

2003 年中国华源集团 6 亿元企业债券信用评级报告

评级结果：AAA

评级结果释义：AAA 级表明偿债风险极小

发行主体：中国华源集团有限公司

主承销商：申银万国股份有限公司

担保主体：中国建设银行上海市分行

发行规模：人民币 6 亿元

债券期限：8 年期

债券利率：4.16%

(最终利率以主管部门批准为准)

偿还方式：年付息一次，到期一次还本

评级机构：上海远东资信评估有限公司

主要财务指标

人民币:百万元	2000	2001	2002
营业额	10158	10710	26435
EBIT	451	221	1071
总债务	7199	9738	17912
净债务	5005	7176	13528
资本总额	12218	15016	27804
毛利率 (%)	9.7	11.1	11.6
EBIT 收益率(%)	4.4	2.1	4.1
EBIT 利息偿付 (x)	1.2	0.4	1.4
总债务/资本总额 (%)	58.9	64.9	64.4

注：2000、2001、2002 年数据来源为境内审计报告，表中数据计算公式参见附录三。

评级观点

中国华源集团有限公司（“华源集团”）本次企业债券获得上海远东资信评估有限公司 AAA 资信等级是基于以下考虑：

- 中国宏观经济的稳定向好为华源集团提供良好的发展基础；
- 作为直属中央管理及具有行业突出地位的重要国有企业集团，华源集团的发展得到国家及地方政府的支持；
- 通过实施集中资源优先发展大生命产业、优化发展纺织产业的经营战略，华源集团确立了在中国医药行业和纺织行业的突出地位；同时，公司的产业集中度进一步提高，规模优势逐渐显现，增强了其整体抵御风险的能力；
- 相对华源集团目前的资产规模而言，本次拟发行的 6 亿元企业债券对公司的财务结构不会产生重大影响；且随着本次债券募集资金项目的正常投产，公司盈利水平将进一步提高，财务结构也将进一步改善；
- 中国建设银行上海市分行为华源集团本次拟发行的 6 亿元人民币的企业债券提供了不可撤消的连带责任担保，为本次债券未来本息偿付提供了很强的保障。

同时，上海远东资信评估有限公司关注以下影响华源集团有限公司资信等级的因素：

- 华源集团目前实施的大规模产业结构调整和行业整合过程中存在的不确定性因素；
- 华源集团目前负债水平偏高，财务结构不甚合理，但本次债券发行将增加其长期债务资本，优化其长短期债务结构，同时中国建设银行授权中国建设银行上海市分行为华源集团有限公司本次拟发行的企业债券提供了不可撤销的连带责任保证担保，在很大程度上降低了本次企业债券未来本息偿付的信用风险。

评级摘要

上海远东资信评估有限公司（以下简称“上海远东”）受中国华源集团有限公司（以下简称“华源集团”）的委托，对其拟发行的 6 亿元企业债券进行了资信评级，并评定其资信等级为 AAA 级。评级主要依据华源集团所涉及的医药、纺织、流通领域的发展状况及趋势、公司目前的市场地位、资产整合力度及效果、经营管理质量、本次企业债券募集资金运用项目的市场前景及其在财务结构安全性、资产流动性、盈利能力、现金流量、财务弹性等方面的表现，同时考虑到公司所采取的信用增级方式对其信用水平的支持。

在国内宏观经济的稳定向好的背景下，华源集团积极开展产业整合，初步形成以医药、纺织、流通为主要经营重心的多元化产业布局，降低了其整体经营风险。华源集团将医药产业作为其核心产业，尤其是通过 2002 年控股上海医药集团，确立了公司在中国医药行业的突出地位；而纺织工业作为华源集团的传统优势产业，华源集团积极实施优化发展纺织产业的经营战略，不断进行技术改造和新产品开发，提高公司纺织产品的市场竞争力，在行业内继续保持领先地位；其次，华源集团多年来的国际贸易往来形成了较完善的进出口贸易营销网络，是公司发展医药、纺织行业的重要补充，为公司的医药、纺织产品走向国际市场奠定了坚实的基础；此外，华源集团的国际化经营投资已经初具规模，有助于华源集团在全球经济一体化的趋势下巩固市场地位，增加利润增长点。

就华源集团具体财务表现而言，由于其产业结构调整集中了资源优势，规模经营效益得以逐步体现，在资产总额增长的同时，公司的盈利能力和抗风险能力也逐渐增强。截止到 2002 年 12 月 31 日，华源集团资产总额、主营业务收入总额、EBIT 分别达到 366.12 亿元、264.35 亿元、10.71 亿元，相对本次其拟发行的 6 亿元企业债券，整体保障程度较高，特别是中国建设银行授权中国建设银行上海市分行为华源集团本次拟发行的 6 亿元企业债券提供了不可撤销的连带责任担保，为本次债券未来本息偿付提供了很强的保障。

同时，上海远东也对华源集团在经营过程中存在的不确定性风险予以充分关注：华源集团在目前实施的大规模产业结构调整和行业整合过程中存在一定的不确定性因素，将有可能影响到公司未来的盈利能力和现金流入；公司本次发行 6 亿元企业债券募集资金将用于纺织领域的技术改造，其在项目的设计、建设、达产和效益等方面，存在着诸如不能按期完工，实际投资超出预算、不能按照规划产生相应的效益与现金流等不确定性因素；另外公司目前负债水平较高，存在一定的财务风险。但是，由于中国建设银行授权中国建设银行上海市分行为华源集团本次发行的企业债券提供了不可撤销的连带责任担保使这一负面因素难以对本次发行的企业债券的未来本息偿付产生重大影响。

2003 年中国华源集团 6 亿元人民币企业债券

信用评级报告

◆ 公司概况

中国华源集团有限公司（以下简称“华源集团”）是由原国家纺织工业部联合外经贸部、交通银行等单位于 1992 年 7 月组建的有限责任公司，注册地上海浦东新区商城路 660 号，注册资本 6.476 亿元，主要经营范围包括：国内贸易、纺织制造、医药流通与制造以及房地产开发等。公司目前股权结构如图表 1。

图表 1：华源集团前十名股东持股情况（截止日期：2002 年 12 月 31 日）

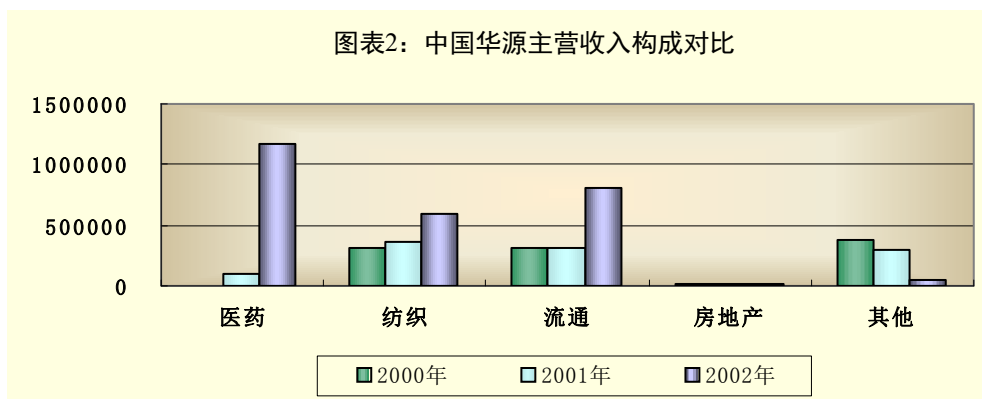
序号	持有人	持股数	持股比例 (%)
	国务院（财政部）	5916.75	9.136
	中国华源集团有限公司职工持股	5181.5	8.465
	香港金夏实业（集团）有限公司	5400	8.338
	交通银行总行	5197.5	8.025
	上海银行	5029	7.765
	上海云峰集团有限公司	4941	7.629
	中国纺织进出口总公司	4559.5	7.040
	中国纺织机械和技术进出口公司	4559.5	7.040
	安徽省国际信托投资公司	4198.5	7.040
	上海纺织发展总公司	3645	5.628

资料来源：华源集团 2002 年年报

华源集团近年遵循“高科技、外向型、多元化”的发展战略，得到了超常规、跨越式发展，现拥有全资和控股子公司 30 余家，并在北美、欧洲、西非、中亚、东南亚等地投资建立了一批海外企业和分支机构，其国际化经营格局已初步形成。同时，公司鉴于日益激烈的市场竞争和来自全球经济一体化的严峻挑战，提出了从传统产业为主的格局向新兴产业、高新技术领域拓展的发展战略。目前医药产业已占据了华源集团的业务核心地位，而传统产业纺织和贸易也处于优化发展态势，集团可持续发展潜力已有较大增强。2002 年华源集团列中国 500 强企业第 78 位^①，为当前国内最大的纺织控股集团和医药控股集团。

华源集团通过多年的并购与重组，资产规模迅速扩张，截止 2002 年 12 月 31 日，企业资产总额达到 366.12 亿元，较上年同期环比增幅 95.48%；2002 年度累计实现主营收入 264.35 亿元，其中：工业产业实现收入 180.96 亿元，占总收入的 73.46%；全年净利润 1.31 亿元。（数据来源：企业年报）

^① 资料来源：上海证券报



根据图表 2，我们可以发现，随着华源集团 2002 年内对上海医药集团的重组以及凯马机械（股票代码：900953）的大部分股权转让，公司近年提出的产业结构调整已初显成效。而其下极具代表性的 4 家上市公司则是目前整个集团产业构成的基础和主要利润来源：

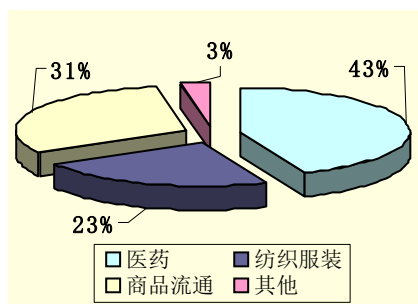
图表 3：华源集团控股的上市公司情况（数据截止日期：2002 年 12 月 31 日）

华源集团直接或间接控股的子公司	总 股 本 (万股)	持 股 比 例 (%)	经 营 范 围	资 产 总 额 (万元)	净 利 润 (万元)
上海华源企业发展股份有限公司	47214.42	40.27%	生物医药 及化纤	370063.09	3231.18
上海华源股份有限公司	49175.40	31.51%	服饰及装 饰等	447991.35	4380.30
上海华源制药股份有限公司	9321.84	41.09%	生物医药 及化工等	137464.65	2026.22
上海市医药股份有限公司 (华源集团间接控股)	31620.72	39.69%*	医药	540281.45	12584.71

注*：上海医药集团系上海市医药股份有限公司第一大股东，而华源集团以 40% 的股权比例相对控股上海医药集团；（资料来源：企业年报）

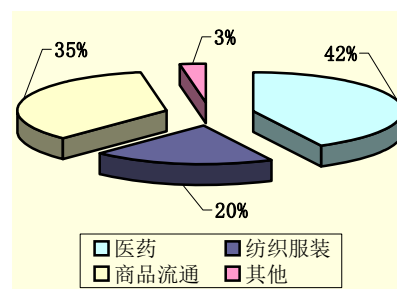
图表 4：2002 年度主营业务收入构成图

（数据来源：华源集团 2002 年度会计报表）



图表 5：2002 年度利润总额构成图

（数据来源：华源集团 2002 年度会计报表）



而就华源集团集团主营业务收入构成来看（见上页图表 4，5），医药、纺织及商品流通三大主业已在华源集团整个经营结构中占据相当重要的地位，同时医药产品、纺织服装也是其商品流通领域主要针对对象，因此，我们将以医药、纺织服装行业作为下述行业分析的主要对象。

◆ 行业分析

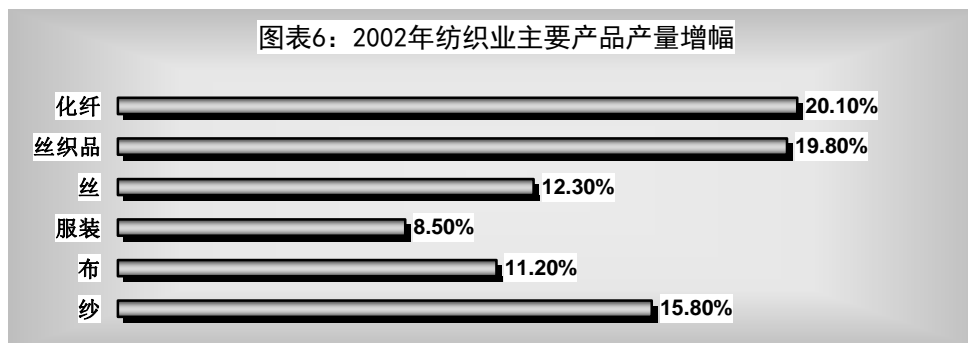
◇ 纺织行业

● 纺织业是我国国民经济中发展较早的行业，也是目前我国的支柱产业之一

纺织业作为我国净创汇的支柱产业，对国民经济的贡献率在逐步提高，纺织业的进出口贸易顺差始终占全国各行业之首。1997 年纺织工业贸易顺差 322.25 亿美元，占全国贸易顺差的比重是 79.89%，2001 年纺织工业则实现贸易顺差 395.60 亿美元，高居全国贸易顺差的 175.49%，而 2001 年纺织工业仅净出口值就占当年全国 GDP（按当年支出法统计）的 3.36%；另一方面，中国自 1994 年取代香港和意大利，成为世界第一大纺织品出口国后，年净出口基本保持在 400 亿美元的水平，目前已占到世界纺织加工总量的四分之一。因此，该行业在平衡外汇收支等方面贡献明显。（数据来源：国家统计局）

● 经历多年严重亏损和压锭重组，中国纺织工业以崭新的面貌展现于世界

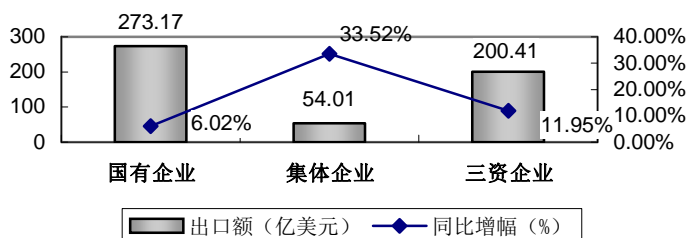
由于体制和市场变化等原因，纺织行业从 20 世纪 90 年代中期开始走入低谷，进入前所未有的艰难时期。2002 年，国家继续支持纺织企业，国内外棉花价格基本接轨和连续 3 年实施的国债贴息支持技改政策，使纺织行业的比较优势和积蓄潜能得以充分发挥和释放，从而进一步提升了行业竞争力。纺织业主要产品产量增加幅度如图表 6 所示。



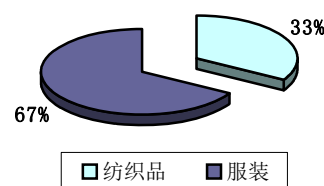
资料来源：国务院发展研究中心

2002 年纺织行业完成工业总产值 9959 亿元，出口创汇 617 亿美元，实现利润约达 300 亿元，分别比上年增长 15%、14% 和 24% 以上。1 月—11 月，纺织贸易顺差达到 342.5 亿美元，为全国的 1.6 倍。纺织品竞争力系数由 2001 年的 14.77% 提高到 22%，服装达到 93.7%。

图表7：2002年1—11月纺织品服装企业出口对比图



图表8：2002年纺织品服装出口对比图



资料来源：国务院发展研究中心

同时结合图表 7、8 分析可知，纺织业全面刷新的历史记录已使 2002 年成为中国纺织工业发展的转折点，其标志着中国纺织业跨入了一个新的历史发展时期，成为向纺织经济强国迈进的一个里程碑。

● **纺织业作为国际市场依存度较高的行业之一，2002 年经历了世贸组织框架下新角色的适应与磨合，有望成为我国在新的国际贸易环境下的最大受益者**

中国加入世贸组织后，部分配额被取消，有利于我们扩大纺织品出口，这是 2002 年出口利好的一个主要原因。世贸组织《纺织品和服装协议》中规定，在 1995 年 1 月 1 日至 2004 年 12 月 31 日的十年过渡期内，各国逐步取消纺织品服装进口数量限制，最终实现世贸组织内纺织品服装贸易自由化。而享受纺织品服装贸易自由化带来的好处则是我国加入世贸组织的一项主要权利，其将从根本上改善我国纺织品服装贸易的环境，摆脱美欧等发达国家进口方凭借原《多种纤维协定》项下的双边纺织品协议对来自我国的纺织品服装进口实行歧视性数量限制，有利于我国在平等条件下发挥竞争优势产品的出口潜力。

据世贸组织秘书处预测，经过《纺织品和服装协议》十年过渡期，发展中国家对发达国家的纺织品出口将在现有基础上增长 82%，服装出口增长 93%。作为全球最大的发展中纺织品服装出口国，我国加入世贸组织后，受配额限制产品种类的逐步减少和配额数量的逐年增加，将成为纺织品贸易自由化的最大受益者，从而也将为华源集团等纺织企业创造开拓美欧等发达国家纺织品服装市场的新机遇，对促进集团纺织品出口创汇和纺织服装行业的发展有着积极的作用。根据美国和欧盟向世贸组织公布的分阶段取消的设限产品清单，华源集团所属外贸企业出口较多的部分床上用品、帽子、棉制或化纤制背带裤、棉制茶巾和部分服装产品等出口被动配额限制将会取消，从而享受到加入世贸组织带来的好处。

● **我国纺织业的传统成本优势和低价策略正处于优势递减状态之中，因此落实产品市场竞争力的提高才是我国纺织业保持和提升国际竞争力的发展源泉**

虽然我国加入世贸可以一定幅度地提高纺织品和服装对发达国家的出口，但也必须清醒看到，纺织品和服装也极可能会成为发达国家与我国贸易摩擦的主要焦点之一，因为纺织品配额限制仅仅是名目繁多的非关税壁垒中数量限制的一种，逐步取消配额限制对于我们的纺织品服装出口固然有利，但是这并不意味着美国、欧盟这样的纺织品主要进口国会完全开放国内纺织

品服装市场，这些国家还可以使用其他符合世贸组织规定的非关税壁垒，有效地限制外国产品进口，以保护本国的纺织品服装市场。如：使用过渡性保障条款，利用区域性贸易安排和原产地规则，制定进口产品环境保护标准即“绿色贸易壁垒”等等，以达到限制纺织品服装进口的目的。此外，世贸组织《纺织品和服装协议》的实施同时，也将使其他发展中国家获得免受配额限制的好处，从另外一个角度看，若干年后，我国将失去现有双边配额对我已占有市场份额的保障作用，从而将直接面临与其他发展中国家产品在发达国家市场上的直接竞争，而其中一些发展中国家在传统纺织品服装领域的劳动力成本竞争力正逐渐超过我国^①，因此，根据“十五”规划，纺织工业将在未来4—5年内，进一步加大行业结构调整力度，加快用高新技术、先进适用技术改造传统产业，建立起以企业为主体的技术创新体系，从而使经济增长的质量和效益明显改善，使纺织工业的劳动生产率和整体素质有较大提高，以全面实现产业升级。

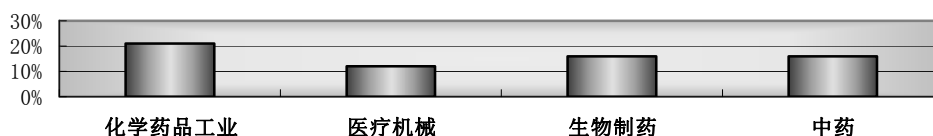
◇ 医药制造及流通行业

● 中国制造医药行业存在着较大的持续发展空间和增长潜力^②

我国的医药制造企业一直是在一个比较宽松的环境下成长起来的，其相对发达国家而言，存在一定差距，特别是新药创制能力、制剂技术、医药包装和医疗器械等领域差距更大。企业数量多、规模小、生产率低、工艺落后、低水平重复建设已成为我国制药业的弊端，粗放经营的模式已在近年受到了挑战。

随着生物技术的迅速发展与广泛应用推动，世界医药制造产业进入了一个前所未有的全新发展阶段，其所具备的广阔市场前景和巨大增长潜力特征已日趋明显，而我国则将凭借成本和资源优势，在国际医药产业结构调整和产业转移的带动下，获得制造和研究开发能力转移的契机，并由此可能成为世界制药产业重要的加工制造中心。结合2002年我国医药制造行业运行状况来看，全年完成工业总产值3300亿元，占我国GDP的3.2%左右，且行业统计数据显示：2002年医药工业总产值按可比价格计算完成3178亿元，同比增长19%，其中各子行业同比增长情况如图表9，全行业实现利润总额219亿元，较上年同期增长22%，医药工业利润增幅已比全国工业平均利润增幅高出11个百分点，整体发展趋势向好。此外，国民经济稳步发展、药物购买力增加、老年人口比重上升、广阔的农村市场以及非处方药需求的较快增长等表象因素也将对我国医药行业产生积极影响。

图表9：2002年我国医药制造各子行业总产值增幅对比图



资料来源：上海证券报 2003. 4. 11

● 入世加速了我国医药企业参与全球性医药经济竞争的步伐

从全球来看，医药行业（包括医药制造与流通）的集中度在迅速提高，这种产业集中度的

^①目前我国的劳动力价格已经是巴基斯坦和印度的1.55倍及2.94倍；

^②数据来源：国家经贸委《医药行业十五规划》

迅速提高，更加有利于跨国公司对包括中国在内的全球医药市场进行分割与控制，外资重组浪潮将涉及各个医药领域，因此，面对入世后国内市场国际化和知识产权保护更加严格的形势，以及国外大型医药企业所带来的不仅仅是在技术创新方面、更深层次的是在经营理念、经营方式和规模经营等方面的强有力竞争，中国医药市场的竞争则将变得更为直接和生死攸关，而其中外资对中国医药市场投资的近期直接影响将主要集中于零售业。为此，随着现阶段我国医药流通领域向外资的开放，国内医药企业已迫于压力自 2002 年起即进行了频繁并购，且这合纵连横及内部产业整合和优化的调整并购活动将持续相当时期。

● 国家医药产业政策引导企业积极实施产业升级

2000 年以来，国家相继出台了一系列宏观政策与产业政策，对医药行业未来几年的发展方向给出了战略性指导。在这些市场面和政策面的新形势下，医药行业逐步形成了三大战略性热点，一是基因技术与生物制药行业的发展战略，二是中成药的现代化与国际化战略，三是中国入世与化学制药行业的生存战略。这三大战略将成为医药类企业近三五年内实现竞争力升级和业绩增长的主要方向与途径。而华源集团所推进的大生命产业结构调整也正符合了我国医药产业发展的重点领域。

➤ OTC 制度和医药流通体制改革为我国医药流通企业提供了广阔的发展空间

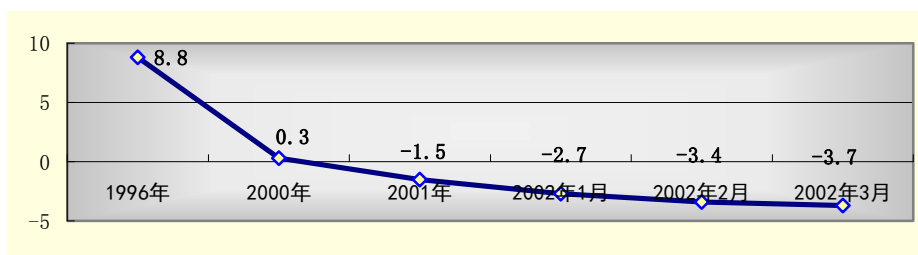
2000 年以来，《处方药与非处方药分类管理办法》（试行）这一制度的实施，对药品经营企业、医疗机构和社会消费行为带来了一系列的影响，同时也对促进医药流通体制改革、促进产品结构调整产生积极作用，并为医药零售业提供了较大的市场发展空间。因此，随着人们生活水平和医药知识水平的提高，人们自我医疗和自我保健的意识也日益增强，自购自用药品的现象日益增多，非处方药品的市场正在急剧扩大，预计 2020 年，我国将成为全球最大的 OTC 销售市场之一。所以，传统的大型医药企业更希望通过网络的扩张抢得先机。

与此同时，上海远东也注意到：我国已在医药行业十五规划中指出，未来 5 年将培育 5—10 个面向国内外市场、多元化经营、年销售额达 50 亿元以上的特大型医药流通企业集团，并促进建立 40 个左右年销售额达 20 亿元以上的区域性医药流通企业集团，且努力使这些企业的销售覆盖全国市场的 70% 以上；同时促进建立 10 个左右在国内外知名的医药零售连锁企业，使每个企业拥有网点超过 1000 个以上。由此，处于国内医药行业领先地位的华源集团必将得到有利推动和扶持。

➤ 药品降价政策挤压盈利空间；新价格政策将促进优胜劣汰

国家统计局数据显示，近年来药品零售价格指数持续降低（见图表 10）。加之我国药品生产企业重复投资严重，恶性竞争普遍存在，因此药品降价在压缩虚高药价的同时，也压缩了医药企业的利润空间，致使许多企业销售利润率持续下滑。

图表 10: 中西药品零售价格指数涨幅对比图 (%)

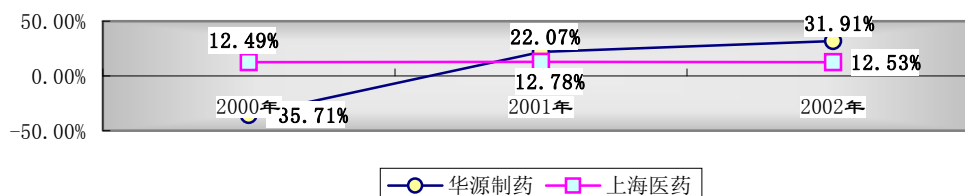


但我们也关注到，目前药品价格管理政策主要包括：（1）政府定价药的范围在缩小，只限于两类：一是列入刚颁布的《国家基本医疗保险用药目录》的甲类药品，二是生产经营具有垄断性的药品，包括专利药品和一、二类新药；（2）定价原则作了一定调整，主要为区别：GMP 与非 GMP 药品、原研制与仿制药品、新药与普药定价。因此，该降价政策使 GMP 企业得到了高于非 GMP 企业 10%~25%的定价优惠，不但提高了优质企业的相对盈利能力，而且对推动医药制造行业的优胜劣汰有正面效果。

因此，新的医药价格政策将在削弱行业盈利水平的同时，将对产业集中度的提高有相当促进。同时结合国家限制审批，强制实施 GMP、GSP 等政策，从而将大大有利于基础好、有一定实力的医药制造企业发展。

结合华源集团分析，其旗下主要医药企业（华源制药”和“上海医药”）的主营业务获利能力仍呈不同幅度地增长或平稳之势，如图表 11 所示，应该说其将是国家推出以上政策的直接受益者。

图表11: 中国华源医药产业主体主营获利能力状况

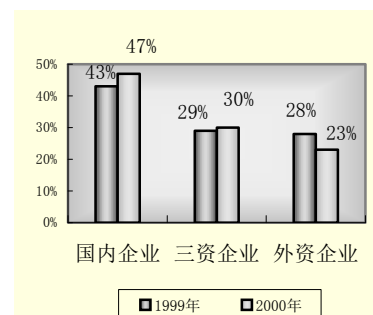


注：数据来源：企业年报。其中“上海医药”毛利率由医药制造和医药流通两个部分综合计算而成，且三年来医药商业主营收入分占总收入的比重为 90.07%、89.91%和 96.31%，因此造成“上海医药”毛利率较“华源制药”存在相当差距。

➤ 城镇职工基本医疗保险改革将适度地推动国内医药企业发展

随着2000年6月15日《国家基本医疗保险药品目录》的推行，医疗支出改由国家、保险公司、企业和个人共同承担，在此新医保制度运作、用药报销范围限定及新物价政策的影响下，引起了药品消费结构的变化，已出现进口药降，合资药稳，国产药增长的结构变化。这从不同类型的医药企业在国内药品市场所占份额中得到反映，见图12。且2001年上半年，根据抽样统计，国内企业的市场份

图表12: 国内药品市场份额占有对比图



额已超过50%。因此，该政策的实施，一方面将扩大药品主流消费人群的覆盖范围，另一方面将调整不合理的医药消费，抑制价格昂贵的进口药品、合资药品的使用，促进价格低廉、疗效确切的国产普药的使用。（数据来源：中国医药市场信息网）

综上所述，虽然国家政策对医药行业的影响非常大，但鉴于其高收益及高增长的朝阳行业特性，以及“十五”期间国家对其的重点扶持，因此，我国医药行业仍将占据明显优势。

◆ 公司基本分析

● 经营结构的战略调整使公司的规模优势逐渐显现，核心竞争力得以提升

华源集团实施集中资源优先发展大生命产业、优化发展纺织产业的经营战略，以企业购并、重组上市为主要模式对经营结构进行整合，在较短时间内形成了较为完善的产业链，初步形成医药、纺织、流通的多元化产业布局，公司的产业规模和综合实力逐步提升，同时增强了整体抵御风险的能力。

在医药行业，公司以创立、购并、重组等多种方式，初步完成了在原料药、中西药品、生物工程以及医疗健康、医药流通等领域的战略布局，拥有一批专业研发机构、天然药物种植基地和现代化药厂，医药产业体系初具规模。2002年华源集团又成功重组上海医药（集团）有限公司（以下简称“上药集团”），成为上海医药集团的第一大股东，很大程度上增强了公司在全国医药行业中的实力。上药集团产业门类齐全，包括化学合成药、医药商业、传统中药、医疗器械、科研开发、合资合作等多个板块，是中国最大的医药流通企业，约占中国医药工业总量的8.5%，占上海医药工业总量的80%，2002年列中国企业500强排名第80位。2002年上药集团实现销售收入151亿元，出口1.9亿美元，总资产180亿元。^①通过重组上药集团，华源集团确立了在国内医药行业的领先地位，大大缩短了公司产业转型的周期，突出和提升了公司的核心业务和核心能力。

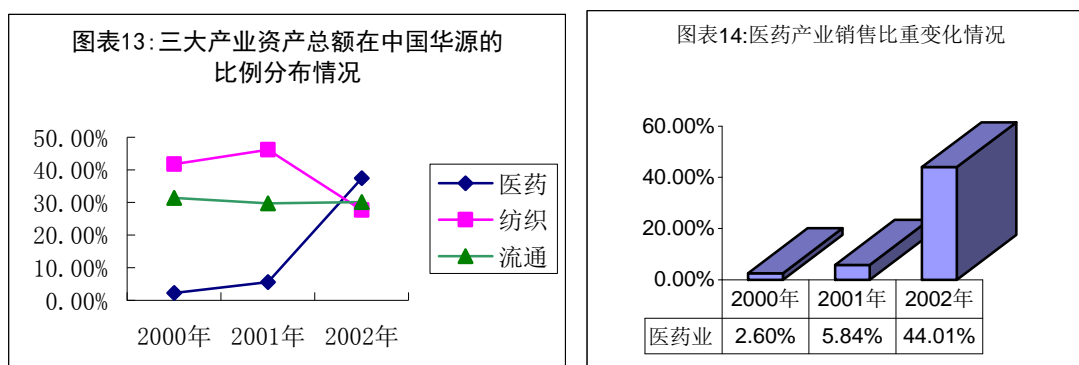
在纺织行业，华源集团通过购并等方式，棉纺能力达到70万锭规模^②，印染能力在2亿米以上，棉纺、毛纺、印染等具有一定的规模和基础，在国内纺织行业中形成较大影响力。公司已经拥有从纺织原料开发到最终制成品的完整的生产经营体系，行业的纵向延伸不仅丰富了纺织产品结构，更重要的是很大程度上降低了各子行业原料供应风险，扩大了与国内外同行业之间的竞争优势。在购并外部优势纺织资源的同时，华源集团积极开展内部整合。华源世贸作为公司家纺板块的龙头，正在重组集团内的家用纺织及丝、麻生产企业，已经形成纺纱、织布、印染、成品一条龙的完整的家纺产品产业链。通过一系列整合，华源集团在纺织领域的竞争力得到很大提升。

华源集团的结构调整以集中资源做强做大医药产业，优化发展具有比较优势的纺织产业作为总体战略目标，在此基础上积极摒弃与其关联度小、经营效益差的企业，努力突出医药产业和纺织产业的优势地位。2002年华源集团转让了下属凯马机械的大部分股权，不仅提高了公司的整体盈利能力，同时公司产业集中度得到进一步提高，核心业务更加清晰，竞争能力进一步

^① 数据来源：上海医药（集团）有限公司

^② 包括国外企业生产能力

增强。经过产业结构调整，无论从资产分布还是从利润总额分布情况来看，到 2002 年，华源集团的医药、纺织和流通产业的主导地位均已经十分突出，尤其是医药产业，已经成为华源集团的核心产业，如图表 13、14 所示^①。



另一方面，上海远东注意到，华源集团目前实施的大规模产业结构调整和行业整合过程中必然存在不确定性因素，由此将引起的一定的经营风险。但从目前华源集团行业整合的状况来看，华源集团已经成为国内纺织和医药规模最大的集团公司，医药、纺织、流通多元化发展大大降低了单一行业经营的风险。

● 集中优势发展传统纺织产业，使纺织产业成为华源集团的支柱产业之一

我国纺织产品结构的特点是低层次、趋同化，很难适应加入 WTO 后的国际性竞争。在我国纺织企业面前，有以中档产品为需求的城市市场，以低档产品为需求的广大农村市场，还有高中低档要求齐全的出口市场。因此，纺织企业应大力发展中高档产品，减少低档产品比例，以适合不同层次的需要。华源集团近年来积极利用现代科技改造传统纺织产业，根据国家纺织工业的宏观发展方向^②，采用新工艺、新材料，提高产品质量，用高新技术提升传统产品的附加值，一大批高新技术产品、新材料相继问世，全面提升了公司传统纺织产业的竞争优势。下属的华源股份经过几年来的技术改造，已经从传统意义上的纺织企业，改造成为以开发生产特种聚酯、新型纤维为主的高新技术企业，其单丝纤度仅为 0.2 旦的涤锦复合超细长丝、超细长丝桃皮绒织物面料，多种差别化纤维等在市场上有明显的竞争优势，并获得多项科技成果奖。纺织板块内的其他下属公司如铜陵华源麻业、赤峰毛业等经过技术改造成为公司新的利润增长点。

另外，华源集团运用自有技术，积极进行新产品的开发。公司已经研制出新合纤超细复合莱卡氨纶弹力织物和超细复合织物摩丝，属国内首创，走在了国际同类产品的前列。“华源护神”—PTFE 特种化纤复合面料，经解放军总后勤部组织的专家鉴定，达到了美国戈尔 Gore—tex 的产品水平，填补了国内空白。较早地运用绿色纤维（Tencel/Lyocell）开发面料产品，获得了国外纤维供应商的质量认可，并进入国际市场。

经过多年来的发展，华源集团已经拥有浙江和内蒙古两大毛业生产基地，出品的各类高档精纺、粗纺毛料、羊绒制品、羊驼毛（阿尔巴卡）面料、高级羊毛混纺面料，得到了市场的广

^① 图表 13、14 数据由中国华源提供整理

^② 国家纺织工业技术进步纲要中重点指出：“以纺织面料为突破口，采用先进技术装备，提高产品质量、档次，增加花色品种，顶替进口、扩大出口、提高效率、实现产业升级。”

泛认同。公司积极对下属安徽铜陵华源麻业有限公司进行技术改造和新产品开发，其生产的涤棉菠萝麻三合一白布、天丝粘胶印花布、天丝亚麻印花布、棉菠萝麻色布、亚麻棉绣花布等新产品，在中国国际纺织品博览会上被定为 2000/2001 年春夏中国流行面料。而且，华源集团拥有浙江湖州丝绸生产基地，已生产出防缩免烫丝绸系列产品、香味型丝绸系列产品、变色型丝绸系列产品，开发出国内领先的人棉缎和闪光缎，并进行大批量生产。由此可见，纺织产业已经成为华源集团的支柱产业之一，纺织产业的发展得到公司的高度重视，本次拟发行 6 亿元企业债券将继续用于传统纺织产业的技术改造（详见“募集资金运用项目分析”）。

● 作为华源集团的核心产业，医药产业的优势地位逐渐显现

华源集团已经将医药产业作为核心产业。为了巩固公司在中国医药行业的地位，在世界医药产业的合作与分工中处于比较优势的地位，华源集团确立了以上药集团为主体，打造中国药业的航空母舰的目标，逐步形成处方药、非处方药、原料药强势互动的格局。目前，上药集团下属的上海新先锋药业有限公司注册资本 10.2 亿元，是目前上海最大的医药工业制造企业及华东地区最大的生产“抗生素”产品的制药基地^①。其抗生素产品的全国市场占有率逾 35%，年销售额 15 亿元，预计到 2005 年将达到 40 亿元。^②另外，雷允上、胡庆余、童涵春、蔡同德四家百年老店是我国中药产业不可多得的品牌，信谊药厂的制剂等在国内也已经具有较高的知名度，为华源集团医药产业的发展打下了良好的基础。

由于劳动力成本较低等原因，入世后我国原料药的出口需求与日俱增，目前已成为世界上第二大原料药生产国和主要出口国，产量约占世界原料药市场份额的 22%。其中，化学原料药是支柱，产值约占整个医药工业的 1/3，近 10 年产量年均增长 11%。我国具有竞争优势的主要原料药有：抗生素类、维生素 C、解热镇痛类和糖皮质激素等。华源集团医药产业的重要组成部分之一的华源制药已成为世界第四、中国第二的维生素 C 生产商，年生产能力 1.4 万吨^③，2002 年维生素 C 原料药销售收入达到 3.85 亿元，毛利率达到 20.6%^④。

另一方面，华源集团本部在制药业的主攻方向是大输液和生物制药，在大输液的产品定位上以高技术、高品质为宗旨，生物制药则逐渐整合集团内部的生物制药资源（包括生物农药），加强与国内外生物制药企业的战略合作，积极创造条件为组建生物制药集团做准备。此外，无锡惠山生命科技园区作为华源集团发展医药产业的重要基地，招商引资工作正在顺利进行中。

华源集团将生物医药产业作为进军高新技术产业的重点方向。公司与浙江大学合作，进行了天然高纯 d- α 生育酚的产业化工作，在技术上达到了国内先进水平。华源制药通过资产置换和战略性重组，建立了以绿色药用植物为主体的中药农业现代化基地，初步形成了以现代中药为核心业务的新型产业结构。华源股份充分发挥高分子技术及其产业化的优势，积极、稳妥地进入生命科学领域。中国高新技术投资总公司、北京华源亚太科技有限公司、华源集团辽宁公司、天津北方华源有限公司发挥各自优势，逐步稳妥地转向医药科技、医药工业、医药流通等产业。另外，华源集团还积极开展与美国、加拿大等发达国家在生命科学领域的合作。将高新

^①抗生素已定为上海“十五”计划重点发展的重要产品之一。

^②中国医药经济信息网 2002 年 11 月 22 日

^③东北制药集团是目前国内最大的维生素 C 生产企业，年生产能力为 1.5 万吨

^④数据来源于华源制药 2002 年年报

技术运用到医药产业，进一步巩固了华源集团在医药领域的优势地位。

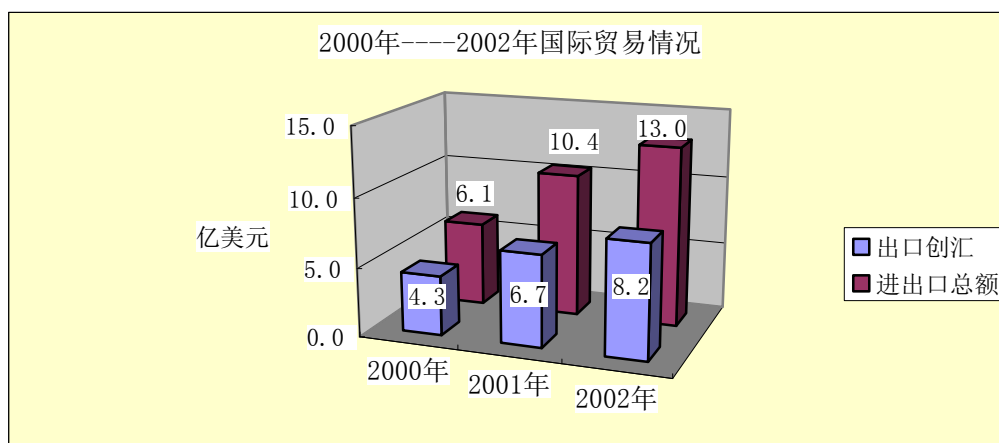
在华源集团涉及的众多产业中，已经确立了医药产业的核心地位。在 2002 年，医药产业销售收入达到 116.33 亿元，占总销售收入的 44%；医药产业创造毛利 28.4 亿元，占华源集团毛利总额的 66.8%。

● **多年来的国际贸易往来形成了较完善的进出口贸易营销网络，对评级具有积极影响**

华源集团的进出口贸易已经有十年的历史，拥有十余家国际贸易公司，在国内外建立了齐全的营销网络，国际贸易经营方式灵活多样，一般贸易、加工贸易、转口贸易、易货贸易、对销贸易和技术贸易并重，建立了集中报关、快速通关和货运代理等贸易功能性服务系统，健全了适应国际市场要求的进出口管理体制和运行机制，同港澳、北美、欧盟、日本、非洲、南美、中东和独联体等一百多个国家和地区客商建立了良好的贸易伙伴关系。

从进出口商品结构来看，华源集团的国际贸易在保持以纺织品和服装为主导商品的同时，已经实现进出口商品多元化，经营商品涉及纺织、服装、机械电子、化工、医保、轻工、粮油、五金矿产、手工艺品等领域。1993 年至 2000 年，进出口总额平均年增长率为 40%，出口创汇平均年增长率达 44%。2000 年——2002 年，公司的进出口贸易仍旧保持增长态势，如图表 15 所示。

图表 15：2000 年——2002 年华源集团进出口贸易情况



资料来源：中国华源报

上海远东认为，华源集团多年来形成的进出口贸易营销网络已经成为华源集团的优质资源，是公司发展医药、纺织行业的重要补充，同时也为公司的医药、纺织产品走向国际市场奠定了坚实的基础。

● **国际化经营投资为公司带来新的利润增长点，同时有助于树立华源品牌形象**

在国内产业结构调整的同时，华源集团积极进行海外华源的战略布局。由于美国、加拿大、墨西哥三国组成北美自由贸易区（NAFTA）后，加工基地在区域内国家的产品其区域内贸易免

除配额和全部关税，华源集团抓住这次机遇，完成了在北美自由贸易区的战略布局。公司首先在墨西哥投资 9600 万美元，独资建立 10 万锭的棉纺企业，成为中国迄今最大的境外带料加工项目；在加拿大投资开办针织染整厂，采用华源集团在墨西哥棉纺厂生产的优质棉纱作为原料，进行后道加工，使公司完成了海外工厂生产链的衔接。其后，在泰国开辟华源工业区，先后投资 6 万锭棉纺项目（其中华源股份和投资集团各 3 万锭）、家用纺织品项目和柠檬酸项目，总投资 1.2 亿美元。2001 年 8 月，朱镕基总理和泰国总理他信亲自出席了在北京人民大会堂举行的华源（泰国）工业城的签字仪式，10 月上旬华源（泰国）工业城正式奠基。华源集团把泰国作为公司在东南亚的战略基地，与公司在加拿大、墨西哥的棉纺、染整项目共同形成了以泰国为基地辐射北美的发展格局，初步实现了全球化经营的战略目标。

上海远东认为，华源集团利用其长期从事纺织品国际贸易过程中建立的广泛的联系渠道以及丰富的国际贸易经验，进行全球化纺织产业布局，不仅将为公司带来新的利润增长点，同时有助于树立华源集团的国际品牌形象。

● 经营管理制度逐渐完善，公司的管理效率得以提高

华源集团在创立之初就按照《公司法》的要求，建立了比较规范的董事会、监事会，做到了产权清晰、政企分开，投资主体多元化。作为国有大型企业，华源集团的子公司数量较多、地理位置分散并涉及广泛的经营领域，在企业经营管理方面具有一定难度。公司积极借鉴国内外先进的经营管理模式，结合自身特点建立了一套行之有效的管理体系，董事会除下设董事会办公室以外，还单独设置投资决策委员会、财务审计委员会、人事薪酬委员三个独立部门，对总裁领导下的各事业部等部门进行监控，并直接向董事会报告并提出意见和建议，提高了决策的科学性和有效性。公司对下属企业进行分批改制，实现机制转换和体制创新，努力探索现代企业运行机制，初步形成现代化企业制度基本框架，为公司未来发展奠定了坚实基础。

在内部控制方面，华源集团以市场为导向，积极推行事业部制。华源集团已经按战略性事业划分的事业部和子公司，事业部和子公司都是利润中心，由公司总部统一考评。同时，华源集团出台了若干企业内部控制制度及主要控制要点，促进各下属事业部和子公司加强内部控制制度建设和内部会计监督，由总部定期或不定期进行检查和监督。在严格执行总部各项管理制度同时，各一级子公司分别针对自身情况制订了一系列对其下属公司的管理规章并厉行执行。华源集团的公司管理由上至下，层层把关，虽然资产庞大，子公司众多，但公司运做规范顺畅，体现出较高的管理效率。

在人员管理方面，公司积极引进先进的人才管理机制，强化内部管理，健全约束机制。对各级经营者和全体员工，华源集团有严格的业绩考核体系，建立了经营者考核制、经营者年薪制等约束激励机制，部分企业还开始经营者持股、股权激励和技术、管理要素参与分配的试点，调动经营者积极性。在追求效益的同时，公司也十分重视培养人才，公司为管理、生产、技术、销售人员制定详细的职业培训计划，从而提高员工素质和专业水平，增强员工的稳定性和凝聚力。

在华源集团加强经营管理、更新管理理念的情况下，管理效率得以提升，公司下属一批工业企业 and 外贸企业通过了 ISO9000、9001、9002、2000 等质量体系认证。

◆ 募集资金运用项目分析

● 本次债券募集资金将继续用于纺织板块的技术改造和新产品开发,这将有助于提高公司纺织产品的市场竞争力^①

近年来公司在纺织领域的投资主要应用在毛纺、棉纺、麻纺和新型纤维领域,主要目的是提高服装面料、装饰面料和针织产品的质量和档次,增强我国纺织品的国际竞争力,充分体现了国家纺织行业的发展方向,为公司的长远发展打下了良好基础。在纺织领域技改和新产品开发计划投资总额达 20.5 亿元,资金来源主要是银行贷款和公司自筹,其中自筹资金及其他方式筹集 14.4 亿元。本次华源集团拟发行 6 亿元企业债券的募集资金将用于补充公司自筹资金部分。

(1) 新型纤维项目

我国羊毛产量及品质一直不能满足工业生产的需求,毛纺工业的羊毛很大程度上依赖进口。华源集团通过引进羊毛超细拉伸技术,并对原来传统的丝光防缩毛条生产线进行改造,可以提高国产羊毛条的品质,达到低支羊毛高支化、使国产羊毛替代进口羊毛,年产 70—120 支拉伸毛条 400 吨,64—84 支丝光防缩毛条 2400 吨,超高支仿羊绒纱 160 吨。

华源集团在化学新型纤维的投资也有新的举措。华源集团化纤新材料领域的投资主要在下属华源股份实施。其中在 PTT 领域计划投资 7.37 亿元,在化纤新材料方面投资占据很大比重。PTT 纤维具有良好的蓬松性和高弹性,具有比涤纶、锦纶纤维更为优异的性能,是一种理想的地毯用纤维和其他装饰铺垫织物纤维。目前地毯用量占 PTT 纤维总量的 50%以上。另外,PTT 纤维在服装、家用装饰、袜类等方面也有非常乐观的发展潜力,它将代表下世纪化学纤维发展的新动向。

华源股份已经成为壳牌化学公司(Shell Chemical)在国内唯一的 PTT 业务的合作伙伴。根据合作协议,壳牌化学公司将向华源股份提供 PTT 聚合物的纺丝、织造、印染技术成果,以支持开发和生产 PTT 纤维和纺织产品,并进而开发和生产作为非纤用 PTT 聚合物产品。壳牌化学公司将按照合作伙伴的方式,向华源股份提供相应的产品样品和技术资料,提供开发生产 PTT 产品所需的 PDO 和其他必要的原、辅材料。该合作协议为华源股份在 PTT 纤维领域的开发提供了充分保障。华源股份已经拥有 PET 聚合、固相增粘、纺丝、加弹制毯、针织、机织、印染、整理等各企业,涵盖了织物面料一条龙加工制造——从聚合物到抽丝和印染、织造——的所有环节,有利于全新产品的开发和技术攻关。项目的实施将为华源集团在国内领先掌握 PTT 纤维这一国际最新产品工业化生产的主动权,使公司在高科技纤维材料上处于领先地位。

另外,在超细纤维方面,由于其具有柔软、吸湿的特点,超细纤维在针织产品的运用得到快速发展,目前除在毛巾和洁净布被广泛运用外,长毛绒系列产品的开发运用又成为一个新的势头。公司在超细纤维方面计划总投资 2.35 亿元,包括海岛型超细纤维等领域的技术改造项目。这些项目不但市场前景广阔,经济效益丰厚,而且可以提高国内超细纤维的加工水平,替代进口,为国家节省大量外汇。

^① 项目投资情况数据来源系中国华源提供

图表 16: 新型纤维项目投资情况

单位:万元

项目名称	主要产品	计划总投资	自筹资金	银行贷款	预计年销售收入	预计年利润
改造高分子材料 PTT 聚合工程	PTT 聚酯	73690	59209	14481	328000	12000
PTT 聚合配套增粘后加工工程	PTT 聚酯切片					
功能性高分子 PTT 纤维技术改造	长丝 FDY	23480	6767	15790	32151	6168
新型 PTT 纤维纺丝技术改造项目	长丝 DTY					
海岛型超细长丝纺织品及其织物织造、特种后整理技术改造、新型超细纤维技术改造	海岛型长丝	19975	19975	0	25493	4380
	水溶性切片					
	摩丝织物					
引进羊毛超细拉伸技术和丝光防缩毛条生产线改造	超细拉伸毛条	23480	6767	15790	32151	6168
	丝光防缩毛条					
	超高支仿羊绒纱					

(2) 环保织物项目

我国是世界上麻类资源最为丰富的国家，苧麻、亚麻、大麻、黄麻、罗布麻等纤维的占有量在世界均名列前茅。近年来，由于制麻工业的技术进步及人们对环保、健康意识的增强，麻纺织品作为绿色产品，以其天然的本质和独特的功能，在“返璞归真，舒适健康”的潮流中一直备受青睐。

华源集团已有纯亚麻纱、苧麻纱、染色布、麻纤维与棉、粘、涤、天丝等多系列环保织物产品，形成集纺、织、染为一体的“大家纺”格局。为了提高产品质量水平和附加值，华源集团致力于提高技术装备水平和技术创新能力，在环保织物领域进行了一系列重大技术改造和项目投资，计划投资 4.11 亿元，以新型、先进设备代替落后设备，对长麻纺、短麻纺、织造部分进行技术改造，达到顶替进口、扩大出口的目标。华源集团环保织物项目投资情况如图表 17 所示。

图表 17: 环保织物项目投资情况

单位:万元

项目名称	主要产品	计划总投资	自筹资金	银行贷款	预计年销售收入	预计年利润
高档亚麻、大麻生产线	42Nm 纯亚麻纱	19779	19779	0	18577	3797
	32Nm 纯亚麻纱					
高档亚麻面料及麻资源综合利用技术改造项目	48N 纯亚麻纱	10240	3072	7168	17100	2760
	36N 纯亚麻纱					
	织布					
高支高密及绿色环保纤维高档面料技术改造项目	无纺布	11074	3574	7500	22932	2409
	22.4tex 纯棉气流纱					
	棉大豆纤维提花府绸					
	天丝府绸、天丝弹力细布等					

(3) 高档面料项目

我国纺织企业数量多、规模小，与发达国家相比技术水平低，中低档产品多，高档产品少；虽然总量过剩，但高档产品还要大量进口；出口产品中，低档服装和两纱两布占 80% 以上，附加值低，出口服装面料自给率不足 40%，每年进口 50 多亿米，用汇 60 亿美元。^①受工艺技术的制约，国产纺织品难为市场提供物美价廉的商品，满足不了人民生活需要。提高纺织品质量，用先进适用技术改造传统产业，增强纺织产品的竞争力，是国家传统纺织工业改造的重点。

华源集团在开发高档面料方面拟投资 4.68 亿元（参建图表 18），全部投产后将年产 10 万米羊绒高级面料、200 万米羊绒弹性面料（其中羊绒高级面料、羊绒弹性面料 50% 出口）、150 吨羊绒纱、高档提花、免烫、抗皱弹力及绿色保健等功能性面料 2000 万米、替代进口极细新合纤复合超仿真面料 1200 万米、2000 万米麻混纺染色面料（其中 1000 万米高档麻类染色面料）。

图表 18：高档面料项目投资情况

单位:万元

项目名称	主要产品	计划总投资	自筹资金	银行贷款	预计年销售收入	预计年利润
高档提花、功能性面料技术改造项目	36tex 气流纱	11400	3420	7980	22000	2760
	双线卡					
	高档提花系列面料					
利用国产羊毛羊绒开发新品种等技术改造项目	羊绒高级面料	11516	2940	6860	46017	3968
	羊绒弹性面料					
	纯纱羊绒					
极细新合纤复合超仿真面料替代进口项目	麂皮绒	12194	2644	9550	15000	1865
	摩丝					
高档麻纺、织、染整生产线技术改造项目	以苧麻、纯亚麻及亚麻粘、苧麻棉等混纺产品为主	11741	5591	6150	13352	3246

上述募集资金运用项目已通过中国纺织工业设计院、上海纺织建筑设计院、中元国际投资咨询中心等部门的可行性研究论证，并已经得到国家经委、国家计委、上海市经委、江苏省经委、安徽省经委等政府部门的批准。目前，上述项目分别在上海华源股份有限公司、上海华源世贸股份有限公司和上海华源投资发展（集团）有限公司顺利进行。

^① 资料来源：国家经贸委

● **项目的建设进度和未来收益状况具有一定的不确定性因素；国家对华源集团发展纺织工业给予大力支持，为本次评级带来积极影响**

由于本次企业募集的资金主要用于纺织工业技术改造项目，投资金额较大，项目种类较多，涉及多个纺织子行业，总建设期较长，本次企业募集资金只能解决项目所需资金的一部分，因此，其他融资渠道是否畅通、资金计划能否按时和足额到位，是决定项目按计划落实，使项目按期达产并按照规划产生相应的效益和现金流的关键。对于项目的设计、建设和达产方面，也存在着如不能按期完工，或实际投资大幅超出预算等不确定性因素，会影响到公司预期收益的实现，并进而影响到本次企业债券的实际偿付能力。

同时，国内纺织企业众多，竞争十分激烈，许多纺织企业都在进行技术改造和产品升级换代，由此将会使纺织行业内部竞争将越来越激烈，各类纺织产品均面临价格下降的压力，因此华源集团的技改项目能否实现预期的销售收入具有一定不确定性；而纺织原料也具有价格波动的可能，将影响纺织工业的成本，从而影响公司未来的盈利能力和现金流入。此外，中国纺织行业在进入国际市场时面临的贸易壁垒有可能影响中国纺织品的出口，华源集团纺织品的出口也有可能因此而受到影响，进而可能对公司的经营能力和现金流产生影响。

另一方面，上海远东也注意到，作为直属中央管理的国有大型骨干企业，华源集团的发展一直得到国家的重大关注。华源集团的技术改造和新产品开发得到了国家的大力支持。到 2002 年年底，华源集团共获得国家批准实施的国债项目 10 项，累计贴息 5412 万元^①。上海远东认为，尽管传统纺织工业的技术改造面临很多困难和不确定性因素，但国家仍然十分鼓励纺织行业的技术改造，国家对华源集团的支持为华源集团传统纺织工业的发展提供了强大动力，同时也为本次评级带来积极影响。

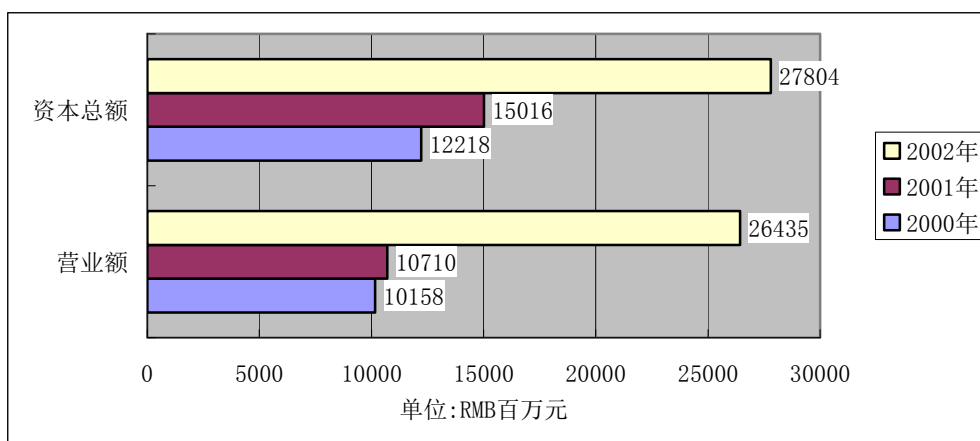
◆ 财务分析

● **产业结构调整集中了资源优势，规模经营效益得以体现，公司的盈利能力和抗风险能力逐渐增强**

华源集团通过十年发展，不断改善企业的经营结构，围绕着做强做大医药、纺织、贸易“三大板块”的方针，积极开展收购兼并。通过一系列战略性产业调整和布局，华源集团的资产规模逐渐加大，综合实力逐渐增强。2000 年——2002 年华源集团资本总额、营业额情况如图表 19 所示。

^① 来自：中国华源报

图表 19：华源集团资本总额和营业额增长情况



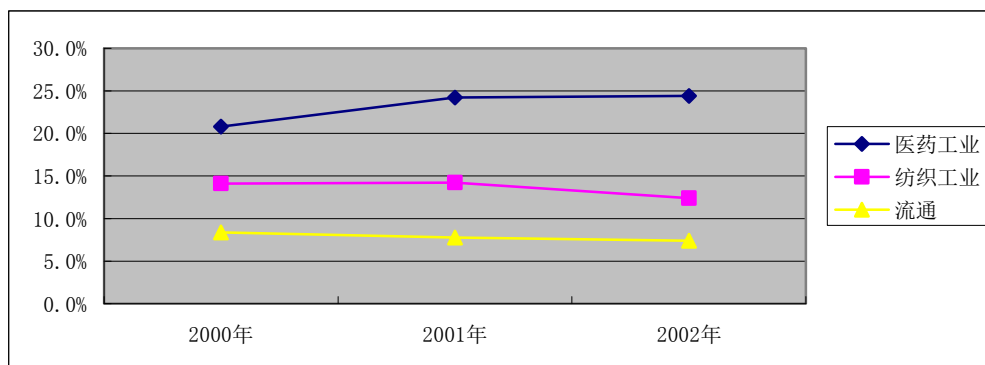
资料来源：华源集团 2000-2002 年年度报告

从图表 19 我们可以看出，华源集团在 2000 年到 2002 年三年间资本总额和营业额均逐年增加，尤其是 2002 年，资本总额和营业额较 2001 年出现大幅度增长，这主要是得益于公司大力发展医药产业的战略部署的初步实现。2002 年华源集团控股上药集团，而上药集团的资本力量十分雄厚，2002 年期末资产总额达 180.78 亿元，同时，上药集团的盈利能力较好，2002 年度实现利润总额 4.52 亿元，净利润 1.52 亿元。华源集团控股上药集团，很大程度上增强了华源集团的资产规模和综合实力，同时，确立了医药产业在华源集团的核心地位。

在公司资产规模和实力增长的同时，盈利能力得到很大改善。2002 年，华源集团的综合毛利率达到 11.6%，是 2000 年以来最好水平。通过分析医药、纺织和流通三大产业的毛利率水平和公司 3 年来销售情况（见图表 20、21）可以看出，公司综合毛利率的增长主要是得益于公司医药产业销售的增长。三大产业中，医药业的毛利率最高，达到 24.4%，而产业结构调整突出了医药产业的主导地位，公司医药产业的销售额逐年上升，2002 年医药产业的营业额达到 116.33 亿元，占总营业额的 44%。

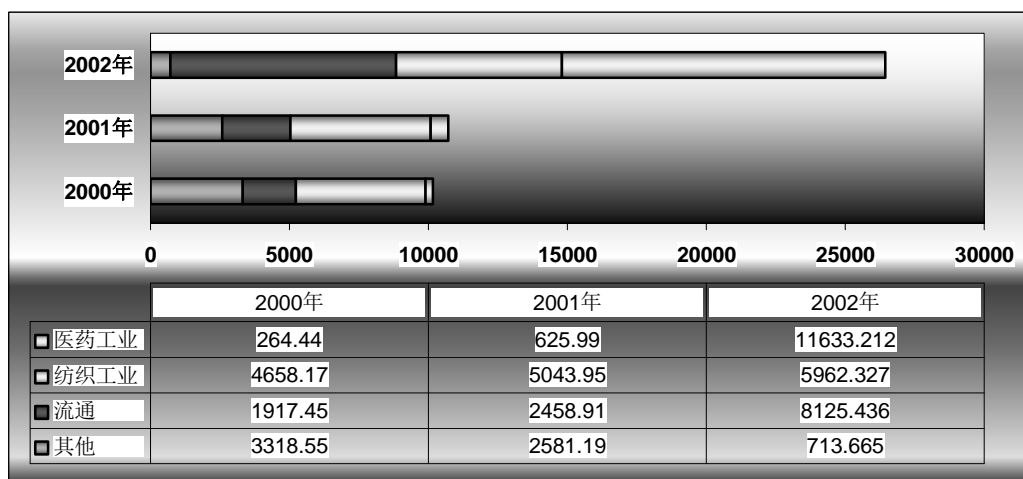
确立医药产业支柱地位的同时，华源集团的纺织业也呈现出稳定增长的态势，2002 年纺织产业的销售收入达到 59.6 亿元，为历史最好水平。虽然激烈的市场竞争使毛利率略有降低，但销售规模的扩大在很大程度上降低了毛利率下降带来的不利影响。另外，上药集团的医药流通业对华源集团的流通产业也有较大贡献，2002 年华源集团流通产业的销售收入达到 81.3 亿元，首次超过了纺织产业的收入，主要原因是上药集团医药流通的销售额达到 43.4 亿元，占公司流通业收入的 53.4%。虽然公司医药流通的毛利率相对较低（为 7.4%），但上药集团庞大的销售网络可以为公司带来稳定的收入和利润。

图表 20：2000 年——2002 年三大产业毛利率水平比较



资料来源：华源集团 2000-2002 年年度报告

图表 21：2000 年——2002 年三大产业营业额的变化情况（单位：百万元）



资料来源：华源集团 2000-2002 年年度报告

● **大规模的产业结构调整使 EBIT 得到大幅度增长，公司产生现金流的能力随之增强，偿债能力有所提高**

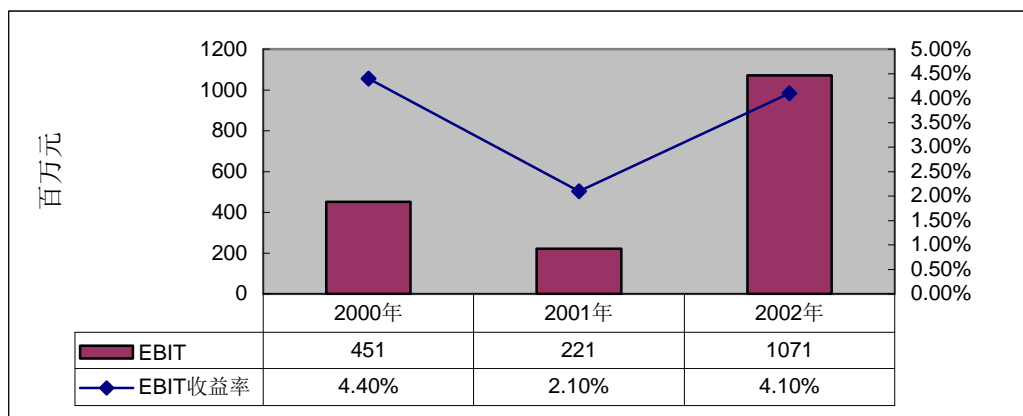
由于 2001 年华源集团下属的凯马机械亏损达 3.44 亿元，公司的 EBIT 和 EBIT 收益率在 2001 年达到三年来的低谷。2002 年华源集团转让了凯马机械的大部分股权，并且成功控股上药集团，公司的营业额大幅度增长，盈利能力显著提高，EBIT 因此得到大幅度增长，2002 年 EBIT 达到 10.71 亿元。EBIT 利息偿付倍数也达到 1.4 倍，较 2001 年有较大幅度提高。

另一方面，由于在资产整合初期管理费用等日常开支大幅度上升，导致 2002 年 EBIT 上升幅度小于营业额的增长，因此 2002 年 EBIT 收益率尚未能达到 2000 年水平（华源集团 EBIT 及其收益率变化情况参见图表 22）。

上海远东认为，由于大规模的产业结构调整带来一段时间内费用水平上升是正常的，随着华源集团以医药为核心的产业定位的确立，费用水平再度上升的空间不大，而资产整合产生的

规模效应将进一步体现，EBIT 收益率仍有一定的上升空间。

图表 22：2000 年——2002 年 EBIT、EBIT 收益率变化情况



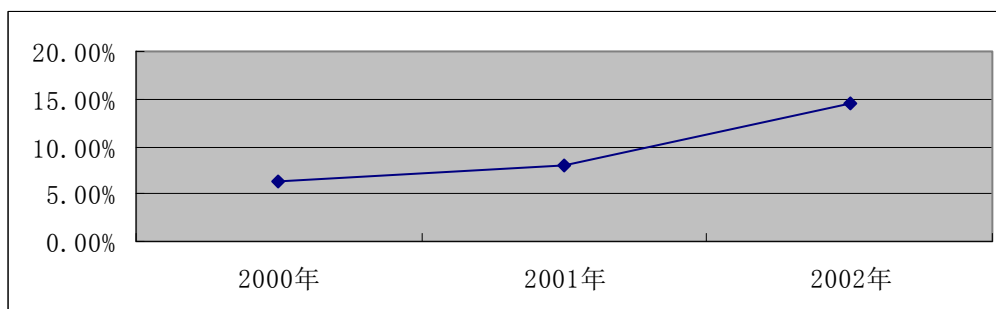
资料来源：华源集团 2000-2002 年年度报告

●公司资本总额扩大的同时总债务规模得到一定控制，但负债水平仍然偏高，财务结构将通过未来技改的实现、新项目的投产以及进一步的资产整合而逐渐改善

公司的负债水平一直偏高，特别是 2001 年凯马机械严重亏损，资不抵债，公司总债务与资本总额之比达到 64.9%。2002 年公司及时转让凯马机械的股权，并收购了上药集团，大大巩固了医药产业在华源集团的优势地位，公司资本总额得到跨越式增长，总债务规模也得到一定控制，公司的总债务与资本总额比降为 64.4%，但仍属于较高水平。由于下属子公司众多，经营情况良莠不齐，虽然华源集团大力进行产业结构调整 and 集团内部整合，但该过程需要一定时间，公司短时间内财务结构改善面临一定难度。

华源集团近年来大力进行技术改造，建立新产品生产线，尤其是 2002 年，公司积极开展集团的传统产业——纺织业的技改，并增加了新型纤维生产线，高档亚麻面料技术改造、海岛型超细长丝的仿制、泰国棉纺、超细纤维等在纺织行业具有竞争优势的项目的投资均有较大增加。在医药领域，公司大力投资 GMP 改造项目、PET 扩建工程等项目。虽然这些项目目前还没有竣工投产，但为公司未来盈利能力的增长奠定了良好基础。从图表 23 可以看出，公司在建工程占固定资产的比重逐年增加，为公司未来发展积蓄动力。

图表 23：在建工程占固定资产的比重：



资料来源：华源集团 2000-2002 年年度报告

上海远东同时注意到，华源集团资产规模较大，2002年资本总额达到278.04亿元，本次拟发行企业债券仅为6亿元，对公司的财务结构不会产生重大影响。随着本次债券募集资金项目的正常投产，以及资产的逐渐整合，公司的盈利水平将进一步提高，财务结构也将进一步改善。

另外，2003年2月，华源集团获得浦发银行8亿元人民币的综合授信额度，在一定程度上缓解了公司在流动资金、贸易结算等方面的需求。华源集团已取得的成绩和其未来发展战略规划得到了社会各界特别是金融界的广泛的赞同，同时也反映了华源集团与金融界的合作进一步加强。

◆ 华源集团本次债券信用增级分析

华源集团本次拟发行的6亿元人民币债券由中国建设银行授权中国建设银行上海市分行提供全额不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本次债券的本金及利息。由于中国建设银行上海市分行是非独立法人，仅是中国建设银行的一个一级分行，其债务偿还与担保义务的最终履行将由中国建设银行来承担，因此，本次华源集团债券信用增级分析以评价中国建设银行的整体担保能力为主。

中国建设银行是四大国有商业银行之一，注册资金851亿元人民币，是中国金融体系的重要组成部分。自1954年成立以来，中国建设银行的各项业务获得了稳步发展，建立了广泛的客户群体，营业机构遍布全国，目前在国内设有38个一级分行，约2.1万个分支机构、网点。建设银行还与世界80多个国家（地区）的700多家银行建立了代理行关系，与国际金融市场上1000多家投资银行、保险公司、政府（各国中央银行、财政部）及多边金融机构保持着密切的业务往来，形成了遍布全球的代理行网络，是国际金融资本与中国经济建设相结合的重要桥梁。2002年7月，建设银行在英国《银行家》杂志全球1000家大银行一级资本排序中位居第28名。

面对新的形势和新的市场，建设银行不断深化改革，开拓进取，努力建成治理结构完善，运行机制健全，经营目标明确，财务状况良好，有较强国际竞争力的现代商业银行。建设银行率先在全国范围内承办房改金融业务，个人住房贷款在全国房地产金融业务领域长期处于领先地位。在风险控制方面，中国建设银行在2002年全面实行了中国人民银行信贷资产质量五级分类管理办法。为了解决历史遗留的不良资产问题，建设银行计提了154.95亿元人民币作为不良资产的准备金，提高了全行的信贷资产质量。建设银行构筑了全面风险管理体系。通过调整管理结构和授权制度，进一步加强内部控制；同时，通过加强问责制度，按国际标准增加信息披露透明度。公开、透明的银行治理体系也使得中国建设银行进一步朝着现代化、国际化的方向迈进。

截止2002年末，中国建设银行总资产达30831.95亿元，净资产1072.36亿元，各项存款余额25996.52亿元，各项贷款余额17663.88亿元；不良贷款余额和占比同比均有不同程度的下降，资产流动性也有所提高。中国建设银行在国内主要的银行业务领域中均保持了较大的市场份额。2002年度该行共完成营业收入1120.56亿元，实现营业利润152.43亿元，同比分别增长4.36%和163.00%。2002年末，建设银行龙卡累计发卡量达1.21亿张，在同业中保持领先地位；全年新发放个人住房和商业用房979.36亿元，累计贷款余额2351.19亿元，同比增长26.03%；中间业务收入达75.06亿元，净收入44.75亿元，同比增长了35.0%；国际结算金额628亿美元，同

比增长 11.55%；此外，中国建设银行还托管 14 家基金，基金托管规模达到 263.41 亿份基金单位，累计托管资产超过 74.75 亿元。（主要财务数据见附录二）

综上所述，上海远东资信评估有限公司认为，中国建设银行目前的经营状况显示其拥有雄厚的资金实力和良好的发展态势，而其巩固的市场地位和优质的客户服务将为其提升综合竞争能力提供有力的支持。因此，华源集团本次债券发行由中国建设银行上海市分行提供担保，将使债券未来本息的偿付具备强有力的保障这在很大程度上提升了华源集团本次债券发行的信用水平。

附录一：华源集团主要财务数据概要（人民币:亿元）

资产负债表项目	2000年	2001年	2002年
资产总额	151.10	187.29	366.12
流动资产	91.41	104.95	212.04
其中： 存货	22.96	24.46	52.77
应收票据及应收账款	21.72	19.38	52.16
其他应收款	14.38	18.95	41.32
其他	32.35	42.16	65.79
长期资产	59.69	82.34	154.08
其中： 长期投资	8.33	9.40	25.66
固定资产净额	41.63	60.29	92.02
在建工程	2.77	5.21	15.66
其他	6.96	7.44	20.74
负债总额	100.91	134.51	267.20
流动负债	83.72	109.94	223.05
其中： 短期借款及一年内到期的长期借款	56.93	75.58	139.21
应付票据及应付账款	17.93	18.70	44.14
其他应付款	1.92	7.63	23.78
其他	6.94	8.03	15.92
长期负债	17.19	24.57	44.15
其中： 长期借款	15.07	21.80	39.92
长期应付款	2.10	2.45	3.94
其他	0.02	0.32	0.29
少数股东权益	33.90	34.82	80.25
所有者权益总额	16.29	17.96	18.67
实收资本	4.78	4.80	6.48
未分配利润	0.52	-0.11	-0.40
其他	10.99	13.27	12.59

利润表项目	2000年	2001年	2002年
主营业务收入	101.59	107.10	264.35
主营业务利润	9.80	11.90	30.77
其他业务利润	1.16	1.58	2.24
营业利润	2.00	-0.95	3.39
投资收益	2.27	1.73	2.43
利润总额	5.29	2.11	7.09
少数股东损益	3.02	0.86	4.27
净利润	1.61	0.70	1.31

附录二：中国建设银行财务概要：

单位：百万元人民币，%

项目	2002	2001	增长率
经营成果			
营业利润	15243	5796	163%
净利润	4304	5167	-16.70%
利息收入	103092	99262	3.86%
利息支出	38120	43937	-13.24%
净利息收入	64972	55235	17.63%
非利息收入	8964	8113	10.49%
资产负债项目			
资产总额	3083195	2752372	12.02%
贷款	1766388	1505906	17.30%
负债总额	2975959	2644805	12.52%
存款	2599652	2265536	14.75%
所有者权益	107236	107567	-0.31%
指标比率			
贷款利息收入/总收入	67.02%	67.35%	-
存款利息支出/总支出	38.95%	44.26%	-
成本/收入	53.16%	56.07%	-
不良贷款率	15.17%	19.21%	-

附录三：华源集团主要财务分析指标定义

营业额 = 报告期主营业务收入；

EBIT = 报告期息、税前盈余（扣除非经常性损益）；

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 + 年末应付债券余额；

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 = 毛利（即主营业务利润）/ 营业额 * 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；

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与中国华源集团有限公司构成受托委托关系外，上海远东、本次评级分析员与中国华源集团有限公司不存在任何直接或间接的利益关系。
- 二、 上海远东本次对中国华源集团有限公司的评级结果不是向投资者提供购买或出售中国华源集团有限公司已经存在或日后发行的有价证券的建议。
- 三、 上海远东、本次评级分析员履行了尽职调查与诚信尽责的义务。
- 四、 上海远东对中国华源集团有限公司本期债券评级的评级结果系上海远东独立、客观的分析判断，上海远东还将进行持续跟踪评级。