

中炬高新技术实业（集团）股份有限公司

2014 年公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：	AA 级
14 中炬 01 信用等级：	AA 级
14 中炬 02 信用等级：	AA 级
评级时间：	2016 年 6 月 8 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.

中炬高新技术实业（集团）股份有限公司 2014 年公司债券跟踪评级报告

概要

编号：【新世纪跟踪[2016]100191】

14 中炬 01			14 中炬 02		
主体/展望/债项	评级时间		主体/展望/债项	评级时间	
本次跟踪	AA/稳定/AA	2016 年 6 月	AA/稳定/AA	2016 年 6 月	
前次跟踪	AA/稳定/AA	2015 年 5 月	AA/稳定/AA	2015 年 5 月	
首次评级	AA/稳定/AA	2014 年 9 月	AA/稳定/AA	2014 年 12 月	

主要财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	1.20	0.96	0.92
刚性债务	3.64	5.15	8.93
所有者权益	15.50	14.74	13.85
经营性现金净流入量	1.00	-0.71	0.69
发行人合并数据及指标：			
总资产	36.96	40.59	45.23
总负债	13.11	14.46	17.25
刚性债务	7.23	7.68	10.74
应付债券	-	4.95	8.93
所有者权益	23.85	26.13	27.99
营业收入	23.18	26.42	27.59
净利润	2.20	2.93	2.74
经营性现金净流入量	1.35	3.35	3.94
EBITDA	3.68	4.63	5.21
资产负债率[%]	35.48	35.64	38.13
权益资本与刚性债务的比率[%]	329.69	340.31	260.59
流动比率[%]	167.32	239.47	321.63
现金比率[%]	30.41	32.89	48.71
利息保障倍数[倍]	8.38	10.87	6.51
净资产收益率[%]	9.63	11.71	10.13
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	10.32	24.29	24.85
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-0.08	-3.01	-5.73
EBITDA/利息支出[倍]	10.42	13.37	8.46
EBITDA/刚性债务[倍]	0.54	0.62	0.57

注：根据中炬高新经审计的 2013~2015 年度财务数据整理、计算。
2013 年数据采用 2014 年审计报告中经追溯调整后的数据。

分析师

朱侃 翁斯喆

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

跟踪评级观点

跟踪期内，中炬高新经营整体保持稳定，其中调味品经营规模继续扩张，营业收入和盈利能力持续增强。公司核心主业调味品继续保持了良好的发展态势，但房地产、物业出租业务短期内面临的经营压力加大。另外，公司股权结构发生重大变化，目前公司正在进行非公开发行股票事宜，待成功实施后，公司控股股东和实际控制人将发生变化，新世纪评级将持续关注股权结构变化对公司未来经营发展的影响。

- 跟踪期内，调味品行业继续保持较好的发展态势，为中炬高新核心主业的发展提供了较好的外部环境。公司在调味品行业市场占有率始终位居前列，具有较强的竞争优势。
- 跟踪期内，中炬高新调味品业务产能释放情况良好，随着产销规模的扩张，公司营业收入继续保持较快增长，盈利能力增强。
- 跟踪期内，随着中炬高新公司债券的发行，其负债规模有所上升，但负债经营程度仍维持在较低水平，且债务期限结构得以优化；同时，公司资产流动性水平提升，经营活动产生的现金流量净额保持较好水平，可为即期债务的偿付提供基本保障。
- 跟踪期内，中炬高新股权结构发生重大变化，目前公司正在进行非公开发行股票事宜，待成功实施后，公司控股股东和实际控制人将变更，预计将对公司未来经营发展形成正面影响。新世纪评级对此将持续关注。
- 跟踪期内，中炬高新房地产业务受当地房地产市场变化影响，销售情况欠佳；此外，区域经济增速的放缓还使得公司园区物业出租业务经营压力进一步加大。
- 中炬高新后续仍将推进阳西生产基地建设，且投资金额较大，公司持续面临一定的资本性支出压力。
- 目前，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，使得中炬高新调味品业务持续面临食品安全管理的挑战。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

跟踪评级报告

按照中炬高新技术实业（集团）股份有限公司（简称“中炬高新”、该公司或公司）公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据中炬高新提供的经审计的 2015 年财务报表及相关经营数据，对中炬高新的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

经中国证监会“证监许可[2014]735 号”文核准，该公司获准公开发行不超过 9 亿元的公司债券。公司于 2014 年 9 月发行了首期待偿还余额为 5 亿元人民币的“中炬高新技术实业（集团）股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）”（债券简称“14 中炬 01”），期限为 5 年，发行利率为 6.2%。

2015 年 1 月，该公司发行了待偿还余额为 4 亿元人民币的“中炬高新技术实业（集团）股份有限公司 2014 年公司债券（第二期）”（债券简称“14 中炬 02”），期限为 5 年，发行利率为 5.5%。截至 2016 年 3 月末，公司待偿还债券本金余额合计为 9 亿元。

二、跟踪评级结论

（一） 公司管理

跟踪期内，该公司股权结构发生重大变化。2015 年 4 月以来，前海人寿保险股份有限公司（简称“前海人寿”）通过上海证券交易所集中交易方式多次增持公司股份，2015 年 9 月 22 日前海人寿所持公司股份超过原第一大股东中山火炬集团有限公司（简称“火炬集团”），成为公司第一大股东，截至 2016 年 3 月末，前海人寿持有公司 24.93% 股份¹，火炬集团持有公司 10.72% 股份。目前中山火炬高技术产业开发区管理委员会持有火炬集团 100% 股权，仍为公司最终实际控制人。但公司正在进行非公开发行股票事宜，若成

¹ 其中前海人寿保险股份有限公司-海利年年持股比例为 20.14%，前海人寿保险股份有限公司-自有资金持股比例为 3.57%，前海人寿保险股份有限公司-聚富产品持股比例为 1.22%。

功实施，公司控股股东和实际控制人将变更。

2015年9月，该公司发布《非公开发行股票预案》。公司拟向中山富骏投资有限公司、中山崇光投资有限公司、中山润田投资有限公司和中山远津投资有限公司（简称“富骏投资”、“崇光投资”、“润田投资”和“远津投资”，均为前海人寿一致行动人²）以14.96元的价格合计发行3.01亿股股票，合计募集资金45.00亿元。《非公开发行股票预案》中按2015年9月7日公司股权结构³及本次非公开发行情况测算（如图表1所示），待本次非公开发行股票完成后，公司的股权结构更为分散，单一股东持股比例均低于10%，火炬集团仍为公司第一大股东，而前海人寿及其一致行动人合计将持有公司34.02%股份，公司实际控制人将变更为姚振华⁴。本次非公开发行股票募集资金主要用于调味品业务扩产升级、食用油扩建、科技产业孵化园建设等项目（如图表2所示），基本与公司主业发展以及中山市的发展方向相契合。新世纪评级将持续关注公司非公开发行股票事宜进展情况，以及公司控股股东及实际控制人变更后对公司经营发展可能产生的影响。

图表 1. 预计本次非公开发行股票实施后公司前六大股东情况（根据 2015 年 9 月 7 日公司股权结构测算）

排名	股东名称	持股数（万股）	占总股本比例（%）
1	火炬集团	8,542.55	7.78
2	富骏投资	7,776.51	7.09
3	崇光投资	7,511.78	6.84
4	远津投资	7,401.48	6.74
5	润田投资	7,390.44	6.73
6	前海人寿-海利年年	5,105.48	4.65
合计		43,728.24	39.85
总股本		109,743.93	—

注：根据中炬高新提供的资料绘制

² 富骏投资、崇光投资、润田投资和远津投资均为深圳华利通投资有限公司全资子公司，深圳华利通投资有限公司为深圳市钜盛华实业发展有限公司全资子公司，深圳市钜盛华实业发展有限公司可对前海人寿施加重大影响，故富骏投资、崇光投资、润田投资和远津投资与前海人寿为一致行动人。

³ 2015年9月7日，火炬集团持有公司股权10.72%，前海人寿-海利年年持有公司股权6.41%。

⁴ 若根据2016年3月末公司股权结构测算，前海人寿-海利年年将持有公司股权14.61%，为公司第一大股东，而前海人寿及其一致行动人将合计持有公司43.99%股份。

图表 2. 本次非公开发行股票募集资金使用计划（单位：亿元）

项目名称		预计总投资	募集资金拟投入额
调味品业务 扩产升级	阳西基地后续建设项目	12.19	12.19
	渠道建设及品牌推广项目	10.76	9.96
	研发中心扩建项目	2.22	2.22
	南派酱油生产智能化及自动化改造项目	1.08	1.08
	电商推广及自主线上平台建设项目	6.28	6.28
食用油扩建项目		3.59	3.59
信息化系统升级项目		0.87	0.87
科技产业孵化园建设项目		20.00	8.80
合计		57.00	45.00

注：根据中炬高新提供的资料绘制

作为上市公司，该公司按照相关法律法规和中国证监会、上海证券交易所的规定和要求，完善治理水平，规范公司运作，跟踪期内未发生重大变化。高管人员变动方面，跟踪期内公司高管人员较为稳定，2016 年 4 月，前海人寿委派陈超强为公司常务副总经理，2016 年 5 月，提名叶伟青为公司董事。公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，并结合公司业务具体情况，在财务管理、资金管理、对外投资及内部审计等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的各个环节，创造了良好的控制环境。

（二）业务运营

该公司核心业务为调味品制造业，此外还涉及园区物业租赁、房地产开发和汽车零配件等业务。跟踪期内，受益于调味品市场需求的不断增长，公司营业规模继续保持了扩张态势。2015 年，公司实现营业收入 27.59 亿元，同比增长 4.42%，但增速较上年下滑，主要系因当年房地产及物业出租等业务收入减少所致；当年综合毛利率为 35.07%，较上年继续提升 0.59 个百分点，主要受调味品主业盈利提升所带动。

从营业收入构成情况看，2015 年该公司实现调味品收入 26.07 亿元，占比为 94.50%，收入同比增长 12.37%，但增速下滑 4.88 个百分点；房地产及服务业务收入为 0.44 亿元，占比 1.59%，同比下降 17.62%；汽配业务收入 0.60 亿元，占比 2.18%，同比下降 15.43%。

1、调味品业务

从外部经营环境来看，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，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。2015 年 1~10 月，我国调味品、发酵制品制造业实现营业收入 2,303.06 亿元，实现利润总额 209.14 亿元，同比分别增长 8.94%和 20.22%，增速分别较上年下滑 5.76 个百分点和上升 2.2 个百分点。调味品行业具有典型的“小产品、大市场”特性，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% 还存在一定距离。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增长，我国调味品行业仍具有较大的市场空间。

图表 3. 我国调味品行业 2006 年以来收入增长情况



资料来源：Wind资讯

从调味品市场格局来看，截至 2015 年 10 月末，全国调味品、发酵制品制造企业单位合计为 1,140 家。虽然经过多年的发展，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，但目前我国调味品行业集中度仍较低。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，合计市场占有率在 20%左右。未来随着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。

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，其中“厨邦”产品约占公司全部调味品销量的 90.05%。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，约 150 个品种、214 多个规格。2015 年，公司

调味品业务规模持续扩大，盈利能力持续增强，当年公司调味品业务实现营业收入和营业毛利分别为 26.07 亿元和 9.28 亿元，同比分别增长 12.37%和 14.85%，业务毛利率较上年提升 0.81 个百分点至 35.59%。

生产方面，该公司明确以酱油为第一品类，鸡粉（鸡精）为第二品类，并推出了佐餐酱等高端新产品，有序延伸食用油、罐头等厨房食品。2015 年以来，公司没有新产能投产，截至 2016 年 3 月末，公司拥有酱油产品生产线 25 条，年产能约 33 万吨。目前公司拥有中山基地和阳西基地两个生产基地。截至 2016 年 3 月末，公司中山生产基地设计产能达到 30.80 万吨，其中酱油产品生产线 18 条，年产能约为 22 万吨，酱油产品产能利用率达 100%。同时，2015 年以来，公司继续推进阳西基地⁵建设，截至 2016 年 3 月末，该项目已完成投资合计为 8.09 亿元，尚需投资 6.89 亿元。目前阳西基地已建成 7 条酱油生产线，年设计产能为 15.00 万吨，目前年实际产能约为 11 万吨。2015 年和 2016 年第一季度，阳西基地调味品产量分别为 11.75 万吨和 3.12 万吨，销量分别为 11.65 万吨和 3.23 万吨，产销率保持在较高水平。

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。公司根据各地市场发展阶段、发展潜力、总销售额规模、人均消费额等指标，对渠道各环节成员，经销商、分销商、联盟商、二级批发商和终端进行分级分类管理，构建差异化市场开发模型。2015 年公司各级经销商数量同比增加 76 个，其中各级市场新开 114 个直接经销商，撤销不符合公司发展要求的经销商 38 个。此外，公司通过进驻天猫、京东等平台开拓电商渠道。目前公司销售区域仍集中于华南和华东地区，2015 年合计销售占比为 71.56%；此外，中西部及华北区域市场拓展也处于稳步上升阶段。2015 年，公司于 2014 年投产的新增产能释放情况良好，全年销售调味品 37.56 万吨，较上年增加 3.73 万吨；产销率提升 1.24 个百分点至 98.85%。酱油产品为公司调味品业务的主要收入来源，当年酱油产品营业收入占调味品业务收入比重 73.04%，2015 年公司酱油产品销量同比增长 9.41%至 30.59 万吨，产销率同比上升 1.23 个百分点。未来公司还

⁵ 阳西生产基地面积约 1,000 亩，总投资为 14.98 亿元（自有资金 3 亿元，自筹资金 5.69 亿元，银行贷款 6.29 亿元），建设期为 2012 年 8 月~2018 年 7 月，分三期进行滚动开发，项目达产后预计将新增各类调味品及相关食品 46.88 万吨产能。目前一期工程已完成投产。

将坚持以调味品为基础，立足调味品行业，逐步向食用油等食品领域发展。

图表 4. 2013~2015 年公司调味品产销情况（单位：万吨、%）

产品	2013 年			2014 年			2015 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	29.92	28.41	94.95	34.66	33.83	97.61	38.00	37.56	98.85
其中：酱油	24.69	23.44	94.94	28.53	27.96	98.03	30.82	30.59	99.26

注：根据中炬高新提供的资料绘制

2、房地产业务

2014 年，为提振楼市，各地方政府自当年 7 月起相继取消或放松限购等调控政策，转而出台救市政策，包括调整公积金贷款、减免税收、调整首付比例、放松户籍政策、提供住房补贴等。2014 年下半年及 2015 年，央行数次下调贷款基准利率，也对楼市形成了有效支撑。2015 年，我国房地产有所回暖，但去库存压力依旧很大。全年房地产竣工和施工面积分别为 10.00 亿平方米和 73.57 亿平方米，同比分别下降 14.6%和增长 1.3%；实现商品房销售面积和销售额分别为 12.85 亿平方米和 8.73 万亿元，同比分别增长 6.50%和 14.4%。2015 年末全国房地产市场库存量达 78.84 亿平方米，较上年末增长 53.06%，其中待售商品房面积为 7.19 亿平方米，较上年末增长 164.34%。

2016 年第一季度，我国一、二线城市房价在宽松货币政策下出现一定幅度的跳升，进而推动我国房地产市场景气度进一步回暖。2016 年 1~3 月，我国商品房销售面积为 2.43 亿平方米，同比增长 33.11%；其中住宅销售面积为 2.18 亿平方米，同比增长 35.40%。市场的回暖亦拉动投资额增长，2016 年 1-3 月国内房地产开发投资完成额为 1.77 万亿元，同比增长 5.99%。在此期间，我国政府于 2 月先后宣布非限购城市商贷首付比例由 25%降至 20%、二套房契税从 3%降至 1%、非普通住房免征营业税适用“五改二”政策等。3 月起，我国部分一线及二线省会城市陆续提高了购房门槛。整体看，当前我国房地产政策依旧以稳定市场为目标，调控方法已调整为：着力于防止一二线城市房地产市场过度炒作、引导资金流向库存较高的三四线城市。

2015 年，在“深中通道”建设等利好政策刺激下，中山市房地

产市场景气度有较大提升，商品房成交量明显增长。据中山市统计局数据显示，当年该市商品房施工面积为 4,623.63 万平方米，较上年增长 14.8%；商品房竣工面积、销售面积及销售额分别为 704.05 万平方米、1,042.77 万平方米和 613.53 亿元，同比分别增长 45.6%、36.5%和 32.2%。截至 2015 年末，中山市房地产住宅库存为 57,540 套，较上年同期下降 18%，去库存压力有所缓解。从成交均价看，2015 年中山市商品房成交均价 5883.66 元/平米，较上年下降 3.1%。

该公司房地产业务经营实体为下属子公司广东中汇合创房地产有限公司，目前仍主要开发位于广珠城轨中山站都市商圈的“汇景东方花园”住宅项目。其中第一期低密度别墅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，一期项目于 2011 年 5 月开盘，截至 2016 年 3 月末已开盘楼盘 205 套，其中已预订售出 22 套、签约 62 套，销售均价为 1.1 万元/平方米，累计回笼资金 1.86 亿元。另外，公司二期高层住宅项目总投资 3.30 亿元，开发土地面积 4.15 万平方米，总建筑面积 9.84 万平方米，拟建成高层住宅 9 幢，主力户型面积为 100~120 平方米，销售均价为 4,000~5,000 元/平方米。截至 2016 年 3 月末，二期项目其中 2 幢楼已完成主体封顶，可销售面积 1.42 万平方米。但目前来看，公司一期项目开盘以来，受到 2011 年中山市房地产“双限”政策⁶等因素影响，销售情况欠佳，资金回笼慢；另外，中山市政府和岐江新城分区规划调整，周边市政配套尚不完善，2015 年公司房地产项目对外销售情况仍欠佳，对公司房地产业务经营形成较大压力。对此，公司调整经营策略，放慢房地产项目建设进度，未来公司计划将以市场需求为导向进行有序开发。

3、物业出租业务

该公司所拥有的物业及土地均位于中山火炬高技术产业开发区（简称“火炬开发区”），2015 年火炬开发区实现地区生产总值 443.31 亿元，同比增长 8.6%；规模以上工业总产值 1,798.83 亿元，同比增长 8.1%，增速均较上年下滑。

截至 2015 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 23.68 万平方米，较上年末减少 1.45 万平方米，

⁶ 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 5,800 元/平方米的将被暂缓网上签约手续。

系因当年公司为盘活资产处置了部分物业所致。另外，因火炬开发区部分工厂迁出以及现有工厂机械化程度提高导致企业工人减少，公司部分物业出现空置，2015 年实际出租面积为 12.01 万平方米，较 2014 年下降 14.17%，出租率较上年下降 5.04 个百分点至 52.83%。目前来看，公司物业出租情况受到区域经济增速放缓的负面冲击较大，整体出租率下滑趋势明显，公司业务经营压力加大。

图表 5. 2015 年公司园区物业出租基本情况

物业类型	总面积 (平方米)	自用面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	实际出租面积 (平方米)	出租单价 (元/平方米/月)	出租率 (%)
工业厂房	97,774.80	5,695.62	91,549.00	81,415.45	7~12	88.93
职工宿舍	103,044.75	1,918.40	101,126.35	26,562.03	12.50~14	26.27
商业物业	36,017.79	1,413.34	34,604.45	12,084.13	28~53	34.92
合计	236,837.34	9,027.36	227,279.80	120,061.61	—	52.83

注：根据中炬高新提供的资料绘制

(三) 财务质量

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》及具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定，以及 2014 年财政部修订和发布的八项具体会计准则⁷。

跟踪期内，该公司调味品主业发展态势良好，经营规模进一步扩张。主要得益于调味品产销量的继续增长，2015 年公司实现营业收入为 27.59 亿元，较上年增长 4.42%。公司综合毛利率较上年提升 0.59 个百分点至 35.07%，其中调味品主业毛利率提升 0.77 个百分点至 35.59%；房地产及服务业务毛利率较上年下滑 12.48 个百分点至 6.43%，主要由于公司当年商品房结转收入减少，以及工业园区物业出租率下降所致；汽配业务毛利率较上年提升 2.97 个百分点至 33.57%。

随着业务规模的持续扩大，该公司在广告、人员、运输及研发等方面支出不断增长。2015 年公司期间费用为 6.63 亿元，同比增长 19.97%，期间费用率上升 3.12 个百分点至 24.03%。公司当年实

⁷ 《企业会计准则第 2 号-长期股权投资》、《企业会计准则第 9 号-职工薪酬》、《企业会计准则第 30 号-财务报表列报》、《企业会计准则第 33 号-合并财务报表》、《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》、《企业会计准则第 39 号-公允价值计量》、《企业会计准则第 40 号-合营安排》和《企业会计准则第 41 号-在其他主体中权益的披露》。

现投资净收益和营业外收入分别为 0.29 亿元和 0.43 亿元，同比分别增长 182.22%和 47.66%，其中投资净收益大幅增加主要是公司当年赎回银行理财产品取得收益以及委托贷款取得的利息收入大幅增加所致，营业外收入增加主要系因公司所获得政府补助增长所致。主要由于公司期间费用增长较快，导致 2015 年公司营业利润和净利润较上年分别下降 6.81%和 6.34%至 3.01 亿元和 2.74 亿元，2015 年营业利润率和净利润率分别下降至 10.90%和 9.93%，公司整体盈利能力有所弱化。

2015 年末，该公司负债总额为 17.25 亿元，较上年末增长 19.23%。但得益于良好的经营积累，公司负债经营程度稳定在较低水平，2015 年末为 38.13%，较上年末增长 2.49 个百分点。从债务期限来看，公司债务原以短期为主，但随着公司 5 年期 2014 年第二期公司债券的成功发行，其债务期限结构得到较明显优化，2015 年末长短期债务比较上年末提升 63.03 个百分点至 136.87%。

从负债结构来看，2015 年末该公司流动负债和非流动负债分别为 7.28 亿元和 9.96 亿元，较上年末分别减少 12.50%和增长 62.20%。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）、应付账款及其他应付款等构成，2015 年末短期刚性债务余额为 0.93 亿元，较上年末下降 43.46%，主要是短期借款减少所致；应付账款余额为 2.62 亿元，较上年末下降 25.27%，主要是公司应付材料款和工程款减少；其他应付款较上年末增长 16.57%至 1.27 亿元，主要是预提美味鲜公司市场拓展费用所致。年末公司非流动负债主要体现为中长期刚性债务（长期借款和应付债券），其中长期借款较上年末下降 18.42%至 0.89 亿元，应付债券较上年末增长 80.26%至 8.93 亿元，增量为公司当年发行的 2014 年第二期公司债券（“14 中炬 02”）。目前来看，公司刚性债务主要集中在期限较长的公司债券，且公司股东权益和经营环节现金流对刚性债务的覆盖情况较好，偿债压力不大。

该公司主业现金回笼速度较快，2015 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 31.92 亿元，营业收入现金率为 115.72%，同比提升 5.5 个百分点，公司经营环节现金流保持充裕，当年实现经营性现金净流入为 3.94 亿元，同比增长 17.61%。2015 年，主要因公司对银行短期理财产品投资额增加，当年投资环节现金净流出 4.85

亿元。公司主要通过发行公司债券和银行借款的方式进行融资，当年筹资性现金流净额为 1.75 亿元。

2015 年末，该公司资产总额为 45.23 亿元，较上年末继续增长 11.44%。年末流动资产为 23.42 亿元，在资产总额中的占比为 51.78%，主要由货币资金、预付款项、存货和其他流动资产构成，其中年末货币资金为 3.55 亿元，较上年末增长 31.17%；预付款项为 0.24 亿元，较上年末大幅下降 89.24%，主要是公司母公司办理房产交接手续后预付款项结算所致；年末存货账面价值为 13.22 亿元，较上年末增长 4.78%，其中包含房地产项目开发成本 10.24 亿元，其他主要为在产品、包装物及产成品等。此外，年末公司其他流动资产 5.63 亿元，较上年末增长 259.22%，主要系公司利用闲置资金购买理财产品所致。2015 年末，公司非流动资产为 21.81 亿元，主要由投资性房地产、固定资产、在建工程及无形资产构成，其中公司年末固定资产较上年末增长 8.45%至 12.76 亿元，主要是厨邦公司一期工程投入生产后由在建工程转入固定资产所致；在建工程较上年末增长 19.52%至 2.28 亿元，主要是当年公司购买德仲广场在建房产所致。

从资产流动性来看，2015 年末，随着该公司流动负债规模的减少以及流动资产规模的增长，其流动资产、速动资产对流动负债的覆盖程度进一步提高，年末公司流动比率、速动比率分别为 321.63%和 136.84%，较 2014 年末分别提升 82.16 个百分点和 75.54 个百分点，目前处于较好水平，但存货中大量房产变现能力仍偏弱。此外，公司拥有一定的可动用货币资金，当年末的现金比率为 48.71%，较上年末增长 15.82 个百分点，可为即期债务的偿还提供基本保障。

该公司具有较好的偿债信用记录，根据公司提供的《企业信用信息报告》，截至 2016 年 5 月 6 日，公司无违约情况发生。截至 2016 年 3 月末，公司共获得银行授信 24.60 亿元，其中尚未使用的授信额度为 23.31 亿元。

综上所述，跟踪期内，该公司股权结构发生重大变化，目前正在进行非公开发行股票事宜，待成功实施后，公司控股股东和实际控制人将发生变化。公司现阶段核心主业所处的调味品行业市场需求大，发展前景广阔，跟踪期内公司调味品业务经营规模继续保持

了较好的扩张态势，且盈利能力进一步增强。但公司房地产业务因受市场行情变化影响，销售情况欠佳；且区域经济增速的放缓使得公司园区物业出租业务经营压力进一步加大，公司整体盈利能力有所弱化。跟踪期内，随着公司“14 中炬 02”发行，公司债务规模有所上升，但负债经营程度稳定在较低水平，且债务期限结构得到优化，即期偿债压力不大。此外，公司经营环节现金流保持在较好水平，资产流动性状况较好，可为即期债务的偿付提供基本保障。

同时，我们仍将继续关注：（1）该公司非公开发行股票事宜进展情况，控股股东和实际控制人变更情况及对公司经营发展的影响；（2）公司核心主业调味品业务的未来增长情况；（3）中山市房地产市场情况以及公司房地产项目开发及销售情况；（4）公司园区物业出租业务的经营发展状况；（5）公司美味鲜厨邦食品（阳西）扩产基地项目后续投资进展；（6）食品安全问题可能会给公司带来的不利影响。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2013 年	2014 年	2015 年
金额单位：人民币亿元			
资产总额	36.96	40.59	45.23
货币资金	3.55	2.70	3.55
刚性债务	7.23	7.68	10.74
所有者权益合计	23.85	26.13	27.99
营业收入	23.18	26.42	27.59
净利润	2.20	2.93	2.74
EBITDA	3.68	4.63	5.21
经营性现金净流入量	1.35	3.35	3.94
投资性现金净流入量	-1.36	-3.77	-4.85
资产负债率[%]	35.48	35.64	38.13
长期资本固定化比率[%]	68.44	64.04	57.48
权益资本与刚性债务比率[%]	329.69	340.31	260.59
流动比率[%]	167.32	239.47	321.63
速动比率[%]	45.85	61.30	136.84
现金比率[%]	30.41	32.89	48.71
利息保障倍数[倍]	8.38	10.87	6.51
有形净值债务率[%]	57.74	58.28	64.42
营运资金与非流动负债比率[%]	603.44	188.89	161.93
担保比率[%]	—	—	—
应收账款周转速度[次]	49.09	49.57	53.18
存货周转速度[次]	1.30	1.40	1.39
固定资产周转速度[次]	3.69	2.86	2.25
总资产周转速度[次]	0.64	0.68	0.64
毛利率[%]	31.29	34.48	35.07
营业利润率[%]	10.97	12.22	10.90
总资产报酬率[%]	8.22	9.71	9.33
净资产收益率[%]	9.63	11.71	10.13
营业收入现金率[%]	107.85	110.22	115.72
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	10.32	24.29	24.85
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-0.08	-3.01	-5.73
EBITDA/利息支出[倍]	10.42	13.37	8.46
EBITDA/刚性债务[倍]	0.54	0.62	0.57

注：表中数据依据中炬高新经审计的 2013~2015 年财务报表整理、计算。其中 2013 年数据采用 2014 年审计报告中经追溯调整后的数据。

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	期末负债总额/期末资产总额×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%
长期资本固定化比率	(期末总资产 - 期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计 - 期末流动负债)×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%
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%
应收账款周转速度	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	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	报告期营业收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1 - 报告期主营业务成本/报告期主营业务收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(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)
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)/[(期初资产总额+期末资产总额)/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%
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%
经营性现金净流入与负债总额比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入与负债总额比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
EBITDA/利息支出	= EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/刚性债务	= EBITDA/[(期初刚性债务 + 期末刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 刚性债务=短期借款+交易性金额负债+应付票据+一年内到期的长期借款+长期借款+应付短期融资券+应付债券+其他具期债务

注5. 报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额 = 经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务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。