

信用等级公告

联合[2014] 136 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。



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: 2014 年 1 月 24 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 9 月
资产总额(亿元)	66.09	81.72	92.32	95.84
所有者权益(亿元)	45.95	58.64	65.79	70.26
长期债务(亿元)	4.35	3.48	2.58	2.13
全部债务(亿元)	18.32	20.70	24.32	25.43
营业收入(亿元)	30.43	32.77	36.11	44.84
利润总额(亿元)	4.65	13.15	7.87	5.31
EBITDA(亿元)	6.05	14.96	10.43	--
营业利润率(%)	24.95	23.61	26.00	20.24
净资产收益率(%)	9.01	21.64	10.87	--
资产负债率(%)	30.47	28.24	28.73	26.70
全部债务资本化比率(%)	28.50	26.09	26.99	26.57
流动比率(%)	124.78	130.86	138.08	159.27
全部债务/EBITDA(倍)	3.03	1.38	2.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.02	15.55	7.38	--

注: 2013 年三季度财务数据未经审计。

分析师

王丽娟 贺苏凝

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集日化、乳业、旅游地产三大产业于一体的多元化企业集团,乳业已形成完整产业链、拥有稳定的奶源、具有成本优势,日化技术水平较高、具有一定的知名度,以及债务负担轻、主业盈利能力较强等方面具备的竞争优势。同时,联合资信也关注到应收账款规模大、债务结构有待改善、公允价值变动收益对利润贡献大等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

随着中国经济增长带动国民收入和生活水平的提高,城市化进程的加快和农村清洁卫生状况的改善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,拥有稳定的奶源,具有成本优势。
2. 公司日化板块研发创新能力较强,技术设备先进,产品具有一定的知名度。
3. 公司有息债务负担轻,财务弹性好。
4. 公司主营业务盈利能力较强,旅游地产业务为公司利润形成良好补充。

关注

1. 近三年公司应收账款大幅增长,未来回收情况需进一步关注。

2. 公司负债以流动负债为主，债务结构有待改善。
3. 公司公允价值变动收益对利润贡献大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与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 2014 年 1 月 24 日至 2015 年 1 月 23 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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2013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)。公司是一家集日化、乳业、旅游地产三大产业于一体的多元化企业集团。

截至2013年9月底,公司合并范围包括13家全资及控股子公司(见附件1-2)。目前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2012年底,公司(合并)资产总额92.32亿元,所有者权益合计65.79亿元;2012年实现营业收入36.11亿元,利润总额7.87亿元。

截至2013年9月底,公司合并资产总额95.84亿元,所有者权益合计70.26亿元;2013年1-9月实现营业收入44.84亿元,利润总额5.31亿元。

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。

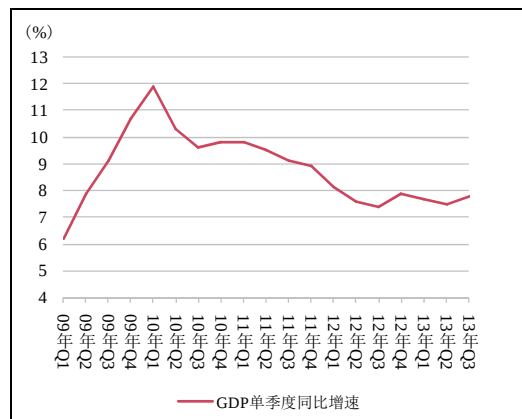
二、宏观经济和政策环境

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对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年前三季度中国实现国内生产总值386762亿元,同比增长7.7%;三季度GDP同比

增速回升至7.8%,预计全年增速将超年初预定经济增长目标7.5%。

图1 2009年以来中国GDP季度增长情况



资料来源:国家统计局

2013年前三季度,中国规模以上工业增加值同比增长9.6%,增速比上半年加快0.3个百分点;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40453亿元,同比增长13.5%,增速比上半年加快2.4%。

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:①消费需求增长平稳。2013年前三季度社会消费品零售总额为168817亿元,同比名义增长12.9%,增速比上半年加快0.2个百分点。②投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013年前三季度固定资产投资(不含农户)309208亿元,同比增长20.2%,增速比上半年高0.1个百分点;三次产业投资同比分别增长31.1%、17.1%、22.3%。③对外贸易增速进一步下滑。2013年前三季度,中国进出口总额为30604亿美元,同比增长7.7%,增速比上半年回落0.9个百分点;其中出口金额增长8.0%,增速回落2.4个百分点,进口金额增长7.3%,增速上升0.6个百分点,贸易顺差1694亿美元,同比增长14.6%。

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年前三季度，中国财政累计收入为98389亿元，累计支出为91532亿元，同比增长分别为8.6%和8.8%，增幅比上年同期下降2.6和12.3个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，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，贷款基准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9月底，M2存量达107.7万亿，同比增长14.2%，增速比二季度末高0.2个百分点。从社会融资规模来看，2013年前三季度社会融资规模为13.96万亿，比上年同期多2.24万亿；其中人民币贷款7.28万亿，同比增长8.3个百分点；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，同比增速分别达到111.6%和125.8%。人民币汇率方面，截至2013年9月底，人民币兑美元汇率中间价为6.1480元，比6月末升值0.50%；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经[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。

三、行业分析

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，2012年日化板块和乳业板块收入占公司营业收入的31.97%和64.24%，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，国内乳品行业处于高速发展时期，生鲜奶产量的年平均增长率是17.4%。而自2008年发生三聚氰胺事件后至今，中国奶业发展速度明显放缓，生鲜奶总产量年均增长率骤降到1.29%。其中2008年为0.87%，2009年为-0.98%，2010年为1.56%，2011年为2.1%，2012年为1.5%。

经过几年中国乳品行业的整顿和振兴，中国乳品行业稳步增长。2012年底，全国乳制品行业有规模以上企业649家（比上年增加6家），其中乳粉生产企业203家。根据国家统计局的年

终快报，2012年全行业规模以上企业工业总产值2542.36亿元，同比增长18.12%；销售产值2469.93亿元，同比增长8.07%；其中乳粉产量136.46万吨，同比增长2.43%。乳制品工业总产值占食品制造业的16.03%，仍列第三位，但增长率列第五位，低于行业平均增长率3个百分点。产品销售与经济效益取得了较好成绩。2012年，规模以上企业主营业务收入2465.36亿元，同比增长14.29%；利润总额完成159.55亿元，同比增长21.69%。

2012年，乳制品进口仍维持高速增长，出口基本无增长。2012年共计进口乳制品134.12万吨，货值46.75亿美元，同比分别增长26.08%和23.40%，进口乳制品货值已占到国内乳制品总产值的11.58%。其中：乳粉57.31万吨，同比增长27.49%；2012年，共进口奶牛128249头，比2011年的99361头增长29.1%。2012年，乳制品出口4.97万吨，货值1.12亿美元，同比分别增长3.78%和5.90%。其中，乳粉0.97万吨，同比增长4.02%。

2. 上游行业

原奶价格决定了乳制品加工企业的生产成本以及产品品质，在企业掌控下的原奶资源以及分布地域将影响企业的产品供给和发展速度，同时原奶的品质安全和可控性是乳制品加工企业管控食品质量安全的关键所在。2008年以前是乳业产销量高速成长的阶段，而由于奶牛养殖业发展无法跟上乳制品加工企业发展步伐，产业链上下游的发展速度和利益分配不匹配，隐藏的风险在2008年以“三聚氰胺”事件的形式爆发，给乳制品行业带来沉重打击。现阶段，奶牛养殖业将逐步由散养向规模化、集约化的养殖模式转型。

中国乳制品生产企业大多采用“基地+奶农”的经营方式，2008年之前大部分原奶向奶农采购。2008年“三聚氰胺事件”曝光后，国内乳制品企业进一步规范了原、辅料的采购秩序，各主要乳制品企业也加大了上游产业链的

建设和管理力度，拥有牧场资源的乳制品企业具有较明显的经营优势。随着上述事件影响的消除，近几年全国乳制品产量稳定增长。

表 1 中国奶业基本情况

项目	2007	2008	2009	2010	2011	2012
奶牛存栏量（万头）	1219	1233	1260	1420	1440	1440
奶类产量（万吨）	3633	3781	3735	3740	3827	--
牛奶产量（万吨）	3525	3556	3521	3570	3656	3744
乳制品产量（万吨）	1787	1811	1935	2160	2388	2545
饲料生产量（万吨）	9319	11142	13530	17444	19080	--

资料来源：中国奶业统计摘要

经过这几年中国奶业的整顿和振兴，中国奶业产业素质不断提升：奶牛标准化规模养殖加快推进，奶牛单产水平稳步提高，生鲜乳质量和安全得到进一步保障，现代奶业格局已初步形成。奶牛存栏稳定和牛奶产量保持增长，标准化规模养殖水平大幅上升。2012年全国奶牛存栏预计为1440万头，与2011年持平，牛奶产量3744万吨，同比增长2.3%。奶牛养殖户数（即散户）持续减少，部分散养户陆续退出奶牛养殖环节，奶牛养殖户所占比例持续下降，规模牧场数量和存栏量均有所增加。

3. 行业竞争

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。工业奶粉是与终端零售市场上的小包奶粉相对而言的。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零售终端市场的小包装奶粉。

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。新西兰已成为中国的天然牧场，占中国奶粉进口量的80%，占总消费量的25%左右。2009年以来，新西兰进口乳制品迅速增长，从2008年的7.15万吨迅速提升至2010年的33.65万吨，2012年总进口量为56万吨，而新西兰进口约为45万吨。这对中国奶粉市场将产生重大影响，对国产奶粉市场造成冲击。

但由于新西兰奶粉在海外生产的原因，国产奶粉在服务上会相对有优势。奶粉市场一直以来都是按质论价，等级分明，大公司的奶源和服务水平都比较好，价格也比较高，奶粉相对利润率就较高，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，国内未来的奶粉市场还将处于供小于求的状态，未来的竞争主要体现在各奶粉提供商的质量上。

由于公司产品为用于乳饮料、冷饮、焙烤、糖果等行业的工业奶粉，下游市场规模较大，公司作为集饲草饲料种植加工、奶牛养殖繁育、畜牧业服务、技术研发、乳品加工于一体的大型企业，相比中小企业具有明显的竞争优势。

4. 行业政策

2008年“三聚氰胺事件”曝光后，国家相关部门出台了一系列产业政策指导、规范、推动乳制品工业的健康发展。

表 2 近年来乳制品行业政策

颁布日期	产业政策
2008.06	《乳制品加工业产业政策》
2008.10	《乳品质量安全监督管理条例（草案）》获通过
2009.07	《乳制品加工行业准入条件》
2009.07	发布《乳制品工业产业政策（2009 年修订）》
2010.03	《食品添加剂新品种管理办法》
2010.04	卫生部发布《生乳》等 66 项食品安全国家标准
2010.11	《企业生产婴幼儿配方乳粉许可条件审查细则（2010 版）》
2010.11	《企业生产乳制品许可条件审查细则（2010 版）》
2010.12	卫生部关于《食品添加剂琼脂（琼胶）》等 97 项食品安全国家标准的公告
2011.06	农业部印发《生鲜乳生产收购记录和进货查验制度》的通知
2011.08	乳制品要在《食品流通许可证》中单列注明
2011.06	农业部印发《生鲜乳生产收购记录和进货查验制度》的通知
2011.09	质检总局发布《进出口食品安全管理办法》（总局令第 144 号）
2013.5.31	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
2013.6.4	工信部制定了《提高乳粉质量水平提振社会消费信心行动方案》
2013.6.20	食品药品监管总局、工信部下发《关于进一步加强婴幼儿配方奶粉安全生产的实施意见》

资料来源：公司提供

5. 行业关注

奶源紧张、奶价高成为行业面临突出矛盾

奶源紧张、奶价高是行业面临的突出矛盾。影响中国生鲜乳价格的主要因素是进口奶源价格、国内饲料成本等。

近十几年来，中国奶源增长一直维持在 15% 以上，但自 2008 年始，增长率一直维持在 2% 左右。2008 年为 4.08%，2009 年-2.74%，2010 年 1.91%，2011 年 1.67%，2012 年为 2.3%。2012 年主要生产区的一些地方奶牛饲养量在大幅减

少，奶源紧张、抢奶现象又在上演。中国已进入世界高奶价行列。奶价高会加大乳制品加工企业的成本控制压力。新西兰进口量占中国进口总量的 80%，因此新西兰原奶价格成为中国乳制品成本的风向标之一。奶粉的国际市场定价权由每半月进行一次的全球 dairy trade 竞价结果确定。自 2013 年 2 月底以来，新西兰遭遇持续干旱，由此带来原料奶产量下降，也导致全球奶源价格大幅上涨。

图 2 全脂奶粉全球交易均价（元/吨）



资料来源：公司提供

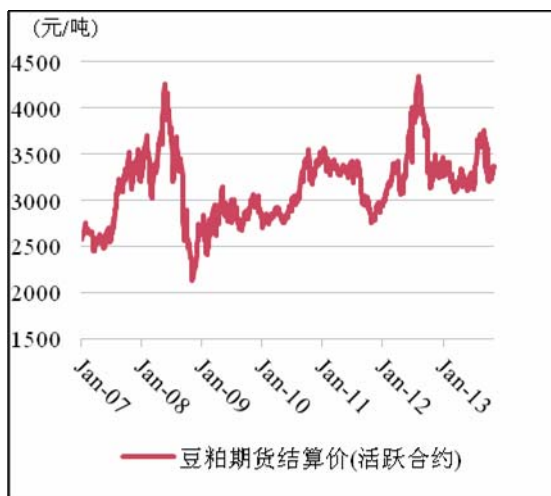
饲料成本占养殖总成本比重较高，约占70%左右。精饲料包括玉米、大豆、棉籽等，青粗饲料包括玉米青贮、苜蓿等。因此生鲜乳价格与玉米、豆粕、青贮等饲料价格密切相关。

图3 2007年~2013年11月黄玉米批发价格指数



数据来源: wind 资讯

图4 2007年~2013年11月中国豆粕期货结算价



数据来源: wind 资讯

主要饲料价格呈现波动上涨态势，饲养成本压力加大。饲料价格的增长幅度均大于生鲜乳收购价格的增长幅度，加剧了奶牛养殖压力。生鲜乳收购价格稳中有升。2012年，全国生鲜乳价格走势平稳，稳中有升，年底价格同比增长4.3%。

质量安全事故引发公众信任危机

2008年3月，南京婴幼儿泌尿结石样本送检，三鹿问题奶粉事件进入公众视线，河北省

出入境检验检疫局检验检疫技术中心在三鹿集团所产16批次婴幼儿奶粉中的15个批次检出三聚氰胺；同年9月，国家质检总局公布了检出三聚氰胺的22家乳企，其中蒙牛、伊利、雅士利等多厂家均在名单，国家质检总局发布公告废止《产品免于质量监督检查管理办法》；同年10月，温家宝签署国务院令，公布了《乳品质量监督管理条例》。面对国内乳制品质量的负面新闻，消费者对国产乳制品的表现缺乏信心，转而依赖于进口乳制品。

2013年1月，新西兰第一产业部官员证实，在新西兰出产的小部分牛奶和奶粉中（主要涉及恒天然的产品）检测出双氰胺（DCD）化学残留物；同年8月，恒天然集团举行新闻发布会，新西兰初级产业部发表声明，集团旗下部分产品可能含有肉毒杆菌毒素，可能受污染的产品被用于婴儿配方奶粉和运动饮料的生产，受影响国家包括澳大利亚、中国等6个国家。

乳制品问题的反复，使消费者对乳制品的质量表现缺乏信心，乳制品行业准入标准以及生产许可标准有待进一步提高，大部制改革汇总对于食品安全监管机制及职责也将进一步整合和调整。

关税下调将对本土乳品行业产生重大冲击

关税下调将促使更多洋乳品涌入中国，或对国产奶粉市场乃至本土养殖业产生更大的冲击。根据中国与新西兰自由贸易协定，自2012年1月1日起，新西兰向中国出口的乳制品关税将继续降低。进口乳制品的关税下调将进一步降低进口奶粉、奶源的成本，促使中国的蛋糕、糖果、饮料行业乃至乳品企业大量使用进口奶粉，从而淡化奶牛养殖的动力。一旦形成恶性循环，将对国产奶粉市场乃至本土养殖业产生较大冲击，中国乳业的生存空间也将进一步被挤压。

6. 未来发展

食品工业“十二五”发展规划中提出，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，培育技术先进、具有国际竞争力的大型企业集团，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。

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，推动形成特色鲜明、布局合理、协调发展的乳制品工业新格局。

农村已基本具备乳制品消费快速发展的经济基础和市场空间。2012年农村居民家庭人均年纯收入为7917元，超过乳制品行业大规模爆发前2002年城镇居民家庭人均年可支配收入的6860元。而且农村居民人均乳及乳制品消费仍处于较低水平，农村市场未来有望成长与城镇市场发展并肩的增长点。

“十二五”规划计划到2015年，原料乳产量达到5000万吨，增长33.4%；乳制品产量达到2700万吨，增长15%。通过兼并、重组，培育形成一批年销售收入超过20亿元的骨干企业。乳制品加工能力闲置率控制在25%以内。

未来，随着中国经济增长带动国民收入和生活水平的提高，国内对乳制品需求将不断增长。公司作为饲草饲料种植加工、奶牛养殖繁育、畜牧业服务、技术研发、乳品加工于一体的大型企业，具有明显的成本优势。

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皂（香）皂两大类；还包括合成洗涤剂的主要原料与助剂，如：烷基苯、脂肪醇、表面活性剂、三聚磷酸钠、4A沸石、羧甲基纤维素、洗涤剂用酶制剂、增白剂、香精等，肥皂的联产品甘油、硬脂酸、硬化油等，以及洗涤用品行业专用设备、包装材料等。

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皂（香）皂，而成为洗涤用品行业产量最大、最主流的产品。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。

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，数10年来，由于科学技术的不断进步和石油、化学工业的高速发展以及人们对洗涤用品的迫切需要，全世界洗涤用品生产得以迅猛发展。世界洗涤用品总量1970年为1637.7万吨，1995年为4300万吨（其中肥皂约900万吨），按58亿人计，世界年人均消费量约7.9公斤，70至80年代期间增长最快，90年代以来发达国家市场增势趋于平稳，但发展中国家如亚太和拉美地区发展处于高速增长，因上述地区由于近年来人口增长较快、生活水平相对发达国家较低而存在着庞大的潜在市场。

随着市场需求的逐年上涨，由于工业发展给环境和能源带来的压力以及消费者对产品洗涤护理效果、安全环保等需求提升，洗涤用品的主流产品也发生了相应的改变。目前，美国、日本均以浓缩化、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。

虽然液体洗涤剂仍有较大的市场潜力，但是全球液体洗涤剂配方仍面临几大挑战：第一，许多通常用于粉状洗涤剂中配伍良好的表面活性剂、助剂和抗再沉积剂之间不相容问题；第

二，许多表面活性剂在有电解质存在时，溶解速度较慢；第三，液体洗涤剂还要使用大量的塑料包装瓶，既增加成本又消耗能源，各国均致力于探讨和尝试如何重复使用等减少包装的办法。

3. 中国洗涤用品行业现状

中国洗涤用品在近三十年以来发展迅速，1979年洗涤行业的起步阶段国内销量只有100万吨，之后用30年时间发展到年800万吨规模。目前，中国洗涤用品产量已跃居世界前茅，产品门类齐全，基本上满足了不同层次和不同用途的需要，国内人均用量约4.3公斤，“十一五”以来洗涤用品产量稳定整张，年均增长速度在6%以上，在国民经济汇总占据重要位置。

合成洗涤剂和肥（香）皂等产品出口逐年增长；洗涤产品的发展也带动了相关原料的市场需求，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。

根据统计局数据，2012年，中国肥皂及合成洗涤剂制造业累计完成工业销售产值1432.77亿元，同比增长10.26%；占中国日用化学行业的半壁江山。

图5 中国肥皂与合成洗涤剂工业销售产值

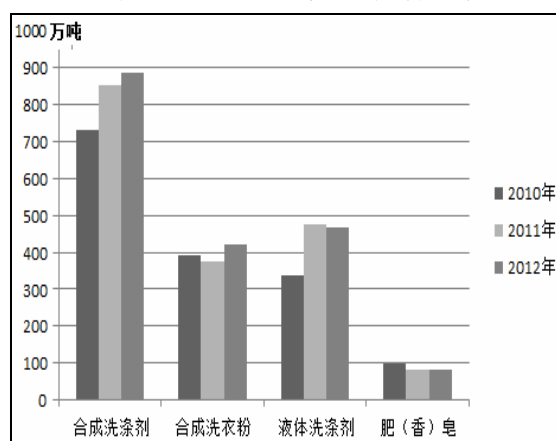


资料来源：国家统计局

与此同时，洗涤产品结构也发生重大变化。1979年时洗涤剂以肥皂为主，占比超过60%，随后合成洗涤剂占比不断上升，最后达到90%。

2010~2012年，中国洗涤用品行业整体发展呈上升趋势，合成洗涤剂产量逐年增加，其中：液体洗涤剂产量从2010年的337.45万吨增至2011年的477.55万吨后，2012年较2011年略有下降，近两年占合成洗涤剂总量的50%左右；洗衣粉产量近三年波动上升，在2010年时接近400万吨，高于液体洗涤剂，之后增速明显低于液体洗涤剂，2011~2012年产量均低于液体洗涤剂；肥（香）皂2012年产量在83万吨左右，基本与2011年持平，较2010年略有下滑，所占比重较低。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。

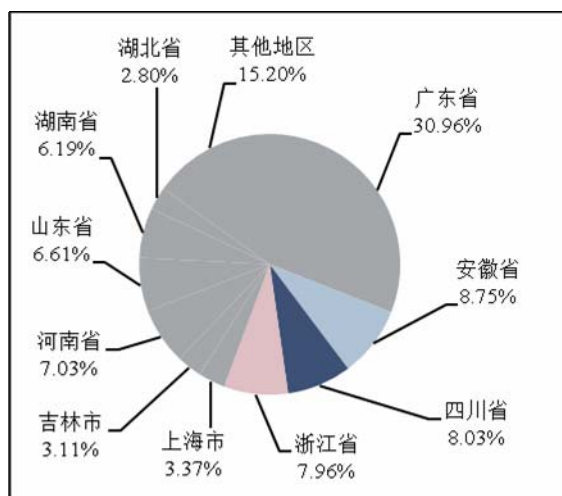
图6 2010~2012年全国洗涤用品产量



资料来源：合成洗涤剂数据来自国家统计局；肥（香）皂数据来自中国洗涤工业协会

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。以占行业总量超过80%的合成洗涤剂为例，2012年，中国合成洗涤剂产量为887.67万吨，从各省市的产量来看，广东省产量达274.78万吨，同比增长9.58%，占全国总产量的30.96%；紧随其后的是安徽省、四川省和浙江省，分别占总产量的8.75%、8.03%和7.96%。

图7 2012年全国各地区洗涤用品产量



资料来源：中国洗涤工业协会

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呈下降趋势，尤其在牙膏和洗涤等细分市场方面，而中国本土洗涤企业凭借在二、三线城市以及乡镇、农村市场的发展正显示出旺盛的增长势头。在洗衣粉和肥皂的品类中，宝洁和联合利华的市场份额约为15.00%，而广州立白和纳爱斯集团两家本土公司产品的合计市场份额已超过25.00%，本土品牌逐渐显现优势。

据中国国家统计局公布的数据，截至2012年底，中国规模以上肥皂及合成洗涤剂制造企业358家；2012年共实现主营收入1545.66亿元，同比增加8.76%；完成利润总额165.88亿元，比上年同期增加21.94亿元，同比增长15.24%；完成出口交货值49.28亿元，同比增长13.56%。

4. 上游原材料

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。

5. 行业政策

中国洗涤用品工业协会编制的《中国洗涤用品行业“十二五”规划纲要》（以下简称“纲要”）已在业内发布，《纲要》预计未来五年全国规模以上洗涤用品生产企业的总产值年均增长率为12%，到2015年达到2060亿元。

同时提出“十二五”期间洗涤用品行业将以产品节能、节水、易漂洗、高效、多效、环保与安全为行业发展的主线，大力发展多种品种、多种形态的节能和资源节约型浓缩化洗涤产品，降低芒硝等非有效成分和包装材料的使用量，进一步实施节能减排，扩大可再生资源及其衍生物在产品中的使用量和产品线的开发延伸，提高产品附加值；同时，加快环保型表面活性剂、洗涤剂助剂等原材料的开发和应用。

6. 行业关注

石油价格波动

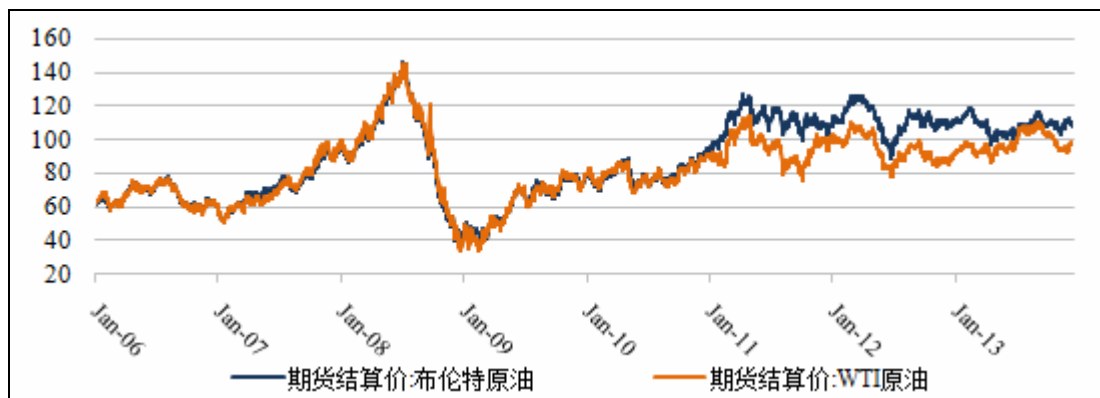
合成洗涤剂行业生产所需的主要原料是各种石油石油化工行业的下游产品，原料价格与国际原油价格关联度较高，原油价格的波动给日化生产企业的成本控制造成较大的压力。

原油价格近年呈大幅波动：2008年金融危机前，经济繁荣推动油价攀升，从2002年底的30美元/桶一路上扬到2008年7月的148美元/桶以上；金融危机发生后，原油价格冲高回落，在经过2009~2010年的恢复和调整，国际原油价格在高位波动，2010年WTI期货价格基本在70~90美元/桶区间。2011年，受地缘政治等因素影响，国际原油价格于一季度大幅攀升，而后在高位呈区间震荡走势。普氏全球布伦特原油现货价格全年平均为111.27美元/桶，同比增长40.0%。2012年，国际原油价格宽幅波动，一季度布伦特原油现货价格攀升至128美元/桶，二季度从高位大幅下跌到90美元/桶左右，随后油价快速反弹，呈高位区间震荡走势。普氏布伦特原油现货价格全年平均为111.6美元/桶，同比增长0.3%。2013年上半年国际原油价

格在窄幅区域内震荡,6月底WTI原油期货96.56美元/桶,较2012年底增长5.2%,后受中东局势紧张的影响,原油价格在7~8月大幅上涨,9月触及高点后进入下滑阶段。国内原油价格与国

际市场原油价格走势基本一致。从长期来看,由于原油作为一次性能源的不可替代性,随着全球经济的增长原油价格仍有上涨的趋势。

图8 国际原油价格走势(美元/桶)



资料来源: wind 资讯

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:一是由于产品结构的不尽合理,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,而产品结构的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

国内浓缩洗衣粉目前只占洗衣粉总量4%左右,绝大部分仍以普通洗衣粉为主,含有较多的非有效化学成分,对环境的影响较大;肥皂受进口原料价格影响较大,原料价格波动对肥皂影响很大;产品附加值相对不高,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的技术研发经费不足,进而进入低价竞争的恶性循环;行业中符合低碳经济的浓缩型洗涤剂,特别是浓缩型液体洗涤剂占整

个洗涤用品总量比例仍处于较低水平。

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。低价竞争只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。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。

继广州浪奇成功掌握MES技术、将可再生植物作为主要原料之后,2012年6月,立白集团首次对外公布其“大研发战略”,包括投资5亿元建设立白国际科研中心(预计于2014年底建成投入使用),以及未来将专注于可持续性原料的研发。立白的举动反映出中国本土企业要改变在研发方面长期落后的决心。同时,纳爱斯也在年度目标中加上“继续加大向高附加

值产品的倾斜力度”这一条内容。

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 and 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。

7. 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，以及城市化进程的加快和农村清洁卫生状况的改善带来的消费需求提升，洗涤用品行业有望得到进一步发展。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2013 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。

成立于 1998 年的北京双娃乳业有限公司（以下简称“双娃乳业”）是公司适应农业产业化的大趋势而设立的大型乳品企业，是中国乳制品工业协会副理事长单位和北京市农业产业化龙头企业。公司立足于乳品产业的基础资源，以奶源为核心，形成了完整的乳业产业链，已

发展成为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大型农业产业化企业，公司具有明显的成本优势。

北京洛娃日化有限公司（以下简称“洛娃日化”）作为中国洗涤用品工业协会副理事长单位，以“绿色、环保、健康”作为产品的基本理念，在国内首家提出了绿色、环保、健康的洗涤用品概念，企业应用 MES 配比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，并被认定为“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。洛娃日化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。目前洛娃日化产品已具有一定的知名度。

旅游地产方面，公司实行以旅游度假与高档会议中心为核心的品牌战略，现已成功开发建设了金潮玉玛国际酒店、金潮玉玛丫髻山森林酒店、平谷桃源溪谷度假村、洛娃农场等项目。

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。

公司董事长胡克勤，55 岁，大专，曾在河北邢台棉织厂任技改办主任、厂长助理，1994 年创办公司至今，现任公司董事长、总裁，连续三届全国政协委员、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。

公司董事、副总裁莫新学，51 岁，本科，会计师，1981-1998 年从军；1998-1999 年就职

于中国新兴供销总公司，任财务处长；1999 年至今就职于公司，现任公司董事、副总裁。

截至 2013 年 9 月底，公司员工总数 3712 人。从年龄构成来看，30 岁以下占比 38.69%；30-50 岁占比 51.40%；50 岁以上占比 9.91%。从文化程度来看，初中以下占比 8.97%；高中和中专占比 52.37%；大学以上占比 38.66%。从岗位构成看，管理人员占比 8.49%，研发人员占比 2.53%，生产人员占比 73.17%，销售人员占比 15.81%。

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

双娃乳业一贯重视研发，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。

在奶牛养殖方面，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。

在产品品质方面，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。

在乳品生产方面，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。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

洛娃日化注重科技创新，所有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。洛娃日化结合市场需求和国际洗涤产品发展趋势，从产品的技术指标、性能、节水性、安全性等角度出发，不断提高产品的技术含量。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”。2008 年，公司凭借产品“节水型多功能低泡洗衣液”成为国内首家获得“中国节水产品认证证书”的企业，并于 2011 年被列为“北京市专利示范单位”。2013 年被北京市经济和信息化委员会认定为“北京市工业企业知识产权运用能力培育工程试点企业”。

公司“小麦蛋白洗洁精”、“羽绒服清洗剂”等 20 余项发明专利得到国家知识产权局的授权，另有包括“一种防辐射衣物专用洗涤剂”、“全能清洁剂”、“浓缩型香薰衣物柔顺剂”等在内的 13 项发明专利已被国家知识产权局受理审核。与此同时，公司还参与制定了“洗涤用品安全技术规范”等推荐性国家标准，并参与了“皂粉”、“衣料用液体洗涤剂”等行业标准的制定。

表 3 公司参与推荐标准统计表

序号	标准类别	标准名称	标准号
1	推荐性国家标准	表面活性剂中二噁烷残留量的测定 气相色谱法	GB/T 26388-2011
2	推荐性国家标准	衣料用洗涤剂耗水量与节水性能评估指南	GB/T 26398-2011
3	推荐性国家标准	洗涤用品安全技术规范	GB/T 26396-2011
4	推荐性行业标准	洗衣皂粉	QB/T 2387-2008
5	推荐性行业标准	衣料用液体洗涤剂	QB/T 1224-2012
6	推荐性行业标准	衣物柔顺剂再润湿性能的测定	QB/T 4309-2012
7	推荐性行业标准	氧漂剂	QB/T 4310-2012
8	推荐性行业标准	氯漂剂	QB/T 4311-2012

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，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、监事会。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。监事会成员3人，由股东选举产生。监事会设主席1名。

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合资公司、分公司、子公司等的财务管理体系，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、旅游地产三大产业于一体的多元化企业集团。公司本部行使管理职能，具体经营业务由下属子公司负责。

2010~2012 年，公司营业收入持续稳步增长，年均复合增长 8.93%，近三年分别为 30.43 亿元、32.77 亿元和 36.11 亿元。从产品构成看，2012 年日化和乳业板块实现营业收入占比分别为 32.29%和 64.30%，是公司两大核心板块，贡献了超过 95%的营业收入；大厦租赁和其他板块（以酒店收入为主）占比分别为 1.21%和 2.21%，占比较小。从毛利率看，公司近三年综合毛利率波动中小幅上升，主要源自日化板块毛利率上升对整体业绩的拉动，其中：收入占比最高的乳业板块毛利率基本持平，2012 年为 20.32%；日化板块毛利率波动上升，2012 年为 34.92%，较 2011 年提升 7.33 个百分点，主要

受益于 2012 年原材料价格下跌导致成本降低；大厦租赁和其他板块 2012 年毛利率分别为 81.74%和 57.11%，作为辅助板块虽然规模较小，但较高的毛利率水平对整体利润形成了良好的补充。

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 44.84 亿元，为 2012 年全年的 124.18%，收入规模持续扩张，新开发的农村批发市场逐步贡献收入；同期综合毛利率 20.57%，较 2012 年的 26.59%出现下滑，主要受日化产品毛利波动的影响：一方面，公司在 2013 年着力开发农村批发市场，前期开发成本较大，同时农村批发市场的盈利空间相对较薄（2013 年前三季度农村批发市场的毛利率约为 10%左右）；另一方面，原材料价格波动也对传统产品的盈利空间产生了压力。随着农村批发市场的开发力度加大，公司营业收入将进一步提升，但由于农村批发市场毛利较低，公司盈利空间将有所收窄。

总体看，公司营业收入稳步增长，毛利率水平较高；大厦租赁和酒店等辅助板块获利能力较强，对整体利润水平形成良好的补充。

表4 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2010 年			2011 年			2012 年			2013 年 1-9 月		
	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	营业收入	收入占比	毛利率
日化产品	10.45	34.35	31.52	10.48	31.97	27.59	11.66	32.29	34.92	12.50	27.88	18.79
乳制品	19.10	62.75	19.63	21.05	64.24	20.07	23.22	64.30	20.32	31.35	69.91	19.83
大厦租赁	0.46	1.51	77.11	0.45	1.38	79.34	0.44	1.21	81.74	0.47	1.05	77.09
其他	0.42	1.39	70.39	0.79	2.41	57.45	0.80	2.21	57.11	0.52	1.16	56.89
合计	30.43	100.00	25.29	32.77	100.00	24.19	36.11	100.00	26.59	44.84	100.00	20.57

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北京双娃乳业有限公司（以下简称“双娃乳业”）。双娃乳业乳制品业务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链。

在奶源基地的建设上，公司形成了“公司+基地+农户”的产业管理模式，通过统一繁育改良，统一饲料饲养，统一机械化挤奶，统一

防病灭疫，统一核算奶资，将奶源基地纳入到统一的管理体系中来，从源头上彻底保证了原料安全。公司向农户出售奶牛，农户向公司统一采购饲料并进行饲养，公司建立奶厅、奶站向农户收购鲜奶，同时公司向客户提供奶牛防病灭疫等专业化服务。公司通过服务机制、契约机制等方式，实现了企业与农户的利益对接，促进了乳业产业化进程。

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，其中嵯岗牧场占地 172 万亩），并且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。其中嵯岗牧场公司自有牛只存栏数 9251 头、滦县牧场牛只存栏数为 2479 头、阿荣旗牧场自有牛只存栏数 17902 头。

表 5 公司牛只存栏数据（单位：头）

地区	自有	奶农
阿荣旗牧场	17902	116987
滦县牧场	2479	--
嵯岗牧场	9251	13038
海拉尔地区	--	45698
合计	29632	175723

资料来源：公司提供

在奶牛养殖方面，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，首批获得了“国家良好农业规范认证示范牧场”称号。奶牛经过精心挑选、确定谱系明晰，年产奶量高达 7-10 吨。

在饲料种植加工方面，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，保证了优质高产奶牛营养均衡、高产健康。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。在饲料开发上，生产各类犊牛、育成牛、青年牛、成乳牛饲料产品。

原材料供应

公司乳制品业务采购主要为生鲜奶和包装材料。其中生鲜奶主要由双娃乳业建立奶厅、奶站向农户收购生鲜奶，再由有生鲜奶运输资格的专用奶车进行运输。

原料供应方面，奶价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是影响原材料供应的主要原因。2008 年，受三聚氰胺等安全性事件影响，国内乳业市场景气度下降、上游行业出现萎缩（2009 年中国奶源市场呈负增长、进口增长），随着国家整治力度加大，事件影响渐消，负增长态势逐渐扭转，上游市场供应趋紧，为规避上游风险，公司加大原料基地建设，扩大奶厅、奶站规模。

采购结算方面，针对农户采购，公司通过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，涉及现金结算的比例较低；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。2008 年底三聚氰胺事件发生后，乳品行业进入低迷，上游原料结算周期大幅延长，随着市场的逐步恢复，奶源供应趋紧、结算周期缩短，公司 2010 年大量结算之前年度未清的原料款，后逐年回落。2013 年恒天然事件不断发酵，奶源市场紧张情况再现，公司为保证奶源优势、防止奶源外流，进一步加大结算力度、缩短结算周期。

表 6 公司近年生鲜乳采购数据

生鲜乳	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
自产	9.47	11.35	11.34	12.19
外收	43.03	44.90	43.86	48.72
合计	52.50	56.25	55.20	60.91

资料来源：公司提供

2010-2012 年，公司生鲜乳采购量波动上升，采购价格波动下降。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，导致全球奶源价格大幅上涨，2013 年前 3 季度公司采购价格较 2012 年上涨 38.76%。

包装材料采购方面，公司每年采用招投标的形式确定供应商。采购原则为未经审核批准的请购物资一律不得采购，未经验收的物资一

律不得付款，必须遵守“货比三家、比质比价”的原则，能集中采购的，不零星采购；凡本地能解决的，不到外地采购；能通过生产直供商采购的，不通过代理商、批发商采购。

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。

公司主要产品为全脂奶粉。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、喷雾干燥处理制成奶粉，实现了生产设备的节能、环保、卫生安全及自动化控制。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。

双娃乳业生产的工业奶粉广泛应用于乳饮料、冷饮、焙烤、糖果等行业。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，形成了成熟的营销体系，产品供不应求，成为中国工业奶粉的主要生产企业之一。其中公司前五大客户占销售额的 70% 左右，集中度较高。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。

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。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 2013 年应收账款规模得到缩减。

表 7 公司奶粉主要经营数据

奶粉	2010	2011	2012	2013 年 1~9 月
产量（吨）	63875	67690	79076	88289
销量（吨）	64430	69909	77663	87812
平均价格（含税）（元/吨）	28761	29100	28300	38780
销售额（万元）	185306	203434	219787	340535

资料来源：公司提供

注：上述销售额与表 4 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，2012 年分别为 79076 吨和 77663 吨，2013 年 1~9 月进一步增至 88289 吨和 87812 吨，超过了 2012 年全年的水平；奶粉产销率一直保持高水平，2012 年为 98.21%。2012 年以来，由于产品无法满足客户需求，公司部分产量为从周边采购进行贴牌生产。

销售价格方面，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。由于价格调整周期较短、调整较为及时，奶粉价格的波动幅度和生鲜乳原料波动幅度较为一致，2012 年公司奶粉均价为 2.83 万元/吨，2013 年 1~9 月增至 3.88 万元/吨，较 2012 年上升 37.03%，增长趋势与生鲜乳基本一致。由此可见，公司乳制品板块毛利率处于相对稳定的态势。

总体看，公司乳业板块产销规模持续扩大，市场认可度良好；该板块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，产业链较长，具有一定的资源优势和成本优势，抗风险能力较强；原材料价格波动能够及时通过产品价格调整，盈利空间相对稳定。

3. 日化业务

日化板块的经营实体为北京洛娃日化有限公司（以下简称“洛娃日化”）。洛娃日化是公司的全资子公司，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 100 多种产品，其中，洗衣液、洗洁精、洁厕剂为公司的主导产品。

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，截至目前技改工作已完成。

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），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，2012 年公司日化板块原料采购成本占成本总额的 85.60%，其中向前五大供应商采购合计占比 38.59%。公司原料均为国内供应，基本无需进口。

从采购结算看，公司采用现款现货为主、票据结算为辅的方式，AES、磺酸、AEO-9 等部分原材料采用预付款方式。2012 年以来，公司应收账款大幅增长，导致公司与上游供应商票据结算金额上升，同时预付方式购买原料的比例有所增加。

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，这三类占 2012 年采购总额的比重分别为 22.65%、9.33%和 4.00%；包装用原料主要为自立袋和

纸箱，2012 年采购量占比分别为 30.06%和 26.54%。整体看，公司对包装用料的采购占比超过生产用料，因不同种类产品的附加值、用途和配方不同，高附加值产品成本中生产用料占比相对较高。

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：AES 和 AEO-9 均价波动下降，2012 年较 2011 年分别下降 27.26%和 19.28%；磺酸均价 2012 年较 2011 年下降 7.86%，2012 年较 2011 年分别下降 27.26%和 19.28%，自立袋、纸箱等包装用料的均价稳中有升；2013 年 1~9 月，受国际原油价格震荡上涨的影响，原料均价较 2012 年有所上升。

从采购量看，随着原料价格的波动，公司在保证正常生产用料的情况下，适当调节当期的采购数量，以降低原料大幅波动对盈利能力造成的压力；自立袋、纸箱等包装用料的采购量一直保持相对稳定。其中，包装用料采购周期较长，一般为 1~2 个月，一般会采取库存备货的方式保证用量；生产用原料采购周期较短。

表 8 2010-2013 年 1~9 月公司主要原料采购情况

主要原料名称	采购金额(万元)			
	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1~9 月
AES	13020	13580	14088	10883
磺酸	5361	5592	5801	4616
AEO-9	2298	2396	2486	2215
自立袋	17278	18021	18696	16176
纸箱	15257	15912	16508	14283

资料来源：公司提供

生产和销售

公司自 2000 年开始即专注于液体洗涤剂市场。截至 2013 年 9 月底，公司液体合成洗涤剂设计产能共计 35 万吨，种类和用途呈多元化，其中洗衣液、洗洁精、洁厕剂、柔顺剂、油烟净为公司的五大主导产品，销售额占比超过 80%。2012 年公司生产各类液体洗涤剂共计 17.28 万吨，产能利用率为 49.37%，产能利用不充分主要由于 2012 年公司对重点生产线进行技术改造和翻新以提高产品附加值和设备

运转效率。

2013 年 1~9 月，公司产品产量为 17.94 万吨，为 2012 年全年水平的 103.82%，相比 2012 年同期增长 38.43%，2013 年公司规划引进电子商务平台的营销模式，同时拓展批发业务，随着营销渠道的多元化，公司产品有望从更多层面接触并获取终端消费者。

公司日化产品的产销量较高，近三年一直稳定在 90%以上。分产品看，洗衣液是日化板块产销量最大的产品，近三年产销稳定增长，年均复合增长 7.92%和 7.95%，略高于营业收入增幅（营业收入年均增幅 5.13%），2012 年产销量分别为 11.60 万吨（占比 67.13%）和 10.71 万吨（占比 67.11%）；洗洁精的产销量近三年分别复合增长 3.94%和 3.93%，呈小幅增长趋势，2012 年销量 3.10 万吨（占比 19.42%）；洁厕剂、柔顺剂和油烟净属于小批量产品，近三年销量均呈不同程度的波动上升，2012 年销量分别为 1.32 万吨（占比 8.27%）、0.70 万吨（占比 4.39%）和 0.13 万吨（占比 0.81%），较 2011 年同比增长 9.09%、40.00%和 18.18%。2013 年 1~9 月，公司产品产销量分别为 17.94 万吨和 17.04 万吨，相比 2012 年同期分别增长 38.43%和 42.83%。

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。分产品看，洗衣液和柔顺剂价格均稳中略升（年均复合增长 1.41%和 0.90%），2012 年平均价格（含税）分别为 7605.79 元/吨和 7664.29 元/吨，为同一价格档次的产品；洗洁精和洁厕剂的价格均呈小幅波动，经历 2011 年的小幅增长后于 2012 年有所回落（仍略高于 2010 年水平），2012 年均价分别为 6608.06 元/吨和 4816.67 元/吨，价格低于洗衣液和柔顺剂；油烟净作为公司销量最少的产品，因具有特殊功效、细分市场容量较小等特性，近三年价格虽有波动，但始终处于高位，2012 年均价为 17992.31 元/吨。2013 年 1~9 月，除油烟净外的 4 款产品的均价较 2012 年变动不大，油

烟净价格增至 18517.11 元/吨，增幅不大。

表9 2010-2013年1~9月日化板块各产品产销情况
（单位：万吨、%、元/吨、万元）

产品		2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1~9 月
洗衣液	产量	9.96	10.48	11.60	8.08
	销量	9.19	9.67	10.71	7.63
	产销率	92.27	92.27	92.33	94.48
	均价(含税)	7395.76	7518.30	7605.79	7606.66
	销售额	67967.00	72702.00	81458.00	58038.83
洗洁精	产量	3.11	3.17	3.36	2.38
	销量	2.87	2.93	3.10	2.21
	产销率	92.28	92.43	92.26	92.73
	均价(含税)	6552.96	6660.41	6608.06	6604.33
	销售额	18807.00	19515.00	20485.00	14595.56
洁厕剂	产量	1.38	1.31	1.43	0.94
	销量	1.28	1.21	1.32	0.94
	产销率	92.75	92.37	92.31	99.86
	均价(含税)	4784.38	4898.35	4816.67	4819.23
	销售额	6124.00	5927.00	6358.00	4530.08
柔顺剂	产量	0.65	0.54	0.75	0.56
	销量	0.60	0.50	0.70	0.5
	产销率	92.31	92.59	93.33	89.60
	均价(含税)	7528.33	7628.00	7664.29	7645.12
	销售额	4517.00	3814.00	5365.00	3822.56
油烟净	产量	0.15	0.12	0.14	0.1
	销量	0.14	0.11	0.13	0.09
	产销率	93.33	91.67	92.86	90.00
	均价(含税)	18200.00	18490.91	17992.31	18517.11
	销售额	2548.00	2034.00	2339.00	1666.54

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，其中：近三年，北京市场销售额占比始终保持在 50%以上，且呈持续增长趋势，2012 年为 64%；外埠市场中，以华北、东北为主攻市场，近三年，辽宁和黑龙江两省销售额合计占比均在 15%以上，2012 年为 16%，河北和山东紧随其后，2012 年销售额占比分别为 5%和 1%。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；自 2013 年开始，逐步进入电子商务市场，先后与京东商城、苏宁易购、一号店、亚马逊、淘宝等电商开展合作。物流模式方面，公司与专业物流公司建立了合作伙伴关系。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10 2010-2013年1~9月销售额区域分布情况
(单位：%)

区域	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1~9 月
北京	52	59	64	53
辽宁	13	11	11	12
黑龙江	5	4	5	6
河北	13	7	5	8
山东	5	2	1	4
其他	12	17	14	17
合计	100	100	100	100

资料来源：公司提供

总体看，公司日化板块平稳增长，原材料价格波动对该板块利润有一定影响；销售以北京地区为主，其他地区销售渠道尚有待进一步开拓。

4. 旅游地产业务

公司旅游地产业务主要由北京金潮玉玛国际酒店有限公司、北京洛娃度假村有限公司、北京金潮玉玛丫髻山森林酒店有限公司（由公司二级子公司北京京东道生态旅游开发有限公司直接持股）为经营主体，公司其余全资子公司北京鸿发房地产开发有限公司、北京峨嵋苑科技服务有限公司、北京丫髻山金谷科技发展有限公司、北京丫髻山房地产开发有限公司均是围绕上述公司设立的项目公司（负责酒店建设、物业服务等），目前无其他经营业务。

目前公司旅游地产业逐渐形成了以旅游度假与高档会议中心为核心的品牌战略，成功开发了金潮玉玛国际酒店、金潮玉玛丫髻山森林酒店、平谷桃源溪谷度假村、洛娃农场等项目，另外，望京地区第一个5A级智能化标准写

字楼—洛娃大厦每年给公司带来稳定的租金收入。

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。

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，主要为公司旗下的酒店餐饮提供原料。

金潮玉玛国际酒店营业面积3万平米，酒店拥有7幢楼共89套各种类型的高级客房，康体中心设有专业的健身器材、SPA水疗、桑拿按摩、KTV、棋牌室及室内游泳馆等娱乐项目。酒店共有各式会议室14个，其中1500平米的金潮文化广场可接待700多人的会议及近千人的就餐活动；多个餐厅可同时接待1600人用餐。

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%。

2010~2012年，洛娃大厦实现租赁收入分别为0.46亿元、0.45亿元和0.44亿元，毛利率逐年增长，2012年为81.74%。2010~2012年其他产业销售收入（主要为酒店收入）分别为0.42亿元、0.79亿元和0.80亿。2013年1-9月大厦租赁和其他产业收入分别为0.47亿元和0.52亿元，毛利率为77.09%和27.92%。

5. 经营效率

2010~2012 年公司销售债权周转次数分别为 4.79 次、4.41 次和 3.12 次，销售债权周转效率逐年下降。2010~2012 年，存货周转次数小幅波动上升，分别为 2.78 次、2.65 次、2.84 次。总资产周转次数基本持平，分别为 0.46

次、0.44 次和 0.41 次。总体看，公司整体经营效率一般。

6. 未来发展

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，在上述领域树立民族企业的品牌，形成更加具有竞争性和产业领导力的企业发展格局；旅游产业作为公司产业布局的重要组成部分，将立足环境与人文的合理开发与利用，平稳发展，成为主业的有益补充。

未来3年，公司计划新增投资12.40亿元。其中，日化产业投资5.52亿元，乳业投资5.76亿元，旅游产业投资1.12亿元。

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基本完工，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。

旅游地产新增投资主要用于建设旅游配套项目，实现旅游产业的良性发展。该款项将主要用于旅游产业周边山林、果园等环保配套项目的综合开发利用。

总体看，公司未来发展规划清晰，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；公司主业盈利能力较强，为未来的新增投入形成支撑，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。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2010-2012 年三年连审审计报告经北京中万华会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见。公司 2013 年三季度报表未经审计。近三年公司合并范围未发生变化。

截至 2012 年底，公司（合并）资产总额为 92.32 亿元，所有者权益合计 65.79 亿元。2012 年公司实现营业收入 36.11 亿元，利润总额 7.87 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 95.84 亿元，所有者权益合计为 70.26 亿元。2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 44.84 亿元，利润总额 5.31 亿元。

2. 资产质量

2010~2012 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 18.19%，主要来自应收账款和投资性房地产的快速增长。截至 2012 年底，公司（合并）资产总额为 92.32 亿元，其中流动资产占 35.81%，非流动资产占 64.19%，以非流动资产为主。

流动资产

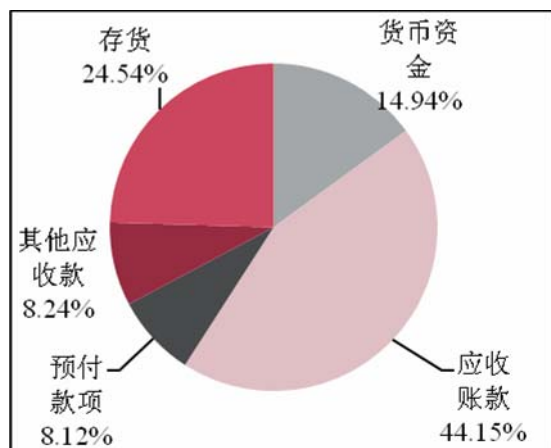
2010~2012 年，公司流动资产年均复合增长 29.56%，主要来自应收账款的大幅增长。截至 2012 年底，流动资产合计 33.06 亿元，主要由货币资金、应收账款、存货、其他应收款和预付款项构成。

2010~2012 年，公司货币资金年复合增长 38.39%，截至 2012 年底为 4.94 亿元，主要由银行存款（占 98.45%）构成。

2010~2012 年，公司应收账款净额年复合增长 51.61%，主要由于收入规模增长以及合作客户账期调整导致，公司对前 10 名客户账期由原来的 1 个半月延长至 3 个月而致。截至 2012 年底，公司应收账款为 14.59 亿元，前五大客户应收款项占总额的 9.46%，集中度较低。

账龄基本在一年以内，由于回收风险较低，公司未计提坏账准备。

图9 2012年底公司流动资产主要构成



资料来源：公司审计报告

2010~2012年，公司预付账款年均复合增长49.84%，截至2012年底为2.69亿元，主要为预付供应商材料款。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。

2010~2012年，公司其他应收款年均复合增长40.78%，截至2012年底为2.72亿元，主要为紫铜矿业等单位与公司的往来款，集中度较低。

2010~2012年，公司存货年均复合下降0.49%，2012年底为8.11亿元，主要由原材料（占29.56%）和库存商品（占70.44%）构成；由于存货无明显减值迹象，公司未计提存货跌价准备。

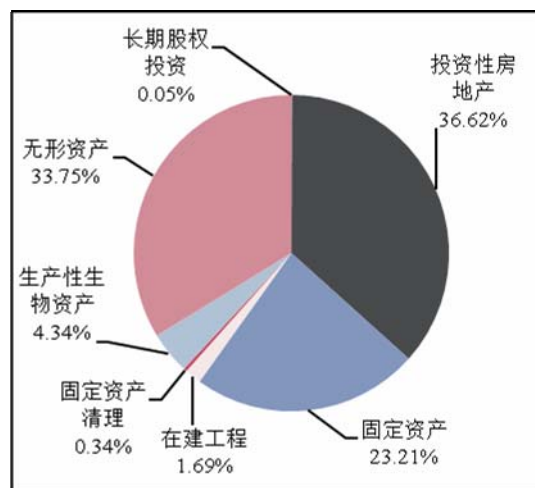
非流动资产

2010~2012年，公司非流动资产年均复合增长13.02%，2012年底合计59.25亿元，主要由固定资产、投资性房地产、生产性生物资产和无形资产构成。

2010~2012年，公司投资性房地产年均复合增长67.44%，主要系公司拥有的可出租物业洛娃大厦以及旗下2家酒店（金潮玉玛国际酒店和金潮玉玛丫髻山森林酒店）等资产公允价值增加所致（北京恒浩房地产评估有限公司于2012年出具房地产评估报告）。2012年底投资性房地产为21.70亿元，主要由房屋、建筑物

（占56.22%）和土地使用权（占43.78%）构成。

图10 2012年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2010~2012年，公司固定资产净额基本稳定，2012年底固定资产账面原值为16.14亿元，主要由房屋建筑物（占59.21%）、机器设备（占34.09%）、运输设备（占0.70%）和办公设备（占5.99%）构成；2012年累计计提折旧2.39亿元，未计提相关减值准备，综合成新率85.20%。

截至2012年底，公司在建工程1.00亿元，主要为呼伦贝尔万头奶牛项目（0.71亿元）和呼伦贝尔乳业产业化项目（0.26亿元）。公司在建工程截至2013年3月底已基本完工，但尚未结算。

2010~2012年，公司无形资产年复合下降2.58%，截至2012年底为20亿元，主要由草场（占9.09%）、嵯岗牧场（占89.51%）和洛娃商标（占1.37%）构成。

2010~2012年，公司生产性生物资产年复合下降1.39%，截至2012年底为2.57亿元。由成乳牛构成。

截至2013年9月底，公司资产总额为95.84亿元，较2012年底略增3.82%。其中，货币资金较2012年底增长54.23%，主要源于销售规模扩大、现金销售比例提高以及加大催款力度等因素。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,公司发货后,应收货款暂计入其他应收款(之前年度直接计入应收账款),待开具发票后转入应收账款并确认收入,导致应收账款和其他应收款发生一定变动:其他应收款增长 177.41%,主要源于已发货但未开票的货款;应收账款下降明显,较 2012 年底下降 32.11%,除账务处理变动的因素外,同时得益于部分产品现金销售比例提升、公司内部催款力度加大。2013 年 9 月底,公司资产总额中流动资产和非流动资产所占比例分别为 38.98%和 61.02%,相比 2012 年底,流动资产占比虽略有提升,但整体构成仍以非流动资产为主。

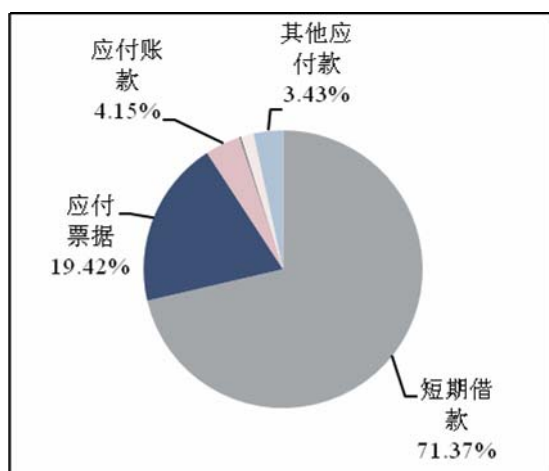
总体看,公司资产主要以非流动资产为主,非流动资产中投资性房地产、固定资产和无形资产占比大,流动资产中存货和应收账款占比大,公司整体资产质量和流动性一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2010~2012 年,公司负债总额年均复合增长 14.77%,2012 年底合计 26.52 亿元,其中流动负债占 90.27%,非流动负债占 9.73%。近年公司负债结构相对稳定,以流动负债为主,债务结构有待改善。

图 11 2012 年底公司流动负债构成情况



资料来源:公司审计报告

2010~2012 年,公司流动负债年均增长 23.16%,主要源自短期借款、应付票据的增长,

截至 2012 年底合计 23.94 亿元,主要由短期借款、应付票据、应付款项和其他应付款构成。

2010~2012 年,公司短期借款年复合增长率为 11.00%,截至 2012 年底,公司短期借款为 17.09 亿元,主要为抵押借款和保证借款,分别占 51.79%和 43.03%。

2010~2012 年,公司与供应商之间结算方式发生变化,票据结算大幅增加,导致应付票据年均复合增长 581.81%,截至 2012 年底 4.65 亿元,全部为银行承兑汇票。

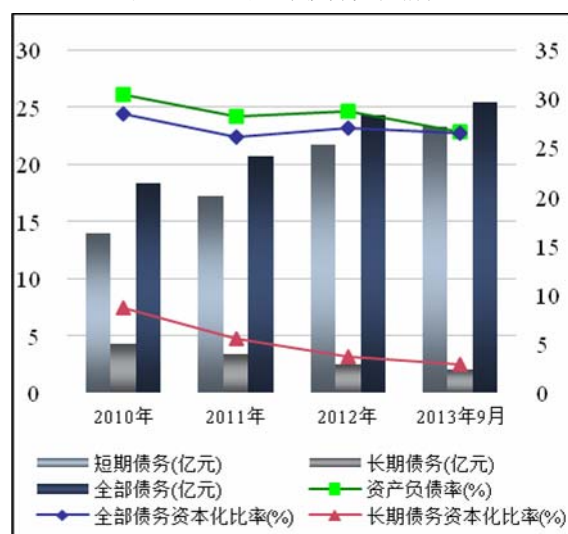
2010~2012 年,公司应付账款年均复合增长 42.52%,截至 2012 年底 0.99 亿元,账龄方面,全部为 1 年内应付供应商的货款。

2010~2012 年,公司其他应付款项年均复合增长 6.47%,截至 2012 年底 0.82 亿元,主要为房租押金和运费,账龄全部为 1 年以内。

2010~2012 年,公司非流动负债年均复合下降 22.99%,截至 2012 年底合计 2.58 亿元,全部为长期借款,且为保证借款。

债务负担方面,2010~2012 年,公司债务规模逐年增长,全部债务年均增长 15.21%。其中短期债务占比分别为 76.25%、83.19%和 89.39%,债务结构有待进一步改善。截至 2012 年底,公司全部债务 24.32 亿元。

图 12 公司近年债务负担情况



资料来源:公司财报

从债务指标来看,近三年公司资产负债率

和全部债务资本化比率小幅波动下降，长期债务资本化比率逐年下降，三项指标三年平均值分别为 28.93%、27.02%和 5.30%，截至 2012 年底分别为 28.73%、26.99%和 3.77%，公司负债水平低，有息债务负担轻。

截至 2013 年 9 月底，公司负债总额合计 25.59 亿元，较 2012 年全年降低 2.18%，各科目变动较小。2013 年 9 月底，公司全部债务 25.43 亿元，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 26.70%、26.57%和 2.94%，基本保持稳定。

总体看，公司负债以流动负债为主，有息债务负担轻，但债务结构有待改善。

所有者权益

2010~2012 年，公司所有者权益年均复合增长率为 19.66%，主要是未分配利润增加所致。截至 2012 年底，公司所有者权益合计 65.79 亿元，主要由实收资本（占 0.91%）、资本公积（占 48.47%）、盈余公积（占 2.28%）、未分配利润（占 48.34%）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 2013 年 9 月底，公司所有者权益合计 70.26 亿元，较 2012 年底增长 6.79%，主要来自未分配利润的增长。公司权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2010~2012 年，公司营业收入平稳增长，年均复合增长 8.93%，2012 年实现营业收入 36.11 亿元，同期，公司营业成本年均复合增长 7.97%，略低于营业收入增幅。

2010~2012 年，期间费用年均复合下降 1.40%，其中营业费用和管理费用分别年均下降 9.45%和 14.46%，财务费用随着债务规模的增长年均复合增长 36.37%。三年期间费用分别占营业收入的 14.7%、13.67%和 12.04%，公司期间费用控制能力逐年增强。

2010~2012 年，公司公允价值变动收益分别为 1.26 亿元、9.92 亿元和 3.19 亿元，主要为投资性房地产公允价值变动收益。近三年公司营业外收入分别为 0.36 亿元、0.07 亿元和

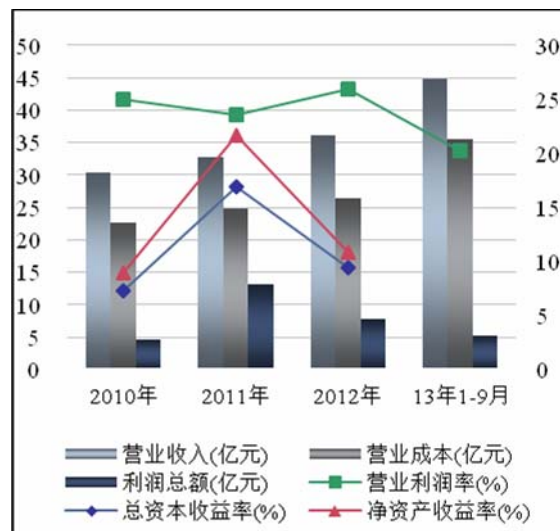
0.02 亿元，主要为政府补助。2010~2012 年，公司利润总额波动上升，2012 年为 7.87 亿元。近三年公允价值变动收益分别占利润总额的 27.06%、75.49%和 40.58%。

盈利指标方面，2010~2012 年，公司营业利润率波动上升，2012 年为 26.00%；近三年总资产收益率分别为 7.35%、16.93%、9.46%，净资产收益率分别为 9.01%、21.64%、10.87%，波动较大，主要源自公允价值变动收益的大幅波动。

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 44.84 亿元，为 2012 年全年的 124.18%，收入规模持续扩张，新开发的农村批发市场逐步贡献收入；

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 44.84 亿元，利润总额 5.31 亿元，分别为 2012 年全年水平的 124.17%和 67.47%，收入大幅增长主要由于新开发的农村批发市场对业绩的拉动；营业利润率为 20.24%，较 2012 年减少 5.76 个百分点，主要受日化板块盈利能力降低的影响。

图 13 公司近年收入和利润情况



资料来源：公司财报

总体看，近年公司收入平稳增长，主业盈利能力较强，公允价值变动收益对利润贡献大。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看, 2010~2012 年, 公司流动比率和速动比率逐年上升, 2012 年底分别为 138.08%和 104.19%, 2013 年 9 月底分别增至 159.27%和 126.71%。近三年公司经营现金流动负债比波动下降, 2012 年底为 5.86%, 公司经营净现金流对流动负债的保障能力较弱。整体看, 公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债指标来看, 2010~2012 年, 随着利润总额的波动上升, 公司 EBITDA 波动增长 31.32%, 2012 年为 10.43 亿元。EBITDA 利息倍数波动下降, 三年分别为 8.02 倍、15.55 倍和 7.38 倍; 全部债务/EBITDA 波动下降, 分别为 3.03 倍、1.38 倍和 2.33 倍。整体看, 公司 EBITDA 对债务本息的保障能力较强。

截至 2013 年 9 月底, 公司共获得各银行授信额度合计 25.58 亿元, 其中, 已使用额度 24.43 亿元, 公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2013 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 11.12%。紫铜矿业成立于 2004 年 7 月, 原名为北京紫铜矿业投资有限公司, 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 2012 年底, 紫铜矿业总资产为 30.14 亿元, 所有者权益为 28.06 万元; 2012 年实现营业收入 1.16 亿元, 利润总额 0.50 亿元。目前紫铜矿业正常经营, 公司或有负债风险较小。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信息报告, 截至 2014 年 1 月 21 日, 公司无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。

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较强。

十、结论

随着中国经济增长带动国民收入和生活水平的提高, 城市化进程的加快和农村清洁卫生状况的改善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、旅游地产三大产业于一体的多元化企业集团, 乳业已形成完整产业链, 并拥有稳定的奶源, 具有明显的成本优势; 日化技术水平较高, 具有一定的知名度; 旅游地产已成为主业的有益补充。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。

公司资产质量一般, 负债以流动负债为主, 债务结构有待改善, 有息债务负担轻。主业盈利能力较强, 公允价值变动收益对利润贡献大; EBITDA 对债务本息的保障能力较强。

总体看, 公司主体信用风险较低。

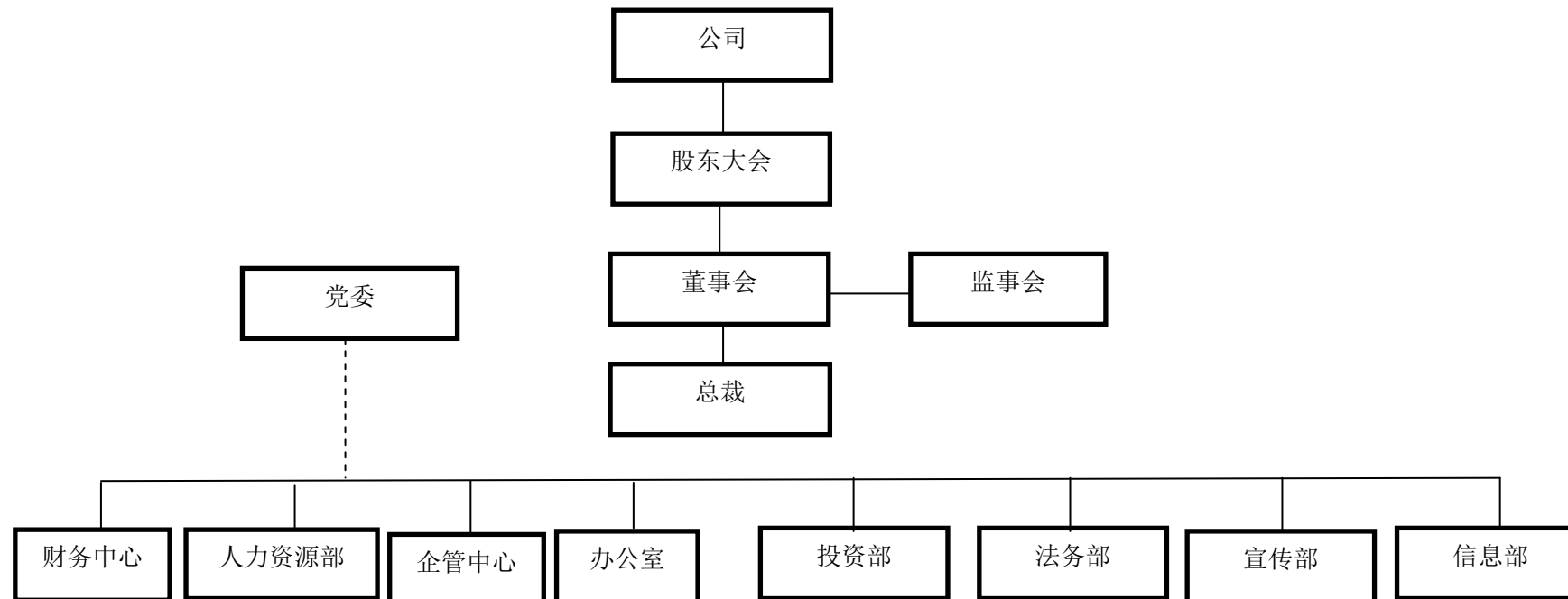
附件 1-1 股权结构图

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 1-2 2013 年 9 月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	北京洛娃度假村有限公司	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%

附件 1-3 组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动资产：					
货币资金	25796.09	30243.12	49404.83	38.39	76196.28
交易性金融资产					
应收票据	45.00	30.00	42.00		64.20
应收账款	63493.67	85089.10	145949.19	51.61	99078.84
预付款项	11959.54	9129.41	26850.62	49.84	46350.57
应收利息					
应收股利					
其他应收款	13740.75	26257.34	27231.81	40.78	75544.09
存货	81924.97	105736.81	81128.31	-0.49	76389.82
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	196960.02	256485.78	330606.76	29.56	373623.79
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	300.00	300.00	300.00		0
投资性房地产	77410.15	185081.00	217017.00	67.44	217017.00
固定资产	149000.32	134385.29	137507.68	-3.93	138732.91
在建工程		2851.23	10028.18		
工程物资	0.80				
固定资产清理			1986.67		
生产性生物资产	26439.99	32755.77	25710.79	-1.39	33200.32
油气资产					
无形资产	210748.72	205371.35	199993.97	-2.58	195859.36
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用					
递延所得税资产					
其他非流动资产					
非流动资产合计	463900.00	560744.63	592544.28	13.02	584809.59
资产总计	660860.01	817230.41	923151.05	18.19	958433.37

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动负债：					
短期借款	138690.00	165640.00	170887.00	11.00	183552.00
交易性金融负债					
应付票据	1000.00	6586.00	46487.00	581.81	49400.00
应付账款	4890.21	5910.80	9932.98	42.52	165.56
预收款项	254.61	319.56	308.61	10.09	178.06
应付职工薪酬	292.12	287.66	131.21	-32.98	185.31
应交税费	5471.20	2294.42	3472.94	-20.33	326.97
应付利息					
应付股利					
其他应付款	7248.45	14962.64	8216.12	6.47	770.14
预计负债					
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	157846.59	196001.08	239435.85	23.16	234578.04
非流动负债：					
长期借款	43500.00	34800.00	25800.00	-22.99	21300.00
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	43500.00	34800.00	25800.00	-22.99	21300.00
负债合计	201346.59	230801.08	265235.85	14.77	255878.04
所有者权益：					
实收资本(或股本)	6000.00	6000.00	6000.00		6000.00
资本公积	318871.36	318871.36	318871.36		318871.36
减：库存股					
盈余公积	12124.29	14892.19	14980.02	11.15	14980.02
未分配利润	122517.78	246665.78	318063.82	61.12	362703.95
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	459513.43	586429.33	657915.19	19.66	702555.33
少数股东权益					
所有者权益合计	459513.43	586429.33	657915.19	19.66	702555.33
负债和所有者权益总计	660860.01	817230.41	923151.05	18.19	958433.37

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~9 月
一、营业收入	304342.00	327719.04	361103.59	8.93	448376.92
减: 营业成本	227378.46	248431.70	265074.87	7.97	356149.39
营业税金及附加	1022.27	1921.37	2124.49	44.16	1455.67
营业费用	24155.45	21692.44	19806.56	-9.45	11405.17
管理费用	12936.31	13313.86	9465.62	-14.46	15936.40
财务费用	7647.88	9808.19	14222.23	36.37	9916.37
资产减值损失					
加: 公允价值变动收益	12585.61	99236.83	31936.00	59.30	
投资收益		1.64			
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	43787.25	131789.95	82345.81	37.13	53513.92
加: 营业外收入	3587.83	701.97	216.46	-75.44	936.29
减: 营业外支出	871.75	1031.33	3860.15	110.43	1348.15
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	46503.33	131460.60	78702.12	30.09	53102.06
减: 所得税费用	5087.66	4544.69	7216.25	19.10	8461.92
四、净利润	41415.67	126915.90	71485.86	31.38	44640.14

附件 4 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率 (%)	2013 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	341717.58	358600.83	281547.81	-9.23	427435.06
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	3587.83	801.16	216.46	-75.44	936.29
经营活动现金流入小计	345305.41	359401.99	281764.27	-9.67	428371.35
购买商品、接受劳务支付的现金	316929.66	309308.02	235158.81	-13.86	351410.89
支付给职工以及为职工支付的现金	2383.13	2242.38	2812.29	8.63	1163.84
支付的各项税费	6603.56	7143.18	9340.74	18.93	9917.59
支付其他与经营活动有关的现金	3478.69	34444.98	20411.19	142.23	34293.07
经营活动现金流出小计	329395.04	353138.56	267723.04	-9.85	396785.40
经营活动产生的现金流量净额	15910.37	6263.43	14041.23	-6.06	31585.95
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	1100.00				
取得投资收益收到的现金		1.64			
处置固定资产和其他长期资产收回的 现金净额					
处置子公司及其他单位收到的现金净 额					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	1100.00	1.64			
购建固定资产、无形资产等支付的现金	9051.78	10259.85	16793.29	36.21	5956.13
投资支付的现金					
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	9051.78	10259.85	16793.29	36.21	5956.13
投资活动产生的现金流量净额	-7951.78	-10258.21	-16793.29		-5956.13
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金					
取得借款收到的现金	190980.00	171640.00	45148.00	-51.38	15578.00
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	190980.00	171640.00	45148.00	-51.38	15578.00
偿还债务支付的现金	175500.00	153390.00	9012.00	-77.34	4500.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7647.88	9808.19	14222.23	36.37	9916.37
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	183147.88	163198.19	23234.23	-64.38	14416.37
筹资活动产生的现金流量净额	7832.12	8441.81	21913.77	67.27	1161.63
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	15790.71	4447.03	19161.71	10.16	26791.45
加: 期初现金及现金等价物余额	10005.38	25796.09	30243.12	73.86	49404.83
六、期末现金及现金等价物余额	25796.09	30243.12	49404.83	38.39	76196.28

附件 5 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	41415.67	126915.90	71485.86	31.38
加: 资产减值准备				
固定资产折旧及其他	1814.11	5297.26	6464.90	88.78
无形资产摊销	5377.38	5378.69	5378.69	0.01
长期待摊费用摊销	985.51			
处置固定资产、无形资产等损失				
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	-12585.61	-99236.83	-31936.00	
财务费用	7647.88	9808.19	14222.23	36.37
投资损失		-1.64		
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-31549.80	-23811.84	31653.48	
经营性应收项目的减少	-18813.56	-31266.89	-79555.78	
经营性应付项目的增加	21618.79	13180.59	-3672.16	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	15910.37	6263.43	14041.23	-6.06
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	25796.09	30243.12	49404.83	38.39
减: 现金的期初余额	10005.38	25796.09	30243.12	73.86
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	15790.71	4447.03	19161.71	10.16

附件 6 主要计算指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	4.79	4.41	3.12	3.84	--
存货周转次数(次)	2.78	2.65	2.84	2.77	--
总资产周转次数(次)	0.46	0.44	0.41	0.43	--
现金收入比(%)	112.28	109.42	77.97	94.27	95.33
盈利能力					
营业利润率(%)	24.95	23.61	26.00	25.08	20.24
总资本收益率(%)	7.35	16.93	9.46	11.28	--
净资产收益率(%)	9.01	21.64	10.87	13.73	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	8.65	5.60	3.77	5.30	2.94
全部债务资本化比率(%)	28.50	26.09	26.99	27.02	26.57
资产负债率(%)	30.47	28.24	28.73	28.93	26.70
偿债能力					
流动比率(%)	124.78	130.86	138.08	133.25	159.27
速动比率(%)	72.88	76.91	104.19	89.75	126.71
经营现金流动负债比(%)	10.08	3.20	5.86	5.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.02	15.55	7.38	9.96	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.03	1.38	2.33	2.19	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.04	-0.02	-0.01	0.00	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.06	-0.42	-0.19	-0.01	--

注：公司2013年三季度财务数据未经审计

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 主体长期信用等级设置及其含义

注：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

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半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，导致联合资信无法进行全面分析并判定信用等级，联合资信有权撤销信用等级。

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。

