上海远东资信评估有限公司

沪远证评 (2006) 005号

2006年山西运城制版集团股份有限公司 5亿元短期融资券信用评级结论通知

山西运城制版集团股份有限公司:

受贵公司委托,我们对贵公司的短期融资券进行信用评级。我们 实施了现场调研、评级分析、专家评审等必要的评级程序,最终从公 司的运营环境、管理质量、行业地位、财务实力以及偿债保障等方面 评级认定:贵公司2006年拟发行的5亿元短期融资券信用等级为A-1* 级。同时,为及时发现和揭示未来可能出现的潜在风险,我们将对公 司经营状况保持密切关注,并在必要的情况下及时揭示受评对象可能 出现的信用水平变化。

附件:《2006年山西运城制版集团股份有限公司5亿元短期融资券信用评级报告》

上海远东资信评估有限公司

二〇〇六年一月二十六日

2006 年山西运城制版集团股份 有限公司 5 亿元短期融资券 信用评级报告

沪远证评 (2006) 005 号

债信级别: **A-1**⁺级



地址: 上海市淮海中路 622 弄 7 号

邮编: 200020

电话: 0086-021-53061122 (总机)

传真: 0086-021-63848585

网址: www.fareast-cr.com

电子信箱:fareast@fareast-cr.com

上海远东资信评估有限公司

SHANGHAI FAR EAST CREDIT RATING CO.,LTD

二00六年一月

2006年山西运城制版集团股份有限公司5亿元短期融资券信用评级报告

评级结果: A-1+

评级结果释义: A-1⁺级表明具备极强的短期债务 偿还能力,几乎不受外部环境的影响

发行主体: 山西运城制版集团股份有限公司

发行规模: 人民币5亿元

发行期限: 365 天

主要财务指标

人民币: 百万元	2003	2004	2005	
营业额	977.09	1,102.44	1,586.48	
EBIT	157.04	168.17	340.46	
总债务	450.00	670.00	749.24	
净债务	212.00	410.94	399.36	
资本总额	1,565.41	1,949.99	2,337.47	
毛利率 (%)	45.12	42.23	45.12	
EBIT 收益率(%)	16.07	15.25	21.46	
EBIT 利息偿付 (x)	14.46	4.82	8.65	
净债务/ EBITDA (x)	0.67	1.09	0.73	
总债务/资本总额 (%)	28.75	34.36	32.05	

注: 2003-2005 年数据来源为境内审计报告; 表中数据计算公式参见附录一。

分析员: 杨珺 高正桥

评级机构: 上海远东资信评估有限公司

电话: 0086-021-53061122 (总机)

传真: 0086-021-63848585 网址: www.fareast-cr.com E-mail: fareast@fareast-cr.com

注:本报告表述了远东资信对本期债券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有本债券。报告中引用的 企业资料主要由发行人提供,远东资信不对引用资 料的真实性负责。

评级观点

山西运城制版集团股份有限公司(以下简称"运城制版"或"公司")本次短期融资券获得上海远东资信评估有限公司(以下简称"远东资信")A-1⁺级资信等级是基于:

- 凹印制版行业的下游产业—印刷业最终服务于消费型产业,在收入调节政策的影响下将拉动制版行业市场需求的增长,市场前景较好。
- 公司在生产规模、生产技术和市场网络等方面相对国内同业具备明显的竞争优势,具备相对垄断的市场地位。
- 公司内控制度趋于改善,通过内部管理措施的实施有效地缓和了集团内部存在的价格竞争压力。
- 对境外市场的开拓有助于公司保持制版业务的领先 地位。
- 公司财务质量较好,财务结构稳健;盈利能力较强, 经营性现金流量较为充沛、稳定。

上海远东资信评估有限公司同时关注山西运城制版 集团股份有限公司本次短期融资券评级中的风险因素。 由于下属子公司众多而可能带来的内部管理风险,因核 心生产设备依靠国外进口而面临着一定的技术更新风 险,非制版类项目由于市场前景尚不明朗而存在的市场 风险,下游印刷业受环保政策的影响较大而面临着一定 的经营风险等。

特别风险提示:

- ▶ 内部管理风险:运城制版下属子公司数量较多且分布较分散,公司内控制度和法人治理结构有待进一步完善,应避免类似曾经出现过的集团内部价格无序竞争的情况再次出现。
- ▶ 技术更新的风险:运城制版等国内制版企业的核心生产设备主要依靠国外进口,面临着一定的技术更新风险。
- ▶ 非制版类项目的市场风险:运城制版已投资设立的4家非制版类子公司,均涉及高新技术领域,由于投产时间较短或尚处于试运营阶段,面临一定的市场风险。
- ▶ 凹印制版行业的下游产业为印刷业,印刷业受环保政策的影响较大,从而使运城制版面临着一定的经营风险。

◆ 公司概况

山西运城制版集团股份有限公司(以下简称"运城制版"、"公司")前身系成立于 1973 年的山西运城地区制版厂,为城镇集体企业。1997 年 4 月,经山西省人民政府批准,公司整体改制为股份有限公司,变更为现名,注册资本为人民币 16664.40 万元,其中运城地区制版厂集体资产基金会持股 93.17%。2001 年 8 月,公司实施增资扩股,在增加注册资本至人民币 49999.80 万元的同时,由刘克礼等 466 名自然人从运城地区制版厂集体资产基金会资产中购买了 47.91%的股份。2003 年 7 月,公司在注册资本不变的情况下,进行了内部股权结构的调整,刘克礼等 563 名自然人通过股权转让获得了 79.22%的股份,其中,刘克礼持股比例为 23.17%,为公司第一大股东,最新股权结构情况参见图表 1。

股东名称 持股金额 (万元) 持股比例(%) 刘克礼等 563 名自然人 39610.49 79.22 运城地区制版厂集体资产基金会 4598.48 9.2 运城地区制版厂职工合股基金会 2515.00 5.03 运城市城镇集体工业联合社 600.00 1 2 山西运城制版集团股份有限公司职工合股基金会 2675.83 5.35 49999.80 100 合 计

图表 1 公司最新(截至2005年末)股权结构情况

资料来源:公司验资报告

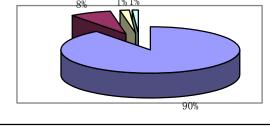
公司第一大股东刘克礼先生,出生于1945年9月,中国共产党党员,大学学历,长期以来任职公司法定代表人、董事长、总经理等职务,为公司的实际控制人。

公司主要从事凹印版辊及压纹版辊的生产与销售,适用于塑料、纸张、花布、皮革等多种承印物。截至 2005 年末,公司拥有从事凹印制版的生产型子公司 48 家,其中境内 37 家,境外 11 家,拥有从德国、美国、瑞士、以色列、日本等国家进口的雕刻机 300 余台,形成年产各类版辊 150 万支以上的生产能力,国内市场占有率达 72%以上,是世界上最大的专业凹印制版企业。公司客户包括各类印刷厂家以及食品、药品、烟草、日化、服装、建材装

饰等行业的生产企业,如台湾顶新集团、伊利集团、三九集团、上海卷烟厂、红塔集团、白沙集团、联合利华、宝洁等国内外知名企业。

公司于 2003 年起先后投资组建 了 4 家非制版业子公司,分别从事精 密型腔模、铸锻毛胚件、有色金属复 合材料、新型合金材料、聚酰亚胺保 鲜膜产品的生产与销售,其中 3 家子

图表 2 公司 2005 年主营业务收入结构图



■制版收入 ■BOPA膜收入 □铝合金铸件收入 □模具收入

数据来源:公司 2005 年度审计报告

公司已于2005年正式投产运营。

截至 2005 年末,公司总资产 260778.89 万元,净资产 127918.35 万元。2005 年完成主营业务收入 158648.17 万元,实现利润总额 36062.86 万元、净利润 28894.58 万元。

◆ 行业分析

制版行业是印刷行业的分支,行业集中度较高,尤其是凹印制版行业的进入 壁垒较高,运城制版在凹印制版市场中具有很强的市场地位

根据工艺不同,印刷可分为胶印、凹印和柔印三种方式,相应地制版行业主要分为胶印制版和凹印制版。国内的柔印制版技术尚不成熟,市场需求以凹印制版为主。经过几十年的发展,制版行业已经成为了印刷行业较为成熟的分支,但由于其专业化程度较高,市场容量不大,业内企业的数量相对较少,行业集中度较高。根据中国印刷技术协会的统计数据显示,目前,国内主要的凹印制版企业包括山西运城制版集团股份有限公司、北京精工华晖凹印制板有限公司等。

运城制版自上世纪 80 年代初开始从 事凹印制版业务,经过 20 多年的发展, 根据中国印刷技术协会的统计排名,公司 目前已成为世界最大的专业凹印制版企 业。尤其是 1997 年改制为股份公司以后, 公司推行了积极的规模扩张策略,重点在 珠三角、长三角、环渤海湾设立全资或控 股子公司,其市场份额一直保持在很高的 水平(参见图表 3)。

图表 3 公司历年市场份额(按销售金额统计)



资料来源:公司统计资料

运城制版在国内凹印制版行业很强的市场地位使得其相对于国内其他制版企业具有明显的竞争优势。目前位列运城制版之后的主要是北京精工和数量众多的浙江私营企业,但其生产规模合计也不足前者的三分之一(如运城制版拥有雕刻机 300 余台,而排名第二的北京精工的雕刻机数量不足 40 台)。与此同时,由于运城制版在国内市场的相对垄断使得国外的制版企业难以在中国立足,如新加坡在深圳开办的合资企业——深圳金都凹版工业有限公司于 2002 年因经营不善被运城制版下属东莞运城制版有限公司收购。

远东资信认为,国内制版行业处于相对垄断的竞争格局,对于新进入者来说,前期所需的资本性支出较大,而且需要规模生产才能弥补前期支出,在已有一个市场占有率超过 70% 的龙头企业的情况下,较高的行业集中度提高了行业的进入壁垒,作为行业相对垄断者的运城制版面临着较好的外部经营环境。

凹印制版行业的主要生产设备依靠进口并受上游无缝钢管等原材料的价格 波动影响,2005年以来钢材价格的回落提升了盈利空间;凹印制版行业的下游 产业—印刷业最终服务于消费型产业,在收入调节政策的影响下将拉动制版行 业市场需求的增长

凹印制版行业是服务于印刷行业的委托加工型行业。从产业链来看(如图表 4 所示), 上游产业主要是制版所需的雕刻机、电镀机等设备制造业、无缝钢管生产业、电解液生产业; 下游产业主要是印刷业,直接服务对象为消费型产业,如食品、药品、烟草、日化、服装、 建材装饰等产品。

 设备制造业
 (食品)

 一大錢钢管生产业
 (制版业)
 (日化)

 电解液生产业
 下游
 (多端需求)

图表 4 凹印制版行业上下游产业链图

资料来源:公司统计资料、远东资信整理

从上游产业来看,目前国内制版企业的核心生产机械—雕刻机,基本上全部自国外进口,主要包括德国、美国、瑞士、以色列、日本等发达国家。国内制版企业在机械设备的采购上缺乏议价能力,采购价格相对较高,机械设备的折旧往往占到生产成本的 50%左右。但随着采购国际化程度加深和国内机械设备制造水平的提高,雕刻机的采购价格正在逐步下降(目前一台雕刻机在 30 万美元左右,其采购价格不到 1993 年的十分之一)。然而,过于依

靠进口设备使包括运城制版 在内的国内制版企业面临着 一定的技术更新风险。

作为凹印制版行业最主要的原材料,无缝钢管在生产成本中所占比重平均为 12%左右。根据统计数据显示,国内无缝钢管价格自 2004 年出现快速上涨后,于 2005 年呈现下降趋势,从而有利于制版企业提升盈利空间(参见图表

图表 5 2004-2005 年国内无缝钢管价格走势



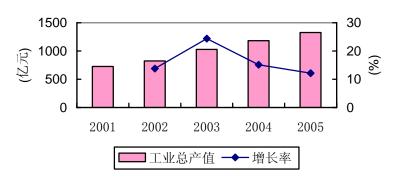
数据来源:中国联合钢铁网

5)。远东资信认为,由于无缝钢管等原材料在凹印制版行业的生产成本中所占比重相对不高, 因此,原材料的价格波动对其盈利空间的影响程度不大。

从下游产业来看,印刷行业的直接服务对象为消费型产业,其需求增长主要取决于居民的收入水平和消费结构的升级,与一些周期型行业不同,这些因素受固定资产投资的影响较小,因此制版业的需求受经济波动的影响相对较小。根据中国印刷技术协会的统计(参见图

表 6), 2001—2005 年我国印刷业的工业总产值从 725 亿元增加到 1326亿元,年复合增长率为16%。根据印刷业"十一五"规划发展目标,"十一五"期间,全国印刷业工业总产值年均增长速度为 8%左右,到"十一五"期末,我国印刷业工业总产值预计达到 2000亿元左右。

图表 6 2001-2005 年印刷业工业总产值和增长率



数据来源:中国印刷业技术协会

2006 年,随着收入调节政策的实施,如个人所得税起征点的上调,取消农业税的改革 正在向广度和深度发展,在提高居民可支配收入的同时也将在一定程度上促进各类消费产品 的需求增长,进而拉动印刷行业的市场需求。远东资信认为,凹印制版行业的下游产业最终 服务于消费型产业,在收入调节政策的影响下,凹印制版行业市场需求的增长较为乐观。

凹印制版行业的市场竞争主要集中在技术含量相对较低的塑料包装版辊产 品上,而运城制版在技术含量相对较高的纸张和装饰凹印版辊产品领域具备明 显优势

凹印制版行业的主要产品大体可分为以下三类:

- 1、塑料包装版辊:市场需求量最大,产量最多,竞争激烈。该类产品的技术和市场都已进入了成熟期,生产企业数目众多,产品价格弹性较大。
- 2、纸张凹印版辊:主要用于印量大,质量一致性要求严格的品牌香烟和酒类产品外包装,技术含量高,市场竞争小。目前国内有能力承揽这类产品的制版企业数量很少,还有部分版辊需要从国外进口。
- 3、装饰凹印版辊:主要用于室内装饰材料的印刷,需求量日益增长。国内制版企业在装饰凹印版辊的设计能力上普遍较为薄弱,大多是复制或抄袭国外设计。该类版辊的生产技术含量很高,目前国内仅运城制版具备此技术。

如图表 7 所示,目前运城制版在国内市场的竞争压力主要集中在塑料包装版辊产品上, 纸张和装饰凹印版辊产品的竞争对手较少。由于运城制版具备了上述三类产品的生产能力, 因此在凹印制版行业的整体市场竞争中占据了较为明显的优势。

	塑料包装小版	塑料包装大版 纸张凹印版		装饰凹印版
竞争对手	众多	较多	较少	很少
产值占比	27%	35%	20%	18%
产品差异性	小	较小	大	大
产品获利能力	低	较低	较高	高
运城制版市场占有率	68%	75%	80%	90%

图表 7 凹印制版行业产品竞争格局

资料来源:公司统计资料

◆ 经营管理分析

运城制版内控制度趋于改善, 2005 年管理措施的实施有效地缓和了集团内部的价格竞争局面

运城制版自 1997 年改制以来,较注重内控制度的建立。具体而言,从财务管理和投资管理的角度来看,集团公司和下属子公司职责明确,集团本部具有最高的财务管理和投资管理决策权,下属子公司没有任何形式的对外融资权限,未经过批准不得从事新的对外投资项目,禁止从事任何形式的短期投资行为。从生产管理的角度来看,集团本部承担了统一进行原材料采购的职责,下属子公司对其自身的生产、销售行为负责。从人事管理的角度来看,下属子公司的主要管理人员和技术人员,包括总经理、财务主管、技术主管等,均由集团本部任命,以委任的形式在子公司任职。总体而言,较健全的内控制度能够在一定程度上规避公司可能面临的经营风险。

然而,随着经营规模的快速扩张,尤其是国内子公司数量的快速增长,由于每家子公司的生产技术、生产能力差异性很小,同时由于在部分重要省市存在着数家同级子公司(如浙江省有7家、上海市有5家),运城制版集团内部存在着激烈的竞争,因内部压价而造成的销售价格下降问题日益显著。为此,公司管理层于2005年初出台了限制集团内部价格无序竞争的有关规定,强制性规定了每个子公司的主要销售客户和销售区域,限制进入其他子公司的销售区域。该项措施的实施效果较显著(详见"财务分析"部分),在一定程度上促使了2005年公司整体盈利水平的回升。

运城制版通过成熟管理模式的复制,在一定程度上规避了生产规模快速扩张 带来的经营风险

由于凹印制版在一定程度上属于委托加工业务,每支版辊均需要根据客户的需求单独生产,从印前设计、机械加工、电渡到雕刻,每支版辊的生产要求都不相同,生产管理难度较大。运城制版自上世纪80年代初开始从事凹印制版业务,经过近20年的发展,已经形成了一套较成熟、规范的生产管理模式,能够通过有效的管理降低各项费用支出,提高生产效率。

根据公司统计资料显示,2005年,运城制版共完成约150万支各类版辊的生产,但废品率仅为1.90%,远低于行业5%的平均水平,生产管理效果显著。

与此同时,运城制版在近年来的快速扩张过程中,将其成熟的生产管理模式运用于每家新成立的子公司。自 1997年以来,每家新成立的子公司基本上都可以做到当年投产、当年盈利。远东资信认为,运城制版通过成熟管理模式的复制,有效地降低了新建企业的各项费用支出,并在一定程度上缓解了生产规模快速扩张可能带来的经营风险。

运城制版在生产技术和市场网络分布上相对国内同业具备明显的竞争优势

从生产技术情况来看,公司凹印制版的核心生产机械—雕刻机基本上全部自国外进口。 德国、美国、瑞士等发达国家在凹印制版领域具备了世界领先的技术优势,运城制版近年来 通过向上述发达国家进口设备,至 2005 年末,已拥有各类雕刻机 300 余台。与此同时,运 城制版还通过组建合资企业的形式(如中德合资企业—运城萨瓦莱斯制版有限公司等)学习 世界领先的凹印制版工艺,从而使公司在装饰凹印版辊产品的生产工艺上相对国内同业而言 具备领先的技术优势。此外,运城制版将每年销售收入的 6%用于产品的研发,十分注重制 造工艺和产品标准与国际一流水平接轨。通过多年的经营,公司系统性地对传统制版工艺的 每个细小技术环节进行了彻底的工艺创新,使其制版产品的合格率高出传统工艺产品 20 个 百分点左右。

从生产销售网络分布情况来看,至2005年末,运城制版下属子公司共计52家(参见图表 8),其中境内41家,遍及全国18个省市,境外11家。这些分支机构的设立增加了公司的市场资。透和服务能力,有助于其稳固客户基础并保持较高的市场份额。

图表 8 公司下属子公司分布区域

	区域	子公司数目(家)	
	长三角地区	16	
国内	珠三角地区	7	
田11	环渤海湾地区	7	
	其它区域	11	
	越南	2	
	巴基斯坦、孟加拉、泰国、缅甸、印	各1家	
	尼、菲律宾、埃及、乌克兰、埃及		
合计		52	

资料来源:公司 2005 年度审计报告

对境外国家的市场开拓有助于保持运城制版的行业领先地位

虽然运城制版在国内凹印制版行业处于相对垄断地位,但是近年来随着整个行业产能的增长,国内凹印制版行业的市场竞争日益激烈,尤其表现在技术含量相对较低的塑料包装版辊产品中,行业平均利润率水平呈现下降趋势。鉴于此,运城制版自 2002 年起确立了做大做强主营业务的战略决策,除了继续加大在国内各省市的投资力度外,开始向境外市场拓展制版业务。

至 2005 年末, 公司在境外已投资设立了 11 家子公司, 全年实现的销售收入所占比重约

为 25%, 毛利率水平超过了 50%, 盈利水平高于国内同类业务。运城制版选择向境外国家进行主业扩张主要考虑到以下几个因素: 首先,境外国家尤其是发展中国家的制版技术较为落后,各类版辊产品主要依靠进口,因此,运城制版进入当地市场后将比较容易成为当地市场的领先企业,获取较强的市场地位和定价能力; 其次,以运城制版 2004 年主营业务成本构成情况来看,人力成本所占比重超过了 20%,因此,选择境外国家可以利用当地相对低廉的人力资源优势;此外,运城制版在境外设立的 11 家子公司均可在当地享受 7 到 10 年不等的所得税免税优惠政策。2006 年,运城制版将继续扩大境外子公司的投资规模,计划年内在巴西和印度设立 2 家生产企业。远东资信认为,基于国外制版业务具备相对较高的盈利空间,公司主业向境外市场的规模扩张将有助于其继续维持制版业务的领先地位。

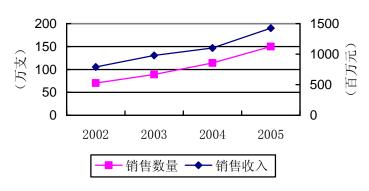
◆ 财务分析

运城制版主营业务具备较强的盈利能力,2005年通过限制内部价格竞争措施的实施,并受境外市场较高盈利空间的推动,整体盈利能力较以前年度有进一步提升

从近年来的销售情况来看(参见图表 9),运城制版各类版辊产品的销售数量和销售收入均呈现出良好的增长态势。

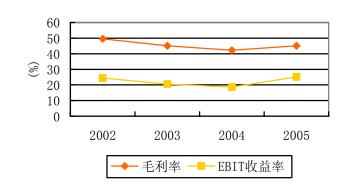
由于在生产规模和生产 技术上的竞争优势,较国内同 业而言,运城制版主营凹印版 辊产品具备很强的盈利能力, 其毛利率和 EBIT 收益率始终 处于较高水平。近年来随着同 业产能的同步增长,国内凹印制版 行业的市场竞争日益激烈,尤其表 现在技术含量相对较低的塑料包 装版辊产品中。与此同时, 运城制 版下属 41 家国内子公司之间也存 在价格竞争,因内部竞争而造成的 销售价格下降问题日益显著。从 2002-2004 年的盈利能力指标来 看(参见图表10),运城制版的毛 利率和EBIT收益率均呈现下降趋 势。

图表 9 公司 2002-2005 年主营产品销售情况



数据来源:公司历年审计报告及统计数据

图表 10 公司 2002-2005 年毛利率和 EBIT 收益率情况

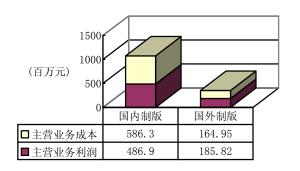


数据来源:公司历年审计报告、远东资信测算

2005 年运城制版的毛利率和 EBIT 收益率水平较上年度均有所提升,其中毛利率上升至 45.12%,同比增长 2.89 个百分点,而 EBIT 收益率则达到近年来最高水平 21.46%。2005 年 盈利能力得以提升的主要原因在于:首先,2005 年初出台了限制集团内部价格无序竞争的 有关规定,通过有效的管理强制性规定每个子公司的主要销售客户和销售区域,在一定程度

上促使了整体盈利空间的回升;其次,随着在境外投资设立的11个子公司的建成投产,运城制版凭借其领先的技术优势、境外国家相对低廉的劳动力成本在国外市场获得了高于国内市场的盈利空间。根据公司统计数据显示(参见图表11),2005年其境外子公司实现的销售收入占全年销售总额的24.63%,同比增长约12个百分点,其毛利率水平2005年超过50%,高于约45%的国内销售毛利率水平。

图表 11 公司 2005 年度国内外制版销售情况



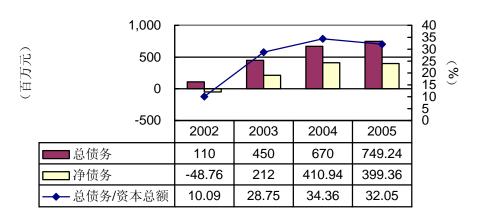
数据来源:公司 2005 年度审计报告

远东资信同时关注到,2005年运城制版的主营业务收入构成中增加了BOPA 膜、铝合金铸件及模具等非制版业务,实现的主营业务收入合计为1.63亿元,所占比重约为10%。从这3项非制版业务创造的利润情况来看,在不考虑营业税的前提下合计实现的主营业务利润为4385万元,所占比重约为6%,若再考虑到新建企业前期运营成本较高等情况,目前非制版业务全年创造的经济效益较小。远东资信认为,2005年度公司非制版业务的销售取得了一定成绩,上述新建企业部分投产并开始盈利也是其当年盈利能力得以提高的一个因素。目前公司从事的非制版业务均涉及高新技术领域,未来将可能成为其主营业务之外的有益补充来源,当然同时也面临一定的经营风险。

总体来看,远东资信认为,运城制版主营凹印版辊产品较国内及境外发展中国家的同业 具备了明显的规模优势和技术优势,产品盈利能力相对较强,为其债务偿付及未来发展提供 了有效的支撑。虽然国内同业对运城制版形成的竞争威胁相对较小,但其未来盈利能力的可 持续发展仍需建立在内控制度的不断完善及生产技术的不断提高的基础上。

运城制版近年来的负债规模增长速度较快,但仍维持在较合理的水平;未 来一到两年的资本性支出不大,预计公司仍将继续保持稳健的财务结构

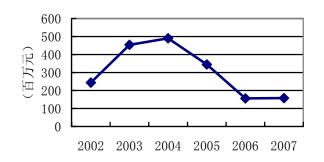
运城制版的财务政策较稳健。从财务结构指标值来看(参见图表 12),2002-2005 年,运城制版的总债务分别为 1.10 亿元、4.50 亿元、6.70 亿元、7.49 亿元,其净债务 2002 年末处于净现金状态,2005 年末为 3.99 亿元,其总债务与资本总额比率在 2005 年末达到 32.05%。虽然近年来负债规模有明显的增长,但远东资信认为,考虑到其净资产的不断累积,公司的负债比率仍保持在较为合理的水平,整体财务结构较稳健。



图表 12 公司 2002-2005 年财务结构情况

数据来源:公司历年审计报告、远东资信测算

根据公司中长期战略规划的总体思路,运城制版将坚持通过扩大经营规模、提升制版技术含量等方式,继续保持在国内制版市场中的强势地位,并向境外市场拓展制版业务;在保持制版业领先地位的同时积极寻求高增长率的新项目。从未来的融资需求来看,目前已投资设立的四家非制版业子公司(东莞东运镁业有限公司、东莞东运模具有限公司、天津运城塑业有限公司、运城铝业(昆山)有限公司)由于尚处于试运营阶段或投产时间较短,未来必将投入一定资金用于生产经营的维持或扩大。此外,2006年内已决定投资设立的2家境外子公司也将需要一部分资金投入。根据公司提供的预测数据显示(参见图表13),2006—2007年间,运城制版每年用于资本性支出的资金平均约为1.50亿元,与2002—2005年间每年平均4.30亿元的资本性支出相比,其未来的融资需求相对较小。远东资信认为,运城制版通过近3年的快速发展,自2006年起将步入相对较稳健的发展态势,未来一到两年内资本性支出金额不大,稳健的财务结构将得以维持。



图表 13 公司 2002-2007 年资本性支出的情况及预测

数据来源:公司历年审计报告及预测数据

运城制版应收账款回收情况逐年改善;在主营业务具备较好获现能力的支撑下,近年来公司经营性现金流量及货币资金储备稳步增长,对债务偿还提供 了较好的支撑 运城制版的客户群体主要为印刷厂以及各类消费产品的生产企业,拥有的客户数量十分庞大。远东资信考察了 2005 年末运城制版应收账款科目余额的统计情况(如图表 14 所示),前十大应收客户金额合计仅占应收账款余额为 1.13%,可见公司面临的客户数量庞大,且每

笔业务销售 金额相对较 小,应收账款 管理有一定

难度。

与 , 報定于业辊据求,、、电营产程委务均客单印机机也则品度托每需户独前械到同印在上加支要的生设加雕

刻,每支版辊

图表 14 公司 2005 年末应收账款余额前十名列示

单位名称	期末余额(万元)	占比(%)
惠州宝柏包装有限公司	47.29	0.20
上海紫江彩印包装有限公司	36.72	0.16
青岛黎马敦	33.74	0.15
珠海中富实业股份有限公司	27.29	0.12
武汉红金龙印务股份有限公司	24.87	0.11
上海紫泉包装有有限公司	23.35	0.10
上海烟草工业印刷厂	19.78	0.09
佛山南方包装有限公司	18.24	0.08
浙江平湖比例包装有限公司	13.6	0.06
奇妙包装(深圳)有限公司	12.89	0.06
合计	257.77	1.13

数据来源:公司 2005 年度审计报告

的生产要求都不相同,因此,每笔业务的结算方式和结算周期也因生产情况的不同而存在较大差异。目前,公司采取预收货款、货到付款、赊销等结算方式,根据新老客户的不同区别对待。从历年应收账款周转情况来看(参见图表 15),运城制版的账款回收情况逐年提高,2005年其主营收入现金率为112.98%,较好的主营业务收现能力是其获得较稳定的经营性现金流入的重要基础。

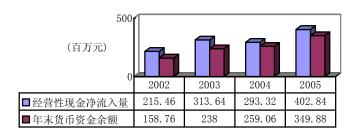
图表 15 公司 2002-2005 年应收账款周转情况

	2002年	2003年	2004年	2005年
应收账款周转速度(次)	3.29	5.76	6.37	7.59
应收账款周转天数(天)	109.42	62.50	56.51	47.43

数据来源:公司历年审计报告、远东资信测算

从经营性现金流量情况来看,运城制版已形成了较稳定的采购与销售模式,在主营业务具备较好收现能力的支撑下,其近年来经营性现金流量较充沛且较稳定,2005年经营性现金净流入达到4.03亿元。与此同时,运城制版始终保持着较高的货币资金储备,2005年末货币资

图表 16 公司 2002-2005 年经营性现金流量 及货币资金余额情况



数据来源:公司历年审计报告

金余额为 3.50 亿元,这也有利于经营的稳定性,在一定程度上增强其抗风险能力(参见图表 16)。

◆ 债项分析

运城制版本次计划发行短期融资券的面值共计人民币 5 亿元,期限为 365 天。本期短期融资券募集资金主要用于补充公司生产经营的流动资金。由于短期融资券的融资成本低于银行借款利率,若本期短期融资券发行成功,将有助于公司降低其运营成本。

本期短期融资券未来的偿付情况主要取决于公司的运营状况。作为世界最大的专业凹印制版企业,公司主营业务在国内市场处于相对垄断地位,具备很强的盈利能力;负债水平较合理,财务结构稳健;在未来的一到两年内,受境外市场较高盈利空间及非制版业务同步发展的双重作用,其整体盈利能力将有望进一步提升;同时在主营业务具备较好收现能力的支撑下,未来稳定的经营性现金流量及货币资金储备量将使其具备较强的短期债务偿付能力。

公司经营活动现金流较稳定,2003-2005年,年平均经营性现金净流入为3.37亿元。公司货币资金存量较充足,2003-2005年货币资金平均余额为2.82亿元,从而对短期融资券的偿付提供了较强的支持。

至 2005 年末,公司银行借款全部为流动资金贷款,获得的银行授信额度合计为人民币 10 亿元,其中尚未使用的部分约为人民币 3 亿元。在现有银行负债规模和结构较稳定的情况下,其授信额度未使用部分也可为本期短期融资券的偿付提供一定的支持。

基于以上原因,上海远东资信评估有限公司认为山西运城制版集团股份有限公司具备较强的偿还本期短期融资券的能力。

附录 1: 主要财务指标定义

营业额 = 报告期主营业务收入;

EBIT = 报告期息、税前盈余;

总债务 = 年末短期借款余额 + 一年内到期的长期负债余额 + 年末长期借款余额;

净债务 =总债务 - 年末货币资金余额;

资本总额 = 总债务 + 年末股东权益 + 年末少数股东权益;

毛利率 = (主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 * 100%;

EBIT 收益率 = EBIT / 营业额 * 100%;

EBIT 利息偿付 = EBIT / (报告期发生的利息支出 + 报告期资本化利息);

净债务 / EBITDA = 净债务 / (EBIT + 报告期提取的折旧 + 报告期长期资产摊销额);

总债务 / 资本总额 = 总债务 / 资本总额 * 100%;

上海远东资信评估有限公司声明

- 一、除因本次评级事项上海远东资信评估有限公司与山西运城制版集团股份有限公司构成受托委托关系外,上海远东资信评估有限公司、本次评级分析员与山西运城制版集团股份有限公司不存在任何直接或间接的利益关系。
- 二、上海远东资信评估有限公司本次评级分析员履行了尽职调查与诚信尽责的 义务,保证出具的评级报告的客观、准确、公正、及时。本报告中引用的 资料主要由发行人提供,上海远东资信评估有限公司不对引用资料的真实 性负责。
- 三、上海远东资信评估有限公司本次对山西运城制版集团股份有限公司的评级 结果不是向投资者提供购买或出售山西运城制版集团股份有限公司已经存 在或日后发行的有价证券的建议。
- 四、上海远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据内部信用评级标准和程序作出的独立判断,未因被评对象和其他任何组织及个人的任何影响改变评级意见。
- 五、本评级报告版权归上海远东资信评估有限公司所有,未经上海远东资信评估有限公司书面授权与许可,任何单位与个人不得复制、转载、散发、和出售报告的信息。

2006年山西运城制版集团股份有限公司5亿元短期融資券 跟踪评级安排

根据国际惯例与主管部门的要求,上海远东资信评估有限公司(以下简称"远东资信")在初次评级结束后,将对山西运城制版集团股份有限公司(以下简称"运城制版")进行定期和不定期的跟踪评级,持续揭示其信用状况变化。

定期的跟踪评级将于短期融资券发行后半年时进行。届时,运城制版需向远东资 信提供最新的财务报告及相关资料。远东资信将根据其信用状况的变化对运城制版进 行电话访谈或实地调查并据此综合分析,决定是否调整其信用等级,并在收到相关资 料后一个月内出具跟踪评级报告,并按照监管部门要求进行信息披露。

不定期的跟踪评级是指远东资信在本期短期融资券存续期内,将持续关注运城制版的经营情况及相关信息,对公司的风险程度和偿还能力进行全面的跟踪监测。如发现运城制版发生影响短期融资券信用等级的重大事项,远东资信将要求运城制版提供相关资料并就该事项进行电话访谈或实地调查,及时对该事项进行分析,据实确认或调整信用级别,并按照主管部门的要求进行信息披露。运城制版在发生上述重大事项时,应及时通知远东资信并详细说明情况,提供相关资料,配合远东资信进行跟踪评级工作。

如运城制版未能及时提供上述资料,远东资信将根据收集的公开材料进行分析, 并据此调整信用等级。必要时,远东资信可宣布信用等级暂时失效直至运城制版提供 上述资料。

每期跟踪评级结束后,远东资信会将跟踪评级结果通知运城制版,并按要求报送 监管部门和交易机构等。

上海远东资信评估有限公司

二〇〇六年一月二六日