

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



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.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100252】

**评级对象:** 中炬高新技术实业(集团)股份有限公司  
2014年公司债券

|              | 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        |
| <b>本次跟踪:</b> | AA/稳定/AA/2018年6月20日 | AA/稳定/AA/2018年6月20日  |
| <b>前次跟踪:</b> | AA/稳定/AA/2017年6月16日 | AA/稳定/AA/2017年6月16日  |
| <b>首次评级:</b> | AA/稳定/AA/2014年9月9日  | AA/稳定/AA/2014年12月29日 |

### 主要财务数据及指标

| 项 目                      | 2015年  | 2016年  | 2017年  | 2018年<br>第一季度 |
|--------------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 金额单位:人民币亿元               |        |        |        |               |
| <b>母公司口径数据:</b>          |        |        |        |               |
| 货币资金                     | 0.92   | 1.16   | 0.68   | 2.91          |
| 刚性债务                     | 8.93   | 8.94   | 8.96   | 8.97          |
| 所有者权益                    | 13.85  | 14.15  | 22.87  | 23.18         |
| 经营性现金净流入量                | 0.69   | 1.84   | 8.16   | 0.73          |
| <b>合并口径数据及指标:</b>        |        |        |        |               |
| 总资产                      | 45.23  | 49.11  | 53.05  | 54.45         |
| 总负债                      | 17.25  | 18.22  | 18.55  | 18.08         |
| 刚性债务                     | 11.03  | 10.82  | 10.15  | 9.79          |
| 所有者权益                    | 27.99  | 30.89  | 34.50  | 36.37         |
| 营业收入                     | 27.59  | 31.58  | 36.09  | 11.54         |
| 净利润                      | 2.74   | 4.10   | 5.11   | 1.87          |
| 经营性现金净流入量                | 3.94   | 6.77   | 6.51   | 1.83          |
| EBITDA                   | 5.21   | 6.76   | 7.99   | -             |
| 资产负债率[%]                 | 38.13  | 37.10  | 34.96  | 33.20         |
| 权益资本与刚性债务<br>比率[%]       | 253.74 | 285.50 | 340.04 | 371.32        |
| 流动比率[%]                  | 321.63 | 327.42 | 343.05 | 376.17        |
| 现金比率[%]                  | 48.71  | 51.63  | 26.51  | 59.11         |
| 利息保障倍数[倍]                | 6.51   | 8.67   | 10.92  | -             |
| 净资产收益率[%]                | 10.13  | 13.94  | 15.64  | -             |
| 经营性现金净流入量与<br>流动负债比率[%]  | 50.50  | 85.49  | 73.79  | -             |
| 非筹资性现金净流入量<br>与负债总额比率[%] | -5.73  | 15.38  | 4.33   | -             |
| EBITDA/利息支出[倍]           | 8.46   | 10.65  | 13.01  | -             |
| EBITDA/刚性债务[倍]           | 0.55   | 0.62   | 0.76   | -             |

注:根据中炬高新经审计的2015~2017年及未经审计的2018年第一季度财务数据整理、计算。其中2016年数据采用2017年经追溯调整后的期初数。

### 分析师

翁斯喆 wsz@shxsj.com  
朱侃 zk@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对中炬高新技术实业(集团)股份有限公司(简称中炬高新、发行人、该公司或公司)2014年公司债券的跟踪评级反映了跟踪期内中炬高新在行业地位、经营业绩、债务偿付能力等方面继续保持优势,同时也反映了公司在实际控制人变更、委托贷款、房地产销售和物业出租、食品安全等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **细分行业竞争优势。**跟踪期内,中炬高新调味品业务产能释放情况良好,价格有所提升,产品的市场占有率始终位居前列,公司竞争优势仍较明显。
- **经营业绩有所提升。**跟踪期内,中炬高新调味品业务产能释放情况良好,价格有所提升,带动公司营业收入较快增长,盈利能力持续增强。
- **债务偿付能力强。**跟踪期内,中炬高新负债规模整体稳中有降,负债经营程度仍维持在较低水平,公司债务偿付压力较小,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保障。

#### 主要风险:

- **实际控制人变更风险。**目前,前海人寿及其一致行动人为中炬高新第一大股东,火炬集团为公司第二大股东,但目前公司实际控制人仍为中山火炬高技术产业开发区管理委员会。公司原计划在非公开发行股票事宜实施后变更控股股东和实际控制人,但由于非公开发行股票事宜停滞,公司治理和管理仍维持原状况,董事会、监事会任期届满也尚未进行换届。新世纪评级将持续关注公司非公开发行事宜进展,

以及后续股权结构可能产生的变化对公司经营发展的影响。

- **委托贷款风险。**跟踪期内，中炬高新仍维持一定规模的委托贷款，存在一定的风险。
- **房产销售和物业出租压力。**跟踪期内，受中山市调控政策及岐江新城规划尚未落实影响，中炬高新房产销售进展仍较缓慢。另外，区域经济增速的放缓使得物业出租业务经营压力进一步加大。
- **食品安全风险。**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，中炬高新调味品业务持续面临食品安全管理风险。

### ➤ 未来展望

通过对中炬高新及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券还本付息安全性很高，并给与上述公司债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 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

## 跟踪评级原因

按照中炬高新技术实业（集团）股份有限公司 2014 年公司债券（分别简称“14 中炬 01”和“14 中炬 02”）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 2017 年财务报表、未经审计的 2018 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，进行了定期跟踪评级。

该公司注册发行的债务融资工具情况如图表 1 所示，截至本评级报告出具日，公司待偿付债务融资工具本金余额 9.00 亿元。

图表 1. 公司注册发行债务融资工具概况

| 债项名称          | 发行金额<br>(亿元) | 期限<br>(天/年) | 发行利率<br>(%) | 发行时间       | 注册额度/注册时间      | 本息兑付情况 |
|---------------|--------------|-------------|-------------|------------|----------------|--------|
| 11 中炬高新 CP001 | 3.00         | 365 天       | 7.70        | 2011.12.29 | 7.5 亿元/2011.12 | 已兑付    |
| 12 中炬高新 CP001 | 4.50         | 365 天       | 5.15        | 2012.11.20 |                | 已兑付    |
| 13 中炬高新 CP001 | 3.00         | 365 天       | 6.30        | 2013.10.22 |                | 已兑付    |
| 14 中炬 01      | 5.00         | 5 年         | 6.20        | 2014.09.23 | 9 亿元/2014 年    | 尚未到期   |
| 14 中炬 02      | 4.00         | 5 年         | 5.50        | 2015.01.26 |                | 尚未到期   |

资料来源：中炬高新

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落

**实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。**

2018年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全，同时

对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

## (2) 行业因素

该公司主营业务为调味品制造，另外涉及园区物业租赁、房地产开发和汽车零配件等领域。

### A. 调味品行业

#### 行业概况

近年来，我国调味品行业保持较好发展态势，随着居民收入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，我国调味品行业仍存在着较大的发展潜力。酱油作为传统调味品中使用最多的产品之一，近年来市场需求保持持续增长。

调味品是指在烹调食品过程中所添加的能使食品产生独特色、香、味等特性，或改良食品品质结构、提高食品营养价值的食物辅助材料，其产品品类众多，包括酱油、醋、鸡精鸡粉、酱料、味精等多个细分品类。调味品行业作为直接面对消费者的食品行业，具备刚性消费的特性，受宏观经济环境的影响不大，近年来保持较好的发展态势。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%还有一定距离。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。

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。未来随着调味品行业朝着品牌化、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有望不断提高其市场份额。

图表 2. 我国调味品行业龙头企业分布

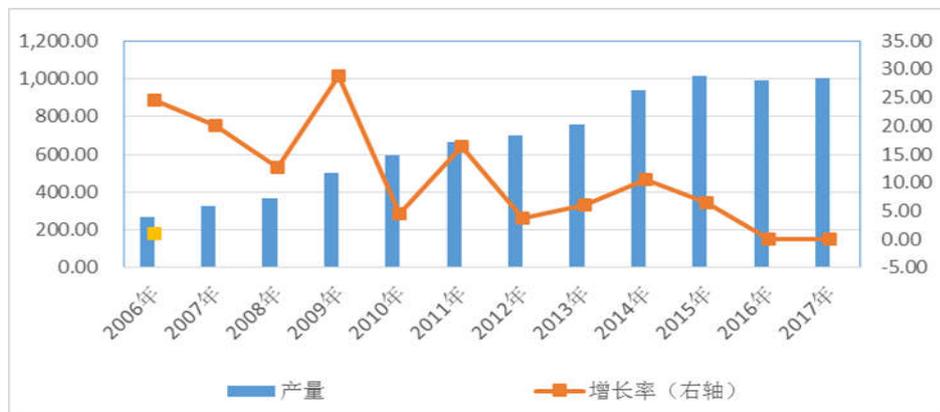
| 细分市场 | 代表品牌   |
|------|--|
| 酱油   | 海天、厨邦、加加、李锦记、美味源（美国亨氏）、珍极（日本龟甲万）、味事达、淘大（日本味之素）、家乐与老蔡（联合利华） |
| 食醋   | 恒顺、水塔、保宁、珍极、海天、龙门、紫林                                       |
| 味精   | 莲花、梅花、菱花、红梅  |
| 鸡精   | 家乐（联合利华）、太太乐（雀巢）、佳隆、大桥、豪吉（雀巢）、味好美                          |
| 酱料   | 李锦记、家乐和四季宝（联合利华）、老干妈、六必居、王致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

资料来源：调味品行业协会及公开资料整理

酱油作为传统调味品中使用最多的产品之一，近年来市场需求保持持续增长。酱油主要原材料为大豆、食盐和白糖，原材料价格波动对经营效益影响较大。

酱油是传统调味品中市场规模最大的品类。2017 年我国酱油产销量均保持增长态势，当年产量约为 1,000 万吨，较 2016 年略有增长，近年来增速持续放缓。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 3. 我国酱油产量及同比增长情况（万吨，%）



资料来源：Wind 资讯

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。从大豆价格来看，2017 年以来，国内大豆供需较为平衡，在国家政策推动下种植面积有所增加，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。全球市场来看，根据 USDA 公布的 2018 年 6 月全球农产品供需报告显示，USDA 预计 2018/19 年全球大豆产量为 3.55 亿吨，消费量为 3.58 亿吨，呈现供小于求的状况，库存消费比为 24.33%，呈持续下降状态，后续价格可能会有所上涨。此外，酱油生产中食盐和白糖用量也较大，2017 年我国食盐销售取消国家专营，2018 年

以来食盐价格有所下降。白糖主要为国产，2017 年以来白糖生产进入增产周期，白糖价格持续下降，从 2016 年末 6,920 元/吨降至 2018 年 6 月中旬的 5,505 元/吨。

图表 4. 近年来我国大豆、食盐和白砂糖价格走势情况（元/吨，元/千克）



资料来源：Wind 资讯

### 竞争格局/态势

我国酱油行业竞争激烈，行业集中度较低，行业中主要企业市场份额占比约 41%，行业内龙头企业经营优势较为明显，近年来竞争格局较为稳定。

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 41%，其中海天、李锦记、厨邦和加加占比分别约为 25%、7%、6%和 3%。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. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

| 核心样本企业名称 | 核心经营指标（酱油） |       |        | 核心财务数据（合并口径） |       |                    |       |         |
|----------|------------|-------|--------|--------------|-------|--------------------|-------|---------|
|          | 营业收入       | 毛利率   | 销量（万吨） | 总资产          | 资产负债率 | 归属于母公司股东权益/带息债务（倍） | 净利润   | 经营性净现金流 |
| 海天味业     | 88.36      | 49.53 | 163.62 | 163.36       | 27.99 | 10,272.97          | 35.31 | 47.21   |
| 中炬高新（厨邦） | 23.73      | 44.80 | 37.28  | 53.05        | 34.96 | 3.09               | 5.11  | 6.51    |
| 加加食品     | 9.48       | 36.17 | 25.16  | 28.76        | 28.42 | 4.76               | 1.59  | 0.03    |
| 千禾味业     | 5.06       | 48.83 | 9.50   | 11.96        | 11.13 | —                  | 1.44  | 1.75    |

资料来源：新世纪评级整理。其中加加食品销量为调味品销量。

## 风险关注

**食品安全风险。**近年来，随着国家和消费者对食品安全的日益重视，对食品制造企业在原料、生产和销售过程中的管理提出很高要求。一旦出现食品安全问题，可能对企业经营产生重大不利影响。

**原材料价格波动风险。**酱油原材料主要为大豆、食盐和白糖，相关原材料价格波动较大，对企业成本控制能力和价格转移能力提出较大挑战。

## B. 房地产行业

近年来，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，但 2017 年中山市出台楼市调控政策，限购、限外、限贷及限价等对当地房价上涨形成一定遏制，也对销售形成较大影响。

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。“深中通道”主体工程进行开工建设，使得中山市房地产市场景气度大幅提升，但 2017 年 3 月中山市楼市调控新政出台<sup>1</sup>，限购、限外、限贷、限价等政策的实行使得当年中山市住宅成交量同比有所下滑，库存有所上涨。

据中山市统计局数据显示，当年该市商品房施工面积和竣工面积分别为 5,331.97 万平方米和 810.20 万平方米，分别较上年增长 9.2%和 62.3%；商品房销售面积及销售额分别为 874.81 万平方米和 884.65 亿元，同比分别下降 24.5%和增长 4.7%。从成交均价看，2017 年中山市商品房成交均价 10,112.48 元/平米，较上年增长 38.64%。截至 2017 年末，中山市房地产住宅库存为 65,531 套，同比上涨 62%。2018 年 1~2 月，中山市商品房销售面积仍呈下降态势，同比下降 13.4%至 78.94 万平方米，成交均价上涨至 10,882.95 元/平米。

图表 6. 2015 年以来中山市房地产行业概况（万平方米）

| 指标         | 2015 年   | 2016 年   | 2017 年   | 2018 年 1~2 月 |
|------------|----------|----------|----------|--------------|
| 商品房施工面积    | 4,623.63 | 4,874.21 | 5,331.97 | 4,479.66     |
| 商品房竣工面积    | 704.05   | 499.31   | 810.20   | 220.78       |
| 商品房销售面积    | 1,042.77 | 1,158.23 | 874.81   | 78.94        |
| 商品房销售额（亿元） | 613.53   | 844.81   | 884.65   | 85.91        |

资料来源：中山市统计局

## 2. 业务运营

该公司业务涉及调味品制造、园区物业租赁、房地产开发和汽车零配件等领域。跟踪期内，受益于美味鲜阳西生产基地产能逐步释放，公司核心主业调味品产销规模的持续扩张，公司营业收入和利润均呈持续增长态势，但房地产业务和园区租赁业务受调控政策影响，对公司经营形成一定拖累。公司调味品业务市场需求大，发展前景广阔，公司产品具有较强的品牌优势，行业地位较

<sup>1</sup> 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。

为稳固，但原材料价格波动对公司成本控制形成一定挑战。此外，虽然公司自身土地储备充足，且土地有一定的成本优势，但其房地产销售进度缓慢，导致资金回笼速度放慢。

该公司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部件等业务。受益于调味品业务的快速发展，2017年和2018年第一季度，公司营业收入同比分别增长14.29%和18.42%至36.09亿元和11.54亿元。

从收入分类看，该公司收入主要来源于调味品业务，2017年调味品业务收入为34.53亿元，同比增长19.28%，占营业收入比重为95.66%。房地产业务及园区物业租赁收入受房地产销售情况不佳、园区物业出租率下降等因素影响呈下降态势，同期为0.49亿元；汽配业务收入相对稳定，同期为0.65亿元。

**图表 7. 公司主业基本情况**

| 主营业务/产品或服务 | 行业归属 | 市场覆盖范围/核心客户 | 业务的核心驱动因素     |
|------------|------|-------------|---------------|
| 调味品业务      | 食品饮料 | 全国/华南       | 规模，品牌，管理，食品安全 |
| 房地产业务      | 房地产  | 中山市         | 规模，价格，政策      |

资料来源：中炬高新

物业出租业务方面，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），2017年火炬开发区实现地区生产总值413.1亿元，同比增长5.2%，增速下滑6.25个百分点；规模以上工业总产值1,347.77亿元，同比增长5.3%，增速下滑3.11个百分点。跟踪期内，区域经济增速放缓，开发区内工业房产需求仍有所下滑。截至2017年末，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23.30万平方米，较上年末减少0.02万平方米，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，2017年实际出租面积为11.64万平方米，较2016年下降2.75%，出租率较上年下降0.14个百分点至52.04%。整体看，跟踪期内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。2017年公司实现物业租赁及其他收入0.30亿元。2018年第一季度，公司出售工业厂房，实现收入1.12亿元，实现毛利0.46亿元。

**图表 8. 2017年公司园区物业出租基本情况**

| 物业类型 | 总面积<br>(平方米) | 自用面积<br>(平方米) | 可出租面积<br>(平方米) | 实际出租面积<br>(平方米) | 出租单价<br>(元/平方米/月) | 出租率<br>(%) |
|------|--------------|---------------|----------------|-----------------|-------------------|------------|
| 工业厂房 | 93,660.29    | 5,536.62      | 87,593.49      | 80,270.49       | 8~20              | 91.64      |
| 职工宿舍 | 103,447.34   | 19.18         | 101,528.94     | 29,262.21       | 12.5~14           | 28.82      |
| 商业物业 | 35,953.95    | 1,413.34      | 34,540.61      | 6,870.36        | 28~53             | 19.89      |
| 合计   | 233,061.58   | 8,868.36      | 223,663.04     | 116,403.06      | —                 | 52.04      |

注：根据中炬高新提供的资料绘制

皮带轮及汽车、摩托车配件业务方面，该公司汽配业务运营主体是中山中炬精工机械有限公司（简称中炬精工），注册资本为人民币2,000万元，公司持股比例为75%。公司汽配业务规模较小，主要生产汽车、摩托车配件，2017

年和 2018 年第一季度分别实现销售收入 0.65 亿元和 0.21 亿元，同比分别下降 6.50%和增长 46.99%。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司核心业务收入及变化情况（亿元）

| 主导产品或服务         | 2015 年度 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年<br>第一季度 | 2017 年<br>第一季度 |
|-----------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 营业收入合计          | 27.59   | 31.58   | 36.09   | 11.54          | 9.74           |
| 其中：核心业务营业收入（亿元） | 26.51   | 30.24   | 35.02   | 11.33          | 9.54           |
| 在营业收入中所占比重（%）   | 96.09   | 95.77   | 97.03   | 98.19          | 97.88          |
| 其中：（1）调味品       | 26.07   | 28.95   | 34.53   | 10.12          | 9.43           |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 98.35   | 95.72   | 98.59   | 89.34          | 98.88          |
| （2）房地产及服务       | 0.44    | 1.30    | 0.50    | 1.21           | 0.11           |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 1.65    | 4.28    | 1.41    | 10.66          | 1.12           |
| 毛利率（%）          | 35.07   | 36.69   | 39.27   | 38.88          | 39.63          |
| 其中：调味品（%）       | 35.59   | 37.22   | 39.94   | 39.14          | 39.55          |
| 房地产及服务（%）       | 6.43    | 21.60   | 12.51   | 37.33          | 24.55          |

资料来源：中炬高新

#### A. 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调味食品有限公司（简称广东美味鲜）进行运营，目前注册资本为 5.00 亿元。广东美味鲜主要经营调味品，主要产品有酱油、鸡粉（精）、酱类、蚝油、食醋等九大系列，共约 111 个品种、223 种规格，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。跟踪期内，随着新建产能逐步释放，公司调味品业务收入和利润持续增长，2017 年和 2018 年第一季度分别实现营业收入 34.53 亿元和 10.12 亿元，同比分别增长 19.28%和 7.32%，业务毛利率分别为 39.94%和 39.14%，2017 年较上年增加 2.72 个百分点。其中酱油类产品一直是收入的主要来源，同期分别占调味品业务收入的 68.73%和 67.64%。

从规模来看，截至 2018 年 3 月末，该公司拥有酱油产品生产线 25 条，年产能约 47.30 万吨，有所增长主要是阳西基地产能释放所致。目前公司仍拥有中山基地和阳西基地两个生产基地，截至 2018 年 3 月末，公司中山生产基地年设计产能达到 31.00 万吨，其中酱油产品生产线 18 条，年产能约为 22 万吨，公司综合产能利用率为 100%。同时，2017 年以来，公司继续推进阳西基地<sup>2</sup>建设，截至 2018 年 3 月末，阳西基地年设计产能为 25.30 万吨，已建成 7 条酱油生产线。2017 年和 2018 年第一季度，公司调味品产量分别为 48.14 万吨和 13.16 万吨，销量分别为 47.93 万吨和 13.59 万吨，产能利用率情况较好，产销率维持在高水平。

<sup>2</sup> 基地基本情况见“运营规划/经营战略”。

图表 10. 公司调味品及主要产品产销情况（万吨，%）

| 主导产品或服务 | 2015 年度 |       |       | 2016 年度 |       |        | 2017 年度 |       |       | 2018 年<br>第一季度 |       |        | 2017 年<br>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    | 产量             | 销量    | 产销率    |
| 调味品     | 38.00   | 37.56 | 98.85 | 42.22   | 42.61 | 100.92 | 48.14   | 47.93 | 99.56 | 13.16          | 13.59 | 103.27 | 12.71          | 13.27 | 104.41 |
| 其中：酱油   | 30.82   | 30.59 | 99.25 | 33.38   | 33.50 | 100.36 | 37.32   | 37.28 | 99.89 | 10.06          | 10.35 | 102.88 | 10.20          | 10.68 | 104.71 |

资料来源：中炬高新

从品牌来看，该公司调味品主要拥有“厨邦”和“美味鲜”两大品牌，并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。“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，因厨邦酱油、厨邦鸡粉的自身特色性，在调味品市场中占有一席之地，2017 年“厨邦”产品约占公司全部调味品销量的 90.40%。与此同时，公司“美味鲜”品牌已明确定位为面向餐饮、面向居民消费的中档产品，与厨邦品牌共同组成的产品结构，使公司在面临激烈的市场竞争中具有一定抗风险能力。近年来，公司主要产品酱油在行业中排名第二，仅次于海天。

采购管理方面，该公司调味品营业成本主要为原材料，包括大豆、面粉、食盐和白糖等。公司调味品业务在原料采购方面建立了严格的供应商选择程序，还会通过月度、年中和年度评审三种形式对合格供应商在供货速度、质量、价格和服务等方面进行定期考核，并对考核结果较差的供应商作出相关处理决定。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。公司与供应商货款结算方式一般为货到检测后付款，仅有少量原材料进行预付款支付。从价格来看，2017 年以来大豆和白糖价格有所波动，面粉价格持续增长，食盐由于取消国家专营，价格有所下降。此外，公司外包装材料主要为纸箱，2017 年以来包装纸价格快速上涨并维持高位，使得公司包装原料价格大幅增长，对公司成本控制能力提出一定挑战。

图表 11. 公司调味品主要原材料采购平均单价（元/吨）

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年第一季度 |
|----|--------|--------|--------|------------|
| 大豆 | 4.23   | 3.77   | 4.02   | 3.77       |
| 面粉 | 2.73   | 2.59   | 2.75   | 2.77       |
| 食盐 | 0.77   | 0.77   | 0.44   | 0.46       |
| 白糖 | 4.52   | 5.21   | 5.89   | 5.42       |

资料来源：中炬高新

生产管理方面，该公司根据发展需要，公司从日本引入全球先进的精益生产管理方式及“厨邦智造（CIPS）<sup>3</sup>”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，是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。公司通过“厨邦智造”系列活动的深入推行，公司生产工艺和流程持续改善，工作场所清洁、环保、安全。

<sup>3</sup> “厨邦智造”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。

销售管理方面，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。2017 年公司各级经销商数量同比增加 119 个，其中各级市场新开 131 个经销商，撤销不符合公司发展要求的经销商 12 个，公司新开空白地级市 22 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东部地区，2017 年合计销售占比超过 70.00%；此外，中西部及北部区域市场拓展也处于稳步上升阶段。公司给予客户的货款信用政策除了几家直营超市和公司专营商超的经销商因超市压款期较长，仍给予一定的货款授信额外，其余客户基本都采取了先款后货的结算制度，货款回收情况整体较好。销售价格来看，2017 年以来由于成本增长，公司对美味鲜及厨邦产品整体进行提价，幅度为 5~6%，由于调味品产品特性，涨价对公司产品销售影响有限。

食品安全方面，该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，氨基酸含量高出一级标准 85%。公司已通过了 ISO9001 质量管理体系和 ISO22000 食品安全管理体系认证，获得 QS 证书。此外，公司还实施 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。

## **B. 房地产业务**

该公司房地产开发业务运营主体是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），中汇合创成立于 2007 年 6 月，注册资本为 10.65 亿元，公司持有 79.16% 股权。公司房地产项目主要是位于广珠城轨中山站都市商圈的“汇景东方花园”住宅项目。该项目位于火炬开发区以东，西距主城区约 2.8 公里，东距火炬开发区约 3 公里，至京珠高速入口仅需 10 分钟车程，广珠轻轨中山站旁，地理位置较好。

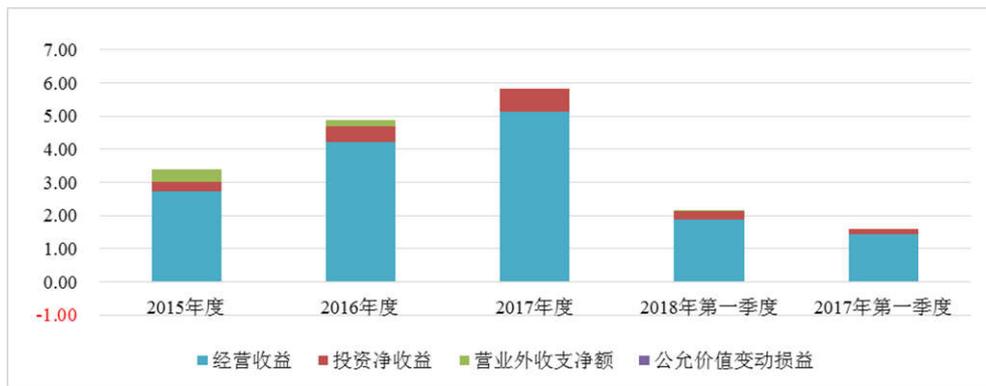
“汇景东方花园”项目总占地面积 1,374 亩（账面成本 55 万元/亩），总投资约 65 亿元，总体规划分为五至八期开发，开发周期预计为 8-10 年左右，产品主要为低层住宅、商铺、高层洋房。该项目一期为低密度别墅住宅区和配套商业开发区，总投资 5.80 亿元，开发土地面积 14.46 万平方米，建筑面积 18.20 万平方米，一期项目于 2011 年 5 月开盘，开盘后受到 2011 年中山市房地产“双限”政策、中山市房地产低迷以及 2017 年中山市调控政策等因素影响，销售情况欠佳，截至 2018 年 3 月末已开盘楼盘 207 套，签约 109 套，销售均价为 1.27 万元/平方米，累计回笼资金 3.42 亿元，其中 2017 年以来预订出售 29 套，签约 18 套，销售均价 1.71 万元/平方米，实现资金回笼 0.41 亿元。由于中山市出台调控政策，虽然销售均价上升较快，但整体销售量较少。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。截至 2018 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

由于政府相关规划尚未明确，所以尚未进行销售。2017 年房地产业务结转营业收入 0.12 亿元，2018 年第一季度未结转营业收入。

整体看，该公司房地产业务受 2011 年中山市房地产“双限”政策、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以及 2017 年中山市房地产调控政策等因素影响，销售情况欠佳，资金回笼慢，但公司房地产业务土地成本优势明显，且公司财务状况良好，房地产业务风险可控。

## (2) 盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构（亿元）



资料来源：根据中炬高新所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来自主业经营，投资净收益、营业外收支净额和公允价值变动损益规模相对较小。2015~2017 年及 2018 年第一季度经营收益分别为 2.72 亿元、4.22 亿元、5.12 亿元和 1.89 亿元，占收益总额比重分别为 80.17%、86.80%、88.07%和 88.92%；公司投资收益主要为理财收益和委托贷款利息收入等，同期分别为 0.29 亿元、0.45 亿元、0.71 亿元和 0.23 亿元。公司营业外收入主要来源于政府补助，2017 年会计政策变更，部分计入“其他收益”科目。公司公允价值变动损益非常小。

图表 13. 公司营业利润结构分析

| 公司营业利润结构       | 2015 年度 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年<br>第一季度 | 2017 年<br>第一季度 |
|----------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 营业收入合计（亿元）     | 27.59   | 31.58   | 36.09   | 11.54          | 9.74           |
| 毛利（亿元）         | 9.67    | 11.59   | 14.17   | 4.49           | 3.86           |
| 期间费用率（%）       | 24.03   | 21.77   | 23.13   | 20.73          | 23.25          |
| 其中：财务费用率（%）    | 2.22    | 2.00    | 1.67    | 1.10           | 1.50           |
| 全年利息支出总额（亿元）   | 0.61    | 0.63    | 0.62    | —              | —              |
| 其中：资本化利息数额（万元） | 17.22   | —       | —       | —              | —              |

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理。

2017 年和 2018 年第一季度，该公司实现营业收入分别为 36.09 亿元和 11.54 亿元，同比分别增长 14.29%和 18.42%，分别实现营业毛利 14.17 亿元和 4.49 亿元，同比分别增长 22.34%和 16.19%，公司毛利率持续提升，同期分别为

39.27%和 38.88%，同比分别增长 0.26 个百分点和 1.65 个百分点。

从期间费用来看，2017 年和 2018 年第一季度，该公司期间费用分别为 8.35 亿元和 2.39 亿元，同比分别增长 21.43%和 5.57%，单位收入期间费用率分别为 23.13%和 20.73%，同比分别增长 1.36 个百分点和下降 2.52 个百分点，其中主要是管理费用和销售费用规模较大，2017 年管理费用同比基本持平，为 3.48 亿元；销售费用同比增长 54.83%至 4.26 亿元，主要是调味品销售规模增加所致；同期公司财务费用 0.61 亿元，同比略有下滑，公司财务费用占期间费用比重为 7.24%。2017 年公司计提资产减值损失 0.23 亿元，主要是计提固定资产减值损失 0.11 亿元所致，其余为应收账款坏账准备和存货跌价准备。

**图表 14. 影响公司盈利的其他关键因素分析**

| 影响公司盈利的其他关键因素 | 2015 年度 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年<br>第一季度 | 2017 年<br>第一季度 |
|---------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 投资净收益（亿元）     | 0.29    | 0.45    | 0.71    | 0.23           | 0.14           |
| 其中：理财产品（亿元）   | 0.16    | 0.24    | 0.36    | 0.16           | 0.10           |
| 委托贷款（亿元）      | 0.13    | 0.16    | 0.27    | —              | —              |
| 营业外收入（亿元）     | 0.43    | 0.25    | 0.06    | 0.02           | 0.02           |
| 其中：政府补助（亿元）   | 0.28    | 0.23    | 0.05    | —              | —              |

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理。

2017 年和 2018 年第一季度，该公司实现投资净收益分别为 0.71 亿元和 0.23 亿元，2017 年同比大幅增长主要理财产品和委托贷款收益增加所致。同期营业外收支净额分别为 -0.02 亿元和 0.01 亿元，2017 年会计政策变更，政府补助计入“其他收益”科目，导致当年营业外净收支大幅下滑。2017 年和 2018 年第一季度，公司实现“其他收益”分别为 0.28 亿元和 0.01 亿元。

受上述因素综合影响，2017 年和 2018 年第一季度，该公司实现营业利润分别为 6.11 亿元和 2.13 亿元，同比分别增长 30.73%和 34.41%；实现净利润分别为 5.11 亿元和 1.87 亿元，同比分别增长 24.65%和 42.34%。

### (3) 运营规划/经营战略

近年来，该公司主要推进阳西生产基地建设。阳西生产基地面积 1,012.47 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），截至 2017 年末，公司已投入资金 10.30 亿元，2018 年计划投入资金 4.68 亿元。项目建设期为 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。目前一期制成品和天然油，二期制成品和天然油工程以及厨邦豪庭已完工，三期天然油工程正在施工。截至 2018 年 3 月末，阳西基地已建成 7 条酱油生产线，年设计产能为 25.3 万吨，2017 年和 2018 年第一季度分别生产调味品 17.97 万吨和 5.43 万吨，产能释放效果较好。房地产业务方面，由于中山市“岐江新城”规划尚未明确，故公司暂无明确的项目投资计划。

## 管理

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，目前第一大股东仍为前海人寿及其一致行动人，第二大股东为火炬集团，公司实际控制人仍为中山火炬高技术产业开发区管理委员会。公司原计划进行非公开发行，待成功实施后变更控股股东和实际控制人，但目前非公开发行股票事宜未有进展，后续需持续关注公司控股股东及实际控制人可能变更的情况，以及对公司经营发展可能产生的影响。

跟踪期内，该公司股权状况稳定。前海人寿保险股份有限公司（简称前海人寿）及其一致行动人自 2016 年第一季度起通过二级市场增持公司股份，至 2016 年末，前海人寿及其一致行动人合计持有公司 24.93% 股份<sup>4</sup>，同期末火炬集团持有公司 10.72% 股份。2016 年至今，公司股权结构未发生变化，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。

该公司 2015 年 9 月公司发布《非公开发行预案》<sup>5</sup>，原计划进行非公开发行股票，待成功实施后，公司控股股东将变更为前海人寿或其关联方、实际控制人将变更为姚振华。但由于 2016 年 12 月起证监会、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至今未有进展，后续继续推进的不确定性较大。新世纪评级将持续关注公司控股股东及实际控制人可能变更的情况，以及对公司经营发展可能产生的影响。

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。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主要环节，创造了良好的控制环境。

跟踪期内，该公司独立董事曹红文和谢勇因届期已满于 2017 年 12 月离任，公司于 2018 年 1 月选举陈燕维和王晋斌为公司独立董事，除此之外公司董事会人员没有变动，仍为 8 人，监事会人员也没有变动。公司董事会和监事会任期应于 2017 年 4 月 10 日终止，但由于股东间对新一届董事会换届选举及董事候选人的提名事宜未有结果，故至今尚未进行换届选举。高管人员方面，前海人寿仅于 2016 年起委派陈超强为公司常务副总经理，分管公司房

<sup>4</sup> 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%。

<sup>5</sup> 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，上述四家公司均为前海人寿一致行动人。经测算，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。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。

地产业务。

根据该公司提供的 2018 年 5 月 4 日《企业信用报告》，公司跟踪期内无不良信用记录。

## 财务

跟踪期内，公司债务规模整体稳中有降，负债经营程度稳定在较低水平，且债务期限结构较好，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保障。

### 1. 数据与调整

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017 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。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，以及财政部 2014 年发布的《企业会计准则第 30 号—财务报表列报》等八项具体会计准则。

2017 年，该公司根据财政部当年 5 月颁布的《关于印发修订〈企业会计准则第 16 号—政府补助〉的通知（财会[2017]15 号）》，自 2017 年 1 月 1 日起与企业日常活动有关的政府补助从“营业外收入”项目重分类至“其他收益”项目<sup>6</sup>，并不涉及对以前年度的追溯调整。另外，公司还根据 4 月颁布的《关于印发〈企业会计准则第 42 号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营〉的通知（财会[2017]13 号）》和《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知（财会[2017]30 号）》的规定，在利润表中新增了“资产处置收益”项目，将原列报于“营业外收入”和“营业外支出”的非流动资产处置利得和损失变更为列报于“资产处置收益”项目<sup>7</sup>。上述会计政策变更对公司财务状况、经营成果和现金流量不产生重大影响。另外，根据公司董事会和监事会通过的《关于会计估计变更的议案》，公司对纳入公司合并报表范围内的所有关联方之间的应收账款、其他应收款计提资产减值准备的方法进行变更<sup>8</sup>，对 2017 年合并财务报表无影响。

本评级报告 2016 年数据采用自 2017 年审计报告经追溯调整后的期初数

<sup>6</sup> 增加本期合并利润表其他收益 2,802.07 万元，减少本期合并利润表营业外收入 2,802.07 万元。

<sup>7</sup> 2017 年合并口径调减营业外收入 19.39 万元，调减营业外支出 6.01 万元，调增资产处置收益 13.38 万元；母公司口径调减营业外收入 4.58 万元，调减营业外支出 0.58 万元，调增资产处置收益 4.01 万元。

2016 年合并口径调减营业外收入 16.99 万元，调减营业外支出 16.05 万元，调增资产处置收益 0.94 万元；母公司口径调减营业外收入 3.73 万元，调减营业外支出 1.00 万元，调增资产处置收益 2.73 万元。

<sup>8</sup> 变更前的坏账准备计提方法：纳入合并范围的关联方之间的往来应收账款、其他应收款对应的资产减值损失计提方法与其他非关联单位一样，按组合或单项计提坏账准备，在合并财务报表时做合并抵消处理。变更的坏账准备计提方法：除有确凿证据表明该项应收款项不能够收回或收回的可能性不大以外，纳入合并范围的关联方之间的往来应收账款、其他应收款不再计提减值准备。

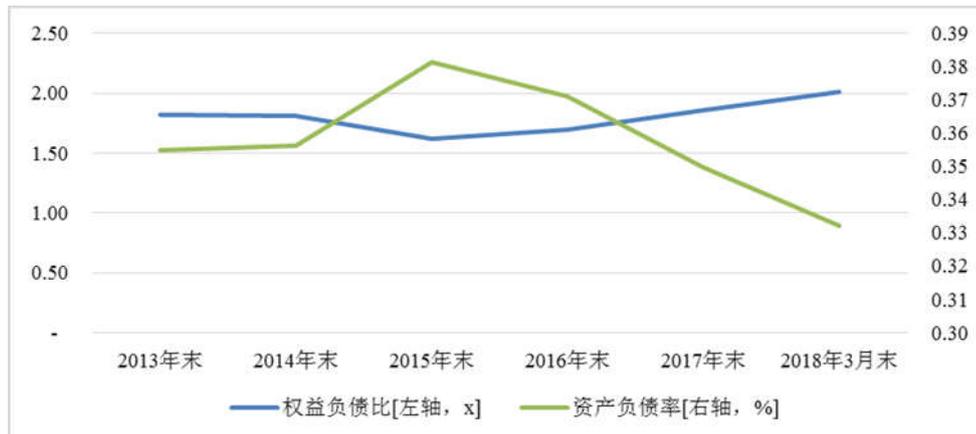
据，主要是 2017 年会计政策变更导致利润表科目调整所致。

截至 2018 年 3 月末，该公司合并范围较 2016 年末没有发生变化。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据中炬高新所提供数据绘制。

跟踪期内，主要依靠经营积累，该公司资本实力进一步增强。2017 年末和 2018 年 3 月末，公司所有者权益分别为 34.50 亿元和 36.37 亿元，其中 2017 年末公司未分配利润较上年末增长 16.01%至 17.62 亿元，2015~2017 年公司每年进行现金分红，三年合计分红 3.35 亿元。

跟踪期内，虽然该公司业务规模扩大，但公司资金回笼情况好，外部融资需求稳中有降。2017 年末和 2018 年 3 月末，公司负债总额分别为 18.55 亿元和 18.08 亿元，分别较上年末增长 1.80%和下降 2.53%，公司负债经营程度控制良好，同期末分别为 34.96%和 33.20%，分别较上年末下降 2.14 个百分点和 1.76 个百分点。

### (2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



| 核心债务        | 2013 年末 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年第一<br>季度末 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|
| 刚性债务 (亿元)   | 7.24    | 7.76    | 11.03   | 10.82   | 10.15   | 9.79            |
| 应付账款 (亿元)   | 2.87    | 3.51    | 2.62    | 2.36    | 2.51    | 2.36            |
| 预收账款 (亿元)   | 0.96    | 0.88    | 0.96    | 2.00    | 2.09    | 1.69            |
| 其他应付款 (亿元)  | 0.95    | 1.09    | 1.27    | 1.43    | 1.81    | 2.20            |
| 刚性债务占比 (%)  | 55.20   | 53.67   | 63.96   | 59.39   | 54.71   | 54.18           |
| 应付账款占比 (%)  | 21.91   | 24.25   | 15.20   | 12.98   | 13.54   | 13.05           |
| 预收账款占比 (%)  | 7.34    | 6.12    | 5.58    | 10.97   | 11.29   | 9.36            |
| 其他应付款占比 (%) | 7.23    | 7.51    | 7.34    | 7.84    | 9.76    | 12.16           |

资料来源：根据中炬高新所提供数据绘制。

从债务构成看，该公司负债以刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款为主。其中，2017 年末和 2018 年 3 月末刚性债务占负债总额的比重分别为 54.71%和 54.18%。同期末，应付账款余额分别为 2.51 亿元和 2.36 亿元，逐步下滑主要是应付材料款和工程款减少所致。同期末，预收款项分别为 2.09 亿元和 1.69 亿元，主要是预收的商品房销售款。其他应付款余额分别为 1.81 亿元和 2.20 亿元，持续增长主要是预提美味鲜公司市场拓展费用所致。

### (3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成 (亿元)

| 刚性债务种类                | 2013 年末     | 2014 年末     | 2015 年末     | 2016 年末     | 2017 年末     | 2018 年第一<br>季度末 |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|
| <b>短期刚性债务合计</b>       | <b>6.04</b> | <b>1.73</b> | <b>1.22</b> | <b>1.29</b> | <b>0.99</b> | <b>0.83</b>     |
| 其中：短期借款               | 1.64        | 1.00        | 0.20        | 0.20        | 0.15        | 0.15            |
| 应付票据                  | 0.59        | 0.53        | 0.53        | 0.50        | 0.55        | 0.48            |
| 应付短期融资券               | 3.04        | —           | —           | —           | —           | —               |
| 一年内到期的长期借款            | 0.77        | 0.11        | 0.20        | 0.30        | —           | —               |
| 其他短期刚性债务              | 0.01        | 0.09        | 50.29       | 0.29        | 0.29        | 0.20            |
| <b>中长期刚性债务合计</b>      | <b>1.20</b> | <b>6.04</b> | <b>9.81</b> | <b>9.53</b> | <b>9.16</b> | <b>8.97</b>     |
| 其中：长期借款               | 1.20        | 1.09        | 0.89        | 0.59        | 0.20        | —               |
| 应付债券                  | —           | 4.95        | 8.93        | 8.94        | 8.96        | 8.97            |
| <b>综合融资成本 (年化, %)</b> | <b>6.15</b> | <b>6.15</b> | <b>6.26</b> | <b>5.73</b> | <b>6.00</b> | <b>6.00</b>     |

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理。

2017 年末，该公司刚性债务余额为 10.15 亿元，较上年末略有下降，其中主要以中长期刚性债务为主，占比超过 90%，其中长期借款较上年末下降 66.15%至 0.20 亿元，应付债券主要为应付的“14 中炬 01”和“14 中炬 02”，年末余额为 8.96 亿元。同期末公司短期刚性债务余额为 0.99 亿元，较上年末略有下降，其中短期借款余额 0.15 亿元，为中国银行为子公司提供的借款，应付票据余额 0.55 亿元，应付利息余额 0.29 亿元。

2018 年 3 月末，该公司刚性债务较上年末下降 3.47%至 9.79 亿元，其中短期借款没有变化，长期借款偿还完毕，应付票据和应付利息较上年末略有

减少。整体看，公司刚性债务主要集中在期限较长的公司债券，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。

从借款方式看，该公司银行借款规模小，为抵押借款，银行借款利率为 4.79%，但由于公司前期发行的公司债券规模占比大且成本偏高，导致公司综合融资成本较高，近年来维持在 6% 左右。从债务期限结构和融资成本来看，公司刚性债务主要为将于 2019 年和 2020 年到期的“14 中炬 01”和“14 中炬 02”，2017 年末分别占刚性债务总额的 39.31% 和 48.97%，融资成本分别为 6.20% 和 5.50%。截至本评级报告出具日，该公司尚在存续期的债券本金余额为 9.00 亿元，目前各类债券付息正常。

图表 18. 公司 2017 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

| 综合融资成本或利率区间\到期年份 | 1 年以内 | 1~2 年（不含 2 年） | 2~3 年（不含 3 年） |
|------------------|-------|---------------|---------------|
| 3%以内             | 0.55  | —             | —             |
| 4%~5%（不含 5%）     | 0.35  | —             | —             |
| 5%~6%（不含 6%）     | —     | 3.99          | —             |
| 6~7%（不含 7%）      | —     | —             | 4.97          |
| 合计               | 0.90  | 3.99          | 4.97          |

资料来源：中炬高新。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 19. 公司经营环节现金流量状况

| 主要数据及指标           | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年第一<br>季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 营业周期（天）           | 285.19 | 267.63 | 270.01 | 248.61 | 234.99 | —              |
| 营业收入现金率（%）        | 107.85 | 110.22 | 115.72 | 117.20 | 115.05 | 101.00         |
| 业务现金收支净额（亿元）      | 3.91   | 5.72   | 5.62   | 8.24   | 9.08   | 2.49           |
| 其他因素现金收支净额（亿元）    | -2.56  | -2.37  | -1.68  | -1.48  | -2.57  | -0.67          |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | 1.35   | 3.35   | 3.94   | 6.77   | 6.51   | 1.83           |
| EBITDA（亿元）        | 3.69   | 4.63   | 5.21   | 6.76   | 7.99   | —              |
| EBITDA/刚性债务（倍）    | 0.51   | 0.60   | 0.47   | 0.62   | 0.79   | —              |
| EBITDA/全部利息支出（倍）  | 10.47  | 13.37  | 8.46   | 10.65  | 13.01  | —              |

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司主业现金获取能力较强，2017 年和 2018 年第一季度营业收入现金率分别为 115.05% 和 101.00%，同期经营活动现金流净流入分别为 6.51 亿元和 1.83 亿元，同比基本持平。公司 EBITDA 主要来源于利润总额和固定资产折旧，2017 年利润总额增长，导致 EBITDA 同比增长 18.24% 至 7.99 亿元，公司

EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖程度持续提升。

## (2) 投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

| 主要数据及指标                      | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年第一<br>季度 |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 回收投资与投资支付净流入额                | 2.47   | -0.63  | -4.07  | -2.43  | -3.65  | 0.90           |
| 其中：理财产品投资回收与支付净额             | 0.00   | -0.63  | -4.07  | -2.43  | -3.65  | 0.90           |
| 其中：与主业有关的投资净额                | 2.47   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00           |
| 购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额 | -3.86  | -3.36  | -1.52  | -1.61  | -2.06  | 0.50           |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额            | 0.03   | 0.23   | 0.74   | —      | —      | —              |
| 投资环节产生的现金流量净额                | -1.36  | -3.77  | -4.85  | -4.04  | -5.71  | 1.40           |

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理。

投资活动方面，2017 年该公司投资活动现金流量净流出 5.71 亿元，净流出额较上年略有增加，主要是阳西项目持续投入以及银行理财、委托贷款收支净流出所致。2018 年第一季度公司投资活动现金流量净流入 1.40 亿元，主要是银行理财和委托贷款收支净流入所致。后续公司在建项目还需持续投入，预计投资性现金流仍有一定支出，但是公司经营活动现金流净流入量能够覆盖投资性现金流净支出，公司筹资压力较轻。

从该公司委托贷款和理财产品投资来看，2017 年，公司合并口径发放 5 笔（按贷款对象）委托贷款，全年发生额 5.30 亿元，年末余额 2.32 亿元，未发生坏账情况，全年实现利息收入 0.27 亿元；另外当年公司使用自有资金购买理财产品，当年发生额 12.09 亿元，年末余额 9.64 亿元，公司部分购买 1~7 天的超短期产品，部分购买 15~270 天不等的中短期理财产品，保本和非保本理财产品相结合，年化收益率在 1.2~5.2% 不等。全年实现投资收益 0.35 亿元。

## (3) 筹资环节

图表 21. 公司筹资环节现金流量状况 (亿元)

| 主要数据及指标       | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年第一<br>季度 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 权益类净融资额       | -0.74  | -0.97  | -1.30  | -1.66  | -2.06  | -0.22          |
| 债务类净融资额       | 0.76   | 0.54   | 3.05   | -0.20  | -0.74  | -0.20          |
| 筹资环节产生的现金流量净额 | 0.02   | -0.44  | 1.75   | -1.86  | -2.80  | -0.42          |

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理。

2017 年和 2018 年第一季度，该公司筹资活动现金流量净额分别为 -2.80 亿元和 -0.42 亿元，主要是当年公司偿还较多借款以及分配股利、利润或偿付利息支付现金较多所致。

#### 4. 资产质量

图表 22. 公司主要资产的分布情况

| 主要数据及指标            | 2013 年末 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年第一<br>季度末 |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比%）  | 19.74   | 19.93   | 23.42   | 28.00   | 31.16   | 33.18           |
|                    | 53.40   | 49.09   | 51.77   | 57.01   | 58.74   | 60.94           |
| 其中：现金类资产（亿元）       | 3.59    | 2.74    | 3.55    | 4.41    | 2.41    | 5.21            |
| 存货（亿元）             | 12.08   | 12.61   | 13.22   | 13.42   | 14.13   | 13.88           |
| 其他流动资产（亿元）         | 0.59    | 1.57    | 5.63    | 8.79    | 13.39   | 12.93           |
| 非流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 17.22   | 20.66   | 21.81   | 21.11   | 21.89   | 21.27           |
|                    | 46.60   | 50.91   | 48.23   | 42.99   | 41.26   | 39.06           |
| 其中：投资性房地产（亿元）      | 4.94    | 4.30    | 4.13    | 3.61    | 3.51    | 2.84            |
| 固定资产（亿元）           | 6.70    | 11.76   | 12.76   | 12.16   | 12.14   | 11.93           |
| 在建工程（亿元）           | 3.19    | 1.91    | 2.28    | 2.43    | 2.67    | 2.77            |
| 无形资产（亿元）           | 1.06    | 1.14    | 1.07    | 1.43    | 2.12    | 2.11            |
| 期末全部受限资产账面金额（亿元）   | 6.32    | 6.16    | 6.00    | 3.26    | 2.87    | 2.86            |
| 期末抵押融资余额（亿元）       | 3.60    | 2.00    | 1.29    | 1.09    | 0.15    | 0.15            |
| 受限资产账面余额/总资产（%）    | 15.57   | 16.66   | 12.21   | 7.21    | 5.42    | 5.25            |

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理。

2017 年末该公司资产总额为 50.35 亿元，较上年末增长 8.02%。年末流动资产为 31.16 亿元，在资产总额中的占比为 58.74%，主要由现金类资产、存货和其他流动资产构成。2017 年末公司现金类资产为 2.41 亿元，其中货币资金为 2.41 亿元（受限的货币资金为 0.59 亿元），较上年末下降 45.46%，主要是当年公司银行理财和委托贷款支出增加所致；存货账面价值为 14.13 亿元，其中包含房地产项目开发成本和开发产品 10.51 亿元，其他主要为在产品、原材料和库存商品等，存货余额较上年末增长 5.27% 主要是业务规模扩大导致在产品规模增加所致。此外，年末公司其他流动资产 13.39 亿元，较上年末增长 52.25%，主要系公司利用闲置资金购买理财产品以及进行委托贷款所致，相关风险需持续关注。

2017 年末，该公司非流动资产为 21.89 亿元，较上年末略有增长，主要由投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产构成，其中年末投资性房地产较上年末下降 2.89% 至 3.51 亿元，主要是公司出售部分房产所致；固定资产较上年末基本持平；在建工程较上年末增长 9.91% 至 2.67 亿元，主要是阳西项目持续建设所致；无形资产主要是土地使用权，2017 年末较上年末增长 48.01% 至 2.12 亿元，主要是阳西基地购入土地使用权所致。

2018 年 3 月末，该公司资产总额为 54.45 亿元，较上年末略有增长。其中货币资金较上年末增长 116.56%、其他流动资产较上年末下降 3.43%，主要是收回委托贷款和理财产品较多所致；投资性房地产较上年末下降 19.22% 至 2.84 亿元，主要是公司出售房产所致。其余科目虽有变动但影响较小。

## 5. 流动性/短期因素

图表 23. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标  | 2013 年末 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年第一<br>季度末 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|
| 流动比率 (%) | 167.32  | 239.47  | 321.63  | 327.42  | 343.05  | 376.17          |
| 速动比率 (%) | 45.85   | 61.30   | 136.84  | 162.73  | 186.34  | 217.01          |
| 现金比率 (%) | 30.41   | 32.89   | 47.81   | 51.63   | 26.51   | 59.11           |

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理。

从资产流动性看，该公司流动性较好，2017 年末和 2018 年 3 月末，公司流动比率分别为 343.05%和 376.17%，速动比率分别为 186.34%和 217.01%。公司经营性现金流状况较好，资金存量较大，可为其到期债务的偿付提供保障。

## 6. 母公司/集团本部财务质量

截至 2017 年末，该公司经审计的母公司口径资产总计为 34.22 亿元，较上年末增长 29.10%，股东权益为 22.87 亿元，较上年末增长 61.69%。2017 年母公司实现营业收入 0.31 亿元，同比下降 60.68%，但受益于投资收益大幅增长 480.93%至 10.90 亿元(主要是美味鲜公司分红)，公司净利润同比增长 797.63%至 9.84 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 8.16 亿元，同比大幅增长 342.95%。

## 外部支持因素

### 国有大型金融机构支持

该公司已与多家商业银行建立了长期的合作关系，拥有一定的授信额度，且尚未使用的授信余额较大。截至 2018 年 3 月末，公司合并口径已获得商业银行综合授信总额为 30.50 亿元，其中尚未使用的综合授信余额为 30.35 亿元，可为公司的发展提供一定的资金来源。

图表 24. 来自大型国有金融机构的信贷支持

| 机构类别                | 综合授信  | 其中：<br>贷款授信 | 放贷规模   | 利率区间 | 附加条件/<br>增信措施 |
|---------------------|-------|-------------|--------|------|---------------|
| 全部 (亿元)             | 30.50 | 30.50       | 0.15   | 4.79 | —             |
| 其中：工农中建交五大商业银行 (亿元) | 26.50 | 26.50       | 0.15   | 4.79 | —             |
| 其中：大型国有金融机构占比 (%)   | 86.89 | 86.89       | 100.00 | —    | —             |

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理（截至 2018 年 3 月末）。

## 跟踪评级结论

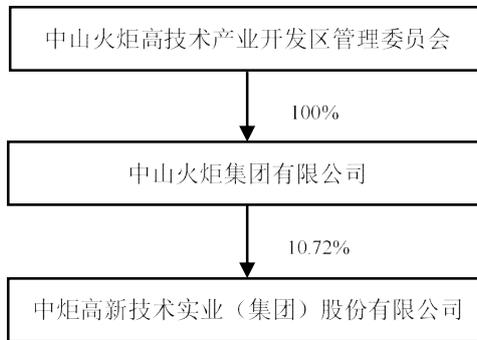
跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，非公开发行股票事宜未有进展，

后续需持续关注公司控股股东和实际控制人可能发生的变化，以及对公司经营可能产生的影响。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。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，公司债务规模整体稳中有降，负债经营程度稳定在较低水平，且债务期限结构较好，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，公司控股股东和实际控制人可能发生的变化以及对公司经营可能产生的影响；（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）食品安全风险；（7）委托贷款风险。

附录一：

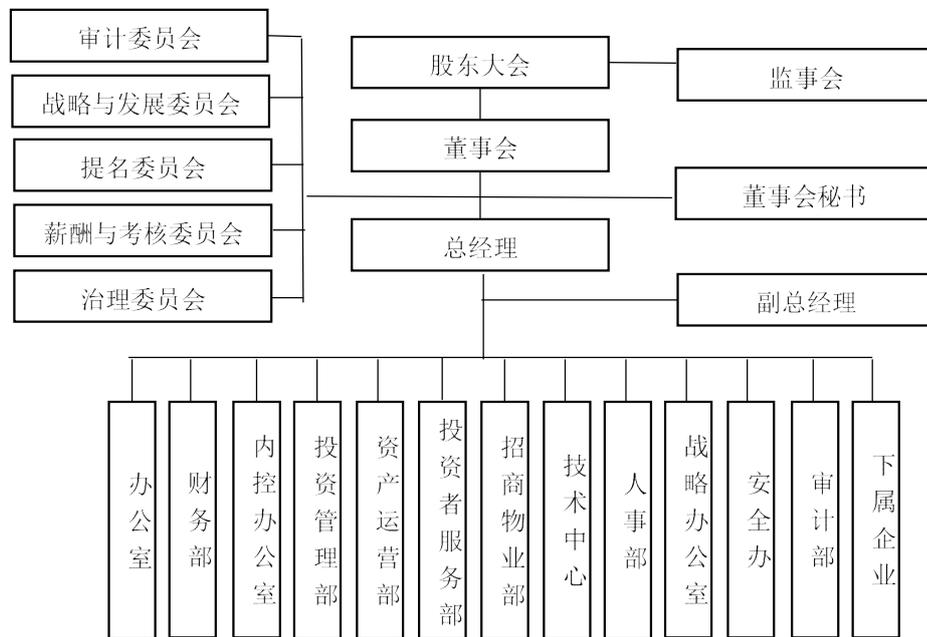
### 公司与实际控制人关系图



注：根据中炬高新提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

### 公司组织结构图



注：根据中炬高新提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

| 全称                 | 与公司关系 | 母公司持股比例 (%) | 主营业务  | 2017年(末)主要财务数据(亿元) |            |           |          |                 | 备注   |
|--------------------|-------|-------------|-------|--------------------|------------|-----------|----------|-----------------|------|
|                    |       |             |       | 刚性债务余额 (亿元)        | 所有者权益 (亿元) | 营业收入 (亿元) | 净利润 (亿元) | 经营环节现金净流入量 (亿元) |      |
| 中炬高新技术实业(集团)股份有限公司 | 本级    | —           |       | 10.15              | 34.50      | 36.09     | 5.11     | 6.52            | 合并口径 |
| 广东美味鲜调味食品有限公司      | 子公司   | 100.00      | 制造业   | 0.75               | 8.32       | 18.38     | 4.23     | -4.06           |      |
| 广东厨邦食品有限公司         | 子公司   | 80.00       | 制造业   | 0.00               | 2.70       | 13.02     | 2.66     | 3.74            |      |
| 广东中汇合创房地产有限公司      | 子公司   | 79.16       | 房地产开发 | 0.10               | 11.40      | 0.13      | 0.08     | 47.63 万元        |      |
| 中山中炬精工机械有限公司       | 子公司   | 75.00       | 制造业   | 0.25               | 0.43       | 0.68      | 0.06     | 0.06            |      |
| 中山中炬森莱高技术有限公司      | 子公司   | 66.00       | 制造业   | 0.00               | -0.07      | —         | -0.43 万元 | -0.43 万元        |      |

注：根据中炬高新 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理，主要子公司为注册资本 2,000 万元以上的。

**附录四：**
**主要数据及指标**

| 主要财务数据与指标[合并口径]      | 2015年  | 2016年  | 2017年  | 2018年<br>第一季度 |
|----------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 资产总额 [亿元]            | 45.23  | 49.11  | 53.05  | 54.45         |
| 货币资金 [亿元]            | 3.55   | 4.41   | 2.41   | 5.21          |
| 刚性债务[亿元]             | 11.03  | 10.82  | 10.15  | 9.79          |
| 所有者权益 [亿元]           | 27.99  | 30.89  | 34.50  | 36.37         |
| 营业收入[亿元]             | 27.59  | 31.58  | 36.09  | 11.54         |
| 净利润 [亿元]             | 2.74   | 4.10   | 5.11   | 1.87          |
| EBITDA[亿元]           | 5.21   | 6.76   | 7.99   | —             |
| 经营性现金净流入量[亿元]        | 3.94   | 6.77   | 6.51   | 1.83          |
| 投资性现金净流入量[亿元]        | -4.85  | -4.04  | -5.71  | 1.40          |
| 资产负债率[%]             | 38.13  | 37.10  | 34.96  | 33.20         |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 253.74 | 285.50 | 340.04 | 371.32        |
| 流动比率[%]              | 321.63 | 327.42 | 343.05 | 376.17        |
| 现金比率[%]              | 48.71  | 51.63  | 26.51  | 59.11         |
| 利息保障倍数[倍]            | 6.51   | 8.67   | 10.92  | —             |
| 担保比率[%]              | —      | —      | —      | —             |
| 营业周期[天]              | 270.01 | 248.61 | 234.99 | —             |
| 毛利率[%]               | 35.07  | 36.69  | 39.27  | 38.88         |
| 营业利润率[%]             | 10.90  | 14.80  | 16.93  | 18.46         |
| 总资产报酬率[%]            | 9.33   | 11.65  | 13.13  | —             |
| 净资产收益率[%]            | 10.13  | 13.94  | 15.64  | —             |
| 净资产收益率*[%]           | 10.16  | 13.64  | 15.26  | —             |
| 营业收入现金率[%]           | 115.72 | 117.20 | 115.05 | 101.00        |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | 50.50  | 85.49  | 73.79  | —             |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -5.73  | 15.38  | 4.33   | —             |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 8.46   | 10.65  | 13.01  | —             |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.55   | 0.62   | 0.76   | —             |

注：表中数据依据中炬高新经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。其中 2016 年数据采用 2017 年经追溯调整的期初数。

**指标计算公式**

|   |
|---|
| 资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%  |
| 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)                    |
| 担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%   |
| 营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/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%                 |
| 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+应付利息+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

## 附录五：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

| 等 级         |       | 含 义                               |
|-------------|-------|-----------------------------------|
| 投<br>资<br>级 | AAA 级 | 发行人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  | 发行人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   | 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低   |
|             | BBB 级 | 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般    |
| 投<br>机<br>级 | BB 级  | 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高    |
|             | B 级   | 发行人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 | 发行人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  | 发行人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   | 发行人不能偿还债务                         |

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<br>资<br>级 | AAA 级 | 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
|             | AA 级  | 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。  |
|             | A 级   | 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。  |
|             | BBB 级 | 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。   |
| 投<br>机<br>级 | BB 级  | 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。  |
|             | B 级   | 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
|             | CCC 级 | 债券的偿付安全性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券本息。     |
|             | C 级   | 不能偿还债券本息。                        |

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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《食品饮料行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。