中炬高新技术实业（集团）股份有限公司

2014 年公司债券

信用评级报告

主体长期信用等级： AA 级
本次债券信用等级： AA 级
评级时间： 2014 年 9 月 9 日

上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

业务声明

本评级机构对中炬高新技术实业（集团）股份有限公司 2014 年公司债券的信用评级作如下声明：

本次债券信用评级的评级结论是本评级机构以及评级分析员在履行尽职调查基础上，按照业务主管部门发布的信用评级相关规范要求以及本评级机构债务人信用评级标准和程序做出的独立判断。

本评级机构及本次债务人信用评级分析员与债务人之间不存在除本次信用评级事项委托关系以外的任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系，并在信用评级过程中恪守诚信原则，保证出具的评级报告客观、公正、准确、及时。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据债务人所提供的资料，债务人对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对债务人进行跟踪评级。在信用等级有效期限内，债务人在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本次债务人信用评级结论不是引导投资者买卖或者持有债务人发行的各类金融产品，以及债权人向债务人授信、放贷或赊销的建议，也不是对与债务人相关金融产品或债务定价作出的相应评论。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2014 年 9 月 9 日

分析师

朱侃
Tel：(021) 63501349-929
E-mail：zk@shxsj.com

熊梓
Tel：(021) 63501349-837
E-mail：xh@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel：(021)63501349　63504376
Fax：(021)63500872
E-mail：mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

中炬高新技术实业（集团）股份有限公司2014年公司债券信用评级报告 **概要**

编号：【新世纪债评(2014)010133】

中炬高新技术实业（集团）股份有限公司2014年公司债券

主体长期信用等级：AA

本次债券信用等级：AA

评级展望：稳定

主要财务数据及指标

项　目	2011年	2012年	2013年	2014年上半年度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	1.97	1.75	1.20	0.85
刚性债务	4.56	4.53	3.64	3.73
所有者权益	16.02	15.94	15.50	14.82
经营性现金净流入量	-0.51	-0.29	1.00	0.08
发行人合并数据及指标：				
总资产	32.42	34.95	36.96	37.89
总负债	11.94	13.06	13.11	13.16
刚性债务	7.16	6.40	7.23	7.15
所有者权益	20.48	21.90	23.85	24.73
营业收入	17.35	17.54	23.18	13.30
净利润	1.22	1.22	2.20	1.53
经营性现金净流入量	1.31	2.42	1.35	1.07
EBITDA	2.34	2.48	3.68	—
资产负债率[%]	36.83	37.35	35.48	34.73
权益资本与刚性债务比率[%]	285.93	342.22	329.69	345.98
流动比率[%]	175.59	167.41	167.32	166.43
现金比率[%]	42.37	29.38	30.41	20.11
利息保障倍数[倍]	6.53	4.37	8.38	—
净资产收益率[%]	6.15	5.78	9.63	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	12.02	19.37	10.32	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.76	1.83	-0.08	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.69	5.79	10.42	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.36	0.37	0.54	—

注：根据中炬高新经审计的2011～2013年及未经审计的2014年上半年度财务数据整理、计算。

评级观点

➢ **优势：**

- 中炬高新调味品主业的国内市场占有率位居行业前列，近年来增速持续高于行业平均水平，竞争优势持续增强，行业地位进一步凸显。
- 中炬高新主业突出，盈利能力较强，未来随着调味品新增产能的逐步释放，其经营规模将稳定增长，盈利能力有望进一步增强。
- 中炬高新整体财务结构较稳健，负债经营程度持续处于较低水平。公司经营获现能力强，经营性现金流状况良好，货币资金存量充裕，可为到期债务的偿付提供较好的保障。
- 中炬高新主要子公司被认定为高新技术企业，享受所得税优惠政策，同时公司在经营过程中能够获得一定的政府支持。

➢ **风险：**

- 我国调味品生产企业数量众多，市场竞争激烈，食品安全问题受重视程度日益加大。中炬高新调味品业务将持续面临较大的食品安全管理挑战。
- 中炬高新调味品业务的原材料价格波动较大，而产品提价相对滞后，公司面临一定的原材料价格波动风险。
- 中炬高新目前正逐步推进阳西生产基地投资建设，后续将面临一定的资金压力。
- 中炬高新房地产业务易受房地产市场变化影响，经营压力较大。同时区域经济增速的放缓使得公司园区物业出租业务承压。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪公司对中炬高新及其发行的本次债券的评级观点，并非引导投资者买卖或持有中炬高新发行的金融产品及债权人向中炬高新授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由中炬高新提供，所引用资料的真实性由中炬高新负责。

中炬高新技术实业（集团）股份有限公司
2014 年公司债券
信用评级报告

释义

中炬高新，该公司，或公司：中炬高新技术实业（集团）股份有限公司

新世纪公司，或本评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本次债券：中炬高新技术实业（集团）股份有限公司 2014 年公司债券

一、概况

（一） 发行人概况

该公司前身为成立于 1989 年 10 月的中山高新技术产业开发总公司，初始注册资本为人民币 500 万元。公司于 1992 年 12 月 30 日经广东省经济体制改革委员会和广东省企业股份制试点联审小组以粤股审（1992）165 号文批准改制为中山火炬高新技术实业股份有限公司，股本变更至人民币 8,300 万元，股份总数 8,300 万股。1994 年 6 月 9 日，公司经中国证监会证监发审字（1994）21 号文批准向社会公开发行人民币 A 股 2,800 万股，并于 1995 年 1 月 24 日在上海证券交易所正式挂牌上市（证券代码：600872），公司总股本达到 11,100 万股。公司于 2001 年 2 月更名为现名（股票简称：中炬高新）。后经过多次增资，截至 2014 年 6 月末，公司股本总数为 7.97 亿股。

该公司属园区开发及产业投资型公司，主业所处行业包括调味食品、园区开发经营和商住地房地产开发三类，同时还投资于汽车零配件行业和动力电池行业。公司调味品业务由全资子公司广东美味鲜调味食品有限公司（简称“广东美味鲜”）生产经营，主要产品为酱油、鸡粉（精）、酱类、蚝油、食醋等。公司“厨邦”生抽在广东、浙江、海南、广西等南方市场占有率较高，全国市场份额排名靠前；目前园区开发经营主要为中山火炬园区内的工业厂房租赁等业务，由公司本部经营；房地产开

发业务由其控股子公司广东中汇合创房地产有限公司（简称“中汇合创”）经营，主要项目为位于广州至珠海城际轨道中山站旁 1,400 亩商住用地的开发经营。另外，汽车零配件业务和动力电池业务分别由其控股子公司中山中炬精工机械有限公司（简称“中炬精工”）和中山中炬森莱高技术有限公司（简称“中炬森莱”）运营。

（二） 本次债券概况

该公司《关于发行公司债券的议案》已于 2013 年 10 月 25 日经公司董事会审议，并经 2013 年 11 月 15 日公司 2013 年第一次临时股东大会审议通过。公司决定将债券本金总额不超过人民币 9 亿元（含 9 亿元）的公司债券分两期发行，其中第一期发行的债券本金总额不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元）。本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还短期债务和补充流动资金。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称：	中炬高新技术实业（集团）股份有限公司 2014 年公司债券
发行规模：	人民币 9 亿元
债券期限：	5 年期
付息方式：	本次债券采用单利按年计息，不计复利。在本次债券计息期限内，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
增级安排：	无

资料来源：中炬高新

截至 2014 年 6 月末，该公司尚在存续期的债券为公司 2013 年 10 月 23 日发行的 3 亿元短期融资券（债券简称“13 中炬高新 CP001”）。

二、公司管理

该公司严格按照相关法律法规的要求，不断完善自身法人治理结构，在经营管理方面保持了较强的独立性。公司组织机构设置较合理，职能分工明确，并建立了较完善的内部管理制度，各项制度执行情况较好，能够有效地控制经营管理各环节的主要风险。公司构建起整体素质较高的经营管理团队，现有从业人员素质能够满足现阶段日常经营与管理需要。

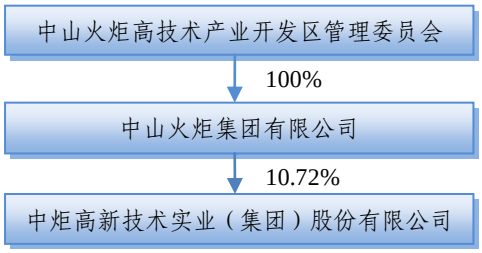
（一） 股权状况

截至 2013 年 12 月 31 日，中山火炬集团有限公司（以下简称“火炬

集团）持有公司 10.72%股权，为公司控股股东。公司与控股股东之间股权关系长期保持稳定，有助于公司经营管理的有序开展及有效实施。

火炬集团成立于 1992 年 11 月，是中山火炬高技术产业开发区管理委员会（简称“开发区管委会”）的全资控股企业，受开发区管委会委托，综合开发、管理高新技术产业园，主营业务包括产业投资、招商引资、咨询服务和园区管理。截至 2014 年 6 月末，火炬集团注册资本为人民币 5,000 万元。该公司最终实际控制人为开发区管委会（如图表 2 所示）。

图表 2. 中炬高新与实际控制人关系图



注：根据中炬高新提供的资料绘制（截至 2014 年 6 月末）

（二） 与控股股东之间关系

该公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律规章的要求，设立了股东大会、董事会、监事会以及在董事会领导下的管理团队；公司董事会设有战略与发展委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会、治理委员会和审计委员会等五个专门委员会，并制定了各专门委员会具体实施细则，为公司保持经营独立性和决策科学性提供了有效支持。经过多年运行，公司法人治理结构逐步健全，并能有效运作。

该公司控股股东仅依法行使出资人的权利，公司与控股股东之间在业务、机构、人员、资产和财务上完全分开，做到了业务分开、人员分开、资产完整、机构独立和财务独立。公司具有独立完整的业务体系及自主经营能力，与控股股东之间不存在同业竞争，不存在股东违规占用公司资金、资产及其它资源而损害公司利益的情况。

（三） 关联交易

针对关联交易，该公司制定了《关联交易管理制度》，并在《公司章程》、《股东大会议事规则》及《董事会议事规则》等规章制度中明确规定了关联资金往来评审、批准、执行、管理、披露等环节的控制要求。

截至 2013 年 12 月末，该公司本部为子公司广东美味鲜提供信用担

保及资产抵押担保余额合计为 4.17 亿元，不存在为并表范围外公司提供担保的情况。2013 年公司与日常经营相关的关联交易主要体现为公司向母公司火炬集团提供的房地产出租，当年实现租赁收益为 27.72 万元，参照市场价格进行定价。

（四） 高级经营管理者

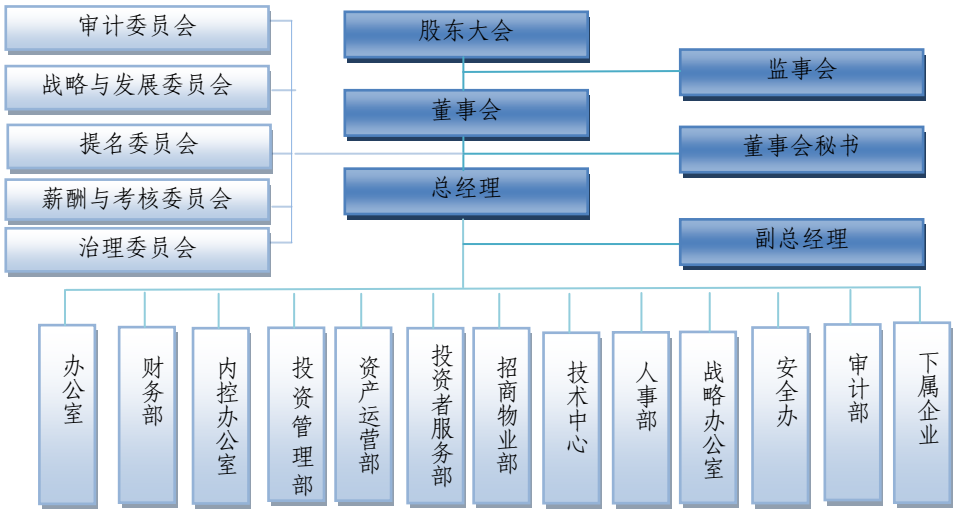
该公司主要高级管理人员大多具有多年园区开发管理、产业投资、食品制造等相关行业的从业经历，管理经验和资产运作经验较丰富，为公司战略规划的有效执行和持续稳定运作提供了可靠保障。

该公司建立了相应的高级管理人员绩效评价标准和激励约束机制，按《薪酬制度》、《绩效考核制度》、《董事、监事及高级管理人员内部问责制度》与《公司董事、监事及高级管理人员薪酬议案》等制度对高管人员实施考评与激励，并将每年制定经营目标的完成情况与高级管理人员的薪酬进行挂钩。另外，公司设立了薪酬与考核委员会，以确保制定高管人员薪资待遇政策程序的合理性及透明性，并对薪酬制度执行情况进行监督。

（五） 组织架构

该公司根据自身业务特点及管理需要，设置了投资管理部、财务部、审计部、招商物业部等职能部门，并通过制度化管理，明确了各部门之间的分工及权责。从实际运行情况来看，公司各部门之间在日常经营中能够做到既保持应有的独立性，也保持协作顺畅。

图表 3. 公司组织结构图



资料来源：根据中炬高新提供的资料绘制（截至 2014 年 6 月末）

截至 2014 年 6 月末，该公司纳入并表范围的子公司共 7 家。公司下属企业所从事的行业跨度较大，公司通过委派高层经营管理人员对下属

企业实施控制，并对子公司实行全面考核制度，通过内部审计、专业检查、监事巡查等手段进行审查，从而有效控制公司整体经营风险和信用风险。

图表 4. 公司并表范围内一级子公司基本情况

名 称		持股比例（%）	主营业务
全称	简称		
广东中汇合创房地产有限公司	中汇合创	79.16	房地产开发与销售
中山创新科技发展有限公司	创新科技	100.00	科技项目投资开发
香港中兴(科技)贸易发展公司	中兴贸易	100.00	贸易
中山市中炬高新物业管理有限公司	中炬物业	100.00	物业管理
广东美味鲜调味食品有限公司	广东美味鲜	100.00	调味品生产与销售
中山中炬精工机械有限公司	中炬精工	75.00	汽车配件等生产
中山中炬森莱高技术有限公司	中炬森莱	66.00	氢镍、镉镍系列电池产品生产

资料来源：根据中炬高新提供的资料绘制（截至 2014 年 6 月末）

（六） 人力资源

截至 2013 年 12 月末，该公司合并口径在职员工数量合计为 3,788 人，其中本部 78 人，主要子公司 3,710 人（其中广东美味鲜为 3,209 人）。从专业构成来看，公司具有高、中、初级职称的人员分别为 13 人、70 人和 238 人；从学历构成看，公司研究生以上学历 32 人、本科学历 559 人、大专学历 344 人。公司制定了《员工招聘管理制度》、《员工培训管理制度》，建立了一套完善的绩效考核体系，在员工奖罚、升迁、考核、保险、假期等方面都做了详细的规定和说明。

总体来看，该公司员工结构较为合理，从业人员素质能够满足现阶段公司管理、经营及技术等方面的需要。

（七） 业务管理

该公司自成立以来，逐步建立健全内控制度体系，现已形成了一整套涵盖财务管理、资金管理、对外投资和内部审计在内的内部控制制度，并通过事前、事中和事后流程控制，渗透到决策、执行、监督、反馈等各个环节，以确保制度的有效执行。

在财务管理方面，该公司突出预算管理，实行预算管理制度，成立预算管理委员会，负责预算的整体统筹与管理。财务部负责预算的组织、协调、汇总和具体编制工作，各相关职能部门编制与其相关的业务预算。年度预算经预算管理委员会审核，报公司经营班子讨论并报公司董事会批

准，通过后正式执行。

在资金管理方面，该公司遵循预算管理，量入为出的原则。由公司财务部负责每年 12 月 20 日前编制好下一年度现金预算，报经管理层审核通过。财务部根据年度现金预算，经审核后的扩大、变更现金预算在每月 30 日前编制次月的月度资金计划报主管财务的副总审核和总经理审批后执行，并按月编制现金流量表（财务收支明细）于次月 6 日前报财务副总和总经理。资金的支付必须依据合法有效的原始凭证，包括经规定审批程序后才能支付。

在对外投资方面，该公司已制定了包括《对外投资管理制度》、《对外投资管理实施细则》等管理制度，对投资活动进行管理。公司股东大会根据公司对外投资活动涉及金额大小，授权董事会、经营班子分级审批。控股子公司的对外投资严格按照公司授予的投资权限进行，超过权限的，必须报公司总部审批。

在内部审计方面，该公司审计部直属总经理领导，并接受公司董事会审计委员会的指导。内部审计工作的范围包括对公司及下属企业的财务收支、资金管理、投资活动、经营业绩、内部控制系统及下属企业高层管理人员离任的审查和评价。一般审计项目分为四个步骤，包括审计计划阶段、审计实施阶段、审计报告阶段和后续审计阶段。审计部门应依据公司对审计工作要求设立相应的审计岗位，并制定有效的岗位责任制度，以提高部门工作效率，保证审计工作质量，降低审计风险。

在子公司管理方面，该公司制定了《中炬高新全资及控股子公司经营管理守则》，实行子公司总经理聘用合同制，对子公司主要管理层人员统一调配、任免，并向各子公司委派财务总监。工程项目、技术开发等重大事项由公司实行直线管理，公司职能部门对各子公司的相应对口项目进行统一管理、控制。此外，各子公司根据具体业务活动制定各项规章制度，由公司内控项目管理小组进行专业指导、监督及支持。

三、业务运营

该公司主营业务涉及调味品生产、园区开发经营及商住房地产开发等领域，相关行业的市场环境变化将对公司各业务板块的经营状况产生较大影响。

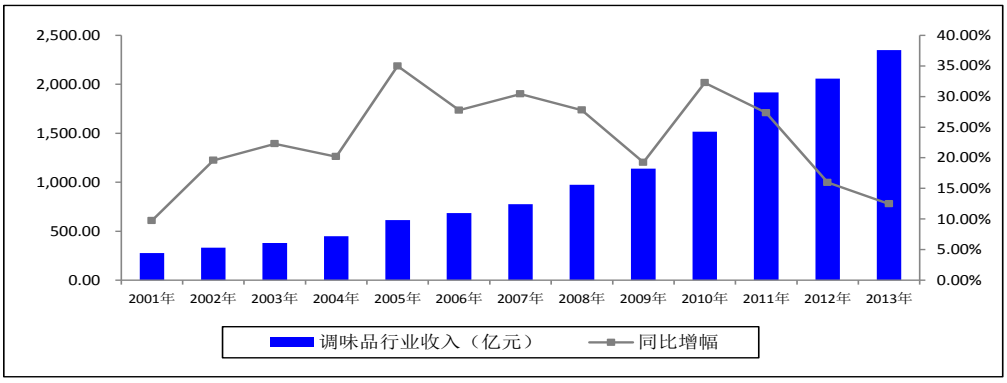
（一） 经营环境

1、调味品行业

我国调味品行业近年来保持快速发展，且行业规模与世界平均水平相比仍较小，具有较大的市场空间。我国目前调味品行业集中度仍较低，未来随着行业内整合的推进，行业将朝着品牌化、规模化和产业化方向发展。

近年来，受益于餐饮行业的快速发展，我国调味品市场消费量增长较快，调味品行业收入已连续多年保持 10%以上的年增长率。但 2012 年以来受宏观经济下行、消费市场较为疲弱影响，行业增速有所放缓。2013 年我国调味品、发酵制品制造业实现营业收入 2,349.29 亿元，实现利润总额 196.92 亿元，同比分别增长 12.46%和 12.45%，增速较上年继续回落，但仍保持较快增长态势。调味品行业是典型的“小产品、大市场”，根据调味品行业协会统计数据，目前我国调味品在餐饮消费中的比重已接近 10%，但与世界平均水平 18%还存一定距离。未来随着居民收入水平的提高，以及对饮食口感、品质等的日益重视，调味品产品的需求将保持快速增长，我国调味品行业仍具有较大的市场发展空间。

图表 5. 我国调味品行业 2001 年以来收入增长情况

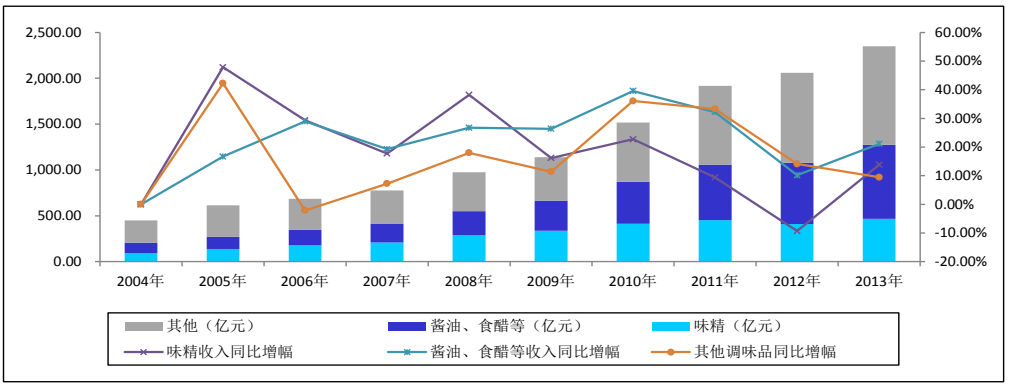


资料来源：Wind资讯

从调味品市场构成来看，目前我国调味品年产量达1,500万吨左右，主要产品包括味精、酱油、食醋、鸡精、酱料及调味料等，其中酱油和食醋为我国目前份额最大的调味品品类。2012年酱油产量突破700万吨，食醋产量约300万吨，分别约占调味品总产量的50%和20%。酱油及食醋等收入从2003年的95.14亿元增长至2013年的808.70亿元，年均增速达20%以上。同时，随着我国消费的不断升级及居民对于饮食健康的日益重视，酱油、食醋等健康调味品的功能性地位日益突出，其收入占比已从2003年25.02%提高至2013年的34.42%。此外，鸡精、鸡粉等鲜味调味

品作为传统产品味精的升级替代产品，逐步抢占了味精部分市场份额。

图表 6. 2004 年以来我国调味品行业各品类收入及其增长情况



资料来源：Wind资讯

经过多年的发展，我国调味品行业已形成较为稳定的品牌格局，细分行业内龙头企业拥有相对较高的市场份额和品牌影响力。但我国目前调味品行业集中度仍较低，截至 2013 年末，全国调味品、发酵制品制造企业单位合计为 1,067 家。2012 年我国前五大品牌（海天、太太乐、老干妈、李锦记、厨邦）收入占比仅 8.55%，远低于全球调味品市场（20%）、美国（39%）以及与我国饮食习惯最为接近的日本（28.0%）。从酱油市场看，目前全国性大品牌主要为海天、厨邦、加加、李锦记，合计市场占有量在 20%左右。未来调味品行业将朝着品牌化、规模化和产业化方向发展，区域和地方性品牌将受到挤压，已有品牌优势的企业依托自身已建立的主渠道和消费客户群，有望不断提高其市场份额。

图表 7. 我国调味品行业主要品类及品牌分布情况

细分市场	代表品牌
酱油	海天、厨邦、加加、李锦记、美味源（美国亨氏）、珍极（日本龟甲万）、味事达、淘大（日本味之素）、家乐与老蔡（联合利华）
食醋	恒顺、水塔、保宁、珍极、海天、龙门、紫林
味精	莲花、梅花、菱花、红梅
鸡精（鸡粉）	家乐（联合利华）、太太乐（雀巢）、厨邦、佳隆、豪吉（雀巢）、味好美
酱料	李锦记、家乐和四季宝（联合利华）、老干妈、六必居、王致和等

资料来源：根据公开资料整理

长期以来，生产工艺落后、产品品质不高是调味品行业的通病。为改变该市场现状，部分企业建立起现代企业管理模式，利用自身资源优势、开发特色等不断提升品牌影响力。与此同时，各级政府部门也加大了专项治理力度，使调味品行业市场趋于规范，食品安全和卫生管理逐步深化。未来随着我国调味品标准的逐步健全，行业进入门槛将逐步提

高，中小企业优胜劣汰将进一步加速，将对调味品行业内整合的推进及行业整体规模的增长产生积极的促进作用。

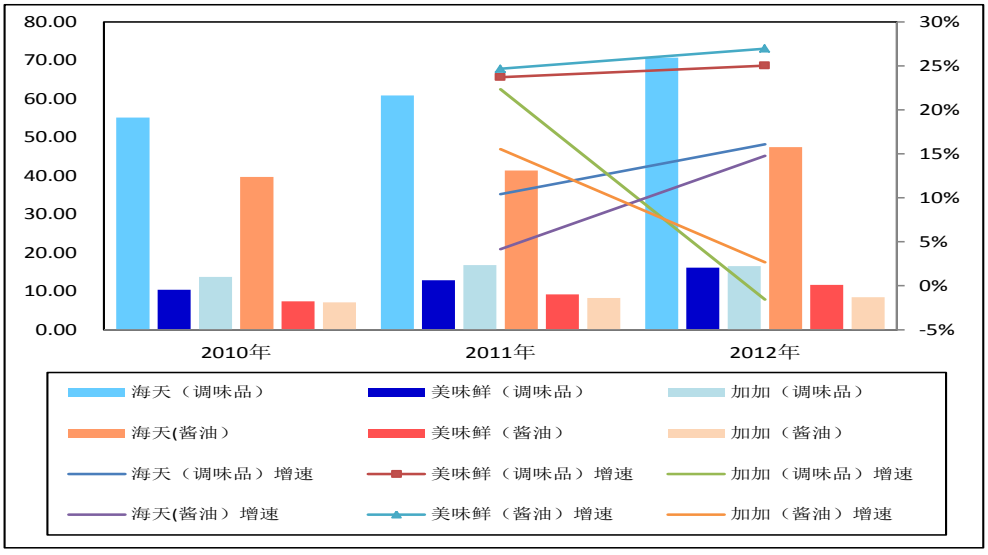
目前海天味业、广东美味鲜及加加食品三家公司位居国内酱油行业前三，其中该公司子公司广东美味鲜以高于同行业的增长速度积累了较强的竞争优势，行业地位进一步巩固。

从国内酱油市场格局来看，据中国调味品协会2012年对中国调味品行业品牌企业的调查结果显示，佛山市海天调味食品股份有限公司（以下简称“海天味业”，股票代码：SH. 603288）、广东美味鲜及加加食品集团股份有限公司（以下简称“加加食品”，股票代码：SZ.002650）分别位居行业前三位。其中海天味业以较强的产能优势及较大市场占有率居于行业第一，广东美味鲜、加加食品分列二、三。但从增速情况来看，广东美味鲜调味品、酱油产品2010~2012年的年复合增长率分别为24.37%和25.82%，远超过另外两家，且高于调味品行业16.51%的复合增长率。此外，2013年广东美味鲜调味品业务收入（19.79亿元）已超过加加食品（营业收入16.78亿元）。

图表 8. 我国主要酱油生产企业 2010~2012 年业务收入情况（单位：亿元）

企业	2010 年		2011 年		2012 年		年复合增长率	
	调味品	其中：酱油	调味品	其中：酱油	调味品	其中：酱油	调味品	其中：酱油
海天味业	55.16	39.72	60.91	41.37	70.70	47.48	13.21%	9.33%
广东美味鲜	10.42	7.38	12.89	9.20	16.12	11.68	24.37%	25.82%
加加食品	13.76	7.15	16.83	8.26	16.57	8.48	9.74%	8.92%

注：根据上市公司年报、招股说明书数据及中炬高新提供的资料整理、计算



注：根据上市公司年报、招股说明书数据及中炬高新提供的资料绘制

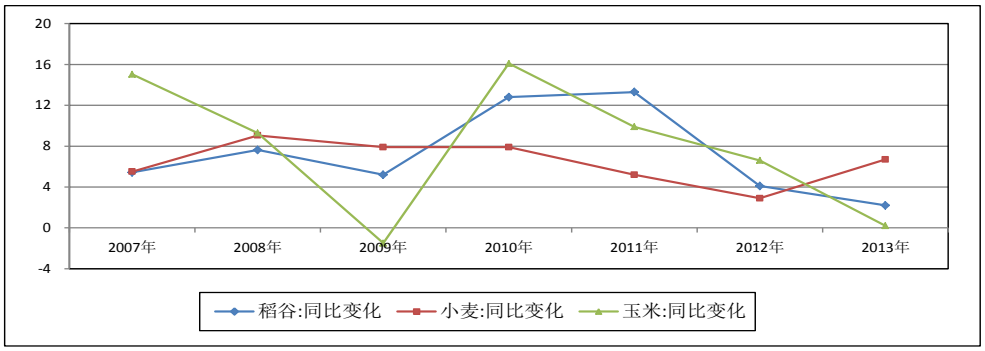
因此，从行业地位来看，该公司下属的调味品业务经营实体广东美

味鲜近年来保持高于行业平均水平的快速增长，在巩固其行业第二地位的同时，与海天味业的差距亦有所缩小；加加食品整体增速则呈现出下滑趋势。广东美味鲜竞争实力持续增强，行业地位进一步凸显。

调味品行业市场竞争较为激烈，原材料价格的波动及人力成本的刚性上涨将对行业内企业成本控制造成一定的压力。

调味品产品生产所需基础原料主要为农产品，原料价格的上涨将对调味品行业产生直接影响。2007 年以来，主要农产品（稻谷、小麦和玉米）价格整体呈现上涨趋势。据国家统计局数据显示，2013 年全国主产区稻谷、小麦和玉米的平均收购价格同比分别上涨 2.2%、6.7%和 0.2%(如图表 9 所示)，再加上人力成本、包装材料价格和运输物流成本的上升，行业成本压力日益增大。调味品企业一般先通过内部消化成本压力，当整个行业难以承受原料涨价带来的成本压力时再上调产品价格，因此产品提价相对滞后，挤压了企业的盈利空间。

图表 9. 我国主要农产品 2007 年以来价格波动情况（单位：%）



资料来源：国家统计局

2．园区开发行业

国家对开发区的清理整顿，有利于中山火炬等国家级开发区的健康发展，但在区域经济增速放缓的背景下，工业房产需求波动加大。

近年来，国务院有关部门根据《清理整顿开发区的审核原则和标准》等有关法规和政策性文件，对全国各类开发区进行了清理整顿和设立审核。按照“布局集中、用地集约、产业集聚”的总体要求，对符合条件和标准的开发区予以公告。经过清理整顿，全国开发区数量和规划面积均出现明显减少，遏制了开发区的过度扩张和恶性竞争，有利于现有国家级开发区的健康发展。

中山市是广东省辖地级市，地处珠江三角洲中南部，北连广州，毗邻港澳，总面积约 1,800 平方公里，常住人口 360 多万人，下辖一个国家

级火炬高技术产业开发区、5 个街道和 18 个镇。受宏观经济景气程度下降影响，中山市经济增速亦有所下滑，2013 年全市生产总值（GDP）为 2,638.93 亿元，同比增长 10.0%，增速较上年下滑 1.05 个百分点，经济总量仍位居广东省地级以上城市第五位。

中山火炬高技术产业开发区(以下简称“火炬开发区”)是国家科技部、广东省人民政府和中山市人民政府共同创办的，经国务院批准设立的第一批国家级高新技术产业开发区，占地面积 90 平方公里，规划了中国电子（中山）基地、中国包装印刷产业基地、国家健康科技产业基地、国家高新技术产品出口加工基地、中国技术市场科技成果产业化（中山）示范基地、国家火炬计划中山（临海）装备制造业基地、中国绿色健康食品产业基地等七个国家级基地。2013 年火炬开发区实现地区生产总值 377.99 亿元，同比增长 11.50%；规模以上工业总产值 1,587.94 亿元，同比增长 12.10%，增速较上年继续下滑 4.10 和 8.36 个百分点；出口总值 87.21 亿美元，同比增长 11.60%；固定资产投资 145.83 亿元，同比增长 18.41%。目前，区内建成工业企业 1,430 余家，园区厂房平均租金为 10~13 元人民币/平方米/月。近年来，火炬开发区招商逐渐由外资转为以央企为主，区域经济增速的放缓使得开发区内中小企业经营压力有所增加，工业房产需求波动亦加大。

3．房地产行业

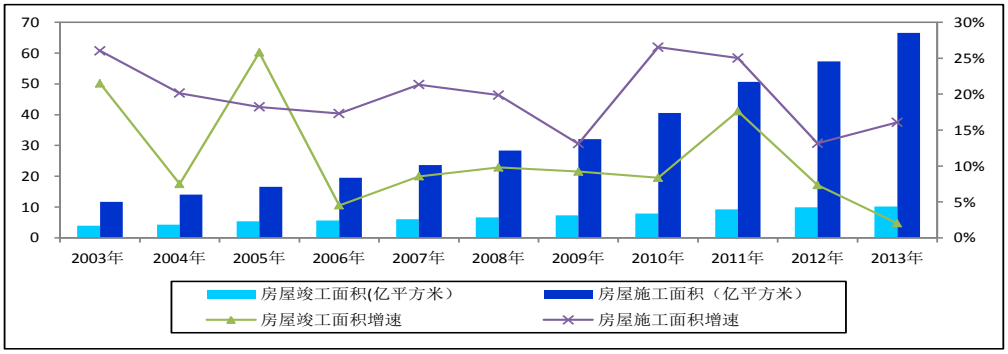
在工业化和城镇化进程加速以及居民收入增长、消费需求升级的巨大推动下，我国房地产行业保持了较快的发展态势。2002~2013 年全行业每年完成投资额的复合增长率达 24.48%; 其中 2013 年我国房地产行业完成投资额达 8.60 万亿元，年度竣工面积达到 10.14 亿平方米。

然而在房地产行业快速发展的过程中，我国房地产市场出现波动并暴露出诸多问题，因此，政府的宏观调控与管理伴随着行业的发展始终没有放松。2010 年以来，我国相继出台了“国十一条”、“国十条”和“新国五条”等多项旨在抑制房价过快上涨、打击投机性购房的调控措施，政策调控力度显著加大。并逐步形成了基于多部门协同、多角度监管的宏观调控体系，使整个房地产行业同时处于土地、信贷以及财税政策的共同监管和调控之下，前期颁布的限购、限贷等措施实施效果逐步显现。

受行业宏观调控影响，2012 年房屋新开工面积为 17.73 亿平方米，首次出现回落，同比下降 7.27%；商品房销售面积为 11.13 亿平方米，增长率进一步回落至 1.77%，同时也是 2009 年以来连续三年保持增速回落态势。持续的调控使得房地产企业普遍面临着销售量下降、融资难度急

剧上升、现金回笼能力大幅减弱的困境。但 2013 年以来，房地产行业调控的政策实施趋势有所放缓，新颁布的“新国五条”并未对行业整体的调控带来进一步的影响。在此情况下，房地产企业整体的政策环境得到了一定程度的改善，经营压力有所下降。2013 年房地产行业商品房销售额累计达到 8.14 万亿元，同比增长 26.33%；商品房销售面积累计达到 13.06 亿平方米，同比增长 17.29%。

图表 10. 2003~2013 年我国房地产行业投资、施工及竣工情况



资料来源：Wind 资讯

中山市作为珠三角地区重点城市，近年来经济保持了平稳、较快的发展。基础设施不断完善，外来投资快速增长，产业布局不断优化，吸引了众多国内外知名房地产企业的进驻，2009~2010 年，全市商品房施工面积、竣工面积、销售面积和销售额环比增长较快。但 2011、2012 年受宏观调控政策影响，全市商品房销售面积连续两年同比下降。2013 年以来，中山市房地产市场已呈现出回暖趋势，当年中山市商品房施工面积、竣工面积、销售面积和销售额分别较上年同期增长 20.9%、75.0%、19.3%和 31.2%（如图表 11 所示）。

图表 11. 2009~2013 年中山市房地产行业概况

指标	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
商品房施工面积（万平方米）	1,877.09	2,324.54	2,952.43	3,073.46	3,717.06
商品房竣工面积（万平方米）	381.72	497.51	642.67	321.67	563.04
商品房销售面积（万平方米）	562.39	671.61	659.74	654.16	780.34
商品房销售额（亿元）	258.38	349.71	390.12	359.81	472.08

资料来源：中山市统计局

整体来看，受益于城市化进程加快推进、经济持续快速发展和居民收入持续增长等因素，实力较强的房地产企业长期仍拥有一定的发展空间。但在当前国内房地产市场波动，保障性住房推出力度加大等背景下，中山市房产需求短期内波动将加大，房地产市场面临的市场风险仍较大。

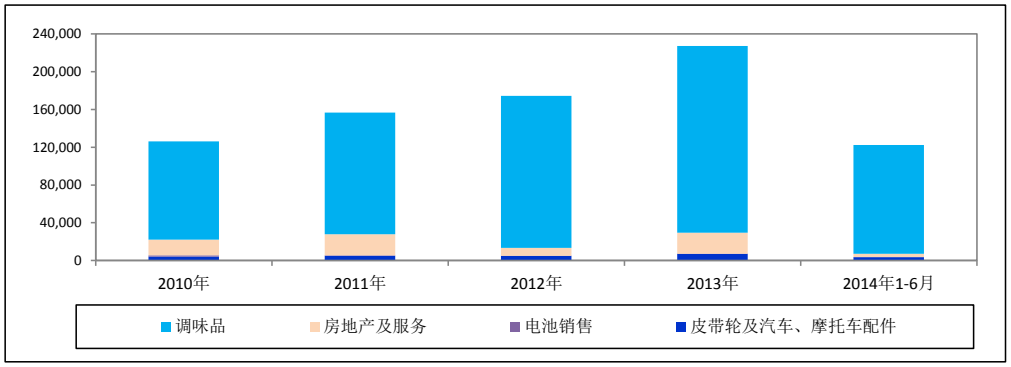
（二） 经营状况

该公司现阶段核心主业所处的调味品行业为国家鼓励发展的行业，市场需求大，发展前景广阔。公司产品具有较强的品牌优势，规模的持续扩张使其在行业中的地位不断稳固，经营效益稳步提升。公司土地储备充足，且有一定的成本优势，但房地产业务易受房地产市场变化影响，短期内销售现金回笼压力较大。区域经济增速的放缓进一步加大了公司园区物业出租业务所面临的经营压力。

该公司现阶段核心业务为调味品制造业，还涉及园区物业租赁、房地产开发和汽车零配件等业务。受益于调味品业务的快速发展，近年来公司营业规模保持了较好的扩张态势，2011~2013 年实现营业收入分别为 17.35 亿元、17.54 亿元和 23.18 亿元，年复合增长率为 21.96%，其中 2013 年公司营业收入较上年增长 32.14%。2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 13.30 亿元，同比增长 19.60%，继续保持了较快增长态势。

目前调味品业务仍为该公司最主要收入来源，近三年该业务收入占主营业务收入比重均达 85%以上。其中 2013 年公司实现调味品业务收入 19.79 亿元，占比 87.03%；房地产及物业出租业务[2]收入为 2.23 亿元，占比 9.82%；皮带轮及汽车、摩托车配件业务收入为 0.71 亿元，占比 3.10%。

图表 12. 公司 2010 年以来的主营业务收入构成情况 （单位：万元）



注：根据中炬高新提供的资料绘制

1. 调味品业务

该公司调味品业务主要由全资子公司广东美味鲜进行运营，旗下拥有“厨邦”和“美味鲜”两大品牌，截至 2013 年末，其注册资本为 2 亿元。公司目前生产的调味品产品主要包括酱油、鸡精（鸡粉）、食用油、蚝油、食醋、腐乳、调味酱、味精和鸡汁九大系列，共 153 个品种、216 个规格。

[2] 公司 2011 年该业务收入还包括园区土地销售收入。

其中酱油类产品多年来一直为公司调味品收入的主要来源，2011~2013 在业务收入中的占比分别为 71.60%、72.70%和 74.78%。

➢ 采购

采购方面，该公司调味品生产所需原材料主要为大豆、面粉、食盐和白糖等。公司已与多家原材料供应商建立了长期合作关系，保证了原材料品质稳定，供应渠道畅通。2013 年，公司原材料采购金额合计为 8.49 亿元，前五名供应商采购金额合计为 2.84 亿元，占全部采购总额的 21.28%。从采购价格来看，近年来公司采购的大豆价格有所上涨，食盐价格总体变化不大，白糖、面粉价格则呈现回落趋势。整体看来，公司调味品业务原材料成本较为平稳，成本压力较小，且公司采购环节先货后款的结算政策也一定程度上减小了其资金周转压力。

➢ 生产

生产方面，随着该公司扩产项目的逐步投产，主要产品产能保持了较快扩张。截至 2013 年末，公司主要生产基地为位于广东中山的广东美味鲜生产基地，设计产能为 29.9 万吨。其中主要产品酱油共有 22 条生产线，年产能约 24.49 万吨（其中 2013 年新建生产线 1 条，新增产能 0.23 万吨）。公司以优质东北大豆为原料，并配以公司自主培植的菌种，使产品风味醇厚、营养丰富，氨基酸含量高出国家一级标准 85%。公司目前产品市场销售情况良好，所有生产设备和人员均处于满负荷运行，产能利用率较高。

业务扩张方面，为满足不断增长的市场需求，解决后续产能不足的问题，该公司主要通过对现有基地进行扩产及新建生产基地等方式进行产能扩张。2012 年 3 月，公司选定阳西中山火炬（阳西）产业转移工业园[3]为美味鲜厨邦食品扩产基地。阳西生产基地面积约为 1,000 亩，项目预计总投资 14.98 亿元（建设期为 2012 年 8 月~2018 年 7 月），分三期进行滚动开发，其中第一期工程建设规划总投资为 4.52 亿元。截至 2013 年末，阳西基地已完成投资合计为 2.37 亿元，尚需投资 12.61 亿元，公司将采用自有资金和项目贷款相结合的融资安排保证资金需求。目前公司已完成首期工程，现正处于运行调试阶段，已于 2014 年 6 月份正式投产。阳西生产基地全部建成达产后预计将新增各类调味品及相关食品 46.88 万吨产能，将实现营业收入 33.47 亿元，净利润 3.18 亿元。以 2014 年公司

[3] 阳西中山火炬（阳西）产业转移工业园地处广东省阳江市阳西县城高速路口，由中山火炬高技术产业开发区管理委员会与阳西县人民政府合作开发建设，是广东省首批获得认定授牌及首家动工兴建的产业转移园区。阳西园区规划总用地面积 11,000 亩，总投资 80 亿元以上，预计建成后将产生工业总产值 300 亿以上，创造税收 15 亿元以上。

预算及发展规划看，基地的分期投产将使其调味品主业未来几年内保持25%以上的增长速度，公司在巩固现有行业地位的同时，与行业龙头的差距有望进一步缩小。

新产品开发方面，该公司根据市场发展的需要，充分利用其技术优势和地理资源优势，开发了一系列高端产品，如纯酿酱油无添加系列，高档佐餐酱系列，100%纯花生油、玉米油、芝麻油等系列产品。未来公司还将充分利用阳西生产基地的原产地优势，在罐头类、米类、休闲类等新型食品领域，陆续推出一系列战略性产品，并坚持以调味品为基础，立足调味品行业，逐步向食品领域发展。

在食品生产安全、质量控制及生产管理等方面，该公司在行业内率先推行 ISO 22000（食品安全管理体系），实施 HACCP(危害分析和关键控制点)，实现了从原料验收到生产过程，再到出厂检验，最后到流通环节的全过程监控，通过层层严格把关，保障食品安全。公司已通过了 ISO9001 质量管理体系和 ISO2200 食品安全管理体系认证，获得 QS 证书。2013 年，公司根据发展需要，引入全球先进的精益生产管理方式及“厨邦智造（CIPS）[4]”先进经营管理模式，建立起一套完备的生产经营管理和质量控制体系，成为行业内首家引入精益生产管理方式并融入自身特色进行创新管理的企业。

研发及技术革新方面，该公司目前建有省级企业技术中心、省级工程技术研究中心、国家认可实验室、山东大学国家微生物技术重点实验室美味鲜联合实验室等创新平台。近年来，公司在酱油发酵技术、菌种选育及发酵过程控制、酱油发酵废弃物资源利用方面也开展了一系列的科研活动，2011~2013 年，公司研发环节投入资金分别为 0.42 亿元、0.51 亿元和 0.67 亿元。通过不断的优化现有工艺流程及工艺设计，公司在酱油发酵原料利用率、天然油风味、质量稳定性等行业关键问题上取得一定突破，促进了企业核心竞争力的提升。

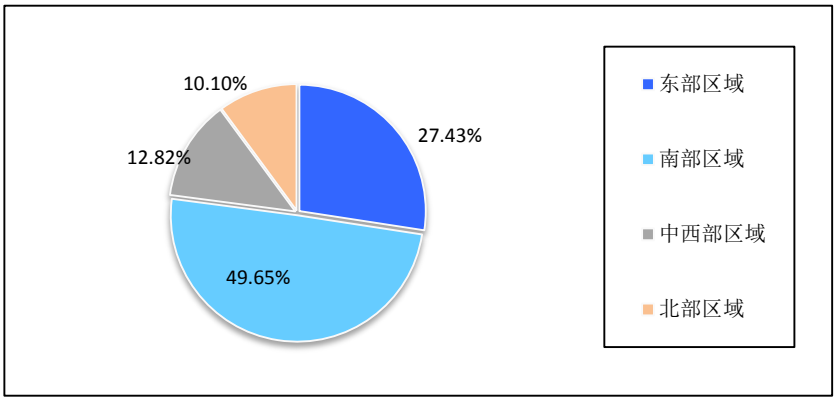
➢ 销售

销售方面，该公司销售模式以经销为主，下设分销商和零批商等，其销售网络针对不同阶梯市场的发展要求积极布局。在广东、广西、浙江、海南、福建等主销区，公司通过强化经销和分销网络全面覆盖、规范市

[4] “厨邦智造”指通过研究丰田生产方式，以“尊重员工、持续改善、排除浪费”为基本理念，通过基础 5S 管理、KYT 活动、QC 手法、业务流程可视化、方针管理等手段，逐步改善企业体质，推动企业实现愿景。通过“厨邦智造”系列活动的深入推行，公司采购、生产、销售、仓储等各环节的浪费现象得到改善，工艺和流程持续改善，工作场所清洁、环保、安全，公司效益持续、快速增长，整体综合发展实力得到提升。

场价格体系，丰富厨邦等各类产品上架，加强终端陈列活动；同时有计划、因地制宜地进行新品发展规划，加强销售渠道建设，完善部分区域产品结构发展不平衡的局面。在非主销区，公司在已有市场基础条件的省份通过不断地市场培育，加快发展，以争取用三到五年的时间跻身于一级市场。销售信用政策方面，除几家公司直营超市和专营商超的经销商因超市压款期较长，公司仍给予一定的货款授信额外，对其余客户基本都采取先款后货的货款结算制度，大大加快了公司货款回收速度。

图表 13. 2013 年公司调味品产品销售的区域分布情况



注：根据中炬高新提供的资料绘制

2011~2013 年，该公司调味品产品产销量逐年增长，产销率保持在较高水平（见图表 14）；同期实现调味品业务收入分别为 12.89 亿元、16.12 亿元和 19.79 亿元，占营业收入比重分别为 82.25%、92.37%和 87.03%，业务收入年复合增长率为 23.90%；实现毛利分别为 3.62 亿元、4.61 亿元和 6.15 亿元，年复合增长率达 30.40%；近三年业务毛利率分别为 28.05%、28.61%和 31.08%，盈利能力稳步提升。2014 年 1~6 月，公司实现调味品业务收入 11.53 亿元，毛利 3.99 亿元，业务毛利率进一步提升至 34.56%。

图表 14. 2011~2013 年公司调味品产量、销量及产销率情况（单位：万吨、%）

产品	2011 年			2012 年			2013 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
调味品	19.92	19.95	100.15	24.23	23.11	95.38	29.92	28.41	94.95

注：根据中炬高新提供的资料绘制

在品牌建设方面，该公司已相继获得“中国名牌产品”、“中国驰名商标”和“中华老字号”等荣誉。近年来公司对产品及品牌进行持续整合，保留“厨邦”和“美味鲜”两个品牌进行市场推广。“厨邦”作为公司主打品牌，定位为同类产品中的高档产品，其中厨邦酱油、厨邦鸡粉作为该品牌下的主导产品进行推广，在调味品市场中占有一席之地。凭借主导产品积累下来的品牌知名度，公司又相继推出了厨邦蚝油、厨邦腐乳、

厨邦醋类等新产品，完善了产品结构。目前厨邦产品销售额已占到全公司销售额的 90%。同时公司全力整合“美味鲜”品牌，并明确定位为面向餐饮、面向农村市场的中档产品。“厨邦”与“美味鲜”两大品牌共同组成的产品结构，使其在面临激烈的市场竞争中具有一定的竞争实力及抗风险能力。

总体来看，该公司在调味品行业具有较高的行业美誉度和较为成熟的销售渠道。阳西生产基地项目分期建成投产后，将有助于公司进一步扩大市场份额，提升综合竞争实力，但中短期内也将使公司面临一定的投融资压力。

2．房地产及物业出租业务

目前该公司房地产开发由子公司中汇合创进行运营，中汇合创成立于 2007 年 6 月，截至 2013 年末，其注册资本为 10.65 亿元，公司持有 79.16%股权。公司物业出租业务则主要由公司本部进行运营。

2011~2013 年和 2014 年 1~6 月，该公司实现房地产及服务业务收入分别为 2.22 亿元、0.84 亿元、2.23 亿元和 0.35 亿元，在营业收入中的占比分别为 14.16%、4.82%、9.82%和 2.82%，其中 2013 年公司首次实现房地产业务销售收入结转（1.68 亿元），因此业务收入较上年大幅增长；同期业务毛利率分别为 31.64%、33.73%、33.18%和 16.81%。

（1）房地产业务

该公司房地产开发业务主要为中汇合创经营的“汇景东方花园”住宅项目。该项目位于广珠城轨中山站都市商圈，西距主城区约 2.8 公里，东距火炬开发区约 3 公里，地处广珠轻轨中山站旁，至京珠高速入口仅需 10 分钟车程。

“汇景东方花园”项目总占地面积 1,374 亩（账面成本 55 万元/亩），总投资约 65.00 亿元，总体规划分为五至八期开发，开发周期预计为 8~10 年，产品主要为低层住宅、商铺、高层洋房。其中第一期的低密度住宅区和配套商业开发区总投资 5.80 亿元，开发土地面积 14.46 万平方米，建筑面积 18.20 万平方米，容积率 1.26，绿化率 45%，预计销售利润率 25%左右。一期项目于 2011 年 5 月开盘，截至 2013 年末，已开盘楼盘 205 套，其中已预订售出 77 套，签约 63 套，销售均价为 1.11 万元/平方米，实现销售现金回笼 1.94 亿元，2013 年全年结转销售收入 1.68 亿元。

“汇景东方花园”二期开发的主要为刚需楼盘，开发土地面积 4.15

万平方米，总建筑面积 9.84 万平方米，其中高层住宅 9 幢 680 户，建筑面积约 8.12 万平方米，主力户型面积为 100~120 平方米，销售均价为 4000~5000 元/平方米。该项目已于 2012 年 12 月开工，总投资约 3.30 亿元。截至 2013 年末，已有 2 幢楼完成主体封顶，可销售面积 1.42 万平方米，目前暂未对外销售。

该公司房地产项目采取分期分阶段滚动式开发，一般每年开发 10 万平米 3.5 亿元的投资项目。从土地成本情况看，公司土地账面成本为 55 万元/亩，经过多年发展，广珠城轨中山站片区地块已获得大幅增值。截至 2013 年末，公司本部尚拥有中山轻轨站旁房地产待开发土地 602.2 亩。

该公司首期别墅项目较普通商品房销售周期长，且项目开盘后受 2011 年中山市房地产“双限[5]”政策影响，短期内存在较大的去化压力。另外，广珠城轨中山站是中山市城区的主要站点，规划中山站片区将成为中山新城区重要组成部分，但目前中山市政府对中山站的开发投入正在进行之中，周边市政配套尚不完善，公司因此放慢开发进度。待广珠城轨中山站配套进一步完善后，该地块价值有望进一步提升。

总体来看，该公司土地储备较为充足，且具有一定的成本优势，保障了公司的可持续开发能力。但受中山市房产调控政策的影响，公司楼盘销售进度较为缓慢，短期内销售现金回笼仍存在较大的压力。

（2）物业出租业务

该公司自成立以来就以火炬开发区园区开发作为主业，受开发区管委会授权，公司具有土地一级开发资质。公司前期负责土地的“三通一平”开发，通过招商引资进行土地转让或自建厂房、宿舍、商铺等物业进行出租取得收入。2011 年之前，公司园区开发业务以土地销售为主，所占比重约 40~50%。目前公司已从园区开发转入园区经营阶段，所属土地储备面积逐步减少，2012 年以来，公司未进行土地销售，今后公司园区经营收益来源主要为物业出租收益。

截至 2013 年末，该公司拥有标准化厂房、职工宿舍、商铺等经营性物业总面积约 30.65 万平方米，当年实现物业租赁收入 0.53 亿元。公司园区物业出租率整体偏低(如图表 15 所示)且呈现出下滑趋势，2011~2013 年分别为 82.25%、80.24%和 77.79%。具体看，公司厂房出租情况尚可，但商铺出租率受区域经济增速放缓冲击，下滑较为明显，从而影响了其

[5] 2011 年 11 月，中山市政府出台《关于稳定我市新建商品住房价格的意见》(“双限令”，明确自发文之日起至 2011 年 12 月 31 日，单套商品住房合同销售价格超过 5800 元/平方米的将被暂缓网上签约手续。

整体出租率状况。公司采取将部分物业自用的方式来提升园区物业的使用效率，但短期内开发区经济增速的放缓仍使其物业出租业务经营承压。

图表 15. 截至 2013 年 12 月末公司园区物业出租情况

物业类型	总面积（万平方米）	自用面积（万平方米）	可出租面积（万平方米）	实际出租面积（万平方米）	出租单价（元/平方米/月）	出租率（%）
工业厂房	14.64	0.57	14.07	12.28	10.00	87.28
职工宿舍	12.25	6.7	5.55	4.14	13.00	74.59
商业物业	3.76	0.15	3.61	1.65	29.00	45.71
合计	**30.65**	**7.42**	**23.23**	**18.07**	—	**77.79**

注：根据中炬高新提供的资料绘制

3．汽配及电池业务

该公司汽配业务和电池业务规模较小，2011~2013 年和 2014 年 1~6 月实现业务收入合计分别为 0.56 亿元、0.49 亿元、0.72 亿元和 0.36 亿元，对公司经营业绩影响有限。

汽配业务运营主体是中炬精工，截至 2013 年末，其注册资本为人民币 2,000 万元，该公司持股比例为 75%，目前具备年产 100 万件皮带轮及汽车、摩托车配件产能。2013 年汽配业务实现销售收入 0.71 亿元，毛利 0.20 亿元，同比分别增长 45.61%和 97.66%；2013 年，因公司开发了新的高端客户，产品售价有所提高，业务毛利率较上年提升 7.63 百分点至 28.97%。

电池业务运营主体为中炬森莱，截至 2013 年末，其注册资本为人民币 4,500 万元，该公司持股比例为 66%。由于国内混合动力汽车产量过低，导致公司混合动力汽车电池(镍氢电池)销售状况不佳，且锂电池、燃料电池竞争激烈，发展前景亦不容乐观，因此，2012 年公司终止实施《年产 3.63 亿安时镍氢动力电池总成扩产项目》，中炬森莱已于当年停产。2013 年公司实现电池销售收入 103.85 万元。

（三） 发展战略

未来该公司将充分利用现有资源及优势，创新投融资及企业管理体系，构建灵活、高效的上市公司管理平台，带动各项业务实现可持续高速发展，在未来五年内使公司资产规模、市场竞争力及盈利能力跃升新的台阶。

调味品业务方面，该公司拟通过“三步走”规划实现业务发展。第一，2014 年实现中山基地的全面竣工，使之成为营销、研发及管理总部；第二，利用现有的品牌、技术和市场渠道，实现阳西基地的快速发展，到 2018

年，实现阳西基地的全面竣工，并进一步谋划新的生产基地（或采取收购等方法实现）；第三，有计划、有步骤地加快从调味品延伸到大食品的步伐，把广东美味鲜建设成为现代化大型食品企业集团。

房地产开发业务方面，该公司将利用国家对“城镇化”的推动及深中通道建设等政策，抓住机遇，建设“适宜创业、适宜创新、适宜居住”的“宜居生活小区”。在发展中打造专业化的管理团队，使房地产业务向可复制的模式实现长远发展。

园区开发及管理业务方面，该公司将利用火炬开发区升级转型的机遇，实现招商重点和资产布局的双转型，招商重点从第二产业逐步向第三产业转移，并逐步减少历史较长、较难维护的工业物业，适当增持有升值空间的商业物业，实现园区管理的平稳过渡、合理发展。

汽配业务方面，该公司将充分利用中炬精工良好的发展态势，充分挖掘新客户，提升企业产能，实现良性发展。

四、财务分析

该公司负债规模逐年扩大，但良好的经营积累使其资产负债率稳定在较低水平，偿债压力不大。公司主业成长性良好，营业收入持续增长，盈利能力处于较强水平。公司主业现金回笼能力较强，经营性现金流持续净流入。公司资产与主业经营相关程度较高，资产质量较好，同时较为充裕的货币资金存量可为其到期债务的偿付提供较好保障。

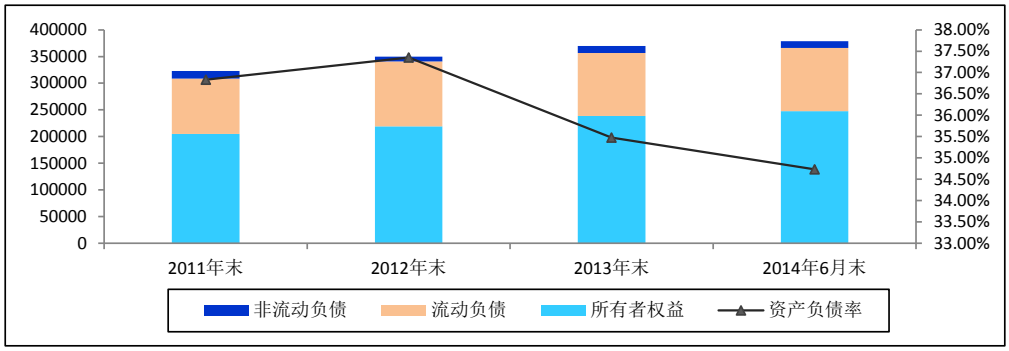
（一）债务分析

1. 债务结构

随着近年来该公司业务量的较快增长，对资金需求量不断增加，负债规模有所扩大，2011~2013 年末和 2014 年 6 月末，负债总额分别为 11.94 亿元、13.06 亿元、13.11 亿元和 13.16 亿元。受益于良好的经营积累，公司同期资产负债率分别为 36.83%、37.35%、35.48%和 34.73%，负债经营程度稳定在较低水平。

从债务期限结构来看，该公司负债结构集中于流动负债。近年来，公司依靠经营性现金回笼基本可满足其资本性支出需求，因此，为降低融资成本，公司削减了其长期债务规模，长短期债务比持续处于较低水平，2011~2013 年末和 2014 年 6 月末分别为 13.81%、7.21%、11.16%和 10.56%。

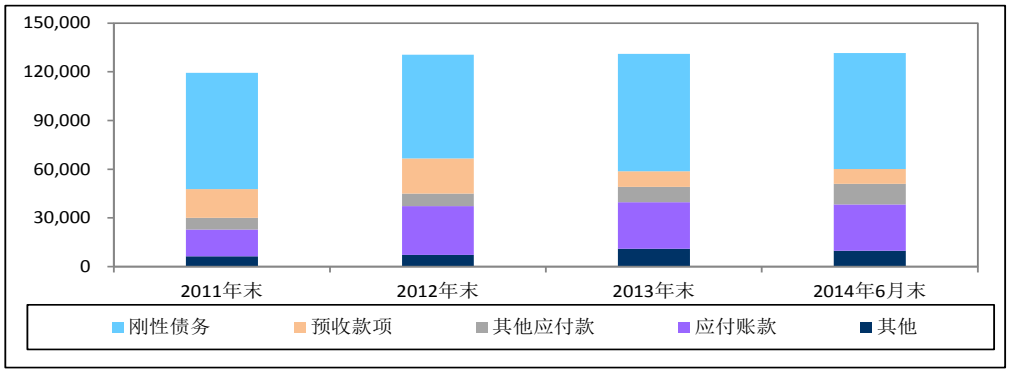
图表 16. 公司 2011 年末以来的资金来源结构及变化趋势（单位：万元）



注：根据中炬高新提供的数据绘制

从负债结构来看，2013 年末该公司流动负债和非流动负债分别为 11.80 亿元和 1.32 亿元。公司流动负债主要由短期刚性债务（包括短期借款、一年内到期的非流动负债、应付票据及应付短期融资券）、应付账款构成，2013 年末分别为 6.04 亿元和 2.87 亿元，在流动负债中占比分别为 51.18%和 24.36%；随着公司短期借款规模的增长及当年 3 亿元短期融资券的发行，公司短期刚性债务规模同比增长 6.90%，应付账款则较上年末减少 4.53%。此外，当年末占比较大的预收款项、其他应付款余额分别为 0.96 亿元和 0.95 亿元，在流动负债中的占比分别为 8.16%和 8.04%。公司非流动负债主要集中于银行长期借款，2013 年末为 1.20 亿元，在非流动负债中占比达 90.86%。当年末，公司刚性债务余额为 7.23 亿元，占负债总额的 55.61%。

图表 17. 公司 2011 年末以来的负债结构情况（单位：万元）



注：根据中炬高新提供的数据绘制

总体来看，虽然该公司负债规模逐年扩大，且集中于流动负债，但公司负债经营程度维持在较低水平，拥有一定的再融资空间，偿债压力不大，同时良好的经营积累可为其债务偿还提供保障。

2. 公司借款及应付债券情况

银行借款和发行债券为该公司目前主要融资来源，2011~2013 年末和 2014 年 6 月末的银行借款总额分别为 3.74 亿元、1.35 亿元、3.61 亿元和

3.45 亿元，分别占负债总额的 31.35%、10.34%、27.51%和 26.19%。其中 2013 年末，公司短期借款为 1.64 亿元，占银行借款总额的 45.50%。目前抵押借款为公司主要融资方式，下属子公司广东美味鲜为主要融资主体。

图表 18. 公司 2013 年末长短期借款情况（万元）

借款类别	短期借款	长期借款	一年内到期的长期借款	合计
抵押借款	16,412.00	11,857.00	7,700.00	35,969.00
委托贷款借款[6]	_	100.00	—	100.00
合计	**16,412.00**	**11,957.00**	**7,700.00**	**36,069.00**

注：根据中炬高新提供的数据绘制

近年来该公司还主要通过发行短期融资券的方式进行融资，截至 2013 年 12 月末，公司已发债情况如图表 19 所示，其中除“13 中炬高新 CP001”外均已到期偿付。

图表 19. 公司截至 2013 年末的已发债情况

债券简称	起息日	到期日	发行金额（亿元）
11 中炬高新 CP001	2011-12-30	2012-12-30	3.00
12 中炬高新 CP001	2012-11-21	2013-11-21	4.50
13 中炬高新 CP001	2013-10-23	2014-10-23	3.00

资料来源：中国债券信息网

3. 或有负债

截至 2013 年 12 月末，该公司为子公司广东美味鲜提供信用担保及资产抵押担保余额合计为 4.17 亿元，不存在为并表范围外公司提供担保的情况，也无其他未决诉讼等或有负债。

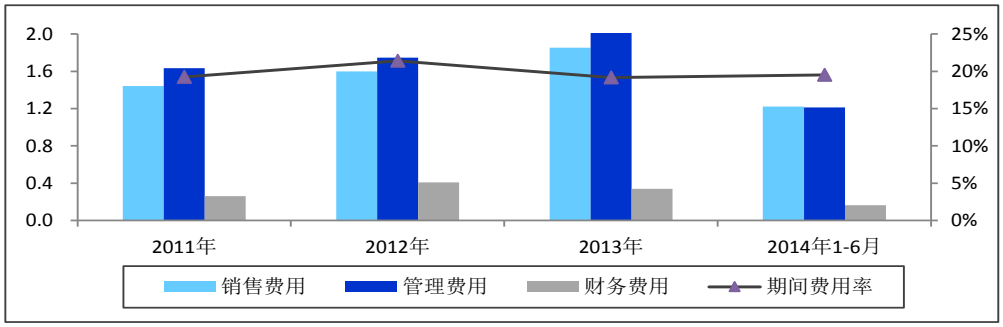
（二） 盈利性分析

该公司近年来调味品主业经营态势良好，经营规模不断扩大，2011~2013 年实现营业收入分别为 17.35 亿元、17.54 亿元和 23.18 亿元。其中 2013 年得益于公司调味品产销量的继续增长及房地产业务首次实现收入结转，其营业收入较上年大幅增长 32.14%。2014 年上半年，得益于公司调味品主业规模的进一步扩张，公司实现营业收入 13.30 亿元，同比增长 19.60%。公司主导产品定位于中高端市场，且拥有一定的市场美誉度，其综合毛利率处于较高水平，2011~2013 年和 2014 年 1~6 月分别为 27.91%、28.50%、31.29%和 34.89%，并呈现出逐年提升态势。

[6] 2013 年 10 月，广东美味鲜与中国工商银行股份有限公司中山分行（受托银行）、中山中盈产业投资有限公司（委托方）签订《委托贷款借款合同》，借款本金 100 万元，借款期限为 24 个月，无借款利息。该贷款属于中山市政府提供的无息贷款，用于广东美味鲜“无添加系列食品技术改造项目”。

期间费用方面，随着业务规模的持续扩大、新项目投入的快速增长，该公司在人员储备、运输费用、利息支出等方面支出不断增长，期间费用规模相应增长。2011~2013 年和 2014 年 1~6 月，公司期间费用分别为 3.34 亿元、3.75 亿元、4.45 亿元和 2.60 亿元，期间费用率分别为 19.23%、21.40%、19.18%和 19.54%。

图表 20. 公司 2011 年以来期间费用及期间费用率变化情况（单位：亿元）



注：根据中炬高新提供的数据绘制

该公司利润主要来源于营业毛利，其他经营收益及营业外收入规模相对较小。2013 年公司实现投资净收益 0.12 亿元，主要为开展理财产品投资获得的收益，当年实现营业利润 2.54 亿元，较上年增长 115.95%，营业利润率较上年提升 4.26 个百分点至 10.97%。同时公司在经营过程中可获得一定的政府补助，可为公司盈利能力的提升提供支持。2013 年公司实现净利润 2.20 亿元，较上年增长 80.01%，净利率提升 2.53 个百分点至 9.51%。2014 年 1~6 月，公司实现营业利润和净利润分别为 1.81 亿元和 1.53 亿元，同比分别增长 70.52%和 73.22%，营业利润率和净利润率进一步提升至 13.60%和 11.46%。

从资产获利能力来看，2013 年该公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.22%和 9.63%，分别较上年提升 2.67 个百分点和 3.86 个百分点，盈利能力进一步增强。

图表 21. 公司 2011~2013 年及 2014 年 1~6 月主要盈利指标（单位：%）

指标名称	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~6 月
营业利润率	8.05	6.71	10.97	13.60
净利润率	7.06	6.98	9.51	11.46
总资产报酬率	5.71	5.54	8.22	—
净资产收益率	6.15	5.78	9.63	—

注：根据中炬高新提供的数据计算

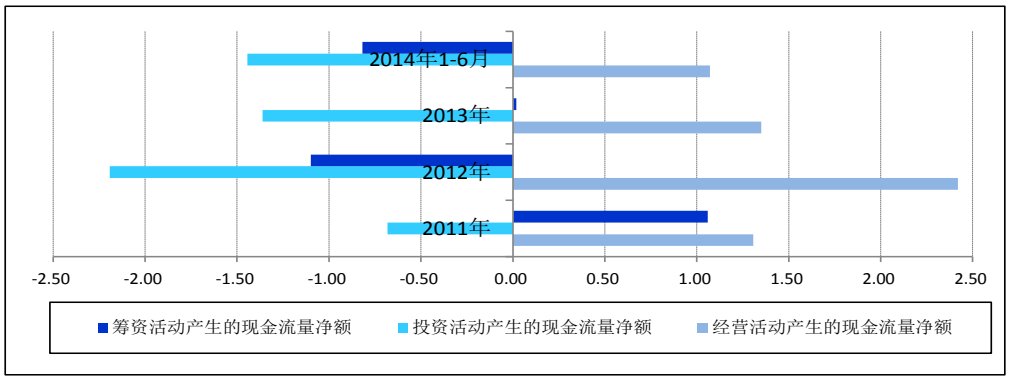
总体来看，该公司近年来调味品主业发展态势良好，经营规模持续扩大，盈利能力稳定在较强水平，且呈现出进一步提升态势。

（三） 现金流分析

该公司采取先款后货的销售政策，资金回笼管理严格，货款回收速度较快，2011~2013 年和 2014 年 1~6 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 19.05 亿元、20.95 亿元、25.00 亿元和 14.02 亿元，营业收入现金率分别为 109.76%、119.43%、107.85%和 105.35%。随着销售规模的扩大，公司原材料采购规模亦相应增长，同期经营性现金流净额分别为 1.31 亿元、2.42 亿元、1.35 亿元和 1.07 亿元，较为充足的经营性现金流可为公司即期债务的偿付提供有力支撑。

为满足业务发展需要，该公司近年来持续进行产能扩张，投资环节支出规模不断扩大，2011~2013 年和 2014 年 1~6 月，公司投资活动产生的现金流净额分别为-0.68 亿元、-2.19 亿元、-1.36 亿元和-1.44 亿元，后续随着阳西生产基地项目的持续推进，公司投资性现金流短期内仍将保持净流出状态。然而，公司经营环节获现情况良好，基本可以满足其资本性支出需求，2011~2013 年和 2014 年 1~6 月，公司非筹资性现金流净额分别为 0.63 亿元、0.23 亿元、-0.01 亿元和-0.37 亿元。同时，公司还通过银行借款和发行短期融资券的方式进行融资，以满足经营规模扩张所产生的资金需求，同期公司筹资性现金流净额分别为 1.06 亿元、-1.10 亿元、0.02 亿元和-0.82 亿元。

图表 22. 公司 2011~2013 年和 2014 年 1~6 月现金流量状况（单位：亿元）



注:: 根据中炬高新提供的数据绘制

该公司 EBITDA 随着利润总额的增长而逐年增加，2011~2013 年公司 EBITDA 分别为 2.34 亿元、2.48 亿元和 3.68 亿元，近三年公司利润总额在 EBITDA 中的占比分别为 64.15%、58.66%和 71.36%。总体上看，公司 EBITDA 对当年利息支出及刚性债务的覆盖程度保持在较好水平。

图表 23. 公司 2011~2013 年现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2011 年	2012 年	2013 年
EBITDA（亿元）	2.34	2.48	3.68
EBITDA/利息支出（倍）	8.69	5.79	10.42
EBITDA/刚性债务（倍）	0.36	0.37	0.54
经营性现金净流入与流动负债比率（%）	14.88	21.36	11.27
经营性现金净流入与负债总额比率（%）	12.02	19.37	10.32

注：根据中炬高新提供的数据计算

（四） 资产质量分析

受益于近年来良好的经营积累，该公司资本实力有所增强。2013 年末，公司所有者权益为 23.85 亿元，归属于母公司所有者权益为 21.33 亿元，分别较 2012 年末增长 8.92%和 9.48%；其中实收资本、资本公积和盈余公积合计为 12.68 亿元，占归属于母公司所有者权益的 59.45%。随着投资规模的扩大，公司资产规模逐年增长，2011~2013 年末和 2014 年 6 月末资产总额分别为 32.31 亿元、34.95 亿元、36.96 亿元和 37.89 亿元。

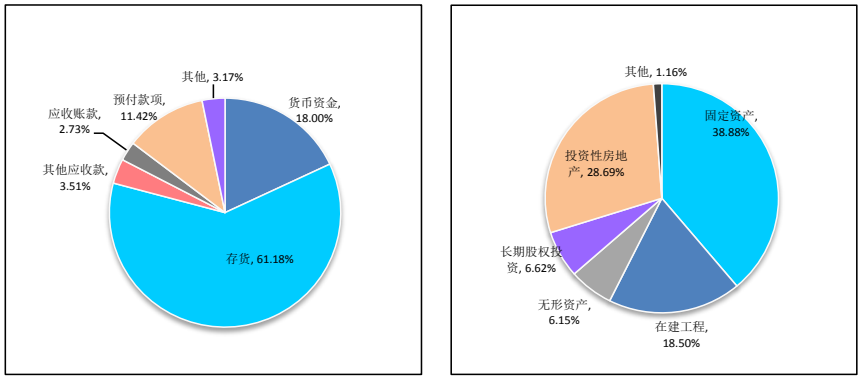
2013 年末，该公司流动资产合计为 19.74 亿元，在资产总额中的占比为 53.40%，主要由货币资金、预付款项和存货构成，占比分别为 18.00%、11.42%和 61.18%。其中年末货币资金余额 3.55 亿元，与上年末基本持平，现金比率为 30.41%；预付款项余额为 2.25 亿元，较上年末增长 168.78%，新增主要为公司当期预付的购房、购地款；存货余额为 12.08 亿元，较上年末减少 3.10%，其中含房地产开发成本 9.80 亿元，因公司房产销售存在一定的压力，存货变现能力有所减弱。

从资产流动性看，2011~2013 年末及 2014 年 6 月末，该公司流动比率分别为 175.59%、167.41%、167.32%和 166.43%，均处于较高水平。但公司流动资产中存货占比较大，速动资产对流动负债的覆盖程度一般，同期末公司速动比率分别为 59.16%、58.19%、45.85%和 37.72%。此外，公司货币资金存量较充裕，同期末现金比率分别为 42.37%、29.38%、30.41%和 20.11%，可为其到期债务的偿付提供保障。

2013 年末该公司非流动资产为 17.22 亿元，主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程及无形资产构成，占非流动资产比重分别为 6.62%、28.69%、38.88%、18.50%和 6.15%。其中年末长期股权投资为 1.14 亿元，为公司参股企业账面金额合计（其中 2013 年末新增中山火炬开发区胜源科技小额贷款股份有限公司）；以成本计量的投资性房地产余额为 4.94 亿元，主要为公司中山火炬开发区内的用于出租的经营性物业

及土地使用权；固定资产余额为 6.70 亿元，主要为房屋建筑物及生产设备；在建工程为 3.19 亿元，主要为阳西厨邦第一期基建工程（1.34 亿元）、投资大厦 14-19 层（0.90 亿元）等。总体来看，公司资产与主业经营相关度较高，资产质量较好。

图表 24. 公司 2013 年末流动资产及非流动资产构成情况



注：根据中炬高新提供的数据绘制

五、外部支持

该公司具有较好的偿债信誉，已与多家商业银行建立了长期的合作关系，拥有较大的授信额度。截至 2014 年 6 月末，公司合并口径已获得商业银行授信总额为 12.43 亿元，其中尚未使用的授信余额为 8.98 亿元，可为公司的发展提供一定的资金来源。同时，公司作为上市公司，具有资本市场融资能力，融资手段灵活，融资渠道呈现多元化。

此外，该公司下属子公司广东美味鲜、中炬精工和中炬森莱被认定为高新技术企业，享有所得税三年内按照 15%税率缴纳的优惠政策。

六、主要优势与风险

1. 主要优势

(1) 调味品业务的行业地位进一步凸显

该公司目前核心主业调味品业务主导产品的市场占有率位居国内第二位；公司近年来持续以高于行业平均水平的增速增长，竞争实力持续增强，行业地位进一步凸显。此外，公司调味品业务在质量满意度、消费者满意度等方面处于行业领先。

该公司核心子公司广东美味鲜相继获得“中国驰名商标”、“中国名牌产品”和“中华老字号”等荣誉，拥有厨邦、美味鲜两大品牌。其生产的“厨邦”酱油、鸡粉（精）等产品在国内调味品市场知名度较高。此

外，公司目前生产的调味品产品包括酱油、鸡精（鸡粉）、食用油、蚝油、食醋、腐乳、调味酱、味精和鸡汁九大系列，共 153 个品种、216 个规格，具有一定的规模优势。

(2) 财务结构稳健

该公司负债经营程度持续处于较低水平，整体财务结构较稳健。同时公司经营获现能力强，货币资金存量充裕，可为到期债务的偿付提供较好的保障。

(3) 盈利能力较强

该公司主业成长性良好，凭借多年的经营已建立了较为完善的原料供应和产品销售渠道。公司盈利能力较强，毛利率及净利润率均稳定在较高水平。未来随着公司调味品新增产能的逐步释放及市场地位的进一步巩固，公司收入规模将持续增长，盈利能力有望进一步增强。

(4) 质量控制及经营管理创新优势

该公司在行业内率先推行 ISO 22000（食品安全管理体系），实施 HACCP(危害分析和关键控制点)，并通过 ISO9001 质量管理体系和 ISO2200 食品安全管理体系认证，获得 QS 证书。公司引入全球先进的精益生产管理方式及“厨邦智造（CIPS）”先进经营管理模式，建立起一套完备的生产经营管理和质量控制体系。

2．主要风险

(1) 食品安全及品质控制风险

我国调味品生产企业数量众多，市场竞争激烈，食品安全问题受重视程度日益加大，对产品质量控制要求日趋严格。该公司调味品业务将持续面临较大的食品安全及产品品质控制风险。

(2) 原材料价格波动风险

调味品行业生产所需原材料主要为农产品，其价格的上涨将对调味品行业产生不利影响。行业内企业一般先通过内部消化成本压力，当整个行业难以承受原料涨价带来的成本压力时再上调产品价格，因此产品提价相对滞后，挤压了企业的盈利空间。公司面临一定的原材料价格波动风险。

(3) 资金压力

该公司目前正逐步推进阳西生产基地投资建设，后续公司仍将面临一定的资金压力。

(4) 房地产开发及物业出租业务经营风险

该公司房地产业务易受房地产市场变化影响，经营压力较大。同时区域经济增速的放缓使得公司物业出租业务承压。

七、募集资金拟投资项目分析

（一） 募集资金投向

本次公司债券发行金额总额为 9 亿元，拟分两期发行，第一期总额为 5 亿元，第二期总额为 4 亿元。其中第一期募集资金用途如下:

1. 偿还短期融资券和银行借款

该公司拟将第一期公司债券募集资金中的 3.0 亿元用以偿还公司 2013 年 10 月 23 日发行的中炬高新 2013 年度第一期短期融资券，其余 0.6 亿元用于偿还短期借款，以公司债券置换短期债务有利于改善公司债务结构，提高直接融资比例。

2. 补充流动资金

该公司拟将第一期公司债券募集资金中的 1.4 亿元用以补充流动资金，支持公司调味品业务发展。公司选定阳西中山火炬产业转移园作为美味鲜厨邦食品扩产基地，基地面积约为 1,000 亩，项目预计总投资 14.98 亿元，项目全部建成后将新增各类调味品及相关食品 46.88 万吨产能。截至 2013 年末，项目一期建设基本完成，亟需补充流动资金用于购买原材料和支付人工成本。

八、本次债券偿付保障分析

（一） 可持续性的盈利积累可为本次债券按期偿付提供基本保障

该公司调味品业务的行业地位较突出，市场前景较为广阔，主营业务具有长期稳定的收益。2011~2013 年公司年实现营业收入分别为 17.35 亿元、17.54 亿元和 23.18 亿元，实现净利润分别为 1.22 亿元、1.22 亿元和 2.20 亿元，公司经营状况稳定，盈利能力较强，可持续性的盈利积累可为本次债券按期偿付提供基本保障。

（二） 主业较强的现金回笼能力可为本次债券到期偿付提供有力支撑

该公司主业现金回笼能力较强，营业收入现金率维持在较好水平。

2011~2013 年，公司经营性现金流净额分别为 1.31 亿元、2.42 亿元和 1.35 亿元，较为充足的经营性现金流可为公司即期债务的偿付提供有力支撑。

（三） 较强的多渠道融资能力为本次债券到期偿付提供较好保障

该公司具备较强的融资能力，银行贷款通道顺畅，还本付息方面均无违约记录，与各家商业银行保持着长期、良好的合作关系。截至2014年6月末，公司拥有尚未使用的银行授信8.98亿元，可保障公司营运资金正常周转。另外，公司作为上市公司，具有资本市场融资能力，融资手段灵活，融资渠道呈现多元化。公司较强的多渠道融资能力为本次债券到期偿还提供较好保障。

附录一：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年上半年度
资产总额［亿元]	32.42	34.95	36.96	37.89
货币资金［亿元]	4.42	3.55	3.55	2.36
刚性债务[亿元]	7.16	6.40	7.23	7.15
所有者权益［亿元]	20.48	21.90	23.85	24.73
营业收入[亿元]	17.35	17.54	23.18	13.30
净利润［亿元]	1.22	1.22	2.20	1.53
EBITDA[亿元]	2.34	2.48	3.68	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.31	2.42	1.35	1.07
投资性现金净流入量[亿元]	-0.68	-2.19	-1.36	-1.44
资产负债率[%]	36.83	37.35	35.48	34.73
长期资本固定化比率[%]	63.83	63.96	68.44	69.57
权益资本与刚性债务比率[%]	285.93	342.22	329.69	345.98
流动比率[%]	175.59	167.41	167.32	166.43
速动比率［%]	59.16	58.19	45.85	37.72
现金比率[%]	42.37	29.38	30.41	20.11
利息保障倍数[倍]	6.53	4.37	8.38	—
有形净值债务率[%]	60.49	62.44	57.74	55.99
营运资金与非流动负债比率[%]	547.36	935.26	603.44	628.86
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	33.28	35.87	49.09	—
存货周转速度[次]	1.22	1.08	1.30	—
固定资产周转速度[次]	3.74	3.15	3.69	—
总资产周转速度[次]	0.56	0.52	0.64	—
毛利率[%]	27.91	28.50	31.29	34.89
营业利润率[%]	8.05	6.71	10.97	13.60
总资产报酬率[%]	5.71	5.54	8.22	—
净资产收益率[%]	6.15	5.78	9.63	—
净资产收益率*[%]	7.41	6.67	10.43	—
营业收入现金率[%]	109.76	119.43	107.85	105.35
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	14.88	21.36	11.27	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	12.02	19.37	10.32	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.13	2.01	-0.09	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.76	1.83	-0.08	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.69	5.79	10.42	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.36	0.37	0.54	—

注：表中数据依据中炬高新经审计的 2011～2013 年度及未经审计的 2014 年上半年度财务报表，整理计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计+期末非流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计－期末存货余额－期末预付账款余额－期末待摊费用余额)/期末流动负债合计)×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计－期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1－报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/（报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息）
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构发行人长期信用等级划分及释义如下：

等　级		含　义
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外部因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外部因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等　级		含　义
投资级	AAA 级	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 级	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 级	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 级	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。
投机级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	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 级	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 级	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 级	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附录四：

跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本次评级的信用等级有效期【至本次债券本息的约定偿付日止】内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注中炬高新外部经营环境的变化、影响中炬高新经营或财务状况的重大事件、中炬高新履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映中炬高新的信用状况。

（一） 跟踪评级时间和内容

本评级机构对中炬高新的跟踪评级期限为本评级报告出具日至失效日。

定期跟踪评级将在本次信用评级报告出具后每 1 年出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本次评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，中炬高新应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构及评级人员将密切关注与中炬高新有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用级别。不定期跟踪评级报告在本评级机构向中炬高新发出“重大事项跟踪评级告知书”后 10 个工作日内提出。

（二） 跟踪评级程序

定期跟踪评级前向中炬高新发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向中炬高新发送“重大事项跟踪评级告知书”。

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对债务人、债务人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具之日后 10 个工作日内，本评级机构应在本评级机构网站（http://www.shxsj.com）公布持续跟踪评级结果，并将跟踪评级结果等相关信息抄送监管部门、中炬高新及保荐机构。中炬高新须通过上海证券交易所网站（http://www.sse.com.cn）将跟踪评级结果及报告予以公布备查，投资者可在上交所网站查询跟踪评级结果及报告。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2014 年 9 月 9 日