

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：	2017 年 6 月 16 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[2017]100216】

14 中炬 01

	主体/展望/债项	评级时间
本次跟踪	AA/稳定/AA	2017 年 6 月
前次跟踪	AA/稳定/AA	2016 年 6 月
首次评级	AA/稳定/AA	2014 年 9 月

14 中炬 02

	主体/展望/债项	评级时间
本次跟踪	AA/稳定/AA	2017 年 6 月
前次跟踪	AA/稳定/AA	2016 年 6 月
首次评级	AA/稳定/AA	2014 年 12 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	0.96	0.92	1.16	1.31
刚性债务	5.15	8.93	8.94	8.95
所有者权益	14.74	13.85	14.15	13.95
经营性现金净流入量	-0.71	0.69	1.84	5.28
发行人合并数据及指标：				
总资产	40.59	45.23	49.11	50.02
总负债	14.46	17.25	18.22	17.82
刚性债务	7.68	10.74	10.53	10.40
应付债券	4.95	8.93	8.94	8.95
所有者权益	26.13	27.99	30.89	32.20
营业收入	26.42	27.59	31.58	9.74
净利润	2.93	2.74	4.10	1.31
经营性现金净流入量	3.35	3.94	6.77	1.71
EBITDA	4.63	5.21	6.76	—
资产负债率[%]	35.64	38.13	37.10	35.62
权益资本与刚性债务的比率[%]	340.31	260.59	293.35	309.65
流动比率[%]	239.47	321.63	327.42	360.24
现金比率[%]	32.89	48.71	51.63	38.48
利息保障倍数[倍]	10.87	6.51	8.67	—
净资产收益率[%]	11.71	10.13	13.94	—
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	24.29	24.85	38.16	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-3.01	-5.73	15.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	13.37	8.46	10.65	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.62	0.57	0.64	—

注：根据中炬高新经审计的 2014~2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

翁斯皓 朱侃

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，中炬高新经营情况保持稳定，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，房地产业务受益于“深中通道”利好因素影响，销售情况较好，但物业出租业务短期内面临的经营压力仍较大。另外，公司目前正在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，中炬高新调味品产品的市场占有率始终位居前列，公司竞争优势仍较明显。
- 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，盈利能力有所增强。
- 跟踪期内，中炬高新负债规模略有上升，但负债经营程度仍维持在较低水平，公司即期债务偿付压力较小，资产流动性水平持续提升。公司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，且目前公司仍在推进非公开发行股票事宜，若成功实施，公司控股股东和实际控制人将发生变更。新世纪评级将持续关注公司股权结构变化对未来经营发展的影响。
- 跟踪期内，区域经济增速的放缓使得中炬高新园区物业出租业务经营压力进一步加大。
- 中炬高新后续仍将继续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

本报告表述了新世纪评级对中炬高新公司债券的评级观点，并非引导投资者买卖或持有本债券的一种建议。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。

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”）2014 年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 2016 年财务报表、未经审计的 2017 年第一季度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

2014 年，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 9.00 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 5.00 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）”（简称“14 中炬 01”），期限为 5 年，发行利率为 6.20%。

2015 年 1 月，该公司发行了待偿还余额为 4.00 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）”（简称“14 中炬 02”），期限为 5 年，发行利率为 5.50%。截至 2017 年 3 月末，公司待偿还债券本金余额合计为 9.00 亿元，公司历史债券兑付情况正常。

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。2016 年第一季度，前海人寿保险股份有限公司-海利年年通过二级市场增持公司股份 1,304.74 万股，截至 2017 年 3 月末，前海人寿保险股份有限公司（简称“前海人寿”）及其一致行动人合计持有公司 24.93% 股份¹；同期末火炬集团持有公司 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

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%。

制人。但公司正在进行非公开发行股票事宜，若成功实施，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。按2017年3月末公司股权结构及本次非公开发行预案测算（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，公司第一大股东为前海人寿-海利年年（持股比例14.62%），前海人寿及其一致行动人合计将持有公司46.96%股份，公司实际控制人将变更为姚振华。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，目前非公开发行募投项目中孵化器项目用地已落实，投入资金为0.45亿元，后续公司将继续推进非公开发行事项。但2016年12月以来，证监会、保监会强化对前海人寿资金来源、业务开展的监督管理，保监会停止前海人寿开展万能险新业务和互联网渠道保险业务，公司非公开发行事宜的不确定性较大。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七大股东情况

排名	股东名称	持股数（万股）	占总股本比例（%）
1	前海人寿-海利年年	16,042.01	14.62
2	火炬集团	8,542.55	7.78
3	富骏投资	7,776.51	7.09
4	崇光投资	7,511.78	6.84
5	远津投资	7,401.48	6.74
6	润田投资	7,390.44	6.73
7	前海人寿-自有资金	2,841.68	2.59
合计		60,076.33	54.74
总股本		109,743.93	100.00

注：新世纪评级根据中炬高新2017年3月末股权结构及非公开发行预案测算

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。

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，公司董事李东君和桂水发因个人原因离任，公司于 2016 年 5 月选举叶伟青为公司董事，目前公司董事会人员为 8 人，监事会人员没有变动。高管人员方面，2016 年 4 月，前海人寿委派陈超强为公司常务副总经理，分管公司房地产业务。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，受益于公司调味品主业阳西基地产能释放效果较好，公司营业规模继续保持了扩张态势，盈利能力持续提升。2016 年和 2017 年第一季度，公司实现营业收入分别为 31.58 亿元和 9.74 亿元，同比分别增长 14.48% 和 30.90%；同期综合毛利率分别为 36.69% 和 39.63%，同比分别提升 1.62 个百分点和 4.48 个百分点。

从营业收入构成情况看，2016 年该公司实现调味品收入 28.95 亿元，占比为 91.66%，收入同比增长 11.04%；房地产及服务业务收入为 1.30 亿元，占比 4.10%，同比增长 195.80%；汽配业务收入 0.69 亿元，占比 2.20%，同比增长 15.29%。公司其他业务收入为公司出售的工业厂房结转收入。

图表 3. 公司 2014 年以来营业收入和毛利率构成情况(单位:亿元,%)

营业收入	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年第一季度
调味品业务	23.20	26.07	28.95	9.43
房地产及服务业	0.53	0.44	1.30	0.11
皮带轮及汽车、摩托车配件	0.71	0.60	0.69	0.14
其他	1.98	0.48	0.64	0.06
合计	26.42	27.59	31.58	9.74
毛利率				
调味品业务	34.82	35.59	37.22	39.55
房地产及服务业	18.91	6.43	21.60	24.55
皮带轮及汽车、摩托车配件	30.60	33.57	36.51	37.00
其他	36.00	34.85	43.31	82.10
综合毛利率	34.48	35.07	36.69	39.63

注：根据中炬高新提供的数据整理

1、调味品业务

近年来，调味品行业仍保持较好发展态势。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。

从酱油产品来看，2016 年我国酱油产量为 991.43 万吨，同比下降 2.03%。从地区分布看，华南地区集中了我国多数生产规模较大的企业，产量超过全国一半，其中广东省酱油生产规模最大，占比超过 40%，江苏省和山东省产量占比在 10%左右。

图表 4. 近年来我国酱油产量及增速情况(单位:万吨,%)



资料来源：Wind 资讯

从行业竞争格局看，我国酱油行业整体呈现出行业集中度低、缺乏强势品牌，产品质量良莠不齐，卫生水平差距大，行业鱼龙混杂等特征。目前我国共有 3,000 多家酱油生产企业，其中大部分企业规模小，达到一定规模的企业较少，全国性大品牌比如海天、厨邦、加加、淘大和李锦记等，其总销量所占市场份额约为 30%，其中海天、厨邦和加加占比分别约为 15%、5%和 2%。未来随着消费者对产品品质要求的提升、国家对食品安全监管力度加强、以及大品牌酱油的全国化步伐的加快，行业内中小企业经营压力将持续加大，规模化企业在原材料采购、酿造工艺水平、销售渠道等竞争优势将进一步凸显，行业集中度有望进一步提高。

图表 5. 我国主要酱油类调味品公司 2016 年经营情况(单位:亿元,%)

公司	资产 规模	同比	营业 收入	同比	其中酱油 产品收入	同比	毛利 率	同比	净利 润	同比
海天	134.64	17.10	124.5	10.31	75.79	12.84	43.95	2.01	28.43	13.29
中炬高新	49.11	8.57	31.58	14.48	20.12	5.73	36.69	1.62	4.10	49.70
加加	28.51	5.69	18.87	7.50	9.38	0.96	27.49	-0.83	1.50	1.88

资料来源：各上市公司 2016 年年报

酱油生产的原材料主要为大豆、食盐和白糖，农产品原料的涨价将对企业产生直接影响。2016 年，大豆价格呈现波动态势，1~3 月大豆价格延续了 2015 年的下滑态势，但 4~6 月由于厄尔尼诺引发阿根廷发生洪涝灾害，导致大豆产量和质量均有受损，大豆价格持续上升，第三季度受美国主产区气候回暖、美国大豆生长优良率高于预期，以及国内长江流域暴雨导致多地发生洪涝灾害，受灾地区畜禽养殖场受损严重，下游需求下降等综合因素影响，大豆价格走弱，第四季度新季大豆上市，但由于南北产区旱灾涝灾交替出现，导致新豆减产严重且豆质偏差，大豆价格出现波动。根据 USDA 公布的 2017 年 2 月全球农产品供需报告显示，USDA 预计 2016/17 年全球大豆产量为 3.36 亿吨，消费量为 3.31 亿吨，呈现供大于求的状况，库存消费比为 17.07%，比 2015/16 年减少 0.19 个百分点。由于目前大豆库存较为充足，且在国家政策推动下，2017 年大豆种植面积将继续增加，目标价格补贴政策也将继续实行，大豆供应较为宽松，价格波动将主要受季节性涨跌因素影响。此外，酱油生产中食盐和白糖用量也较大。

我国食盐销售为国家专营，近年来食盐价格呈持续上升态势，从 2013 年初 3.43 元/公斤上涨至 2016 年末 4.36 元/公斤。白糖主要为国产，2013~2015 年产品价格整体较为低迷，在 4,000~5,500 元/吨区间内波动，2016 年以来受天气因素影响，白糖进入减产周期，白糖价格持续增长，2016 年末达到 6,920 元/吨。总体看，农产品价格波动给酱油生产企业带来了较大的成本压力。

图表 6. 近年来我国大豆、食盐和白砂糖价格走势（元/吨，元/千克）



资料来源: Wind 资讯

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 90.22%。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 110 个品种、221 多个规格。2016 年以来，公司调味品业务规模持续扩大，盈利能力持续增强，2016 年和 2017 年第一季度，公司调味品业务实现营业收入分别为 28.95 亿元和 9.43 亿元，同比分别增长 11.04%和 33.78%；实现营业毛利分别为 10.77 亿元和 3.73 亿元，同比分别增长 16.14%和 52.96%；业务毛利率分别为 37.22%和 39.55%，同比分别提升 1.63 个百分点和 4.96 个百分点。

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。2016 年以来，公司没有新产能投产，截至 2017 年 3 月末，公司拥有酱油产品生产线 25 条，年产能约 36 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 2017 年 3 月末，公司中山生产基地设计产能达到 31.00 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，2016 年以来，公司继续推进阳西基地³建设，截至 2017 年 3 月末，该项目已完成投资合计为 8.70 亿元，尚需投资 6.28 亿元。目前阳西基地已建成 7 条酱油生产线，年设计产能为 18.00 万吨。2016 年和 2017 年第一季度，阳西基地调味品产量分别为 14.04 万吨和 4.85 万吨，销量分别为 14.00 万吨和 4.94 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。2016 年公司各级经销商数量同比增加 101 个，其中各级市场新开 120 个直接经销商，撤销不符合公司发展要求的经销商 19 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，2016 年合计销售占比超过 70.00%；此外，中西部及华北区域市场拓展也处于稳步上升阶段。2016 年，公司产能释放情况良好，全年销售调味品 42.61 万吨，较上年增加 5.05 万吨；产销率提升 2.07 个百分点至 100.92%。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 69.49%，2016 年公司酱油产品销量同比增长 9.51%至 33.50 万吨，产销率同比上升 1.10 个百分点。2017 年第一季度，公司调味品和酱油销量同比分别增长 63.42%和 3.39%。未来公司还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 7. 2014 年以来公司调味品产销情况（单位：万吨、%）

产品	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年第一季度		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
调味品	34.66	33.83	97.61	38.00	37.56	98.85	42.22	42.61	100.92	12.71	13.27	104.41
其中：酱油	28.53	27.96	98.03	30.82	30.59	99.26	33.38	33.50	100.36	10.20	10.68	104.71

注：根据中炬高新提供的资料绘制

2、房地产业务

³ 阳西生产基地面积 1012.47 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。目前一期制成品、天然油及二期天然油工程已完工，二期制成品工程在建。

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。2016 年，“深中通道”批复文件正式下发，深圳客在中山市购房的积极性进一步加强，中山市房地产市场景气度大幅提升，商品房成交量明显增长，商品房价格迅速上升。据中山市统计局数据显示，2016 年，该市商品房施工面积为 4,874.21 万平方米，同比增长 5.40%；商品房销售面积和销售额分别为 1,158.23 万平方米和 844.81 亿元，同比分别增长 11.10%和 37.70%。截至 2016 年末，中山市房地产住宅库存为 40,335 套，较上年末下降 30%，去库存压力有所缓解。从成交均价看，2016 年中山市商品房成交均价 7,053.00 元/平米，较上年增长 19.93%。2017 年 3 月，中山市楼市调控新政出台，包括 1) 本市户籍居民家庭限购 3 套住房；非本市户籍居民家庭限购 2 套住房，须提供购房之日前，连续半年以上社保或纳税证明，不得补缴；2) 首套房首付从 20%改为 30%；二套房首付根据所拥有的住房和贷款记录分为 30%和 40%两种情况。目前“深中通道”主体工程已开工建设，中山市楼市调控新政虽然对房价有一定遏制，但是总体看中山市房价与周边地区相比仍较低，预计中山市房价还有一定的上涨空间。

图表 8. 2014 年以来中山市房地产行业概况 (单位: 万平方米, 亿元)

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
商品房施工面积	4,026.86	4,623.63	4,874.21	4,526.04
商品房竣工面积	483.66	704.05	288.98 ⁴	253.31
商品房销售面积	764.07	1,042.77	1,158.23	215.66
商品房销售额	464.02	613.53	844.81	—

资料来源：中山市统计局

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 2017 年 3 月末已开盘楼盘 205 套，其中已预订售出 54 套、签约 92 套，销售均价为 1.29 万元/平方米，累计回笼资金 3.21 亿元，其中 2016 年 3 月末至 2017 年 3 月末合计预订售出 32 套、签约 30 套、实现回笼资金 1.35 亿元。另外，公司二期高层住宅项目总投资 3.30 亿元，开

⁴ 该数据为 2016 年 1~11 月数据，全年数据未提供。

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。截至 2017 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，尚未进行预售。2016 年公司房地产业务结转营业收入 0.92 亿元，2015 年仅为 0.03 亿元。总体看，2016 年公司房地产项目对外销售情况较好，实现了一定的资金回笼。后续公司仍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”),2016 年火炬开发区实现地区生产总值 490 亿元，同比增长 10.5%；规模以上工业总产值 1,966.24 亿元，同比增长 8.41%，增速较上年基本持平。目前，宏观经济仍较低迷，开发区内工业房产需求仍有所下滑。

截至 2016 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 23.32 万平方米，较上年末减少 0.36 万平方米，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，2016 年实际出租面积为 11.68 万平方米，较 2015 年下降 2.75%，出租率较上年下降 0.65 个百分点至 52.18%。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，整体出租率持续下滑，公司业务经营压力加大。2016 年公司实现物业租赁及其他收入 0.37 亿元，同比下降 9.76%。

图表 9. 2016 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	93,587.29	5,536.62	87,520.49	80,147.49	7~12	91.58
职工宿舍	103,567.34	1,918.40	101,648.94	29,134.21	12.5~14	28.66
商业物业	36,013.99	1,413.34	34,600.65	7,480.15	28~53	21.62
合计	233,168.62	8,868.36	223,770.08	116,761.85	—	52.18

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 2016 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。

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，2016 年公司实现营业收入 31.58 亿元，同比增长 14.48%；综合毛利率同比增长 1.62 个百分点至 36.69%，其中调味品业务毛利率同比提升 1.63 个百分点至 37.22%；房地产及服务业务毛利率同比提升 15.17 个百分点至 21.60%，主要由于公司当年商品房销售结转收入增长所致；汽配业务毛利率同比提升 2.94 个百分点至 36.51%。

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，但费用控制效果较好。2016 年公司期间费用为 6.88 亿元，同比增长 3.72%，期间费用率同比下降 2.26 个百分点至 21.77%。公司当年实现投资净收益和营业外收入分别为 0.45 亿元和 0.19 亿元，同比分别增长 56.02%和下降 50.72%，其中投资净收益大幅增长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增加所致。受上述因素综合影响，2016 年公司营业利润和净利润同比分别增长 55.37%和 49.70%至 4.67 亿元和 4.10 亿元，2016 年营业利润率和净利润率分别增长至 14.80%和 12.99%。

2017 年第一季度，该公司调味品业务规模持续扩大，公司实现营业收入 9.74 亿元，同比增长 61.74%；实现毛利率 39.63%，同比增长 4.48 个百分点；实现营业利润和净利润分别为 1.58 亿元和 1.31 亿元，同比分别增长 72.25%和 76.31%。总体看，跟踪期内公司整体盈利能力有所增强。

2016 年末，该公司负债总额为 18.22 亿元，较上年末增长 5.64%。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，2016 年末为 37.10%，较上年末下降 1.03 个百分点。从债务期限来看，公司债务以非流动负债为主，年末长短期债务比为 113.06%。

从负债结构来看，2016 年末该公司流动负债和非流动负债分别为 8.55 亿元和 9.67 亿元，较上年末分别增长 17.44%和下降 2.98%。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和应付票据）、应付账款、预收款项和其他应付款构成，

2016 年末短期刚性债务余额为 1.00 亿元，较上年末增长 7.99%，主要是一年内到期的长期借款增长所致；应付账款余额为 2.36 亿元，较上年末下降 9.79%，主要是公司应付材料款和工程款减少；预收款项较上年末增长 107.55%至 2.00 亿元，主要是公司预收商品房销售款增加所致；其他应付款较上年末增长 12.74%至 1.43 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 33.87%至 0.59 亿元，应付债券较上年末基本持平，为公司发行的 2014 年第一期和第二期公司债券。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，偿债压力较轻。

2017 年 3 月末，该公司负债总额为 17.82 亿元，较上年末下降 2.18%，其中预收款项较上年末下降 17.88%、其他应付款较上年末增长 17.87%，其余科目虽有变化但影响不大。

该公司主业现金回笼速度较快，2016 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 37.01 亿元，营业收入现金率为 117.20%，同比提升 1.48 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 6.77 亿元，同比增长 71.77%。2016 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 4.04 亿元。当年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金较多导致公司筹资活动现金流出 2.06 亿元，2016 年筹资活动现金净流出 1.86 亿元。

2016 年末，该公司资产总额为 49.11 亿元，较上年末继续增长 8.57%。年末流动资产为 28.00 亿元，在资产总额中的占比为 57.00%，主要由货币资金、存货和其他流动资产构成，其中年末货币资金为 4.41 亿元（受限的货币资金为 0.08 亿元），较上年末增长 24.48%；存货账面价值为 13.42 亿元，较上年末增长 1.57%，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 8.79 亿元，较上年末增长 56.08%，主要系公司利用闲置资金购买理财产品所致。2016 年末，公司非流动资产为 21.11 亿元，主要由投资性房地产、固定资产、在建工程 and 无形资产构成，其中年末投资性房地产较上年末下降 12.53%至 3.61 亿元，主要是公司出售部分房产所致；固定资产较上年末

下降 4.66%至 12.16 亿元，主要是固定资产折旧增加所致；在建工程较上年末增长 6.46%至 2.43 亿元；无形资产主要是土地使用权，2016 年末较上年末增长 33.53%至 1.43 亿元，主要是阳西基地购入土地使用权 0.37 亿元所致。

2017 年 3 月末，该公司资产总额为 50.02 亿元，较上年末略有增长。其中货币资金较上年末下降 28.94%、其他流动资产较上年末增长 32.70%，主要是当期公司购买的理财产品及委托贷款增加所致，期末公司委托贷款余额 2.28 亿元，年利率为 12%。其余科目虽有变动但影响较小。

从资产流动性来看，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，2017 年 3 月末公司流动比率、速动比率分别为 360.24%和 191.20%，较 2016 年末分别提升 32.82 个百分点和 28.47 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，2016 年末的现金比率为 51.63%，较上年末增长 2.92 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《企业信用报告》，截至 2017 年 5 月 5 日，公司无违约情况发生。截至 2017 年 3 月末，公司共获得银行授信 26.40 亿元，其中尚未使用的授信额度为 25.32 亿元。

综上所述，跟踪期内，该公司仍在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。公司房地产业务易受市场行情变化影响，业务波动大，2016 年销售情况有所好转。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。整体看，公司整体盈利能力有所增强。跟踪期内，公司债务规模有所上升，但负债经营程度稳定在较低水平，且债务期限结构较好，即期偿债压力较轻。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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
资产总额	40.59	45.23	49.11	50.02
货币资金	2.70	3.55	4.41	3.14
刚性债务	7.68	10.74	10.53	10.40
所有者权益合计	26.13	27.99	30.89	32.20
营业收入	26.42	27.59	31.58	9.74
净利润	2.93	2.74	4.10	1.31
EBITDA	4.63	5.21	6.76	—
经营性现金净流入量	3.35	3.94	6.77	1.71
投资性现金净流入量	-3.77	-4.85	-4.04	-2.75
资产负债率[%]	35.64	38.13	37.10	35.62
长期资本固定化比率[%]	64.04	57.48	52.06	49.33
权益资本与刚性债务比率[%]	340.31	260.59	293.35	309.65
流动比率[%]	239.47	321.63	327.42	360.24
速动比率[%]	61.30	136.84	162.73	191.20
现金比率[%]	32.89	48.71	51.63	38.48
利息保障倍数[倍]	10.87	6.51	8.67	—
有形净值债务率[%]	58.28	64.42	62.10	58.11
营运资金与非流动负债比率[%]	188.89	161.93	201.14	219.45
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	49.57	53.18	66.82	—
存货周转速度[次]	1.40	1.39	1.50	—
固定资产周转速度[次]	2.86	2.25	2.53	—
总资产周转速度[次]	0.68	0.64	0.67	—
毛利率[%]	34.48	35.07	36.69	39.63
营业利润率[%]	12.22	10.90	14.80	16.26
总资产报酬率[%]	9.71	9.33	11.65	—
净资产收益率[%]	11.71	10.13	13.94	—
营业收入现金率[%]	110.22	115.72	117.20	111.65
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	24.29	24.85	38.16	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-3.01	-5.73	15.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	13.37	8.46	10.65	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.62	0.57	0.64	—

注：表中数据依据中炬高新经审计的 2014~2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务报表整理、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。