



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD.

信用等级通知书

大公报 D【2017】508 号

天水众兴菌业科技股份有限公司:

受贵公司委托,我对贵公司拟于2017年发行的9.20亿(含9.20亿)元人民币6年期公司债券的信用状况进行了评估,确定2017年可转换公司债券信用等级为AA-,天水众兴菌业科技股份有限公司的主体信用等级为AA-,评级展望为稳定。在该债券存续期内,我公司保留对其信用状况跟踪评估并公布信用级别变化之权利。



大公国际资信评估有限公司

二〇一七年六月七日



天水众兴菌业科技股份有限公司 2017 年 公开发行可转换公司债券信用评级报告

大公报 D【2017】508 号

可转换公司债券信用等级：AA-

主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

发债主体：天水众兴菌业科技股份有限公司

发行规模：不超过 9.20 亿元(含 9.20 亿元)

债券期限：6 年

偿还方式：每年付息一次

发行目的：项目建设

评级观点

天水众兴菌业科技股份有限公司（以下简称“众兴菌业”或“公司”）主要从事食用菌产品的研发、生产和销售业务。评级结果反映了公司是我国领先食用菌工厂化生产企业、在金针菇生产领域具有较强的规模优势，金针菇产能利用率和产销量均保持很高水平，应收账款周转效率较高和税费减免有利于利润积累等优势；同时也反映了金针菇行业竞争加剧，公司整体盈利水平不稳定、面临较大资本支出压力、间接融资能力较差和本次债券若未转股将使公司面临较大债务集中偿付压力等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年，随着在建生产线的逐渐完工达产，公司经营规模将进一步扩大。综合来看，大公司对众兴菌业的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 作为“农业产业化国家重点龙头企业”，公司是我国领先的食用菌工厂化生产企业，在金针菇生产领域具有较强的规模优势，2016 年末金针菇产能全国领先；
- 近年来，公司规模迅速扩大，产能大幅扩张，金针菇产销量大幅增长，产能利用率和产销量均保持很高水平；
- 公司应收账款周转效率较高，货款回收能力较强；
- 公司食用菌种植享有税费减免优惠，有助于利润积累。

主要风险/挑战

- 金针菇行业处于内部整合调整阶段，行业内大型企业产能大幅扩增，行业竞争加剧，行业内企业经营存在一定不确定性；
- 公司产品较为单一，营业利润受金针菇价格波动影响较大，且 2017 年 1~3 月出现下滑，公司整体盈利水平具有一定不稳定性；
- 未来 1~2 年，公司进入项目集中建设期，将面临较大的资本支出压力；
- 截至 2017 年 3 月末，公司无结余授信，间接融资能力较差；
- 本次债券发行规模较大，若未实现转股，公司未来将面临很大的债务集中偿付压力。

主要财务数据和指标

(人民币亿元)

项目	2017.3	2016	2015	2014
总资产	30.96	32.15	16.83	10.61
所有者权益	23.37	22.92	10.38	4.98
营业收入	1.68	5.85	4.80	3.83
利润总额	0.51	1.61	1.15	0.91
经营性净现金流	0.46	2.33	2.09	1.70
资产负债率 (%)	24.53	28.69	38.32	53.06
债务资本比率 (%)	15.15	17.44	25.35	47.47
毛利率 (%)	36.91	39.13	41.18	37.99
总资产报酬率 (%)	1.66	5.17	7.73	9.47
净资产收益率 (%)	2.17	7.04	11.08	18.23
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	10.23	15.27	8.71	6.73
经营性净现金流/总负债 (%)	5.48	29.79	34.68	60.49

注：2014 年度数据采用 2015 年财务报表年初数，2017 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：张建国

评级小组成员：于清如

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传 真：010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

张建国
于清如
于丽娜



大公保留对本次债券信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



发债主体

众兴菌业前身为天水众兴菌业有限责任公司（以下简称“众兴有限”），由陶军和田德于 2005 年共同出资 101 万元成立，田德系陶军姑父。2012 年，公司改制为股份有限公司，并更为现名。改制完成后，公司注册资本为 1.00 亿元，陶军持股比例为 53.09%，田德持股 15.91%，剩余 31.00% 股权由袁斌等 6 名自然人和 3 名机构投资者持有。2015 年 6 月，公司于深圳证券交易所上市，股票代码为 002772.SZ。首次公开发行完成后，公司注册资本增至 1.49 亿元，陶军持有 35.65% 股权，田德持有 10.68% 股权，陶军为公司控股股东。后经股权激励、非公开发行股票及公积金转增资本等，截至 2017 年 3 月末，公司注册资本为 3.73 亿元，陶军持有公司 29.72% 股权，田德持有 8.74% 股权。根据公司 2017 年 2 月 28 日发布的《天水众兴菌业科技股份有限公司 2016 年度报告》，陶军为公司实际控制人。截至 2017 年 5 月 8 日，陶军将其持有的公司 0.43 亿股股票（占公司总股本的 11.38%）质押给华泰证券（上海）资产管理有限公司，用于个人贷款。

2016 年 10 月 28 日，公司召开第二届董事会第二十六次会议，拟通过非公开发行 A 股股票的方式募集资金总额不超过 17.63 亿元，用于“年产 2 万吨双孢蘑菇及 11 万吨堆肥工厂化生产项目”、“年产 32,400 吨金针菇生产线建设项目”等项目建设。但是，鉴于再融资监管政策的变化，公司综合考虑内外部各种因素，于 2017 年 4 月 18 日发布《天水众兴菌业科技股份有限公司关于终止 2016 年非公开发行 A 股股票的公告》，取消此次非公开发行股票事项。

公司是“农业产业化国家重点龙头企业”，主要从事食用菌产品的研发、生产与销售业务，为我国领先的食用菌工厂化生产企业，拥有“羲皇”驰名商标，专利 109 项。截至 2016 年末，公司共有 9 家子公司纳入合并报表范围。

发债情况

债券概况

本次债券是众兴菌业面向持有中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司证券账户的自然人、法人、证券投资基金、符合法律规定的其他投资者等（国家法律、法规禁止者除外）发行的可转换公司债券，发行金额不超过人民币 9.20 亿元（含 9.20 亿元），发行期限为 6 年。可转换债券面值 100 元，按面值平价发行。本次债券利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次可转换公司债券利息每年支付一次。

本次债券无担保。

表 1 本次可转换公司债券基本条款

债券品种	可转换公司债券
发行规模	不超过人民币 9.20 亿元（含 9.20 亿元）
债券期限	本次发行的可转换公司债券的期限为自发行之日起 6 年。
债券利率	本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
转股期限	本次发行的可转换公司债券转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
初始转股价格的确定方法	本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公布日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人及主承销商协商确定。若在上述二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前的交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算。
转股价格的调整方法及计算公式	<p>在本次发行之后，当公司因派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因可转换公司债券转股增加的股本）使公司股份发生变化时，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：</p> <p>送股或转增股本：$P_1 = P \div (1+n)$；</p> <p>增发新股或配股：$P_1 = (P+A \times k) \div (1+k)$；</p> <p>两项同时进行：$P_1 = (P+A \times k) \div (1+n+k)$；</p> <p>派息：$P_1 = P - D$；</p> <p>上述三项同时进行：$P_1 = (P - D + A \times k) \div (1+n+k)$。</p> <p>其中：P 为调整前转股价，n 为送股或转增股本率，k 为增发新股或配股率，A 为增发新股或配股价，D 为每股派息，P₁ 为调整后的转股价格。</p> <p>当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时间（如需）。当转股价格调整日为本次可转换公司债券持有人转股申请日或之后，转换股票登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次可转换公司债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次可转换公司债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。</p>
转股价格向下修正条款	<p>1) 修正条件及修正幅度：在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票</p>

续表 1 本次可转换公司债券基本条款

转股价格 向下修正 条款	<p>面值。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。</p> <p>2) 修正程序：如公司决定向下修正转股价格，公司将在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度、股权登记日及暂停转股时间等。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日）开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。</p>
有条件赎回 条款	<p>1) 在本可转换公司债券转股期内，如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。</p> <p>2) 在本可转换公司债券转股期内，当本次发行的可转换公司债券未转股的余额不足 3,000 万元（含）时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的债券。</p>
到期赎回 条款	本次发行的可转换公司债券到期后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
有条件回售 条款	在本可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票收盘价连续三十个交易日低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加当期应计利息回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。最后两个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。
附加回售 条款	<p>在本可转换公司债券存续期间内，如果本次发行所募集资金的使用与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定可被视作改变募集资金用途或者被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。</p> <p>可转换公司债券持有人有权按面值加当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或全部可转换公司债券。持有人在附加回售申报期内未进行附加回售申报的，不能再行使本次附加回售权。</p>

数据来源：根据《天水众兴菌业科技股份有限公司公开发行可转换公司债券预案》整理

募集资金用途

本次债券拟募集资金不超过人民币9.20亿元(含9.20亿元),分别投资于“年产2万吨双孢蘑菇及11万吨堆肥工厂化生产项目”、“年产32,400吨金针菇生产线建设项目”和“年产32,400吨金针菇工厂化循环经济产业链建设项目”。募集资金用途具体情况如下所示:

表2 募投项目信息及募集资金用途情况(单位:万元)

项目名称	文件批号	投资总额	募集资金拟投入金额
年产2万吨双孢蘑菇及11万吨堆肥工厂化生产项目	豫安汤阴农业【2016】11453号 汤国用(2016)第052301-1499号 汤国用(2016)第052301-1500号 汤环管字(2016)20号	68,308	44,000
年产32,400吨金针菇生产线建设项目	吉食经发字【2016】32号 永吉国用(2017)第0221051175号 吉市环建(表)字【2016】64号	35,475	24,000
年产32,400吨金针菇工厂化循环经济产业链建设项目	黄工管备【2016】36号 甘(2017)凉州区不动产权第0001684号 凉环发【2016】338号	32,931	24,000
合计	-	136,714	92,000

数据来源:根据《天水众兴菌业科技股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》整理

年产2万吨双孢蘑菇及11万吨堆肥工厂化生产项目由公司全资子公司安阳众兴菌业科技有限公司实施。本项目位于河南省安阳市汤阴县产业集聚区,总占地面积299,348平方米,建设期为2年,全部建成后共可形成年产20,000吨双孢蘑菇及110,000吨堆肥的生产规模。项目总投资68,308.00万元,其中建设投资66,429.00万元,铺底流动资金1,879.00万元。

年产32,400吨金针菇生产线建设项目,由公司全资子公司吉林省众兴菌业科技有限公司实施。本项目位于吉林省吉林市(中国-新加坡)吉林食品区内,总占地面积为79,000平方米,建设期为2.5年。本生产线分二期进行建设,每期生产规模为16,200吨/年。全部建成后共可形成年产32,400吨金针菇的生产规模。项目总投资35,475.00万元,其中建设投资33,745.30万元,铺底流动资金1,729.70万元。

年产32,400吨金针菇工厂化循环经济产业链建设项目,由公司全资子公司武威众兴菌业科技有限公司实施。本项目位于甘肃省武威市凉州区境内的甘肃(武威)国际陆港凉州产业基地,总占地面积为180亩,建设期为3年。本项目拟分两期建设,全部建成后共可形成年产32,400吨金针菇的生产规模。项目总投资32,931.00万元,其中建设投资31,801.24万元,铺底流动资金1,129.76万元。



宏观经济和政策环境

2014年以来我国经济增长有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；短期内我国经济下行压力仍较大，但随着“十三五”规划和供给侧结构性改革的持续推进，我国经济仍具有保持中高速增长潜力

近年来，受固定资产投资和房地产投资增速降低、传统产业产能过剩严重及实体经济运营成本提高增长乏力等因素影响，我国经济增长有所回落，从高速增长转向中高速增长。2014~2016年，我国GDP同比增长速度分别为7.3%、6.9%和6.7%，经济增速有所回落。

2016年，我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，产业结构持续优化，主要经济指标仍处于合理区间。2016年，我国实现国内生产总值744,127亿元，同比增长6.7%，增速同比下降0.2个百分点。根据国家统计局初步核算数据，2017年一季度，我国实现国内生产总值180,683亿元，同比增长6.9%，增速同比上升0.2个百分点。分产业看，第一产业增加值8,654亿元，比上年增长3.0%；第二产业增加值70,005亿元，比上年增长6.4%；第三产业增加值102,024亿元，比上年增长7.7%，占国内生产总值的比重为56.5%，高于第二产业17.7个百分点，产业结构更趋优化。经济景气度方面，2017年2月，中国制造业PMI终值为51.8%，较上月上升0.2个百分点，继续位于临界点之上。总的来看，2014年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2016年以来，世界经济复苏总体不及预期，世界银行于2016年6月将2017年世界经济增长预期由3.1%下调至2.4%。世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡，且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制；在金融市场方面，发达经济体政府债务负担有所好转，但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观，此外，全球非金融企业债务水平进一步升高，成为全球金融市场中新的风险点。2016年11月9日，特朗普当选美国总统，其团队所主张的医疗、贸易、金融、外交等方面政策，预示美国战略收缩力度将加大，继英国脱欧之后，美国大选结果将增加全球经济的不可预见性和波动性。继2016年12月14日后，美联储于2017年3月16日再次将联邦基金利率目标区间上调25个基点到0.75%至1.0%的水平，美元走强的同时大宗商品价格不可避免地承受更大的压力，同时加大了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性 and 不确定性。

2014年以来，央行延续之前稳健的货币政策基调，更加注重松紧



适度，适度预调微调。2015年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格及社会融资成本。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构，同时颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资难问题。2015年11月3日，国家发布“十三五”规划建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。2016年，央行在继续稳健货币政策的基础上，加强对供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展和可持续发展。2017年3月，两会于北京召开，会议要求贯彻稳中求进工作总基调，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，依靠创新推动新旧动能转换和结构优化升级，全面深化改革，预计在稳增长的基调下改革将成为2017年经济工作的一大重点。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五”规划建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力。供给侧结构性改革将持续化解过剩产能和房产库存，促进基础设施和房地产行业的有效投资。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长潜力。

行业及区域经济环境

国民消费水平的提升以及消费结构的升级为食用菌行业发展提供良好基础；金针菇是我国工厂化水平最高的食用菌品种，技术较为成熟；未来高效率工厂化生产将逐渐淘汰传统培植，成为主要生产方式

近年来，随着国民消费水平的提升（2014~2016年，全国居民人均消费支出分别为14,491元/年、15,712元/年和17,111元/年）以及消费结构升级，居民越来越注重饮食的健康、安全、环保，为食用菌行业发展提供良好基础。由于食用菌富含多种氨基酸、蛋白质、维生素以及微量元素，且脂肪含量较低，可以起到保健、维护人体健康的重要作用，因此得到市场广泛认可。我国拥有丰富的食用菌资源，常见种类有香菇、平菇、金针菇、杏鲍菇等。金针菇可起到抵抗疲劳、抗菌消炎、提高免疫力、抗肿瘤等多种作用，且精氨酸、赖氨酸的含量高于其它食用菌，能促进儿童的身体健康和智力发育，所以又被称为“增智菇”，得到广泛喜爱。

食用菌生产主要分为传统栽培及工厂化两种模式。工厂化生产是指生产企业利用温控设备、空间设施，在可控条件下对食用菌进行精准化、智能化管理，实现立体化、周年化、规模化及标准化生产。工



厂化生产可以为食用菌生长提供稳定环境，抵抗旱涝灾害，同时具有规模效应，能够有效分摊固定成本和费用，提高企业生产效率和盈利能力。

我国食用菌工厂化生产起步较晚，2006年工厂化比例仅为0.54%。近年来，我国相关政策为其发展提供良好支持。2005年，国务院制定了《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006~2020年)》，明确支持“积极发展工厂化农业，提高农业劳动生产率。重点研究农业环境调控、超高产高效栽培等设施农业技术，开发现代多功能复式农业机械，加快农业信息技术集成应用”。据此，2008年国家科技部将“食用菌产业升级关键技术研究”列入《“十一五”国家科技支撑计划重点项目》。2007年，《中华人民共和国企业所得税法实施条例》颁布，明确企业从事蔬菜、谷物、薯类、油料、豆类、棉花、麻类、糖料、水果、坚果的种植，可免征企业所得税，为金针菇种植企业提供较大的政策支持。2011年6月23日，国家发改委、科技部等五部委联合发布了《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南(2011年度)》，确定了当前优先发展的高技术产业化重点领域，明确列明支持“节能日光温室及连栋温室标准化建造技术，设施配套装备和环境测控技术，设施专用农林作物新品种及其高效节能配套栽培技术(包括高效设施无土栽培技术、病虫害综合防治技术、节水灌溉技术与设备等)，高效节能植物工厂及其配套装备”的产业化发展。2015年8月7日，国务院办公厅《关于加快转变农业发展方式的意见》公布，提出创新农业经营方式，提高资源利用效率，强化农业科技创新，提升科技装备水平和劳动者素质，提升农产品质量安全水平。

近年来，受益于政策的驱动、工艺水平的逐渐提升、发酵单位的不断提高，2015年食用菌工厂化率提高至5.29%。金针菇作为我国工厂化水平最高的食用菌品种，技术较为成熟，2015年工厂化率远高于食用菌行业平均水平，为34.30%，从而促使金针菇产量从2007年的118万吨增加至2015年的261万吨。但是，日本的工厂化食用菌占有率达90%以上，台湾、韩国达95%以上，我国食用菌工厂化率较其他发达国家或地区相比，仍处于很低水平。未来，高效率工厂化生产将逐步淘汰传统栽培，成为主要的生产方式，金针菇工厂化率具有较大的提升空间。

金针菇产品价格具有明显的季节性特征；我国金针菇工厂化分布不均匀，不同地区产品价格变动亦有所不同

金针菇行业产品的价格波动较大，具有较为明显的季节性特征。从单个年份来看，第二季度一般为食用菌消费的淡季，一方面该时节新鲜蔬菜品类丰富供应充足，对食用菌的消费有一定的替代性；另一方面，夏季居民对火锅、麻辣烫消费整体需求不高，作为配菜中消费最多的食材之一，金针菇的消费量也有所下降。因此，通常金针菇于春节前达到价格顶峰，于春节后急剧下跌，经历第二季度淡季后，第



三季度逐渐回升。由于全国金针菇工厂化分布较不均匀，不同地区产品价格变动亦有所不同。举例来看，浙江绍兴和北京新发地金针菇平均价格受工厂化生产技术大范围复制、市场供给大幅提升影响，产品价格逐年下降，但是山东产品价格有所波动。2014~2016年，浙江绍兴平均价¹分别约为8.88元/公斤、8.83元/公斤和7.48元/公斤，北京新发地平均价分别约为7.47元/公斤、7.23元/公斤和7.01元/公斤，均逐年下降，但是山东金针菇平均价格指数分别约为83.65、92.03、86.37，有所波动；2017年1~3月，浙江绍兴和北京新发地金针菇平均价格分别同比下降约2.62%和36.26%，但山东平均价格指数同比增长约5.95%。

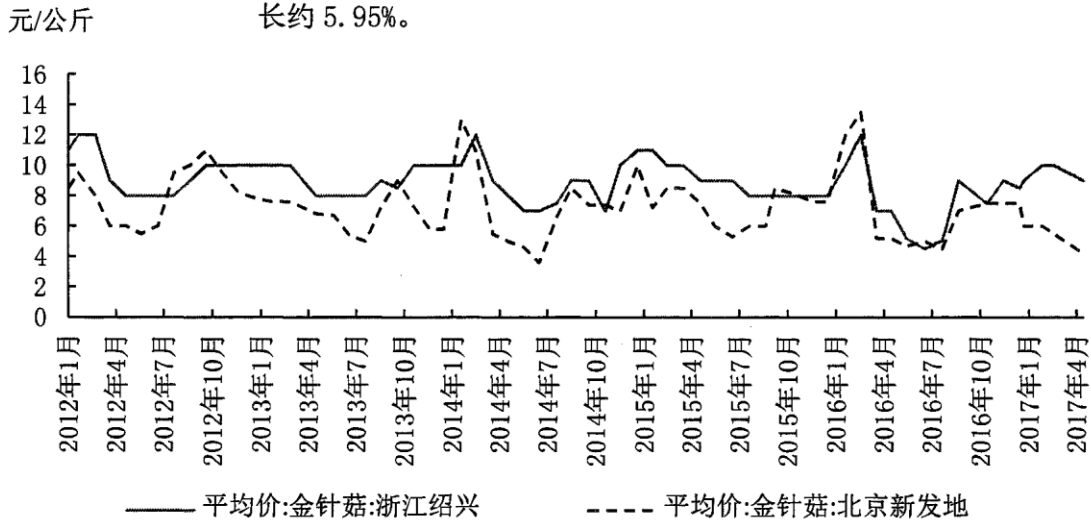


图1 2012年以来金针菇产品价格走势

数据来源: Wind 资讯

受工厂化率提高、市场供给大幅提升、市场竞争加剧影响，2014年金针菇行业淘汰部分企业，进入整合调整阶段，行业内企业经营存在一定不确定性；随着行业内大型企业产能扩增，工厂化生产将逐渐淘汰传统培植，未来行业产业集中度有望进一步提升

2010年以来，受益于技术突破，我国金针菇工厂化生产呈爆发式增长。受高利润率的驱动以及国家与惠农政策的影响，大量资金进入食用菌工厂化培植领域，许多小企业的介入和各厂家产能的加速扩张，使得2012年金针菇工厂化日产量达到2,718.95吨，较2010年增长近2倍。从2012年开始，金针菇产量对市场的压力开始显现，供大于求现象在局部地区尤为严重，销售瓶颈开始出现，金针菇价格呈波动趋势，部分小企业受制于技术创新瓶颈，在资金、技术环节遇到困难，行业相继出现了厂家停业、关闭的情况。2014年关、停、并、转的食用菌工厂化企业共69家，同时工厂化企业数量较2013年减少21家。截至2015年8月，全国食用菌工厂化生产企业总数量为626家，较2014年减少103家，行业进入整合淘汰落后产能阶段，金针菇工厂化日产

¹ 浙江绍兴、北京新发地金针菇年度平均价格以及山东平均价格指数是按照Wind资讯数据平均值计算。



量逐年平稳回落到 2015 年的 2,391.4 吨，近三年平均降幅为 4%左右。

表 3 截至 2016 年金针菇大型生产企业食用菌产能产量情况（单位：吨）

企业名称	期末日产能	平均日产量 ²
雪榕生物	约 440	约 437
众兴菌业	375	约 278 ³
如意情 ⁴	270	约 270

资料来源：根据公开资料整理

目前，我国金针菇行业竞争格局初现，上海雪榕生物科技股份有限公司（以下简称“雪榕生物”）、众兴菌业和如意情集团股份有限公司（以下简称“如意情”）为行业内大型企业，其中雪榕生物和众兴菌业分别于 2016 和 2015 年上市，如意情正处于 IPO 过程中。2016 年末，此三家企业金针菇合计产量占行业比重约 10%左右，集中度较低，中小企业及农户种植仍占据较大市场份额。从日本、韩国等食用菌市场发展历程来看，工厂化金针菇市场经过长期竞争，成熟市场一般以三到五家企业为主。

金针菇属于生鲜食品，保质期较短，质量对物流运输方式和销售半径有一定要求。行业通常采用冷链运输，且销售区域主要集中在工厂周围。因此，生产基地布局的广泛性决定了企业销售半径的延伸度和市场占有率。为了加速区域战略布局，提前抢占由工厂化淘汰传统种植而带来的外溢市场，目前行业大型企业正处于产能大幅扩增阶段。根据上市公司公告查询，未来 2~5 年预计雪榕生物和众兴菌业产能将扩大约一倍，从而对金针菇行业竞争格局及价格产生影响，行业内企业经营存在一定不确定性。

综合分析，随着大型生产企业产能扩增、市场供给增加、行业竞争加剧，金针菇行业处于淘汰落后产能、内部整合阶段，未来行业集中度有望进一步提升，但产品价格存在一定不确定性。

食用菌生产过程中可能产生杂菌和病虫害危险，从而对行业内企业经营产生不利影响

食用菌在培育过程中，由于培养基灭菌不彻底、菌种选取不当、接种或培养环境管理不当等原因，其生长易受到杂菌和病虫害的影响。杂菌通过侵染食用菌生长所必须的培养基，与食用菌竞争营养物质并抑制食用菌生长，使得食用菌抵抗力下降，易出现病变、早衰、腐坏、枯死、良莠不齐等问题，进而影响生产企业的产量、产出效率等，最终影响企业的经营。常见的影响食用菌生长的杂菌主要包括青霉、曲霉、木霉、脉胞霉、根霉、毛霉、荧光假单胞杆菌等微生物，部分杂

² 平均日产能=年产量/360。

³ 2016 年，众兴菌业在建生产线于不同季度完工投产，375 吨/日为 2016 年末产能，278 吨/日为全年产量平均值，因此两个数据差距较大。

⁴ 如意情数据时间节点为 2016 年 3 月末。



菌存在一定的传染性，若未及时发现并采取有效的控制措施，具有传染性的杂菌将可能污染并传染培养房内的其他培养瓶，给企业造成较大规模的损失。此外，菇蝇、尖眼蕈蚊以及螨类等虫害也将干扰食用菌的正常生长或啃食成长中的食用菌。部分食品生产者出于经济利益的考虑或者由于道德诚信缺失等原因，有可能致使不良产品在市场上流通，引发舆论媒体上负面消息，从而给行业整体经营带来不利影响。2007年以来，国务院相继出台的措施加强了对产品质量和食品安全的管理；2009年6月1日开始施行的《食品安全法》进一步明确了食品生产者的社会责任，确立了相关的赔偿制度，加大了对食品生产者违法行为的处罚力度，从而有助于行业健康发展。

整体看来，随着民众健康饮食需求的增加以及工厂化普及率的不断提升，未来将具有较大的发展空间。我国金针菇行业处于内部整合阶段，未来集中度有望进一步提升。

甘肃省是西部农业大省，区域优势特色农业产业格局基本形成，农业产业化是甘肃省农业未来发展的重要趋势

甘肃是西部的农业大省，受资源条件、地理环境等原因的影响，农业优势产业主要集中在粮食、药材、果品和畜产品上。经过多年的发展，甘肃省优势特色产业和产品的区域化格局初步形成。全省初步形成了马铃薯、棉花、瓜类、蔬菜、果品、啤酒原料、制种、中药材、蚕豆、百合、烤烟、草产品、草食畜牧业等区域性优势产业和产品。许多特色农产品成为满足全国需求的主要供应源，且大量出口海外。食用菌方面，甘肃省食用菌栽培种类较为丰富，包括平菇、金针菇、香菇、杏鲍菇、双孢蘑菇、黑木耳、天麻、后头、茯苓、灵芝、羊肚菌等。2014年，全省食用菌年产量12万吨，其中平菇占比约48.3%，金针菇约17.8%，香菇约9.0%、杏鲍菇约6.2%、双孢菇约5.6%。

甘肃省是农业产业化发展起步较早，相关政策出台为甘肃省产业升级提供较大支持。2012年，全省各类农业产业化种植企业2,827个，参与农业产业化经营的农户达220万户，占全省农户总数的45.8%。国家重点龙头企业27个，省级重点龙头企业292个。近年来，甘肃省发布各类产业化支持政策助力全省农业产业升级。“十一五”期间，各级财政累计投入龙头企业扶持资金18.3亿元，金融信贷投入龙头企业约475亿，龙头企业享受税收减免3.73亿元。2017年，全省农业产业化龙头企业达到3,100个以上，同比增长6%。特色优势产业面积达到3,320万亩，同比增加100万亩。全省农业产业化龙头企业销售额达到1,000亿元以上，同比增长7%。全省农产品加工率达到52.5%。

2017年，甘肃省农业产业化办公室发布《甘肃省农业产业化办公室文件》，甘肃省农业产业化工作将重点突出优化产业布局，做大做强优势特色产业；发展壮大龙头企业，全面提升农业产业化经营水平；强化项目实施，增强带动能力；推进“一村一品、一乡一业”富民工程，打牢脱贫致富产业基础；实施农产品品牌战略，大力培育市场知

名品牌；做好农业产业化调查工作，提升统计分析预测能力；密切龙头企业和农民的利益联结机制。农产品加工业和农村创新创业工作方面，深入贯彻落实《省政府办公厅关于进一步促进农产品加工业发展的实施意见》，落实农产品产地初加工补助政策，推动补助项目向优势特色农产品产区和贫困地区倾斜，强化项目过程管理和财政支出绩效考核，确保高效廉洁规范实施。认真贯彻落实《省政府办公厅关于支持返乡下乡人员创新创业促进农村一二三产业融合发展的实施意见》和农业部支持返乡下乡创新创业视频会精神，发挥牵头作用，指导各地建立协调推进机制，督促政策落实，加强经验交流和推广。组织参加全国农产品加工科技创新推广活动，开展精深加工技术研发和成果对接，促进科技成果产业化。推进人才队伍建设，组织参加各类专业人才培养班，着力培训农产品加工科技创新与推广、企业经营管理和农村创新创业等方面的人才。组织实施农产品加工业质量品牌提升行动。遴选区域公用品牌创建典型，推介一批农产品加工“老字号”品牌。组队参加第二十届中国农产品加工投资贸易洽谈会等展会。开展加工业统计工作，开展景气调查，探索开展返乡下乡创业统计监测工作。开展农村创新创业优秀带头人等典型案例宣传推介。组织参加农村创新创业项目创意大赛。总体看来，农业产业化是甘肃省农业未来发展的重要趋势。

经营与竞争

2014~2016年，受金针菇生产规模扩大、产销量增加影响，公司营业收入和毛利润逐年增长；但是，公司业务较为单一，金针菇价格波动使得公司盈利水平缺乏稳定性，2017年1~3月，收入和毛利润同比均有所下降

作为我国领先的食用菌工厂化高科技生产企业，公司主要从事金针菇、双孢菇和真姬菇产品的研发、生产与销售业务，其中金针菇销售收入占比保持88%以上。2014~2016年，公司经营规模不断扩大，营业收入和毛利润均逐年增长，毛利率略有波动。2017年1~3月，受产品销售价格下降等因素影响，公司营业收入和毛利润同比下滑较为明显。

具体来看，2014年以来，随着陕西和山东基地不断投产，金针菇产销量逐年大幅增长，公司营业收入逐年上升，其中2015年同比增长25.04%，2016年同比增长22.00%；受产品价格变动影响，金针菇毛利率略有波动。2016年，为扩宽产品品类，丰富产品结构，公司引进了双孢菇和真姬菇业务，其中双孢菇业务运营较好，毛利率水平较高。但真姬菇目前处于小规模生产阶段，产量、销量较低，单位产品分摊的固定资产折旧成本及人工成本较高，投产以来毛利润持续亏损，2016年毛利率为-27.82%，2017年第一季度受产品价格下降影响，毛利率进一步下降至-43.64%。



表 4⁵ 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	1.68	100.00	5.85	100.00	4.80	100.00	3.83	100.00
金针菇	1.49	88.48	5.56	95.02	4.80	100.00	3.83	100.00
双孢菇	0.12	7.06	0.20	3.34	0.00	-	0.00	-
真姬菇	0.08	4.46	0.10	1.64	0.00	-	0.00	-
毛利润	0.62	100.00	2.29	100.00	1.97	100.00	1.46	100.00
金针菇	0.61	98.80	2.22	97.06	1.97	100.00	1.46	100.00
双孢菇	0.04	6.48	0.09	4.11	0.00	-	0.00	-
真姬菇	-0.03	-5.27	-0.03	-1.17	0.00	-	0.00	-
毛利率		36.91		39.13		41.18		37.99
金针菇		41.21		39.97		41.18		37.99
双孢菇		33.87		48.16		-		-
真姬菇		-43.64		-27.82		-		-

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年 1~3 月，公司营业收入同比减少 7.87%，毛利率同比大幅下降 18.54 个百分点，毛利润同比减少 38.69%。一方面，2017 年春节为 1 月，金针菇销售量及价格高峰期主要集中于 2016 年 12 月及 2017 年 1 月，而 2016 年春节为 2 月，金针菇销售高峰为 2016 年 1 月及 2 月，从而使得 2017 年一季度金针菇销售量及价格同比均出现下降；此外，我国食用菌工厂化产能的不断释放，市场竞争加剧，进一步促使金针菇价格同比下降 25.49%。另一方面，公司山东基地金针菇三期、江苏基地双孢菇一期以及陕西众兴真姬菇一期项目投入生产，使得公司营业成本相应增长 30.46%。产品销售价格下降以及营业成本增加两方面因素使得公司盈利水平下降。

综合看来，公司主营食用菌生产销售业务，较为单一，盈利水平对金针菇价格依赖较大。预计未来 1~2 年，金针菇行业将处于内部整合阶段，产品价格不稳定，公司收入和毛利润变动具有一定不确定性。

作为“农业产业化国家重点龙头企业”，公司是我国领先食用菌工厂化生产企业，在金针菇生产领域具有较强的规模优势，2016 年末产能全国领先

公司是我国领先的食用菌工厂化生产龙头企业，在金针菇生产领域具有较强的规模优势。根据中国食用菌协会工厂化专业委员会 2016 年 6 月发布的《2015 中国食用菌工厂化产业研究报告》，公司 2015 年末金针菇日产量位居国内同行业第三，西部地区排名第一。截至 2016 年末，公司已在山东、陕西、甘肃、四川等多个地区完成布局，食用菌日产能达到 375 吨（金针菇为 340 吨，真姬菇为 15 吨，双孢菇 20

⁵ 2014 和 2015 年，公司金针菇业务包括少量菌渣销售业务，剔除菌渣销售的金针菇毛利率分别为 37.84%和 41.18%。



吨),较第一名雪榕生物日产能约 440 吨(金针菇为 394 吨,真姬菇为 26 吨,香菇 20 吨)少约 65 吨,全国领先。

经过多年发展,公司食用菌研发技术具有一定的优势,产品具有一定的市场认可度和知名度。2011 年,公司被农业部、财政部等八大部委评为“农业产业化国家重点龙头企业”。同年,“羲皇牌”金针菇获得全国农产品加工业投资贸易洽谈会组委会评选的“2011 年全国农产品加工投资贸易洽谈会“优质产品奖”;2012 年,“羲皇牌”金针菇被中国绿色食品发展中心认定为“绿色食品 A 级产品”;2013 年,“羲皇”商标被国家工商行政管理总局商标局认定为“驰名商标”。截至 2017 年 3 月末,公司拥有专利 109 项,从菌种的培育到废料的利用开发,涵盖整个金针菇等食用菌的生产过程。公司设立生物工程技术研发中心,是同时拥有“省级企业技术中心”、“甘肃省食用菌工程实验室”资质的食用菌工厂化企业,其研发部门成立于 2009 年 1 月,拥有独立的实验室和中试实验车间,设备较为完备,食用菌研发技术较为领先。

公司金针菇生产技术体系较为完善,此外,公司制定了较为严格的质量控制标准,以保证产品安全稳定生产

公司以工厂化模式生产食用菌,生产设备主要源自国外进口,包括冷冻机、传输系统、锅炉设备、灭菌器、装瓶机、骚菌机、包装机、水冷系统等。决定食用菌生长的环境因素包括:温度、光照、湿度、二氧化碳浓度等。食用菌生长过程不同阶段对各因素的喜好及要求不同,只有达到一定的精确程度,才能保证其最有利的生长。公司金针菇生产主要包括菌种培养、培养基制作、菌丝管理、育菇管理和采包管理等过程。

公司在液体菌种的研发与使用领域,形成了一套较为完善的生产技术体系,解决了固体菌种生长周期长、菌龄不一致、操作不方便等问题;同时,能够准确控制食用菌生长情况,在不同的生长周期调节不同的环境因素,以便食用菌在最优组合的环境下生长,使得其产量较为稳定,转化率较高,同时病虫害得到了有效控制。此外,公司对食用菌采收后剩下的培养基废料作为燃料进行焚烧,以补充生产过程灭菌环节蒸汽供应和生产基地供暖需求。

为保证食用菌产品安全、规范生产,公司制定了严格的质量控制体系。首先,菌种培育与接种过程在无菌室内进行,严格保证菌种培养环境、培养瓶等设备的洁净。同时,公司选择具有食用菌销售经验、硬件设施好、信誉佳的经销商,要求其选择具备长途运输能力和冷冻车的物流公司,以使得产品的安全质量管理得以延伸至销售环节。其次,每个生产周期结束,检查部门对不同批次的产品实施追踪检查。公司建立了完善的产品追踪体系,对生产和包装全过程进行详细记录。记录内容主要包括:配料、灭菌、菌种、养菌、育菇房管理记录、采收记录、包装记录、出入库记录、运输记录、采购记录、销售记录等;

同时，公司根据产品生产的实际情况及固定编号方法对产品进行编号，最终保证产品能够追溯至具体的人员、日期、菇房、生产车间。

受生产线逐渐达产影响，2014年以来公司原材料采购量逐年增长，采购价格整体小幅下降

公司采购物品主要包括米糠、玉米芯、麸皮、棉籽壳等生产原材料，以及包装箱、塑料膜等包装材料，占公司生产成本比重约 40%。人工、燃料等各占生产成本比重约 20%。公司设立独立的采购部门，对主要原材料进行统一采购，合同签订后由供应商发往不同生产基地。采购量方面，采购部门根据生产计划以及原材料配比情况制定采购计划。款项结算方面，公司每月 15 日对上月玉米芯、麸皮等主要原材料采购情况审核对账，并统一付款；对于少部分季节性很强的原辅料公司预先拨付款项，以保证及时供货。公司根据 ISO9001:2008 质量管理体系认证的要求，制定了适合食用菌工厂化生产的原材料采购管理制度。首先，公司对供应商执行严格的遴选和评估程序，从主体资质、货物质量、价格水平、农产品经营经验、供应能力等方面对其进行综合评估，从而选定长期合作伙伴。其次，质检部门对所采购的原材料进行质量检验，将不合格品标记隔离，保证原材料使用的安全性。同时，公司按照用料预算制定每种原材料的警戒库存量。当原材料剩余量接近警戒库存量时，采购部门将通知供应商供货。

表 5 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/千克）

项目	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
米糠	9,162.89	1.81	34,741.25	1.81	23,774.69	2.17	23,128.41	2.38
玉米芯	8,602.81	0.87	31,676.43	0.90	20,700.61	1.02	20,268.70	1.12
麸皮	2,113.80	1.60	8,060.32	1.37	5,358.20	1.51	5,397.12	2.03
棉籽壳	1,640.43	2.28	5,723.17	2.20	3,459.73	1.65	3,152.65	1.73
黄豆皮	1,372.15	1.83	5,324.20	1.84	3,538.53	1.93	3,129.48	2.54
合计	22,892.08	-	85,525.37	-	56,831.76	-	55,076.36	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2014 年以来，公司前五大供应商采购占比始终保持在 39%以上，原材料采购集中度较高。2014~2016 年，随着各基地生产线产能逐渐释放，公司原材料采购量逐年增长，其中 2016 年增幅较大，主要为公司引进新品种，真姬菇和双孢菇耗材较多，公司增加原材料采购。采购价格方面，除棉籽壳有所波动以外，其他原材料价格均逐年小幅下降。



2014年以来，公司产能大幅扩张，金针菇产销量大幅增长，产能利用率和产销量均保持很高水平，产品价格有所波动，销售区域主要集中于西北、华中和华北

公司主要产品为金针菇，2016年新增真姬菇和双孢菇。近年来，公司生产规模大幅扩增，金针菇日产能由2014年末的230吨增加至2016年末的340吨，增幅为47.83%。公司起步于甘肃省天水市，2017年3月末已在陕西、山东、江苏、四川等地建成6个生产基地，其中山东、陕西和甘肃为最主要的生产基地，日产能占总产能比重约90%；公司在建生产基地主要布局于甘肃省武威市、河南省新乡市、河南省安阳市和吉林省吉林市，预计于2017~2019年集中完工，公司食用菌产能将扩大约一倍。

表6 截至2017年3月末公司主要生产基地情况（单位：吨/日）

生产基地	产能	产品种类	投产时间
山东基地	135	金针菇	2014~2017年分三期
陕西高科基地	105	金针菇	2012~2014年分两期
甘肃天水基地	80	金针菇	2008~2011年分三期
江苏基地	20	双孢菇	2016年9月
四川基地	20	金针菇	2015年10月
陕西众兴基地	15	真姬菇	2016年9月（试生产）
合计	375	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

近年来，随着生产线逐渐完工，公司金针菇产销量逐年大幅增长，产能利用率保持93.00%以上，产销率保持99.50%以上。2016年，金针菇产量和销量分别较2014年增长43.92%和44.80%。2016年，新品种真姬菇和双孢菇产能利用率和产销率保持较高水平。2014~2016年，公司产品销售价格有所波动。2014年下半年，山东基地一期投产，由于当地金针菇销售价格较高（2015年山东金针菇平均价格指数⁶同比增长约10.02%），从而拉动公司整体销售价格增长7.76%。2016年，受行业产能扩增、竞争加剧影响，山东地区价格有所下降（2016年山东金针菇平均价格指数同比下降约6.14%）公司金针菇价格同比下降6.89%。真姬菇和双孢菇2017年第一季度价格有所下降，与食用菌行业价格整体变动趋势一致。目前，公司主要在建项目位于河南和东北地区。由于我国工厂化分布不均匀，不同地区产品价格差异较大，河南和东北地区的销售或为公司未来产品价格产生一定影响。

⁶ 数据来源：Wind 资讯；年度平均价格指数为全年指数平均值。

表 7⁷ 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司产品生产和销售情况

项目		2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
金针菇	产量 (吨)	27,843.90	100,140.86	80,358.49	69,582.41
	销量 (吨)	27,710.14	100,267.70	80,532.55	69,247.66
	销售价格 (元/吨)	5,374.00	5,544.00	5,954.00	5,525.00
	产能利用率 (%)	96.35	93.48	93.91	99.49
	产销率 (%)	99.52	100.13	100.22	99.52
真姬菇	产量 (吨)	1,456.33	1,491.42	-	-
	销量 (吨)	1,485.19	1,397.25	-	-
	销售价格 (元/吨)	5,053.00	6,873.00	-	-
	产能利用率 (%)	114.22	108.47	-	-
	产销率 (%)	101.98	93.69	-	-
双孢菇	产量 (吨)	1,593.64	2,473.58	-	-
	销量 (吨)	1,582.76	2,473.58	-	-
	销售价格 (元/吨)	7,503.00	7,899.60	-	-
	产能利用率 (%)	93.74	114.15	-	-
	产销率 (%)	99.32	100.00	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司产品为生鲜农产品，主要面向大众消费者，具有客户群体较为分散的特点，该特点决定了公司产品主要通过经销商模式进行销售。经销商模式为买断式销售，经销商为独立的经营机构，拥有商品的所有权，并通过产品销售获得经营利润。公司将产品交由经销商或其承运人后，货物风险全部转移，公司不再承担相关责任。公司与主要固定合作客户签订长期框架协议，但不对量价进行具体严格约定。固定经销商需向公司缴纳保证金（一般按经销商 5~10 日销售额计算）。对于部分非固定协议经销商，公司实行全额预收款制度，以保证现金稳定、快速回笼。2014 年以来，公司前五大客户销售量占总收入的比重逐年下降，2016 年末为 25.75%，主要为西安市雁塔区明华食用菌经销部、西安市雁塔区明辉食用菌经销部和中牟县曹老二食用菌购销中心等。

公司是西北地区最大的食用菌工厂化生产企业，区域内已建立了完善的销售渠道和网络，市场影响力较大；近年来公司逐渐向华中、华北、华东等地延伸生产及销售半径，2014~2016 年，西北地区销售金额占总额比重逐年有所下降，但仍保持在 30% 以上。2014~2016 年，公司第二大销售区域为华中地区，销售金额占总销售收入比重逐年下降，2016 年为 19.63%；第三大销售区域是华北地区，销售金额占总销售收入比重逐年增长，2016 年达 16.71%。2017 年 1~3 月，随着江苏

⁷ 近年来，公司处于生产规模扩张阶段，生产线完工较为集中，公司按照单日产能加权方法计算全年产能和产能利用率。



和山东生产基地的完工投产，公司加速华东地区业务拓展，销售占比大幅增长，成为公司第二大销售地区。

表 8 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司销售收入区域分布（单位：万元、%）

项目	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
西北	5,482	32.57	24,078	41.16	24,330	50.74	21,798	56.83
华中	1,863	11.07	11,482	19.63	10,457	21.81	9,658	25.19
华北	2,440	14.50	9,777	16.71	7,342	15.31	2,665	6.95
华东	3,993	23.72	4,079	6.97	2,521	5.26	1,373	3.58
西南	1,259	7.48	4,047	6.92	2,059	4.29	2,270	5.92
东北	1,617	9.61	3,577	6.11	816	1.70	540	1.41
华南	176	1.05	1,462	2.50	427	0.89	46	0.12
合计	16,830	100.00	58,502	100.00	47,952	100.00	38,350	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至 2017 年 3 月末，公司注册资本为 3.73 亿元，陶军为实际控制人。公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则（2014 年修订）》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引（2015 年修订）》等有关法律、法规的要求，完善法人治理结构，保证公司规范化运行。

公司建立了由股东大会、董事会及各专门委员会、监事会和总经理负责的经理层组成的较为完善的法人治理结构；股东大会是公司权力机构，通过董事会对公司进行管理和监督；董事会是公司的常设决策机构，向股东大会负责，对公司经营活动中的重大决策问题进行审议并做出决定，或提交股东大会审议；监事会是公司的监督机构，负责对公司董事、高级管理人员的行为及公司财务进行监督；公司总经理由董事会聘任，在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动，组织并实施董事会决议；董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会四个专门委员会，以进一步完善治理结构，促进董事会科学、高效决策。公司不断规范和完善公司治理结构，组织机构较为健全。

战略与管理

公司以食用菌为载体，以市场需求为导向，以科技创新为推动力，以精细化管理为基础，努力为广大消费者提供安全、可靠、高质量的食用菌产品。公司生产基地布局战略为“立足西北、面向全国、走向世界”；种植品种发展战略为“以金针菇为主，多品种协同发展”。



具体看来，在种植品种上，一方面，公司将继续寻求金针菇产品的发展和布局机会；另一方面，公司将根据市场情况加大在双孢菇、真姬菇等其他食用菌品种上投资，并在条件成熟的情况下，采用直接并购或通过并购基金等模式整合海内外行业和产业的上下游优质资源，同时将研究或吸收引进其他新的可以工厂化生产的食用菌品种，以探索新的盈利增长点。在菌种研发方面，公司将进一步完善食用菌菌种研发体系，加快菌种培育和改良速度，建设独立的菌种库。在产品深加工方面，公司将延长食用菌产业链条，从目前以栽培为主，过渡到栽培和深加工并重，即利用食用菌富含的营养物质以及药用价值，开发拓展药用食用菌以及与食用菌相关的保健品等。在市场开拓方面，公司将积极开拓海外市场，逐步形成稳定国内市场、开拓国际市场的市场战略。

为规范管理，公司设立了采购部、生产部、销售部、质量管理部、生物工程技术研发中心、人力资源部、项目部、市场营销部、综合部、财务部、证券部和审计部。公司实行垂直化管理，集团总部向各子公司派驻高级管理人员，进行集团化统一管理。资金管理收支及划拨大多实行集团报批制，子公司资金当日归结于集团总部，并于第二天按照计划分配至各子公司账户。

近五年，公司不存在被证券监管部门和交易所处罚的情况。但是，收到深圳证券交易所中小板公司管理部监管函 1 次，监督关注函 1 次。具体看来，公司于 2015 年 10 月 28 日收到《关于对天水众兴菌业科技股份有限公司的监管函》（中小板监管函【2015】第 140 号），主要内容为：“自 2015 年 9 月以来，你公司补充更正公告已达三次、因披露信息错误被券商投诉一次、多次漏选公告类别、报备文件不完整，信息披露质量较差。你公司的上述行为违反了本所《股票上市规则》第 2.1 条的规定，反映了你对信息披露工作重视不够、业务处理能力亟需提高。公司对其进行了整改。”2016 年 2 月 23 日，公司收到《关于对天水众兴菌业科技股份有限公司的监管关注函》（中小板关注函【2016】第 39 号），主要内容为：“2016 年 2 月 22 日，你公司披露了《关于 2015 年度利润分配及资本公积金转增股本预案的公告》，深圳证券交易所对其利润分配的合理性、保密和防范内幕交易等方面进行关注。”经过核查，公司于 2016 年 3 月 2 日发布《关于深圳证券交易所监管关注函回复的公告》（公告编号：2016-027），公司对相关问题进行了回复，利润分配预案的相关情况不存在信息泄露，未发现存在涉嫌内幕交易的情形。

2014 年 5 月 2 日，子公司陕西众兴高科生物科技有限公司（以下简称“众兴高科”）一厂拌料员被拌料机所伤身亡。根据杨陵区安全生产监督管理局出具的事故调查报告，拌料机拌料平台没有安全隔离装置、拌料员没有关闭电源和保险装置违反操作规程、拌料员安全防范意识不强等为事故发生的直接原因；众兴高科安全生产教育培训和安全管理措施不到位、资金投入和应急响应机制等不符合现代企业安



全管理要求等为事故发生的间接原因。根据杨陵区安全生产监督管理局下发的行政处罚决定书，给予众兴高科 10 万元罚款的行政处罚。截至 2017 年 3 月末，众兴高科已缴纳完毕 10 万元罚款，并已向受害者家属支付丧葬补助金、抚恤金、一次性工亡补助金等款项完毕。

抗风险能力

国民消费水平的提升以及消费结构的升级为食用菌行业发展提供良好基础。近年来，金针菇消费量快速增长，但随着大型生产企业产能扩增，市场供给增加，行业竞争加剧，行业内企业经营存在一定不确定性。虽然大型企业产能扩增有助于行业集中度提升，但产品价格存在一定不确定性。公司是我国领先食用菌工业化生产企业，在金针菇生产领域具有较强的规模优势，生产技术体系较为完善，产品具有一定的市场认可度和竞争力。近年来，公司规模迅速扩大，产能大幅扩张，金针菇产销量大幅增长，产能利用率和产销量均保持很高水平。但由于目前公司产品较为单一，营业利润受金针菇价格波动影响较大，2017 年 1~3 月出现下滑，整体盈利水平不稳定。未来 1~2 年，公司进入项目集中建设期，将面临较大的资本支出压力。但随着公司在建生产线逐步完工达产，公司产品趋于多样化，有利于弥补产品单一的缺陷。综合来看，公司抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2015 和 2016 年审计报告及 2017 年 1~3 月财务报表，公司 2014 年度数据采用 2015 年财务报表年初数。中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2015 和 2016 年财务报告分别进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2017 年 1~3 月财务报表未经审计。2015 年，公司收购新乡市星河生物科技有限公司（以下简称“新乡星河”）和眉山昌宏农业生物科技有限公司（以下简称“昌宏农业”），因此，2015 年财务报表的合并范围在 2014 年基础上增加 2 家。2016 年，公司新设立安阳众兴菌业科技有限公司、武威众兴菌业科技有限公司和吉林省众兴菌业科技有限公司三家全资子公司，因此，2016 年财务报表的合并范围在 2015 年基础上增加 3 家。

资产质量

2014~2016 年末，公司规模迅速扩张，总资产大幅增长，以非流动资产为主；应收账款周转效率较高，货款回收能力较强

近年来，公司处于迅速扩张阶段，2014~2016 年末，资产总额逐年大幅增长，其中 2015 年末同比增长 58.58%，2016 年末同比增长 91.03%，以非流动资产为主。2017 年 3 月末，公司总资产为 30.96 亿元，较 2016 年末略有下降，非流动资产占比 55.53%。

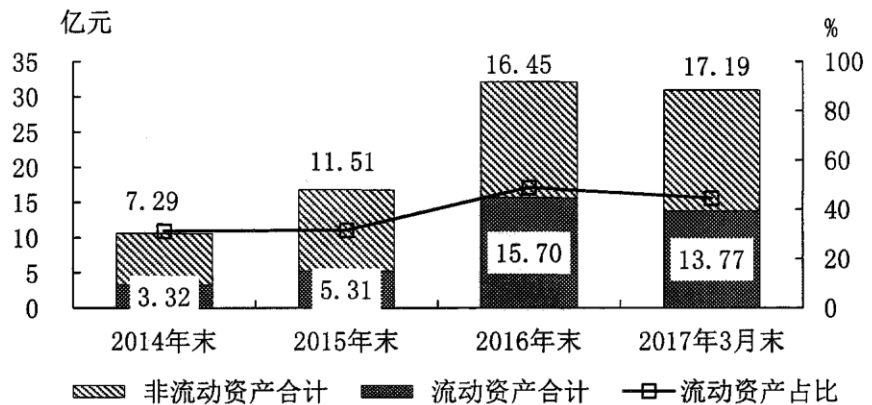


图2 2014~2016年末及2017年3月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由其他流动资产和货币资金等构成。2014~2016年末，其他流动资产逐年大幅增长，分别为0.04亿元、2.81亿元和11.24亿元，主要为公司购买大量银行理财产品所致；2016年8月，公司非公开发行0.54亿股股票，募集资金11.27亿元，用于项目建设和偿还银行借款。根据公司2016年9月发布的《天水众兴菌业科技股份有限公司关于使用部分闲置募集资金进行现金管理的进展公告》，公司在确保不影响非公开发行募集资金投资项目的情况下可使用不超过8.20亿元的闲置募集资金进行现金管理，用于购买保本型银行理财产品，在有效期限及额度范围内，资金可以滚动使用。根据公司2017年5月发布的《关于公司前次募集资金使用情况的鉴证报告(2017年3月31日)》，公司已使用非公开发行股票募集资金的7.03亿元购买理财产品。

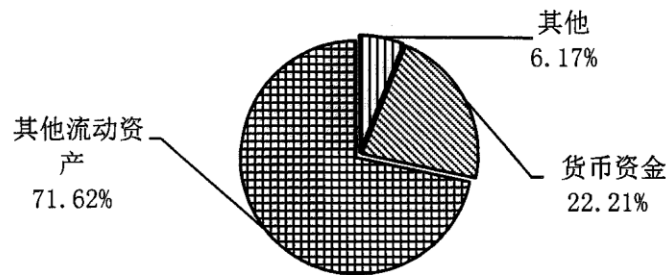


图3 2016年末公司流动资产构成情况

2014~2016年末，公司货币资金有所波动，分别为2.70亿元、1.89亿元和3.49亿元，2016年末全部为非受限；2015年末，公司货币资金同比减少30.07%，主要为公司购买理财产品、对外投资以及项目扩建等所致；2016年末同比大幅增长84.71%，主要为公司定向增发股票募集资金到账及销售回款增加所致。

2017年3月末，公司其他流动资产为10.94亿元，较2016年末略有下降；货币资金为1.79亿元，较2016年末减少48.63%，主要为公司2017年一季度实施2016年度股利分派、偿还银行贷款以及基建项

目投资支出增加所致。其余主要流动资产变化不大。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产等构成。近年来，公司处于生产线扩建阶段，固定资产和在建工程逐年大幅增长。2014~2016年末，公司固定资产分别为4.36亿元、5.63亿元和7.70亿元，主要是公司光伏发电、山东基地三期及江苏基地一期等项目完工由在建工程转入固定资产；公司光伏发电项目位于杨凌基地，供于自用，每月节约电费约30~40万。公司在建工程分别为1.65亿元、4.11亿元和6.00亿元，逐年增长，主要为项目工程建设及设备采购支出增加所致。

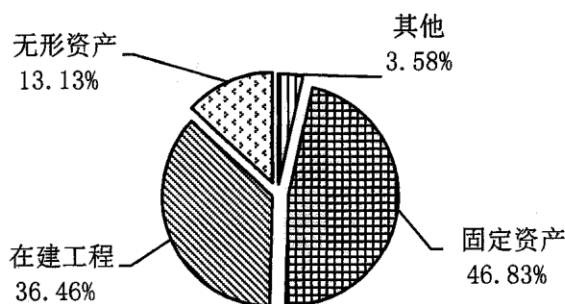


图4 2016年末公司非流动资产构成情况

2014~2016年末，公司无形资产分别为1.22亿元、1.66亿元和2.16亿元，主要为土地使用权，其中2015年末同比增长36.05%，2016年末同比增长30.38%，主要为收购或新设公司，报表合并范围扩大所致。2017年3月末，公司在建工程为6.61亿元，较2016年末增长10.20%，主要为在建项目推进所致；无形资产为2.37亿元，较2016年末增长9.79%，主要为子公司武威众兴菌业科技有限公司购置土地所致。其余主要非流动资产变化不大。

从资产运营效率来看，2014~2016年，公司存货周转天数分别为56.17天、57.87天和61.90天，周转效率略有波动；应收账款周转天数分别为8.56天、3.67天和3.12天。公司对经销商回款进行管理，应收账款回款周期较短，并且在收入快速增长的趋势下逐年下降，体现了公司良好的资金周转和货款回收能力。2017年1~3月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为62.16天和4.09天。

截至2017年3月末，公司受限资产为1.47亿元，占总资产比重的4.75%，占净资产比重的6.29%，主要为机器设备和土地使用权，用以银行抵押借款。

近年来，公司处于规模扩张阶段，2014~2016年末资产总额快速增长，公司货款回收能力较强。预计未来1~2年，随着在建生产线的推进，资产总额将有所增长。

资本结构

2014年以来，公司负债规模有所波动，以非流动负债为主；受发行股票等影响，公司资产负债率逐年下降，有息债务期限结构较为分散，债务负担不大

2014~2016年末，公司负债总额逐年增长，其中2015年末同比增长14.51%，2016年末同比增长43.01%，以非流动负债为主。2017年第一季度，公司偿还较多借款，使得期末总负债较2016年末下降17.56%，为7.59亿元，其中非流动负债占比为67.56%。

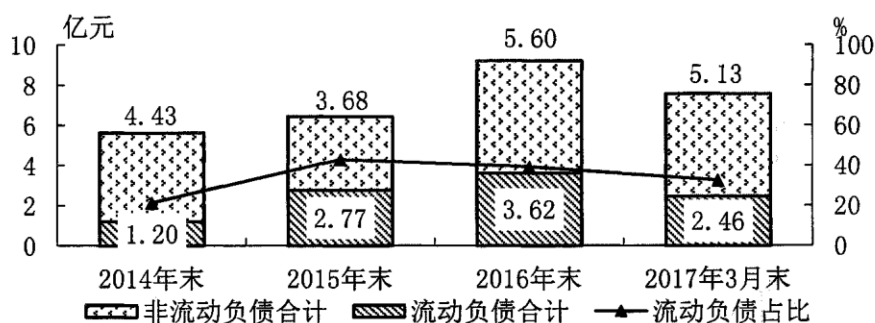


图5 2014~2016年末及2017年3月末公司负债构成情况

公司流动负债主要由其他应付款、应付账款、应付职工薪酬和一年内到期的非流动负债等构成。2014~2016年末，公司其他应付款分别为0.13亿元、1.20亿元和1.95亿元，其中2015年大幅增加1.07亿元，主要为公司以非同一控制企业合并方式增加的新纳入合并会计报表范围两家子公司垫付款及股权激励收到的部分投资款尚未验资所致；2016年末同比增长62.99%，主要为当年3月公司股权激励登记完毕，根据限制性股票回购义务确认库存股所致。公司应付账款分别为0.30亿元、0.79亿元和1.13亿元，主要由应付设备、工程款和少量的原材料及包装物采购款构成，随着在建项目投入的增加而增长；应付职工薪酬分别为0.11亿元、0.21亿元和0.29亿元，随着公司业务规模扩增而增长；一年内到期的非流动负债分别为0.64亿元、0.54亿元和0.22亿元，逐年下降。

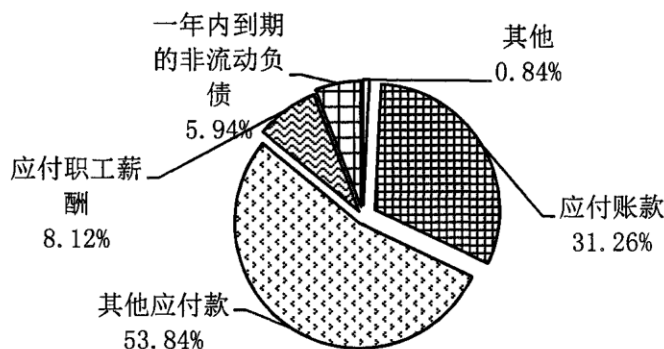


图6 2016年末公司流动负债构成情况



2017年3月末,公司其他应付款为1.00亿元,较2016年末下降48.71%,主要为公司限制性股票激励计划第一期解锁完毕,根据已解锁股数冲回潜在回购义务对应的库存股和负债所致;应付职工薪酬为0.16亿元,较2016年末下降45.12%,主要原因是公司2016年年终绩效及奖金集中于2017年1月份发放所致;一年内到期非流动负债为0.06亿元,较2016年末减少0.16亿元,主要为债务到期偿还所致;公司其余主要流动负债变化不大。

公司非流动负债主要由长期借款和递延收益构成。随着在建项目持续投入,公司融资需求保持较高水平,2014~2016年末,长期借款分别为3.86亿元、2.98亿元和4.63亿元,以抵押和担保借款为主,2016年末,公司抵押+担保借款⁸为3.37亿元,抵押借款为1.47亿元。2014~2016年末,公司递延收益分别为0.57亿元、0.70亿元和0.97亿元,为政府补助,逐年增长。2017年3月末,公司长期借款为4.11亿元,较2016年末下降11.13%;递延收益为1.02亿元,较2016年末有所上升。其余主要非流动负债变化不大。

表9 2014~2016年末及2017年3月末公司有息债务及其占总负债比重情况(单位:亿元、%)

项目	2017年3月末	2016年末	2015年末	2014年末
短期有息债务	0.06	0.22	0.54	0.64
长期有息债务	4.11	4.63	2.98	3.86
总有息债务	4.17	4.84	3.53	4.50
总有息债务占总负债比重	54.96	52.53	54.67	79.92

数据来源:根据公司提供资料整理

公司总有息债务有所波动,以长期为主,规模较小。截至2017年3月末,公司总有息债务为4.17亿元,占总负债比重为54.96%,其中98.56%为长期有息债务,主要用于生产线建设。有息债务期限结构较为分散。

表10 截至2017年3月末公司有息债务期限结构(单位:亿元、%)

项目	≤1年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	>5年	合计
金额	0.06	0.61	1.03	1.26	1.15	0.06	4.17
占比	1.44	14.63	24.70	30.22	27.58	1.44	100.00

数据来源:根据公司提供资料整理

2014~2016年末及2017年3月末,公司所有者权益分别为4.98亿、10.38亿元、22.92亿元和23.37亿元,逐年增长,主要为资本公积和未分配利润增加所致。公司股本分别为1.12亿元、1.49亿元、3.73亿元和3.73亿元,其中2015年末同比增加0.37亿元,为公司向社会

⁸ 抵押+担保借款系公司为之子公司安阳众兴菌业科技有限公司从交通银行天水市支行取得的200,000,000.00元长期借款提供最高额担保(其中担保金额162,000,000.00元)、为子公司吉林省众兴菌业科技有限公司从交通银行天水市支行取得的137,000,000.00元长期借款提供最高额担保。

公众发行 0.37 亿股股票，募集 4.84 亿元资金所致；2016 年同比大幅增加 2.24 亿元，一方面是因为公司上市时股票溢价发行形成的资本公积金转增 1.64 亿股股本，另一方面是公司非公开发行股票增加 0.54 亿股股本，同时募集资金 11.27 亿元所致；公司资本公积分别为 1.63 亿元、5.58 亿元、15.41 亿元和 15.42 亿元，逐年增长，主要为公司发行股票，形成股本溢价所致；盈余公积分别为 0.13 亿元、0.15 亿元、0.19 亿元和 0.19 亿元，公司按净利润 10% 计提法定盈余公积金；未分配利润分别为 2.08 亿元、3.09 亿元、4.48 亿元和 4.60 亿元，随着利润增加而增长。截至 2017 年 5 月 8 日，陶军将其持有的公司 0.43 亿股股票（占公司总股本的 11.38%）质押给华泰证券（上海）资产管理有限公司，用于个人贷款。

表 11 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司部分偿债能力指标（单位：倍、%）

各项指标	2017 年 3 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
流动比率	5.59	4.34	1.92	2.77
速动比率	5.29	4.14	1.74	2.42
长期资产适合率	165.75	173.44	122.10	129.07
债务资本比率	15.15	17.44	25.35	47.47
资产负债率	24.53	28.69	38.32	53.06

2014~2016 年末，公司流动比率和速动比率有所波动，长期资本对长期资产覆盖程度较高。受所有者权益大幅增加影响，公司资产负债率逐年下降，处于较低水平，公司债务负担不大。

截至 2017 年 3 月末，公司无对外担保事项。

总体来看，2014 年以来，公司负债总额有所波动，资产负债率较低，债务负担不大。

盈利能力

2014~2016 年，随着产品销量逐年增加，公司营业收入和净利润逐年增长；2017 年 1~3 月，净利润同比大幅下降，公司盈利水平缺乏稳定性；公司食用菌种植享有税费减免优惠，有助于利润积累

2014~2016 年，随着公司各生产线产能释放，公司食用菌产销量逐年扩大，收入逐年增长，毛利率略有波动。

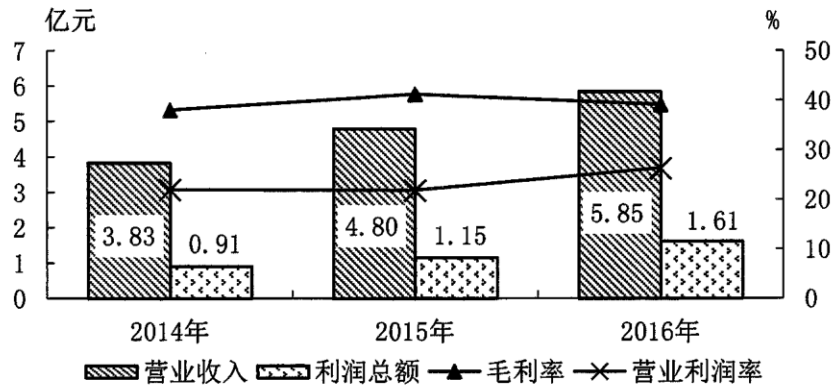


图7 2014~2016年公司营业收入及盈利情况

2014~2016年,公司期间费用及其占营业收入的比重均有所波动。公司销售费用分别为0.34亿元、0.43亿元和0.52亿元,主要由包装物构成,公司将食用菌产品包装计入销售费用;2015年公司销售费用同比增长28.39%,主要为增加广告宣传所致;2016年同比增长18.89%,主要为销量增加及公司改变包装方式导致包装成本上升所致。管理费用2015年同比大幅增长94.27%,主要为工资性费用增加、股权激励确认成本费用、公司上市及并购子公司过程中差旅、办公、中介费用增加所致。公司财务费用波动较大,其中2015年同比增长48.60%,主要为公司部分在建项目完工,停止利息资本化增加财务费用,以及欧元汇率变化,汇兑损益增加所致;2016年末变为负值,主要是由于公司用发行股票募集资金偿还银行贷款,相应利息支出减少、存款利息收入增加及国外设备引进产生的汇兑损益减少所致。

表12 2014~2016年及2017年1~3月公司期间费用情况(单位:亿元、%)

项目	2017年1~3月	2016年	2015年	2014年
销售费用	0.19	0.52	0.43	0.34
管理费用	0.09	0.41	0.41	0.21
财务费用	-0.01	-0.04	0.10	0.07
期间费用	0.27	0.88	0.95	0.62
期间费用/营业收入	15.91	15.10	19.78	16.14

2014~2016年,营业利润逐年增长,分别为0.84亿元、1.04亿元和1.54亿元;同期,公司营业外收支净额分别为0.07亿元、0.11亿元和0.08亿元,主要为政府补助;根据《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条第一款,“企业从事蔬菜、谷物、薯类、油料、豆类、棉花、麻类、糖料、水果、坚果的种植,可免征企业所得税”,公司生产销售金针菇享有税费减免优惠政策,所得税费用持续为0,有利于利润积累;公司净利润分别为0.91亿元、1.15亿元和1.61亿元,持续增长。公司总资产报酬率分别为9.47%、7.73%和5.17%;净资产收益率分别为18.23%、11.08%和7.04%,逐年下降,主要是由



于公司 2015 年首次公开发行股票和 2016 年非公开发行股票使得净资产大幅增长，而两次股票发行的募集资金投资项目需要一定的建设期，在项目进入达产期之前难以为公司带来足够利润贡献，使得短期内公司利润增长幅度小于净资产的增长幅度。

2017 年 1~3 月，公司营业收入为 1.68 亿元，同比下降 7.87%；毛利率为 36.91%，同比大幅下降 18.54 个百分点，主要为产品销售价格下降和成本增加所致；期间费用同比大幅增长，其中销售费用同比增长 80.44%，一方面是因为产品销量增加，一方面是因为公司为了适应市场将包装方式由大包装变更为中包，导致单位成本上升；管理费用同比增长 58.54%，主要原因为管理人员增多及确认股权激励股份支付费用所致；财务费用为-0.01 亿元，继续为负。投资收益为 0.09 亿元，同比增加 0.07 亿元，主要为公司购买银行短期保本型理财产品对应收益增加所致；营业外收入为 0.08 亿元，同比大幅增加 0.06 亿元，主要为全资子公司新乡星河与广东星河生物科技股份有限公司进行债务重组，产生的债务重组利得。受营业收入和毛利率下降、期间费用上涨影响，公司营业利润同比减少 50.25%，为 0.43 亿元；净利润同比减少 42.52%，为 0.51 亿元。公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.66%和 2.17%。

2014~2016 年，随着经营规模的逐渐扩大，公司收入持续增长。2017 年 1~3 月，受金针菇价格大幅下降以及成本上升影响，公司净利润同比下降较多。公司业务较为单一，盈利水平受金针菇价格波动影响较大。

现金流

2014 年以来，公司经营性净现金流逐年小幅增长，EBIT 和 EBITDA 对利息保障程度逐年增强；公司在建项目投资金额较大，未来面临一定的资本支出压力

2014~2016 年，随着业务规模扩大，公司以现金形式收到货款增加较多，经营性净现金流持续小幅增长；投资性现金流净流出逐年增长，主要为公司对外投资且购买大量理财产品所致；筹资性现金流净流入大幅增长，为公司发行股票募集资金所致。现金回笼率分别为 102.49%、100.65%和 100.20%，处于较高水平。

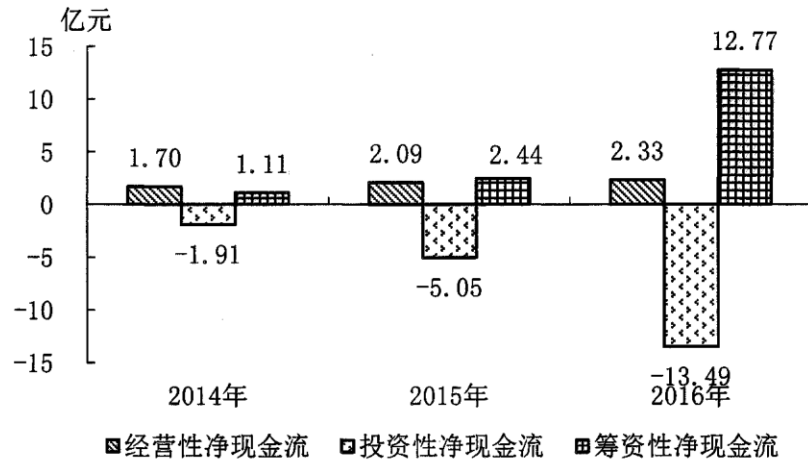


图8 2014~2016年公司现金流情况

2017年1~3月, 公司经营性净现金流为0.46亿元, 净流入同比减少51.43%, 主要为春节前, 公司支付给职工以及为职工支付的现金增多所致; 投资性净现金流为-0.55亿元, 净流出同比有所下降; 筹资性净现金流为-1.61亿元, 由净流入转为净流出, 主要为吸收投资以及取得借款收到的现金减少所致。

表13 2014~2016年及2017年1~3月部分偿债指标(单位: %、倍)

项目	2017年1~3月	2016年	2015年	2014年
经营性现金净流/流动负债	15.17	73.09	105.57	284.23
经营性现金净流/总负债	5.48	29.79	34.68	60.49
经营现金流利息保障倍数	10.23	15.27	8.71	6.73
EBIT 利息保障倍数	11.41	10.87	5.41	3.97
EBITDA 利息保障倍数	-	15.29	7.69	5.68

2014~2016年, 公司经营性净现金流逐年小幅增长, 对负债保障程度不稳定, 主要是由于负债增长幅度超过经营性净现金流增长幅度。受益于利润总额逐年增长和利息支出逐年下降, 公司 EBIT 和 EBITDA 对利息保障程度增强。

未来1~2年, 公司将进入项目集中建设期, 预计2017年4~12月、2018年和2019年将分别投资6.83亿元和6.82亿元和6.20亿元, 公司将面临较大的资本支出压力。

表 14 截至 2017 年 3 月末公司主要在建情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	起止年限	累计投资	未来计划投入		
				2017年 4~12月	2018年	2019年
在建项目						
年产 2 万吨双孢蘑菇及 11 万吨堆肥工厂化生产项目（安阳众兴）	6.83	2016~2019	0.43	2.30	2.08	2.02
年产 32,400 吨金针菇生产线建设项目（吉林众兴）	3.55	2016~2019	0.02	1.28	1.20	1.05
年产 32,400 吨金针菇工厂化循环经济产业链建设项目（武威众兴）	3.29	2016~2019	0.06	1.16	1.04	1.03
年产 30,000 吨金针菇生产线建设项目（新乡星河）	2.86	2016~2019	1.91	0.65	0.30	0.00
食用菌（双孢蘑菇）工厂化种植项目（江苏众友兴和二期）	2.82	2016~2018	1.44	0.68	0.70	0.00
年产 15,000 吨食用菌多糖原料生产线建设项目（陕西众兴一期）	2.16	2013~2017	1.84	0.32	0.00	0.00
年产 10,800 吨金针菇生产线建设项目（天水基地四期）	1.10	2012~2017	0.85	0.25	0.00	0.00
年产 12,600 吨食用菌（金针菇）工厂化生产建设项目（山东众兴三期）	1.10	2015~2017	0.91	0.19	0.00	0.00
拟建项目						
年产 7,500 吨白玉菇生产线建设项目（新乡星河）	1.80	2018~2020	0.00	0.00	0.75	1.05
年产 7,500 吨蟹味菇生产线建设项目（新乡星河）	1.80	2018~2020	0.00	0.00	0.75	1.05
合计	27.31	-	7.46	6.83	6.82	6.20

资料来源：根据公司提供资料整理

偿债能力

截至 2017 年 3 月末，公司无结余授信，且授信合作银行较少，间接融资能力较差；本次债券发行规模较大，若未实现转股，公司将面临很大的债务集中偿付压力

截至 2017 年 3 月末，公司负债总额为 7.59 亿元，资产负债率为 24.53%，其中有息债务 4.17 亿元，占总负债比重为 54.96%，债务期限较为分散，公司债务压力不大。2014~2016 年末，公司规模迅速扩张，总资产大幅增长，以非流动资产为主；应收账款周转效率较高，货款回收能力较强。2014~2016 年，随着产品销量逐年增加，公司营业收入和利润总额逐年增长，且享有税费减免优惠，有助于利润积累。但

是，公司产品较为单一，盈利水平受金针菇价格波动影响较大，2017年1~3月，净利润出现下滑，盈利水平不稳定。2014年以来，公司经营净现金流逐年小幅增长，但对负债保障程度不稳定；EBIT和EBITDA对利息保障程度逐渐增强；公司在建项目投资金额较大，未来面临一定的资本支出压力。截至2017年3月末，公司授信合作银行为交通银行天水分行，授信额度为5亿元，全部使用，无结余额度，公司间接融资能力较差。但是，作为上市公司，公司可进行直接融资。本次可转换债券发行额度为9.20亿元，规模较大，若未实现转股，则公司未来将面临很大的债务集中偿付风险。综合来看，公司偿债能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用信息报告》，截至2017年4月27日，公司本部未发生信贷违约事件；子公司陕西众兴高科生物科技有限公司2016年9月21日发生贷款欠息42.79万元，并于2016年9月22日还清。截至本报告出具日，公司未在公开市场中发行过债务融资工具。

结论

国民消费水平的提升及消费结构的升级为食用菌行业发展提供良好基础；近年来，我国金针菇消费量快速增长，行业进入整合调整、淘汰落后产能阶段；目前竞争格局初现，未来产业集中度有望进一步提升，食用菌工厂化仍存在较大发展空间。公司是我国领先的食用菌工厂化生产企业，生产技术体系较为完善，产品具有一定的市场认可度和竞争力，能够保证产品稳定生产。2014~2016年，随着产能大幅扩张，公司金针菇产销量大幅增长，产能利用率和产销量均保持很高水平，营业收入和利润总额逐年增长。公司应收账款周转效率较高，货款回收能力较强，为债务偿还提供一定保障。但是，公司目前产品较为单一，营业利润受金针菇价格波动影响较大，盈利水平不稳定。未来1~2年，公司即将进入项目集中建设期，未来面临很大的资本支出压力。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。预计未来1~2年，随着在建生产线的逐渐达产，公司经营规模将保持一定增长。因此，大公对众兴菌业的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对天水众兴菌业科技股份有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

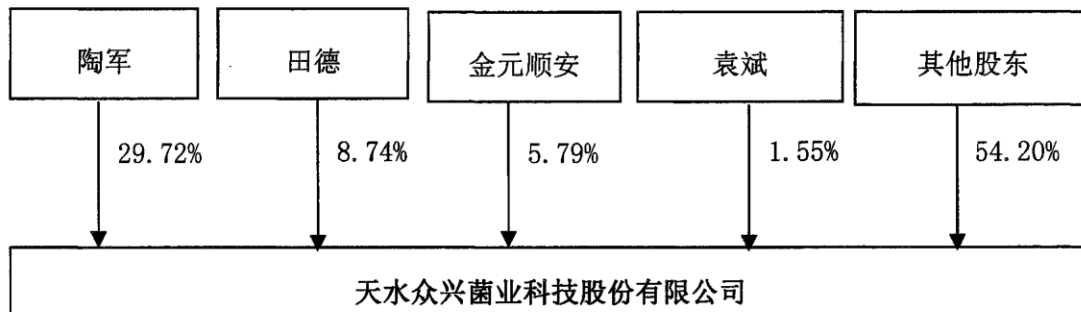
2) 跟踪评级程序安排

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

大公的定期和不定期跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

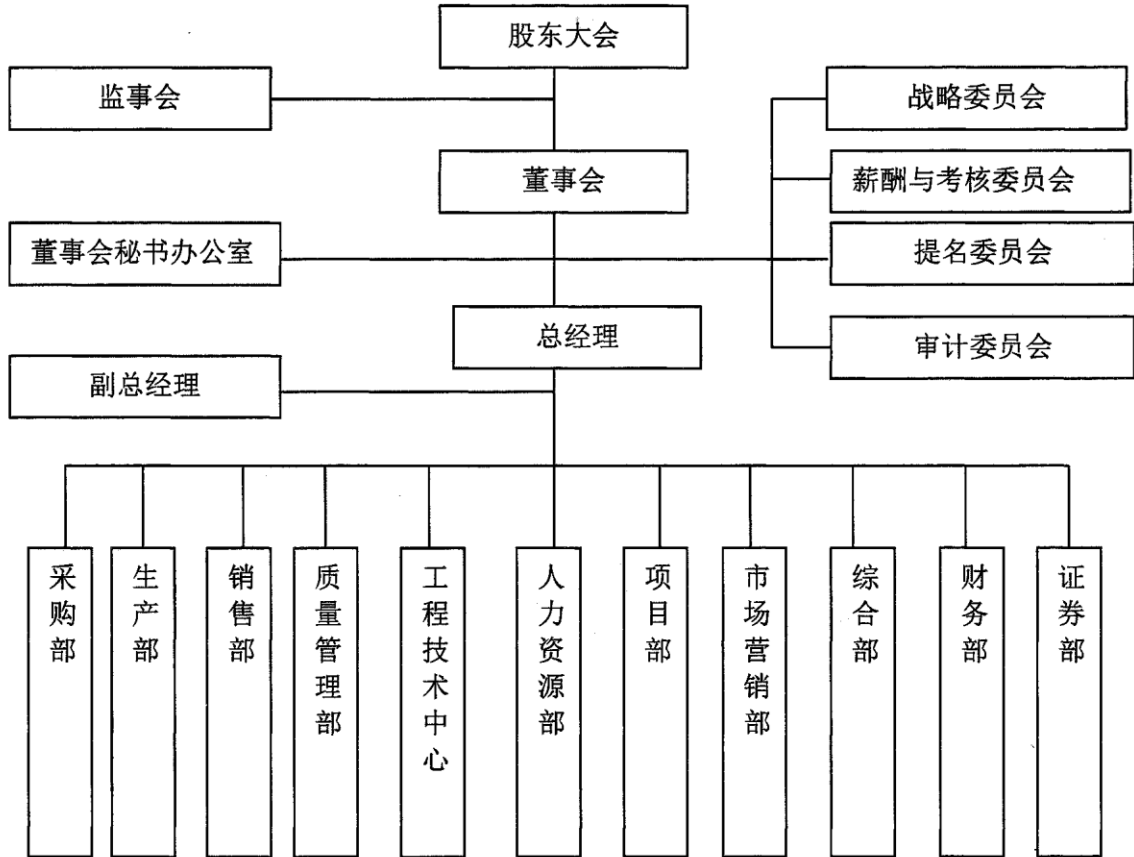
3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 截至 2017 年 3 月末天水众兴菌业科技股份有限公司股权结构图





附件 2 截至 2017 年 3 月末天水众兴菌业科技股份有限公司组织结构图





附件3 截至2017年3月末天水众兴菌业科技股份有限公司专利获得情况

序号	名称	类型	期限	权属证书编号	取得方式
1	包装盒（金针菇）	外观设计	10年	ZL201030708927.3	自主研发
2	金针菇培养瓶	实用新型	10年	ZL200920003045.9	受让取得
3	金针菇包装箱	外观设计	10年	ZL200930003999.5	受让取得
4	工厂化金针菇固体全自动接种机的改进	实用新型	10年	ZL201020696935.5	自主研发
5	金针菇培养料装瓶机	实用新型	10年	ZL201120121411.8	自主研发
6	金针菇育菇房太阳能冷却装置	实用新型	10年	ZL201120121414.1	自主研发
7	改进的金针菇育菇房	实用新型	10年	ZL201120064938.1	自主研发
8	金针菇培养料装瓶机	实用新型	10年	ZL201120292627.0	自主研发
9	太阳能 LED 路灯	实用新型	10年	ZL201220118375.4	自主研发
10	带调温装置的虫草培养架	实用新型	10年	ZL201220118760.9	自主研发
11	金针菇生产传输线升降切换装置	实用新型	10年	ZL201220156979.8	自主研发
12	金针菇生产传输线安全架	实用新型	10年	ZL201220157207.6	自主研发
13	金针菇生产用顶芽挖刀	实用新型	10年	ZL201220181463.9	自主研发
14	金针菇原种培养用洗菌刀	实用新型	10年	ZL201220181486.X	自主研发
15	金针菇工厂化生产用灭菌室	实用新型	10年	ZL201220238400.2	自主研发
16	金针菇生产工厂蒸汽配送系统	实用新型	10年	ZL201220281472.5	自主研发
17	风冷式制冷空调	实用新型	10年	ZL201220279877.5	自主研发
18	金针菇液体菌种发酵罐出气隔离装置	实用新型	10年	ZL201220358010.9	自主研发
19	包装箱（金针菇）	外观设计	10年	ZL201230434775.1	自主研发
20	金针菇液体菌种发酵罐管道夹具	实用新型	10年	ZL201220338191.9	自主研发
21	金针菇液体菌种发酵罐快速冷却装置	实用新型	10年	ZL201220338183.4	自主研发
22	改进的金针菇接种室	实用新型	10年	ZL201220471413.4	自主研发
23	一种金针菇菌种试管培养基分装装置	实用新型	10年	ZL201220534546.1	自主研发
24	一种金针菇液体菌种发酵罐清洗装置	实用新型	10年	ZL201220533757.3	自主研发
25	金针菇菇房均匀补水的补水装置	实用新型	10年	ZL201120552901.3	自主研发
26	金针菇生产线空气预备净化装置	实用新型	10年	ZL201120552902.8	自主研发
27	金针菇育菇房的集成测温系统	实用新型	10年	ZL201120552903.2	自主研发
28	可以变湿的金针菇菇房换气装置	实用新型	10年	ZL201120552904.7	自主研发
29	紫外杀菌预警的金针菇培养监测装置	实用新型	10年	ZL201120552905.1	自主研发
30	耳式育苗装置	实用新型	10年	ZL201220032764.5	自主研发
31	可分离式易消毒育苗装置	实用新型	10年	ZL201220037405.9	自主研发
32	凹槽式易移动育苗装置	实用新型	10年	ZL201220037418.6	自主研发
33	群移式育菇架	实用新型	10年	ZL201220051614.9	自主研发
34	专用于工业化生产食用菌的皮带	实用新型	10年	ZL201220051655.8	自主研发
35	轮式易移动育苗装置	实用新型	10年	ZL201220037389.3	自主研发
36	多像远程监控育苗装置	实用新型	10年	ZL201220032763.0	自主研发
37	防止压损的分隔式食用菌运输车厢	实用新型	10年	ZL201220051618.7	自主研发
38	群控式营养自动补充育苗装置	实用新型	10年	ZL201220032772.X	自主研发
39	防止压损的食用菌运输超市用小包装	实用新型	10年	ZL201220051605.X	自主研发



附件3 截至2017年3月末天水众兴菌业科技股份有限公司专利获得情况(续表1)

序号	名称	类型	期限	权属证书编号	取得方式
40	超市用食用菌多菌种混合包装盒	实用新型	10年	ZL201220051651.X	自主研发
41	一种外动力可换气育苗瓶	实用新型	10年	ZL201220395052.X	自主研发
42	一种可导流明水的换气养菌室	实用新型	10年	ZL201220395054.9	自主研发
43	一种育苗瓶	实用新型	10年	ZL201220395055.3	自主研发
44	一种育菇用接种室	实用新型	10年	ZL201220442881.9	自主研发
45	一种高效空气过滤装置	实用新型	10年	ZL201220442897.X	自主研发
46	一种中效空气过滤装置	实用新型	10年	ZL201220448614.2	自主研发
47	一种空气过滤窗	实用新型	10年	ZL201220448616.1	自主研发
48	一种初效空气过滤装置	实用新型	10年	ZL201220448654.7	自主研发
49	一种可防止大块料出料的过滤装置	实用新型	10年	ZL201220448679.7	自主研发
50	一种可监视传输装置	实用新型	10年	ZL201220448683.3	自主研发
51	一种可控制湿度的养菌室	实用新型	10年	ZL201220448691.8	自主研发
52	一种可控制温度的养菌室	实用新型	10年	ZL201220448695.6	自主研发
53	一种可显示湿度的搅拌机	实用新型	10年	ZL201220448699.4	自主研发
54	一种可显示温度的搅拌机	实用新型	10年	ZL201220448702.2	自主研发
55	一种网格粘板	实用新型	10年	ZL201220448722.X	自主研发
56	一种养菌室	实用新型	10年	ZL201220448725.3	自主研发
57	一种运瓶车	实用新型	10年	ZL201220448735.7	自主研发
58	金针菇生产传输线维修用活动车	实用新型	10年	ZL201220503944.7	自主研发
59	金针菇工厂化生产培养基拌料吸尘装置	实用新型	10年	ZL201220588022.0	自主研发
60	瓶栽金针菇工厂化生产挖瓶机挖刀	实用新型	10年	ZL201220588036.2	自主研发
61	一种育菇用接种环	实用新型	10年	ZL201220442884.2	自主研发
62	一种育菇用接种针	实用新型	10年	ZL201220448676.3	自主研发
63	食用菌育苗瓶框	实用新型	10年	ZL201220609575.X	自主研发
64	扩容易移式食用菌育苗瓶框	实用新型	10年	ZL201220609599.5	自主研发
65	一种育菇室瓶车	实用新型	10年	ZL201220609564.1	自主研发
66	一种便携小推车	实用新型	10年	ZL201220609586.8	自主研发
67	食用菌液体菌种发酵罐	实用新型	10年	ZL201220724788.7	自主研发
68	专用食用菌菌种负压保藏工具	实用新型	10年	ZL201220633078.3	自主研发
69	新型便于随时取种的食用菌菌种保藏装置	实用新型	10年	ZL201220633631.3	自主研发
70	一种清洗育苗瓶的装置	实用新型	10年	ZL201320049836.1	自主研发
71	一种改进的金针菇固体菌种接种机接种刀具	实用新型	10年	ZL201320097414.1	自主研发
72	金针菇菌种室停电监控装置	实用新型	10年	ZL201320074745.3	自主研发
73	一种金针菇培养料装瓶传输线吹风装置	实用新型	10年	ZL201320349596.7	自主研发
74	一种用于金针菇工厂化生产的育菇房	实用新型	10年	ZL201320279888.8	自主研发
75	一种解决液体菌种营养液体菌性变异退化的方法	发明	20年	ZL201210593981.6	自主研发

附件3 截至2017年3月末天水众兴菌业科技股份有限公司专利获得情况(续表2)

序号	名称	类型	期限	权属证书编号	取得方式
76	男用食用菌配方多糖保健胶囊	实用新型	10年	ZL201320044428.7	自主研发
77	金针菇提取复合氨基酸的装置	实用新型	10年	ZL201320143186.7	自主研发
78	一种香菇多糖的冻干粉针剂	实用新型	10年	ZL201320143108.7	自主研发
79	降血糖调整血脂的猴头菇保健装置	实用新型	10年	ZL201320143301.0	自主研发
80	一种食用菌类复合多糖养生保健治疗装置	实用新型	10年	ZL201320143189.0	自主研发
81	食用菌液体菌种联动设备	实用新型	10年	ZL201320143187.1	自主研发
82	缩短食用菌液体菌种接种时间的设备	实用新型	10年	ZL201320143109.1	自主研发
83	克服金针菇接种易污染的设备	实用新型	10年	ZL201320142623.3	自主研发
84	大量贮存液体菌种的设备	实用新型	10年	ZL201320142622.9	自主研发
85	复合食用菌咀嚼片	实用新型	10年	ZL201320143190.3	自主研发
86	一种金针菇培养料拌料加水装置	实用新型	10年	ZL201320763587.2	自主研发
87	一种改进的金针菇培养基拌料吸尘装置	实用新型	10年	ZL201320763583.4	自主研发
88	一种具有美白功能的食用菌蛋白粉喷雾剂	实用新型	10年	ZL201320564522.5	自主研发
89	含有茶树菇组合物泡腾片	实用新型	10年	ZL201420312765.4	自主研发
90	食用菌液化菌种的制备方法	发明	20年	ZL201210533908.X	自主研发
91	一种含鸡腿蘑多糖和香菇多糖的双菇多糖组合物及其制法和用途	发明	20年	ZL201310181053.3	自主研发
92	一种改进的金针菇培养瓶打孔机	实用新型	10年	ZL201420849787.4	自主研发
93	一种金针菇生产用锅炉房的除尘装置	实用新型	10年	ZL201420849788.9	自主研发
94	一种含有白金针菇菌渣的饲料及其制备方法	发明	20年	ZL201410261338.2	自主研发
95	一种工厂化金针菇生产用包装装置	实用新型	10年	ZL201620792770.9	自主研发
96	智能金针菇栽培系统	实用新型	10年	ZL201620787914.1	自主研发
97	一种智能金针菇培养料装瓶机	实用新型	10年	ZL201620788296.2	自主研发
98	一种智能金针菇收割系统	实用新型	10年	ZL201620788298.1	自主研发
99	一种方便摆放的金针菇培养瓶	实用新型	10年	ZL201620788346.7	自主研发
100	一种栽培香菇大棚温湿度可视化远程监测调节系统	实用新型	10年	ZL201620771225.1	自主研发
101	一种草菇加湿搅拌装置	实用新型	10年	ZL201620771237.4	自主研发
102	食用菌培养基木屑生产装置	实用新型	10年	ZL201620771576.2	自主研发
103	一种采菇车	实用新型	10年	ZL201620761355.7	自主研发
104	一种用于种植双孢蘑菇的菇床	实用新型	10年	ZL201620761367.X	自主研发
105	一种高效菌类烘干装置	实用新型	10年	ZL201620759623.1	自主研发
106	一种新型菌类培养盒	实用新型	10年	ZL201620759896.6	自主研发
107	双孢菇菇房加湿设备	实用新型	10年	ZL201620753660.1	自主研发
108	菌菇筛洗装置	实用新型	10年	ZL201620753760.4	自主研发
109	一种菌菇培养装置	实用新型	10年	ZL201620753789.2	自主研发

资料来源：根据公司提供资料整理

附件 4 天水众兴菌业科技股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017年3月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年 (2015年初数)
资产类				
货币资金	17,911	34,870	18,878	26,995
应收账款	969	560	454	524
其他应收款	781	671	540	527
预付款项	1,168	966	237	539
存货	7,319	7,349	4,897	4,170
流动资产合计	137,677	156,972	53,136	33,186
固定资产	76,412	77,028	56,326	43,616
在建工程	66,093	59,977	41,110	16,504
无形资产	23,718	21,603	16,570	12,180
非流动资产合计	171,937	164,488	115,136	72,928
总资产	309,613	321,459	168,273	106,114
占资产总额比 (%)				
货币资金	5.79	10.85	11.22	25.44
应收账款	0.31	0.17	0.27	0.49
其他应收款	0.25	0.21	0.32	0.50
预付款项	0.38	0.30	0.14	0.51
存货	2.36	2.29	2.91	3.93
流动资产合计	44.47	48.83	31.58	31.27
固定资产	24.68	23.96	33.47	41.10
在建工程	21.35	18.66	24.43	15.55
无形资产	7.66	6.72	9.85	11.48
非流动资产合计	55.53	51.17	68.42	68.73
负债类				
应付账款	10,753	11,308	7,945	2,959
应付职工薪酬	1,613	2,939	2,087	1,062
其他应付款	9,990	19,478	11,950	1,321
应付股利	1,415	0	0	0
一年内到期的非流动负债	600	2,150	5,432	6,380
流动负债合计	24,631	36,177	27,691	11,984
长期借款	41,137	46,287	29,822	38,624
非流动负债合计	51,308	56,035	36,790	44,325
负债合计	75,939	92,212	64,480	56,309

附件 4 天水众兴菌业科技股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年 (2015 年初数)
占负债总额比 (%)				
应付账款	14.16	12.26	12.32	5.26
应付职工薪酬	2.12	3.19	3.24	1.89
其他应付款	13.15	21.12	18.53	2.35
应付股利	1.86	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	0.79	2.33	8.42	11.33
流动负债合计	32.44	39.23	42.94	21.28
长期借款	54.17	50.20	46.25	68.59
非流动负债合计	67.56	60.77	57.06	78.72
权益类				
实收资本（股本）	37,333	37,333	14,893	11,168
资本公积	154,208	154,051	55,757	16,251
盈余公积	1,927	1,927	1,538	1,317
未分配利润	46,047	44,756	30,933	20,832
所有者权益合计	233,674	229,247	103,792	49,805
损益类				
营业收入	16,830	58,502	47,952	38,350
营业成本	10,619	35,611	28,206	23,780
销售费用	1,908	5,151	4,333	3,375
管理费用	861	4,081	4,131	2,126
财务费用	-90	-401	1,023	688
资产减值损失	29	18	45	-36
投资收益	889	1,475	228	0
营业利润	4,301	15,353	10,442	8,416
营业外收支净额	772	780	1,058	664
利润总额	5,073	16,134	11,501	9,081
所得税费用	0	0	0	0
净利润	5,073	16,134	11,501	9,081
占营业收入比 (%)				
营业成本	63.09	60.87	58.82	62.01
销售费用	11.34	8.81	9.04	8.80
管理费用	5.11	6.98	8.61	5.54
财务费用	-0.54	-0.69	2.13	1.80
资产减值损失	0.17	0.03	0.09	-0.09
投资收益	5.28	2.52	0.48	0.00

附件 4 天水众兴菌业科技股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2017年3月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年 (2015年初数)
占营业收入比 (%)				
营业利润	25.55	26.24	21.78	21.95
营业外收支净额	4.59	1.33	2.21	1.73
利润总额	30.14	27.58	23.98	23.68
所得税费用	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	30.14	27.58	23.98	23.68
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	4,612	23,339	20,943	17,031
投资活动产生的现金流量净额	-5,461	-134,874	-50,479	-19,124
筹资活动产生的现金流量净额	-16,110	127,698	24,416	11,085
财务指标				
EBIT	5,143	16,613	13,015	10,052
EBITDA	-	23,369	18,481	14,371
总有息债务	41,737	48,437	35,254	45,004
毛利率 (%)	36.91	39.13	41.18	37.99
营业利润率 (%)	25.55	26.24	21.78	21.95
总资产报酬率 (%)	1.66	5.17	7.73	9.47
净资产收益率 (%)	2.17	7.04	11.08	18.23
资产负债率 (%)	24.53	28.69	38.32	53.06
债务资本比率 (%)	15.15	17.44	25.35	47.47
长期资产适合率 (%)	165.75	173.44	122.10	129.07
流动比率 (倍)	5.59	4.34	1.92	2.77
速动比率 (倍)	5.29	4.14	1.74	2.42
保守速动比率 (倍)	0.73	0.96	0.68	2.25
存货周转天数 (天)	62.16	61.90	57.87	56.17
应收账款周转天数 (天)	4.09	3.12	3.67	8.56
经营性净现金流/流动负债 (%)	15.17	73.09	105.57	284.23
经营性净现金流/总负债 (%)	5.48	29.79	34.68	60.49
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	10.23	15.27	8.71	6.73
EBIT 利息保障倍数 (倍)	11.41	10.87	5.41	3.97
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	15.29	7.69	5.68
现金比率 (%)	72.72	96.39	68.17	225.26
现金回笼率 (%)	97.17	100.20	100.65	102.49
担保比率 (%)	0	-	-	-



附件 5 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁹ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数¹⁰ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

⁹ 一季度取 90 天。

¹⁰ 一季度取 90 天。



22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出= EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出= 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）=担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）=经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%



附件 6

可转换债券及主体信用等级符号和定义

大公报转换债券及主体信用等级符号和定义相同。

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。

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（含）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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。



营业执照

(副本) (4-1)

统一社会信用代码 911101051000158757

名称	大公国际资信评估有限公司
类型	其他有限责任公司
住所	北京市朝阳区霄云路26号鹏润大厦 A座2901
法定代表人	关建中 <small>用于大公国际商业科技股份有限公司2017年度企业信用评级报告</small>
注册资本	5000万元
成立日期	1994年03月10日
营业期限	1994年03月10日至 2044年03月09日
经营范围	企业信用度及有价证券等级评估; 向国内外申请贷款及担保信用度评估; 项目可行性研究及可行性研究报告编制与评估; 证券市场资信评级业务; 股份制改组企业方案设计、财务咨询服务; 信用管理咨询服务; 经济管理咨询服务及人员培训。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。)



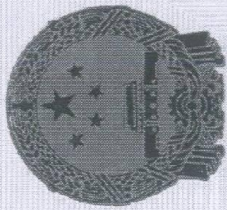
在线扫码获取详细信息

提示: 每年1月1日至6月30日通过企业信用信息公示系统报送上一年度年度报告并公示。

登记机关



2015年 1月 18日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：大公国际资信评估有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：关建中

注册地址：北京市朝阳区霄云路26号鹏润大厦B座20层B2001

编号：ZPJ004

中国证券监督管理委员会(公章)



2008年2月26日

中国证券业执业证书

执业注册记录



证书取得日期 2016-08-28 证书有效截止日期 2018-12-31

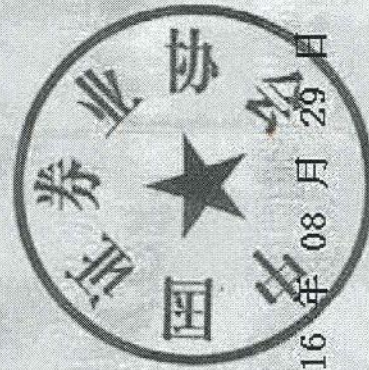
姓名：于丽娜

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：大公国际资信评估有限公司

编号：R0020216080002



2016年08月29日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



于清如, 证件号码:211202199003310026, 于2010年10月24日参加证券投资基金考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2010101303791305



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



于清如, 证件号码:211202199003310026, 于2010年12月05日参加证券市场基础知识考
试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2010121302139601



中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 张建国

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 大公国际资信评估有限公司

编号: R0020216040002

证书取得日期 2016-04-14

证书有效截止日期 2018-12-31



2016年04月28日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。