块实现收入18.90亿元，同比增长5.40%；公司其他业务板块主要为洛娃大厦租金收入和酒店收入，收入相对稳定。

盈利能力方面，2013~2015年，得益于随着销售渠道拓展的规模效益初步显现，公司综合毛利率呈现持续上升趋势。2015年，公司综合毛利率为28.42%，较2014年增加4.32个百分点。其中，受“千县计划”不断推进和终端乳制品销量增长影响，2015年乳制品板块毛利率较2014年大幅提升，为27.36%；日化板块毛利率较2014年变动较小，为26.79%。

2016年1~9月，公司实现营业收入54.56亿元，同比增长28.98%，主要系乳业和日化两板块的销售量均有所增加所致；同期，综合毛利率为28.11%，较2015年同期略有增长。从板块来看，2016年1~9月，日化产品收入17.72亿元，同比增长6.68%，主要系2015年投入的广告效应以及新品的增加导致市场销售量的增加所致，毛利率30.55%，较2015年同期增加6.66个百分点，主要系新品毛利率较高所致；同期，乳制品收入35.39亿元，同比增长41.39%，毛利率25.64%，较2015年同期略有下降。

总体看，公司营业收入持续增长，主业盈利能力较强。

表2 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
日化产品	14.02	28.85	18.35	17.93	33.56	26.23	18.90	34.14	26.79	17.72	32.47	30.55
乳制品	33.38	68.69	19.26	34.17	63.96	20.38	34.78	62.83	27.36	35.39	64.85	25.64
其他	1.19	2.45	67.16	1.32	2.48	91.63	1.68	3.03	68.94	1.46	2.68	22.91
合计	48.60	100.00	20.17	53.42	100.00	24.11	55.35	100.00	28.42	54.56	100.00	28.11

资料来源：公司提供

注：公司其他业务主要为洛娃大厦租金收入和酒店收入；2014年3月，公司转让酒店业务子公司的股权及酒店物业经营权（仍保留所有权），由酒店物业的经营主体变更为酒店物业的出租方，收取租金，导致该板块2014年毛利率大幅上升。

2. 乳制品业务

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。

原材料采购及奶源建设

公司乳制品业务的原材料主要为生鲜奶，另有部分包装材料的采购需求。其中，生鲜奶的供应以外部供应（主要通过建立奶厅、奶站向农户收购）为主、自有奶牛产奶为辅，再由有生鲜奶运输资格的专用奶车进行运输。包装材料全部源于外部采购，公司每年采用招投标的形式确定供应商。

表3 公司近年生鲜乳采购量数据（单位：万吨）

生鲜乳	2013年	2014年	2015年	16年1-9月
自产	14.16	18.92	16.97	12.75
外收	56.60	75.15	55.18	26.72
合计	70.76	94.07	72.15	39.74

资料来源：公司提供

奶源建设方面，公司实行“公司+基地+农户”的产业管理模式；截至2016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30935头和231543头，奶牛存栏数储备稳定。外部供应是指，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。同时，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；公司在呼伦贝尔地区拥有近200万亩的饲草饲料基地（使用权50年，其中持有土地使用证172万亩，持有草原使用证14万亩），同时外租一定面积的牧场土地，配套建设了1个饲料厂、6个良种荷斯坦奶牛基地、3个乳品厂。总的来说，公司基本做到从源头保证了原料的安全性。

表4 公司牛只存栏数据（单位：头）

地区	牛场	奶牛小区
阿荣旗牛场	19714	104233
滦县牛场	--	--
嵯岗牛场	11221	99217
海拉尔地区	--	28093
合计	30935	231543

资料来源：公司提供

注：滦县牛场2016年三季度已全面停产，牛只运送至阿荣旗牛场。

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（年产奶量高达7-10吨），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更为先进的胚胎移植技术，培育出高产良种奶牛，改变了高产纯种奶牛单纯依靠进口的局面，首批获得了“国家良好农业规范认证示范牧场”称号。2013年底，公司万头奶牛项目基本完成，通过较高质量的育成牛只补进、质量偏低的牛只淘汰，整体的奶牛储备质量得到有效提升。饲料种植加工方面，公司与农科院等多家科研院合作研制开发了高产奶牛各个生长阶段所需的精饲料，公司饲料厂房面积10302.64平方米，生产工艺及设备技术含量较高，年设计生产量10万吨，基本能够满足自有牛场的饲料用量。

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；奶牛存栏量下滑、市场的恶性竞争、生鲜乳产量萎缩、生产厂家集中等不利因素也是原料价格波动的主要原因。2013年，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，公司采购均价同比大幅上涨31.01%；2014年，上年价格上涨促进了牛只存栏量一定程度的恢复，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，公司采购均价同比回落17.46%；2015年，公司采购价格进一步下降至2.07元/kg，主要系终端工业粉需求和价格的下滑所致；2016年1-9月，公司采购均价较2015年略有下降。

表 5 公司近年生鲜乳采购均价（单位：元/吨）

	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月
生鲜乳	3380	2790	2070	2050

资料来源：公司提供

生鲜乳采购结算方面，针对农户采购，公司一方面采用向农民出售奶牛和饲料、定期从农户处收购生鲜奶作为回报的“物易物”方式，同时对差价部分采用现金结算方式；针对非农户采购（原料、包装材料等），公司主要采用现金或票据的结算方式。

生产及销售

乳品生产方面，截至2016年9月底，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、600吨/日。一般情况下，公司1吨生鲜乳可生产120KG奶粉。公司主要乳业生产线分别为乳粉和无水奶油生产线，均采用全套德国韦斯伐里亚公司GEA全自动收奶、巴氏、贮存生产线，以及自动收奶系统和先进的电脑控制系统，将天然纯牛奶经先进工艺高温浓缩、喷雾干燥处理制成奶粉，实现了生产设备的节能、环保、卫生安全及自动化控制。

双娃乳业的主要产品为全脂奶粉，多作为乳饮料、冷饮、焙烤、糖果等行业的原料奶粉（又称“原料粉”）。公司的销售模式主要为直接点对点销售，销售区域遍布全国。公司与国内外多家知名企业均建立起长期稳定的合作关系，实现了对国内乳制品市场的全覆盖，成为中国原料粉主要生产企业之一。公司会根据客户回款情况和质量反馈情况，将每一客户分为不同等级，并给与一定的优惠。

表 6 公司原料粉产品经营数据（单位：吨、万元/吨）

奶粉	2013年	2014年	2015年	16年1-9月
产量	100191	135840	123991	94337
销量	93928	137153	123653	111755
平均价格(含税)	3.84	2.76	2.00	2.00

资料来源：公司提供

注：数据仅包含工业奶粉；2015 年产量包括 OEM33300 吨，2016 年 1-9 月产量包括 OEM70336 吨。

由于现有产能不能满足市场推广和产品销售的需求，公司通过OEM方式实现产品的快速供应。同时，通过OEM合作方区域的选择，能够有效缩短运输半径，从而达到降低生产成本和运输成本的目的。OEM账期一般为现金结算无账期或30天内账期。

公司与OEM合作方主要通过三种合作模式：（1）OEM合作方代采原材料（包括生产原材料与包装物），并提供代加工服务；（2）OEM合作方代采部分原材料，并提供代加工服务；（3）公司采购全部原材料，OEM合作方只提供代加工服务。三种模式均采用公司提供的核心生产技术，并通过全过程监督控制OEM产品质量。OEM合作方需要将所有原材料供应商资质及外检报告发送公司备案，包装纸箱使用前需要先将样品送至公司总部质量部门进行核检，通过核检后才能使用。对于OEM产品进行抽样和寄样检测，OEM驻场人员实施现场抽样检测，并将每批次产品寄样至公司总部质量部门进行核检，对未按要求和标准寄样的OEM工厂进行考核记录。公司对OEM产品生产全过程监督控制的同时，建立了市场终端反馈制度，通过终端反馈进行分类统计，并追溯至OEM合作方进行处理或改进。

2015年，公司原料粉产销量均较2014年有所下降，分别为123991吨和123653吨，同比分别下降8.72%和9.84%；2016年1-9月原料粉产销量分别为94337吨和111755吨；原料粉产销率一直保持高水平，始终位于93%以上，2015年为99.73%。

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的全全球 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，原料粉价格的下降幅度和生鲜乳原料下降幅度较为一致。近三年，原料粉均价呈现持续下降，分别为3.84万元/吨、2.76万元/吨和2.00万元/吨，2016年1-9月价格为2万元/吨。

结算方面，2012年之前，公司一般给予客

户1.5个月的账期，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。2013年以来，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逐步取消；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。

2015年2月以来，公司开始推出婴幼儿配方奶粉（27类细分产品）、成人奶粉（包括中老年系列、学生系列、全脂奶粉、全脂甜奶粉共12类细分产品）、豆浆粉（包括女士系列、经典系列、甜豆浆粉系列共9类细分产品）等40余款乳品市场终端产品。2015年，公司生产配方粉0.62万吨，销售0.57万吨，产销率为93.46%，平均销售单价（含税）为12.54万元/吨，销售额（不含税）为6.16亿元；2015年生产豆粉1.95万吨，销售1.93万吨，产销率为98.97%，平均销售单价（含税）为3.77万元/吨，销售额（不含税）为6.23亿元。2016年1-9月，公司生产配方粉1.49万吨，销售1.49万吨，产销率为100%，平均销售单价（含税）为12.26万元/吨，销售额（不含税）为15.59亿元；2016年1-9月生产豆粉1.98万吨，销售1.91万吨，产销率为96.46%，平均销售单价（含税）为3.24万元/吨，销售额（不含税）为5.30亿元。

2015年借助公司日化板块的销售渠道和销售策略，以“千县计划”为核心，立足8个核心省份，重点开辟500个县级市场，同时登陆互联网销售平台（如天猫、京东、一号店、顺丰、中粮我买网、苏宁、坨坨工社等大型电商）以及北京高端社区实体体验旗舰店。由于终端产品相对原料粉具备更强的盈利能力，随着该部分业务的推广，乳品板块的收入规模和盈利能力有望获得增长。

总体看，公司乳品板块受益于产品结构升级，收入规模保持增长，盈利水平明显提升。但同时，2013年以来乳品价格下滑，对公司业务拓展提出了挑战。

3. 日化业务

洛娃日化主营日化产品的研发、生产和销售，核心产品拥有自主知识产权，拥有厨房、居室、卫生间、衣物、商业清洗五大系列200多种产品，其中，洗衣液、洗洁精、洁厕剂为主导产品。通过不断的创新和技术研发，2014年以来，公司共推出161款新产品，其中，皂类产品25项，皂粉系列5项，洗衣粉系列10项，洗衣液类产品37项，皂液类产品2项，洗衣凝珠2项，洗洁精类产品23项，柔顺剂类产品12项，洗衣机槽抑菌清洁剂1项，洁厕类产品2项，空调清洗剂2项，油污净1项，卫尔系列消杀产品8项，洗手液产品12项，母婴产品13项，电商特供产品6项；除此之外，公司还对12项老产品进行了包装升级。

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。

从原材料构成看，前五大采购原料分别为AES、磺酸、AEO-9、自立袋和纸箱。公司采购的生产用原料有超过300种，其中以AES、磺酸和AEO-9为主，2015年，上述三类原料占采购总额的比重分别为20%、8%和5%；公司采购的包装用原料主要为自立袋和纸箱，这两类占2015年采购总额的比重分别为28%和29%。整体看，公司对包装用料的采购额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，受原油价格震荡下行影响，生产用原料价格出现波动：2013~2015年，主要生产原料AES、磺酸和AEO-9的均价分别以年均17.76%、16.59%和6.11%的速度持续性下滑，2015年分别为5.85元/公斤、8.00元/公斤和12.35元/公斤；2016年1-9月，AES价格略有

回升至6.06元/公斤，硫酸和AEO-9价格分别继续下滑至6.21元/公斤和11.22元/公斤。近年原料采购价格的下探，促使了盈利空间的释放。包装用料中，2013~2015年，自立袋的采购均价稳定在1.65元/公斤左右，2016年1-9月价格有所下降，为1.25元/公斤，稳定性强；同期，纸箱的采购价格稳定在4.5元/公斤左右，2015年为4.44元/公斤，2016年1-9月大幅下降至3.61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，主要原材料近三年年均复合增长21.30%，其中，AES、硫磺、AEO-9、自立袋和纸箱采购量近三年均呈现快速增长态势，年均复合增长分别为48.15%、34.08%、42.71%、16.82%和20.69%。同时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；一般来说，包装用料采购周期较长（1~2个月），多采取库存备货方式保证用量；生产用原料采购周期较短。

从采购结算看，公司采用现款现货、票据结算和预付货款相结合的支付方式，AES、磺酸、AEO-9等部分原材料采用预付款方式，近年来预付款结算方式比重有所增长。

产品生产

洛娃日化的生产设备引进德国和美国先进技术：前端配料方面，整个配料前处理系统采用西门子S7系列可编程控制器控制，产品粘度、PH值和温度等关键工艺参数均由从美国进口的在线检测仪实时监控，实现从原材料配方到投料的自动化控制，提高了产品的稳定性和准确性；同时，整个配料工艺对余料和废水进行循环使用，基本实现污染物的零排放。生产方面，洛娃日化装备了国内领先的全自动自立袋包装生产线和全自动上瓶、罐装、拧盖、套标于一体的瓶装生产线，提高人均生产率和产品质量的同时，降低了人力成本，避免了用工危机；生产线在保留了浆式和柜式搅拌机的基础上，引进国际领先的高剪切式乳化机系列，保证了产品质量的稳定性。2012年，公司对部

分生产线进行更新改造，提高了产品的生产效率和工艺水平。

公司液体合成洗涤剂的设计产能为35万吨，目前已经投入运营的产能为20万吨，生产基地位于顺义；除自有生产基地外，公司在山东、河北、河南和浙江等地均有代加工厂。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。2015年，公司生产各类液体洗涤剂共计19.50万吨。

随着“千县计划”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。

产品销售

公司的日化产品种类和用途呈多元化，其中洗衣液、洗洁精、洁厕剂、柔顺剂、油烟净为主导产品，近三年的销售额占比均超过80%。公司日化产品的市场认可度较好，2015年五大产品的产销量均保持在99%以上。

销量方面，2013~2015年，公司日化产品销量以年均9.85%的速度持续上升。2015年，公司日化产品销量均较2014年有所增长。2015年的销量为22.51万吨，同比增长4.75%，主要源于“千县计划”逐步推进有效提升了县级市场对洛娃品牌的认知度，销售量进一步提高。2015年销量在2万吨以上的产品有洗衣液、洗洁精和柔顺剂，其中洗衣液2015年销量达12.74万吨，同比增长6.88%；洗洁精实现销量4.02万吨，同比增长3.08%；柔顺剂实现销量2.42万吨，同比增长1.26%。洁厕剂和油烟净在五类产品中销售规模较小，2015年分别实现销量1.51万吨和1.82万吨，同比分别增长1.34%和1.68%。2016年1-9月，公司五大产品销量合计20.82万吨，同比增长10.74%。整体看，随着“千县计划”的进一步拓展有望贡献更多销量，公司产品均有所增长。

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（年均复合增长率均未超过1.5%）。2015年，洗衣液、洗洁精、洁厕剂、柔顺剂和油烟净的均价（含税）分别为7692.25元/吨、6639.25元/吨、4833.57元/吨、7679.56元/吨和18536.27元/吨，其中油烟净虽然销量相对小，但因其具有特殊功效、细分市场容量较小等特性，近年来价格始终处于高位。

表7 近年来日化板块各产品产销情况

（单位：万吨、%、元/吨）

产品	2013年	2014年	2015年	16年1-9月
洗衣液	销量	11.84	11.92	12.74
	产销率	94.82	110.17	97.85
	均价(含税)	7606.83	7623.15	7692.25
洗洁精	销量	3.69	3.90	4.02
	产销率	94.74	102.63	196.10
	均价(含税)	6605.23	6630.30	6639.25
洁厕剂	销量	1.51	1.49	1.51
	产销率	99.51	115.50	115.27
	均价(含税)	4819.57	6630.30	4833.57
柔顺剂	销量	0.76	2.39	2.42
	产销率	93.47	106.22	169.23
	均价(含税)	7665.37	7670.19	7679.56
油烟净	销量	0.86	1.79	1.82
	产销率	93.91	99.44	107.69
	均价(含税)	18521.31	18530.25	18536.27

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，但贡献比重有所下降，2013~2015年，北京市场销售比重分别为67%、55%和45%；外埠市场以辽宁、黑龙江、河北等省为主，带动了外埠市场的销售额和比重稳步增长，2015年销售比重分别为12%、7%和7%。2016年1-9月，公司各市场的销售比重较2015年变化不大。

表8 近年来销售额区域分布情况（单位：%）

区域	2013年	2014年	2015年	16年1-9月
北京	67	55	45	44
辽宁	11	13	12	12
黑龙江	5	6	7	7
河北	6	8	7	7

山东	1	4	3	3
其他	10	14	26	27
合计	100	100	100	100

资料来源：公司提供

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。传统渠道模式方面：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，截至2016年9月底已开拓1000多个县级市场。电子商务模式方面，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。

总体看，受益于“千县计划”的实施，公司日化板块产销量有力增长；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。

4. 其他业务

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，截至2015年9月底的出租率达100%。2013~2015年，大厦租赁业务分别实现收入0.58亿元、0.78亿元和0.71亿元，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。

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。

2014年3月之前，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，林木覆盖率高达95%。2014年3月，由于公司转让了酒店的经营权，由经营主体转换为出租方，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，2015年实际收取租金为2639.16万元。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、经营情况等因素重新

商定条款。

2015年，公司收购攀柔莎（江苏）生物科技有限公司（以下简称“攀柔莎”）57.69%股权。攀柔莎主要从事化妆品、日用洗涤品的研发、生产及销售。截至2015年底，攀柔莎资产总额7697.86万元，所有者权益3770.86万元；2015年实现营业收入4703.27万元，利润总额44.84万元。

截至2015年底，公司在法国完成了8号地、15号地、17号地、19号地、20号地共计5块地的收购工作（见下表），拥有自有土地面积1223.35公顷，租赁土地面积，500公顷。截至2015年底，法国农业项目总资产91218114欧元，约合人民币647210765元；负债合计8092987欧元，约合人民币57421363元；实现营业收入5817467.43欧元，约合人民币41276095元；实现净利润3633215欧元，约合人民币25778388元。

2016年，公司新收购#23号土地，拥有自有土地面积138.4032公顷，收购价格6858873.90欧元。目前公司土地在谈项目包括法国和罗马尼亚两块土地，预计于2017年上半年完成收购，完成收购后公司预计获得共计10568公顷土地（含租赁和非自有），收购价格约1.20亿欧元。

表9 公司法国收购土地情况

公司名称	地号	土地面积	收购比例（%）	收购价格（欧元）
法国小麦平原农业公司	#8	自有土地 102.40 公顷	100	4700058.77
法国香布斯农业公司	#15	自有土地面积 516 公顷、租赁土地面积 500 公顷	98	28589175.45
法国图茫农业公司	#17	自有土地 370 公顷	98	19639210.66
法国大福来农业公司	#19	自有土地 114.38 公顷	99	9847874.10
拉波尔不动产公司			90	
法国大美农业公司	#20	自有土地 120.57 公顷	99	8068165.73
克里斯克不动产公司			98	
--	#23	自有土地 138.4032 公顷	90	6858873.90

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2013~2015年，公司销售债权周转次数持续上升，加权平均值为6.80次，2015年为7.94次；存货周转次数和总资产周转次数呈现波动

上升，加权平均值分别为4.84次和0.47次，2015年分别为4.62次和0.44次。整体看，公司整体经营效率尚可。

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2016年9月底，公司共有在建工程5项，计划总投资额4566.03万元，已投资资金额为2861.34万元，短期看，公司未来融资需求不大。具体情况如下：

表10 截至2016年9月底公司主要在建项目
(单位：万元)

项目名称	总投资	已完成投资	2016年10-12月投资计划
牛舍维修工程	2800.00	1925.40	874.60
日化旧厂房改造工程	30.03	30.03	0.00
丫髻山二期	300.00	57.45	242.55
生态园改造工程	90.00	22.8	67.20
乳品厂生产线改造	1346.00	825.66	520.34
合计	4566.03	2861.34	1704.69

资料来源：公司提供

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。

总体看，公司发展规划围绕主业展开，规划清晰，目前在建项目投资规模不大，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。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2013~2015年度财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）北京分所对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2016年三季度财务报表未经审计。

公司合并报表范围中，2013年，公司合并范围未发生变化；2014年，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；2015年，公司合并范围内新设子公司1家，收购7家，股权转让3家，由于新增公司规模较小，合并范围变动对公司影响较小；2016年1-9月，公司合并范围未发生变更。

截至2015年底，公司（合并）资产总额为135.71亿元，所有者权益合计84.19亿元（其中少数股东权益0.33亿元）；2015年公司实现营业收入55.35亿元，利润总额8.26亿元。

截至2016年9月底，公司（合并）资产总额为162.48亿元，所有者权益合计为91.67亿元（其中少数股东权益0.34亿元）；2016年1~9月，公司实现营业收入54.56亿元，利润总额8.15亿元。

2. 资产质量

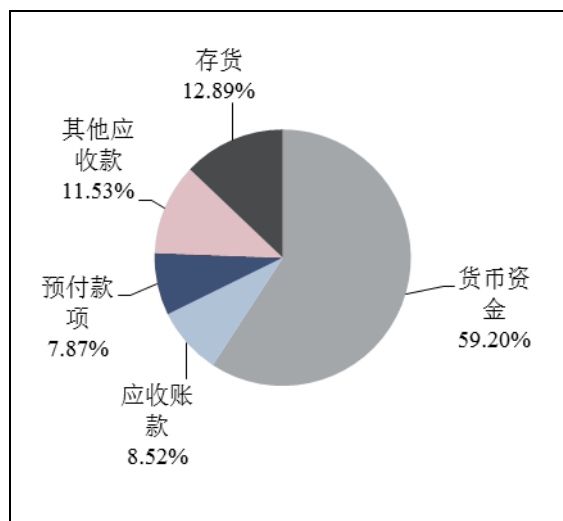
2013~2015年，公司资产总额稳定增长，年均复合增长16.43%，主要由于货币资金、固定资产和长期待摊费用的增长所致。截至2015年底，公司资产总额为135.71亿元，较2014年增长16.85%。其中流动资产和非流动资产分别占45.53%和54.47%，以非流动资产为主。

流动资产

2013~2015年，公司流动资产年均复合增长26.56%，主要来自货币资金的增长。截至2015年底，公司流动资产为61.78亿元，同比增长15.79%。主要由货币资金（占59.20%）、应收账款（占8.52%）、预付款项（占7.87%）、其他应收款（占11.52%）和存货（占12.89%）构成。

2013~2015年，公司货币资金年复合增长98.15%。截至2015年底，公司的货币资金为36.58亿元，同比增长57.48%，主要受益于经营规模扩张、回款力度加强以及筹资规模扩大等多重因素导致的资金积累增加；其中使用受限的货币资金为0.82亿元，剔除受限后的现金类资产（货币资金+应收票据）为35.76亿元，占流动资产的57.88%，资产流动性较好。

图3 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司应收账款分别为7.64亿元、8.67亿元和5.26亿元。2013年，公司逐步取消乳品板块客户的账期优惠，并加大回款力度，同时对乳品业务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，上述因素综合导致了应收账款大幅回落；2014年，由于经营规模的扩大（营业收入同比增长9.92%），应收账款虽然同比发生了13.40%的增长，但仍远低于2012年底水平。截至2015年底，公司应收账款账面价值为5.26亿元，同比下降39.30%，主要系公司加大应收账款催收力度所致。截至2015年底，前五大客户应收款项占总额的28.55%，集中度略高。截至2015年底，公司应收账款账龄全部在1年以内，共计提坏账准备28.05万元。

2013~2015年，公司预付账款年均复合下降7.94%，截至2015年底，公司预付款项4.86亿元，较2014年下降24.01%，其中奶农预付款2.04亿元。从账龄看，全部为1年以内款项，预付款项发生损失的可能性较小。

2013~2015年，公司其他应收款年均复合下降10.40%，呈波动下降态势。2013年，公司对乳业产品中非现金销售的账务处理进行调整，同时加大了与其他企业的往来资金，导致

当年底其他应收款同比大幅增长225.50%；2014年，公司压缩了与其他企业的往来资金量，其他应收款同比回落34.11%。截至2015年底，公司其他应收款7.12亿元，同比增长21.86%，主要由于公司部分对外投资还未能确认长期股权投资，而计入其他应收所致。截至2015年底，其他应收款的前五名欠款金额合计4.19亿元（如下表），占比58.93%。

表11 截至2015年底公司其他应收款前五名

(单位：亿元、%)

单位名称	金额	占比
北京德厚源技术咨询有限公司	1.82	25.57
北京紫铜鸿发矿业投资有限公司	1.81	25.48
天津金雕商贸有限公司	0.19	2.69
洛阳华波商贸有限公司	0.19	2.65
高碑店国康商贸有限公司	0.18	2.53
合计	4.19	58.93

资料来源：公司审计报告

注：合计数与加总数差异主要系保留有效数字所致。

2013~2015年，公司存货波动上升，年均复合增长6.77%，主要源于原材料金额的波动。截至2015年底，公司存货账面余额为7.96亿元，同比下降13.48%，主要为原材料和库存商品（分别占25.74%和66.90%）。由于存货无明显减值迹象，公司未计提存货跌价准备。

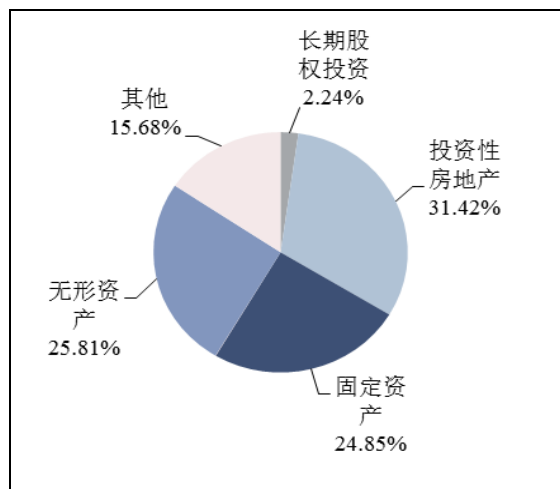
非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产年均复合增长9.60%，截至2015年底为73.93亿元，同比增长17.75%。其中以投资性房地产（占31.42%）、固定资产（占24.85%）和无形资产（占25.81%）为主。

截至2015年，公司长期股权投资1.66亿元，全部为对北京润富莱科贸有限公司投资。

2013~2015年，公司投资性房地产年均复合增长1.76%，截至2015年底投资性房地产为23.23亿元，主要为公司拥有的可出租物业洛娃大厦以及其他出租资产。

图4 截至2015年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司固定资产年均复合增长14.82%，截至2015年底，公司固定资产账面原值为24.94亿元，同比增长21.24%，主要由房屋建筑物（占68.23%）、机器设备（占21.68%）、运输设备（占1.12%）和电子设备（占8.96%）构成；累计计提折旧6.57亿元，未计提相关减值准备，截至2015年底，公司固定资产账面价值18.37亿元。

2013~2015年，公司生产性生物资产年均复合增长19.07%，截至2015年底，公司生产性生物资产5.08亿元，较2014年底变动较小，全部为自有牛只。

2013~2015年，公司无形资产保持较稳定，截至2015年底，公司无形资产19.08亿元，较2014年底变动较小。构成来看，主要包括洛娃商标0.87亿元和土地使用权23.06亿元；公司累计摊销4.86亿元，未计提减值准备。

截至2016年9月底，公司资产合计162.48亿元，较2015年底增长19.72%，流动资产和非流动资产分别占55.85%和44.15%，由于货币资金较2015年底增加12.38亿元和其他应收款较2015年底增加7.80亿元，导致流动资产比重超过非流动资产比重。其中，截至2016年9月底，公司其他应收款14.92亿元，较2015年底大幅增长，主要系增加对美国攀柔莎借款1.87亿元、法国农业项目前期投入借款2.55亿元所致。

综上所述，公司资产规模稳步增长，流动资产在货币资金持续上升的带动下较快增长，现金类资产占比高，应收账款和存货规模较大；非流动资产增长平稳。总体看，公司资产质量和流动性较好。

3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015年，公司负债总额年均复合增长27.84%。截至2015年底，公司总负债为51.52亿元，同比增长28.26%，流动负债和非流动负债分别占比56.26%和43.74%，负债结构以流动负债为主。

2013~2015年，公司流动负债年均增长2.52%，截至2015年底，公司流动负债28.99亿元，同比下降21.61%，主要系应付票据和其他流动负债大幅减少所致。截至2015年底流动负债主要由短期借款（占68.81%）和其他流动负债（占17.25%）构成。

2013~2015年，公司短期借款年复合增长率为3.68%，截至2015年底，公司短期借款19.95亿元，同比增长5.79%，主要包括抵押借款17.19亿元和保证借款2.76亿元。

2013~2015年，公司应付票据大幅减少，三年分别为4.88亿元、7.40亿元和0.84亿元。2015年底较2014年底减少6.56亿元，主要系公司为调整资金配置，归还部分银行承兑汇票所致。

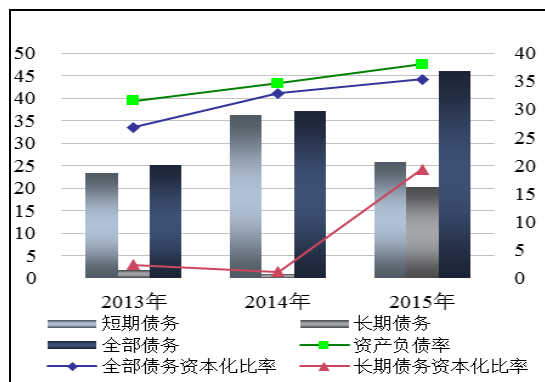
截至2015年底，公司其他流动负债5亿元，主要系公司于2015年4月发行了额度为5亿元的短期融资券“15洛娃科技CP001”所致。

2013~2015年，公司非流动负债大幅增长，截至2015年底，公司非流动负债22.53亿元，同比大幅增长，主要由应付债券（占88.75%）和递延所得税负债（占10.58%）构成。截至2015年底，公司应付债券20亿元，主要系公司于2015年发行10亿元PPN和10亿元公司债券所致。

债务负担方面，2013~2015年，公司债务

规模逐年增长，全部债务年均复合增长35.24%，以短期债务为主，公司债务结构有待改善。截至2015年底公司全部债务为45.94亿元，同比增长23.80%。其中短期债务25.79亿元（占比56.14%），长期债务20.15亿元（占比43.86%），债务结构较2014年底明显优化（截至2014年底，公司短期债务占97.71%）。受有息债务持续增长影响，截至2015年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较2014年底有所增长，分别为37.96%、35.30%和19.31%。

图5 公司近年债务负担情况



资料来源：公司审计报告

截至2016年9月底，公司负债总额70.81亿元，较2014年底增长37.43%，主要系公司2016年2月，完成发行2016年度第一期非公开定向债务融资工具5亿元；2016年6月，完成发行2016年度第一期中期票据4.5亿元；2016年7月，完成发行2016年度第一期公司债券10亿元所致所致，流动负债和非流动负债分别占比40.64%和59.36%。截至2016年9月底，公司全部债务66.22亿元，短期债务和长期债务分别占比40.13%和59.87%，公司债务结构以长期债务为主，债务结构较2015年底有所改善；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43.58%、41.94%和30.19%。

2017年公司债务融资工具将有“16洛娃科技CP001”和“16洛娃科技CP002”共计7亿元到期，同时公司发行的10亿元“15洛娃科技PPN001”第二年末（2017年）附有调整票面利率选择权，投资者拥有回售选择权。公司2017年待偿还债务规模较大，联合资信将持续关注公司债务情况。

表12 公司存续期债务融资工具情况

债券名称	发行日	到期日	期限	金额（亿元）
15 洛娃科技 PPN001	2015/8/3	2018/8/3	2+1 年	10.00
15 洛娃 01	2015/12/28	2020/12/28	3+2 年	10.00
16 洛娃科技 CP001	2016/2/24	2017/2/24	1 年	5.00
16 洛娃科技 PPN001	2016/2/24	2019/2/24	2+1 年	5.00
16 洛娃科技 MTN001	2016/6/22	2019/6/22	3 年	4.50
16 洛娃 01	2016/7/5	2021/7/5	3+2 年	10.00
16 洛娃科技 CP002	2016/7/21	2017/7/21	1 年	2.00
合计				46.50

资料来源：公司提供、Wind 资讯

总体看，近年来，公司有息债务规模有所增加，但负担仍处于适宜水平；构成方面，长期债务占比超过短期债务，债务结构有所改善。

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益年均复合增长率为10.79%，主要是未分配利润增加所致。截至2015年底，公司所有者权益合计84.19

亿元，同比增长10.81%，主要来自于未分配利润的增长；其中归属母公司权益合计83.86亿元主要由实收资本（占0.72%）、资本公积（占39.09%）、盈余公积（占1.99%）、未分配利润（占58.20%）构成。其中资本公积主要由牧场、草场、洛娃大厦及酒店等形成。

截至2016年9月底，公司所有者权益进一步增至91.67亿元，主要来自未分配利润和注册

资本的增长。截至2015年9月底，公司注册资本1.50亿元，较2014年底增加0.90亿元，主要系公司于2016年9月6日，依据公司股东会决议，增加注册资本至1.50亿元，此次增资的9000万元认缴资金由胡克勤（出资10850万元）、胡静竹（出资3200万元）出资，本次增资后，胡克勤持股72.34%；胡静竹持股21.33%；胡玉朋持股2.33%；李桂玲和董雪梅分别持股2%。

整体看，通过增加注册资本，公司资本实力有所增强，但未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2013~2015年，受益于日化板块1000个县级市场开发战略的推进贡献了业绩贡献，公司营业收入年均复合增长6.72%，2015年，公司实现营业收入55.35亿元，同比增长3.61%；同期的营业成本为39.62亿元，同比下降2.29%。2015年公司营业利润率为27.83%，较2014年增加4.15个百分点。公司盈利能力维持较好水平。

2013~2015年，期间费用年均复合增长33.67%，其中销售费用年均增长90.33%，管理费用年均下降16.80%，财务费用年均复合增长13.18%。近三年，期间费用分别占营业收入的9.12%、8.38%和14.31%。2015年，公司期间费用7.92亿元，同比增长76.99%，主要由于广告费用以及乳制品终端销售费用增加，导致销售费用的同比大幅增长157.66%，2015年为5.14亿元；同期，公司管理费用和财务费用较2014年变动较小。期间费用对公司利润有一定侵蚀，期间费用控制能力有待加强。

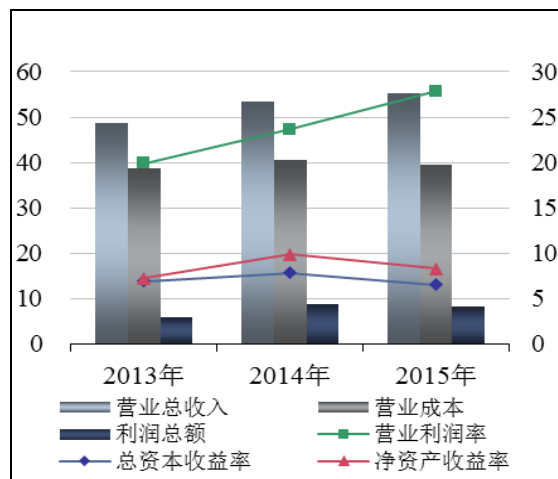
2013~2015年，公司利润总额波动增长，年均复合增长17.99%。2015年，公司利润总额8.26亿元，同比下降4.76亿元，主要受期间费用增长所致。

盈利指标方面，2013~2015年，公司总资产收益率分别为6.64%、7.81%和6.54%，净资产收益率分别为7.22%、9.88%和8.33%。

2016年1~9月，公司实现营业收入和利润

总额分别为54.56亿元和8.15亿元，同比增长28.99%和30.42%，期间不存在公允价值变动收益；同期营业利润率为28.36%。

图6 公司近年收入和利润情况



资料来源：公司审计报告

总体看，近年公司收入持续增长，主营业务盈利能力较强，期间费用控制能力有待加强。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2013~2015年，公司流动比率和速动比率逐年上升，截至2015年底，公司流动比率和速动比率分别为213.13%和185.66%，分别较2014年底增加68.84和66.26个百分点；2015年公司经营现金流动负债比率为64.37%。截至2016年9月底，公司流动比率和速动比率分别为315.360%和281.27%。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2013~2015年，EBITDA随着利润总额而波动增长，2015年为11.74亿元；EBITDA利息倍数波动上升，近三年分别为6.32倍、9.08倍和7.82倍；全部债务/EBITDA呈上升态势，近三年分别为2.59倍、3.09倍和3.91倍。整体看，公司EBITDA对债务的保障能力较强。

截至2016年9月底，公司共获得各银行授信额度合计13.96亿元，其中，已使用额度12.24亿元，尚未使用授信额度1.72亿元。公司融资渠道有待拓宽。

截至2016年9月底，公司对外担保为2.97亿元，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3.24%。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）。截至2016年9月底，紫铜矿业资产总额34.85亿元，所有者权益合计30.00亿元，2016年1-9月营业收入和利润总额分别为1.51亿元和0.44亿元，目前正常经营。

6. 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2016年11月4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，有两笔已结清的关注类贷款；双娃乳业有两笔未结清的关注类贷款，金额合计8500万元（根据国家开发银行于2015年5月6日提供的《答复函》说明，目前上述贷款处于正常还款状态），有四笔已结清的关注类贷款。

7. 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强。

八、结论

随着中国经济增长带动国民收入和生活水平的提高，中国城市化进程的加快带来的消费需求提升，国内对乳制品和洗涤用品需求将不断增长。

公司是一家集日化、乳业于一体的多元化企业集团，乳业板块已形成完整产业链，具备一定奶源优势，奶牛储备质量不断提升；日化板块技术水平较高，具有一定的知名度，2014年以来公司“千县计划”的实施进一步提升收

入规模。未来随着各业务板块经营规模的扩大和日化销售渠道的进一步开拓，公司竞争实力有望得以提升。

公司资产质量和流动性较好，有息债务负担处于适宜水平，债务结构有所改善。近年来，公司收入持续增长，主业始终维持了较强的盈利能力，利润总额波动上升；长短期偿债能力较强。总体看，公司主体信用风险低。

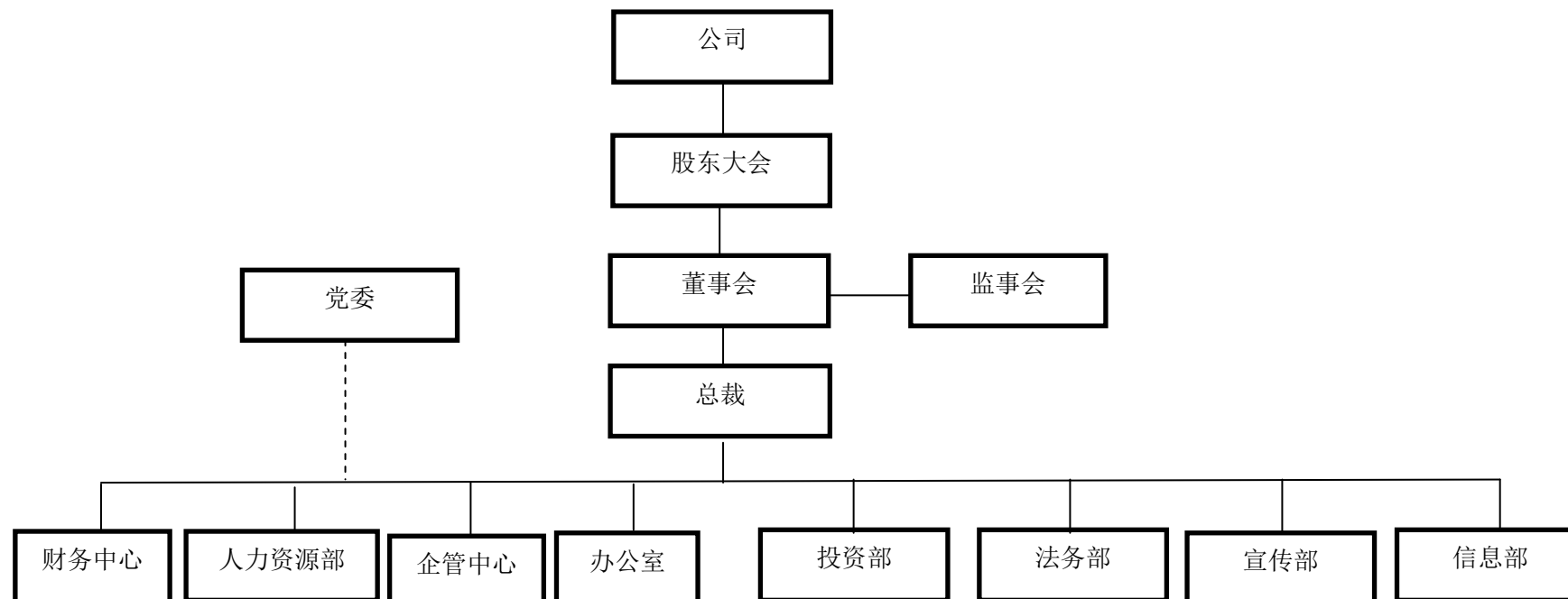
附件 1-1 公司股权结构图

股东	出资额（万元）	持股比例（%）
胡克勤	10850	72.34
胡静竹	3200	21.33
胡玉朋	350	2.33
李桂玲	300	2.00
董雪梅	300	2.00
合计	15000	100.00

附件 1-2 截至 2016 年 9 月底公司合并范围内子公司情况

序号	企业名称	公司层级	注册资本金（万元）	持股比例
1	北京洛娃日化有限公司	二级	5000.00	100%
2	北京双娃乳业有限公司	二级	10000.00	100%
3	北京洛娃进出口有限公司	二级	200.00	100%
4	北京洛娃物业管理有限公司	二级	300.00	100%
5	北京洛娃农业生态园有限公司	二级	20.00	100%
6	北京峨眉苑科技有限公司	二级	50.00	100%
7	北京桃源溪谷度假村有限公司	二级	100.00	100%
8	北京洛娃日化控股有限公司	二级	3100.00	100%
9	法国小麦平原农业公司	二级	0.71	100%
10	法国香布斯农业公司	二级	129.52	98%
11	法国图茫农业公司	二级	10.64	98%
12	法国大福来农业公司	二级	7.10	99%
13	拉波尔不动产公司	二级	7.10	90%
14	法国大美农业公司	二级	74.36	99%
15	克里斯克不动产公司	二级	4.56	98%

附件 1-3 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.35	23.24	36.58	49.38
资产总额(亿元)	100.12	116.14	135.71	162.48
所有者权益(亿元)	68.59	75.97	84.19	91.67
短期债务(亿元)	23.44	36.26	25.79	26.58
长期债务(亿元)	1.68	0.85	20.15	39.65
全部债务(亿元)	25.12	37.11	45.94	66.22
营业收入(亿元)	48.60	53.42	55.35	54.56
利润总额(亿元)	5.93	8.67	8.26	8.15
EBITDA(亿元)	9.71	12.00	11.74	--
经营性净现金流(亿元)	8.87	8.54	18.66	5.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.36	6.53	7.94	--
存货周转次数(次)	5.14	5.01	4.62	--
总资产周转次数(次)	0.51	0.49	0.44	--
现金收入比(%)	114.25	104.67	115.40	96.45
营业利润率(%)	19.93	23.68	27.83	28.36
总资本收益率(%)	6.64	7.81	6.54	--
净资产收益率(%)	7.22	9.88	8.33	--
长期债务资本化比率(%)	2.39	1.11	19.31	30.19
全部债务资本化比率(%)	26.80	32.81	35.30	41.94
资产负债率(%)	31.49	34.59	37.96	43.58
流动比率(%)	139.85	144.29	213.13	315.35
速动比率(%)	114.53	119.40	185.66	281.27
经营现金流动负债比(%)	32.14	23.09	64.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.32	9.08	7.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.59	3.09	3.91	--

注：2016年三季度财务数据未经审计；计入其他流动负债的短期融资券已计入有息债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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(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
 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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。

联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 洛娃科技实业集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在洛娃科技实业集团有限公司主体长期信用等级有效期内每年进行定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

洛娃科技实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。洛娃科技实业集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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洛娃科技实业集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现洛娃科技实业集团有限公司出现重大变化，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，据以确认或调整主体长期信用等级。

如洛娃科技实业集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况作出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如洛娃科技实业集团有限公司主体长期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洛娃科技实业集团有限公司、主管部门、交易机构等。

