

青岛金王应用化学股份有限公司

# 2018 年面向合格投资者公开发行 公司债券(第二期)信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报  
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要  
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何  
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或  
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果  
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本  
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期  
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券  
信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：  
鹏信评【2018】第 Z  
【1382】号 01

分析师

姓名：

赵娜 王硕

电话：

010-66216006

邮箱：

zhaon@pyrating.cn

评级日期：

2018年07月26日

本次评级采用鹏元资信评估有限公司公司债券评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008号阳光高尔夫大厦  
3楼

电话：0755-82872897

网址：[www.pyrating.cn](http://www.pyrating.cn)

## 青岛金王应用化学股份有限公司 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行规模：不超过 4 亿元（含）

债券期限：5 年

担保主体：深圳市高新投集团有限公司

债券偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

### 评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对青岛金王应用化学股份有限公司（以下简称“青岛金王”或“公司”，股票代码：002094.SZ）本次拟公开发行总额不超过 4 亿元（含）公司债券的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司完成非公开发行股票，资本实力增强；化妆品业务收入增长较快，盈利能力良好，带动营业收入及利润显著增长；公司蜡烛及工艺品业务经营规模较为稳定；深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。同时鹏元也关注到公司控股股东所持公司股份基本全部质押给银行；公司油品贸易利润微薄，客户集中度较高；公司商誉规模较大，面临商誉减值风险；公司有息债务增长较快且面临一定的集中偿付压力等风险因素。

### 正面：

- 公司完成非公开发行股票，资本实力增强。2016 年公司非公开发行股票收购广州韩亚生物科技有限公司（以下简称“广州韩亚”）100%股权和上海月泮化妆品有限公司（以下简称“上海月泮”）剩余 40%股权，并募集配套资金偿还银行贷款 18,000 万元；2017 年 7 月公司非公开发行股票收购杭州悠可化妆品有限公司（以下简称“杭州悠可”）剩余 63%股权。通过两次非公开发行股票，截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益较 2015 年末增长 264.95%至 29.34 亿元。

- **公司化妆品业务收入大幅增长，盈利能力良好，带动公司营业收入及利润显著增长。**公司化妆品业务收入由 2015 年的 1.74 亿元上升至 2017 年的 25.63 亿元，年均复合增长率 283.79%，化妆品业务毛利润由 2015 年的 1.45 亿元上升至 2017 年的 8.50 亿元，年均复合增长率 142.30%，盈利能力良好；在化妆品板块的带动下，公司营业收入由 2015 年的 14.77 亿元上升至 2017 年的 46.77 亿元，年均复合增长率 77.95%，利润总额由 2015 年的 1.36 亿元上升至 2017 年的 5.33 亿元，年均复合增长率 97.96%。
- **公司蜡烛及工艺品业务经营规模较为稳定。**经过多年发展，蜡烛销售市场已经较为成熟，2015-2017 年公司蜡烛及工艺品业务收入分别为 5.53 亿元、5.70 亿元及 5.41 亿元，经营规模较为稳定。
- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**深圳高新投实力雄厚，业务发展情况较好，经鹏元综合评定其主体长期信用等级为 AAA，其提供的无条件的不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

#### 关注：

- **控股股东所持公司股份基本全部质押给银行。**截至 2018 年 3 月末，公司控股股东青岛金王国际运输有限公司持有公司股份约 8,699.90 万股，占公司总股本的 22.16%，其中 8,698.50 万股已质押给银行，占控股股东所持公司股份的比例为 99.98%。
- **公司油品贸易业务毛利率较低，盈利能力较弱，贸易业务客户集中度较高。**2015-2017 年，公司油品贸易业务毛利率分别为 2.14%、1.15% 和 1.66%，盈利能力较弱；公司油品贸易业务前五大客户销售额占贸易业务总收入的比重分别为 46.40%、72.84% 和 69.04%，客户集中度较高；此外，油品贸易客户山东路泰沥青有限公司（以下简称“路泰沥青”）经营困难，2017 年公司对其应收账款全额计提坏账准备 7,681.50 万元，对公司经营状况影响较大。
- **公司资产中商誉价值占比较高，存在一定的减值风险。**截至 2017 年末，公司商誉账面价值为 14.56 亿元，占资产总额的 31.25%，其中因收购杭州悠可、上海月洋和广州韩亚形成的商誉账面价值分别为 7.86 亿元、1.71 亿元和 3.13 亿元。后续若并入的化妆品类子公司未来实际运营状况不及交易评估时的预期状态，则公司商誉面临减值风险。
- **公司有息债务增长较快，面临一定的集中偿付压力。**截至 2018 年 3 月末，公司有

息债务总额为 15.06 亿元，较 2015 年末增长 128.57%，占总负债的比重为 66.81%，且集中于 2018、2019 年偿付，公司面临一定的集中偿付压力。

#### 公司主要财务指标：

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	518,815.97	466,027.00	288,429.52	191,798.33
归属于母公司所有者权益合计（万元）	254,113.10	250,600.24	175,882.39	76,189.49
有息债务（万元）	150,588.81	113,070.98	62,142.23	65,882.23
资产负债率	43.45%	38.49%	33.30%	58.08%
流动比率	1.79	1.76	2.04	1.35
速动比率	1.23	1.25	1.61	1.07
营业收入（万元）	119,414.09	467,652.87	237,099.63	147,688.84
营业利润（万元）	7,436.93	52,629.17	23,315.44	13,381.08
净利润（万元）	5,754.18	44,479.47	19,938.22	11,310.62
综合毛利率	22.02%	21.31%	20.57%	21.52%
总资产回报率	-	15.28%	11.67%	11.24%
EBITDA（万元）	-	61,170.85	29,812.43	19,408.29
EBITDA 利息保障倍数	-	14.20	7.76	4.77
经营活动现金流净额（万元）	-26,846.26	4,478.72	-6,213.50	19,042.23

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数/上年数

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

#### 深圳高新投主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,346,952.97	789,850.84	820,240.46
归属于母公司所有者权益合计（万元）	1,119,107.66	655,949.44	639,623.84
融资性担保期末在保责任余额（亿元）	-	34,702.83	33,966.51
融资担保业务准备金覆盖率	-	3.64%	4.83%
融资担保净资产放大倍数	-	1.45	1.10
融资担保业务累计担保代偿率	-	1.24%	1.10%

注：2015 年数据采用 2016 年审计报告年初数

资料来源：深圳高新投 2016-2017 年审计报告及深圳高新投提供，鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司原名为“青岛金海工艺制品有限公司”，于1997年3月3日成立，初始注册资本为20万美元。2001年4月10日公司以整体变更方式转制为外商投资股份有限公司，并更名为“青岛金王应用化学股份有限公司”，注册资本为7,330.554万元。2006年12月15日公司股票经深交所批准在深交所中小企业板挂牌上市，股本总额为10,730.55万元。

后经两次非公开发行股票，截至2018年3月末，公司注册资本增至3.93亿元，所有者权益增至29.34亿元。公司控股股东为青岛金王国际运输有限公司，截至2018年3月末，控股股东持有公司股份8,699.90万股，占公司总股本的22.16%，其中8,698.50万股已质押给银行，占控股股东所持公司股份的比例为99.98%。公司实际控制人为自然人陈索斌<sup>1</sup>。截至2018年3月末，公司前五大股东明细如下表所示。

**表 1 截至 2018 年 3 月 31 日公司前五大股东持股情况**

股东名称	持股数量（股）	持股比例
青岛金王国际运输有限公司	86,999,013	22.16%
珠海新能联合投资合伙企业（有限合伙）	20,000,000	5.09%
佳和美资产管理有限公司	19,065,603	4.86%
全国社保基金四零三组合	10,145,760	2.58%
杭州悠飞品牌管理合伙企业（普通合伙）	9,915,147	2.53%
<b>合计</b>	<b>146,125,523</b>	<b>37.22%</b>

资料来源：Wind，鹏元整理

公司从事的业务范围主要包括化妆品业务、新材料蜡烛及工艺制品业务和油品贸易业务三大板块。其中，化妆品业务、新材料蜡烛及工艺制品业务系公司的核心业务发展板块。2017年公司新增纳入合并范围内子公司2家、孙公司10家。截至2017年末，公司纳入合并报表范围内的子（孙）公司共50家，详见附录五。

截至2018年3月31日，公司资产总额为51.88亿元，归属于母公司所有者权益为25.41亿元，资产负债率为43.45%；2017年，公司实现营业收入46.77亿元，净利润4.45亿元，经营活动现金净流入0.45亿元；2018年1-3月，公司实现营业收入11.94亿元，净利润0.58亿元，经营活动现金净流出2.68亿元。

## 二、本期债券概况

<sup>1</sup> 鹏元暂未取得实际控制人银行个人信用报告

**债券名称：**青岛金王应用化学股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）；

**发行总额：**不超过4亿元（含）；

**债券期限：**本期债券为5年期债券，附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权；

**债券利率：**本期债券票面利率及其确定方式由公司股东大会授权公司董事会与主承销商依据本次公司债券发行时的市场情况协商确定；

**还本付息方式：**采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期的利息随本金的兑付一起支付；

**增信方式：**深圳高新投提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

### 三、本期债券募集资金用途

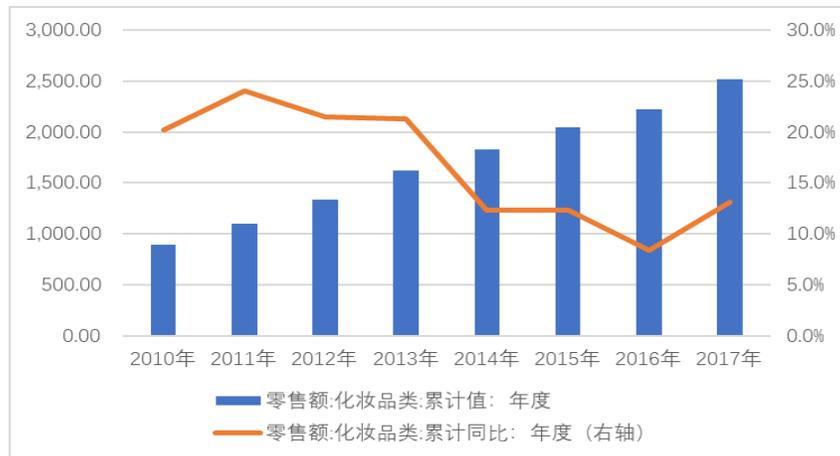
本期债券拟募集资金不超过4亿元（含），拟用于偿还有息债务、补充流动资金。

### 四、运营环境

**我国化妆品市场规模较大，需求以护肤品为主，消费渠道多元化；2017年化妆品市场零售额增速回升，行业集中度仍相对较低，市场竞争激烈**

根据国家统计局公布的数据显示，2017年我国社会消费品零售总额为366,262亿元，同比增长10.2%。其中，化妆品零售总额为2,514亿元，同比增长13.5%，高于整体社会消费品零售总额增长速度，是自2012年以来增速连续五年回落后的首次回升。化妆品消费与居民收入水平直接相关，国民经济的持续健康发展将带来居民收入水平的显著提升，加之国家鼓励消费，以及城市化进程加快等因素，均为化妆品行业的快速发展提供了良好的环境和巨大的市场空间。目前我国是全球范围内化妆品市场增长最快速的地区之一，是总市场规模为仅次于美国的全球第二大市场。未来随着我国经济的持续快速发展，市场需求潜力将不断释放，考虑到我国庞大的人口基数，化妆品行业发展前景广阔。

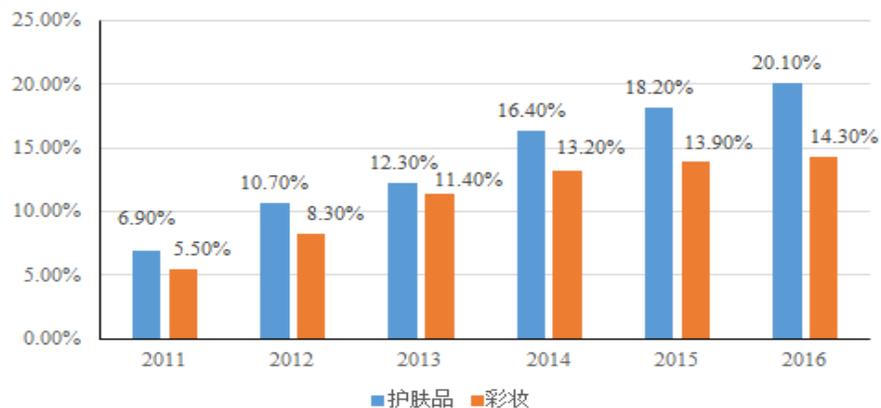
图1 2010-2017年化妆品零售总额（单位：亿元）



资料来源：Wind，鹏元整理

从供给来看，根据智研咨询的统计数据，截至2018年4月，国内获得化妆品生产许可证的企业总计4,456家，国产化妆品种类接近500,000种，国内化妆品生产企业数量众多。与此同时，海淘的兴起以及大批欧美、日韩品牌进军中国开拓市场，加剧了化妆品行业竞争的激烈程度。根据智研咨询的统计数据，2016年国内化妆品市场销售排名前十的企业基本为欧美及日韩等跨国企业，国内企业仅有上海上美化妆品有限公司、上海百雀羚日用化学有限公司和伽蓝集团在列；同时虽然跨国企业占据优势市场地位，但整体市场集中度依然不高，前十大企业市场占有率不足50%。但考虑到化妆品需求本身极具个性化特点，不同性别、年龄、收入等差异都会形成不同的消费诉求，跨国企业并不能满足所有需求，存在较大的个性化需求缺口，这为国内企业占据市场份额提供了契机。随着消费者消费理念的成熟、电商渠道的迅速发展，国内化妆品企业依靠本土化优势、精准品牌定位，市场占有率逐年提升。

图2 2011-2016年主要国产品牌市场份额变化



资料来源：前瞻网，鹏元整理

从需求来看，国内化妆品市场消费以护肤用品、洗发产品、香水为主。2017年全年实现化妆品零售总额2,514亿元。其中，护肤用品规模约1,135亿元，彩妆规模约144亿元，洗发产品规模约339亿元，护发产品规模约108亿元，沐浴产品规模约182亿元，香水规模约230亿元，其他规模约270亿元。护肤用品是化妆品子类别中的主流产品，市场占比达到45.15%。洗发产品作为基础日化产品，其未来增长空间有限。随着消费升级，未来化妆品竞争将更多集中于护肤用品、香水、彩妆领域。消费渠道上，由于近年来我国信息基础设施建设步伐加快，电子商务配套物流行业不断完善，电商渠道因购物便捷、选择范围广、无地域限制等优势，销售额占比不断上升，成为继商超、百货后的第三大销售渠道。但考虑到传统商超、百货、专营店在体验、服务等方面的不可替代性，其占比虽然下降但具有一定刚性，化妆品消费渠道将保持多元化发展。

#### **蜡烛市场需求以欧美为主，规模相对稳定，但增长空间有限**

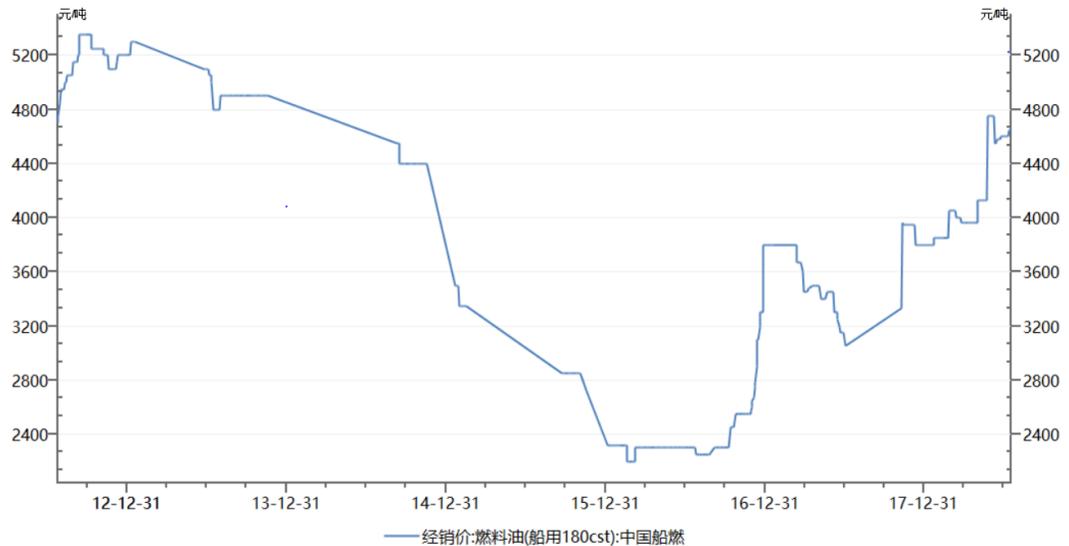
受宗教信仰、风俗文化和生活方式影响，欧美地区将蜡烛作为日常必需的快消品，其市场占全球蜡烛消费的70%以上。由于消费习惯和消费能力的原因，对于非欧美地区，工艺蜡烛及工艺品市场尚处于导入培育阶段，市场容量相对较小。由于欧美地区对蜡烛及相关制品的消费习惯和消费模式存在一定刚性需求，因此受宏观经济波动影响较小，蜡烛市场的规模相对稳定。但作为传统产业，全球蜡烛市场历经多年发展后市场规模已经比较成熟，总体的市场增长空间有限。

从供给上看，全球蜡烛制品生产大型企业主要集中在美国和欧洲，其中，美国最主要的大型蜡烛制造厂商有Blyth,Inc.、YankeeCandle、LancasterColony、S.C.JohnsonandSon等，欧洲最主要的大型蜡烛制造厂商有Bolsius等，国内最主要的大型蜡烛制造厂商有青岛金王、大连达伦特等。受蜡烛市场需求以欧美为主影响，我国稍具规模的蜡烛生产制造企业多以出口为主，随着欧美经济复苏，市场竞争加剧，加上劳动力成本上升，外销份额受到一定影响。

#### **2016年以来，中国燃料油价格及石蜡价格均显著上升，蜡烛及工艺品行业的成本压力增加**

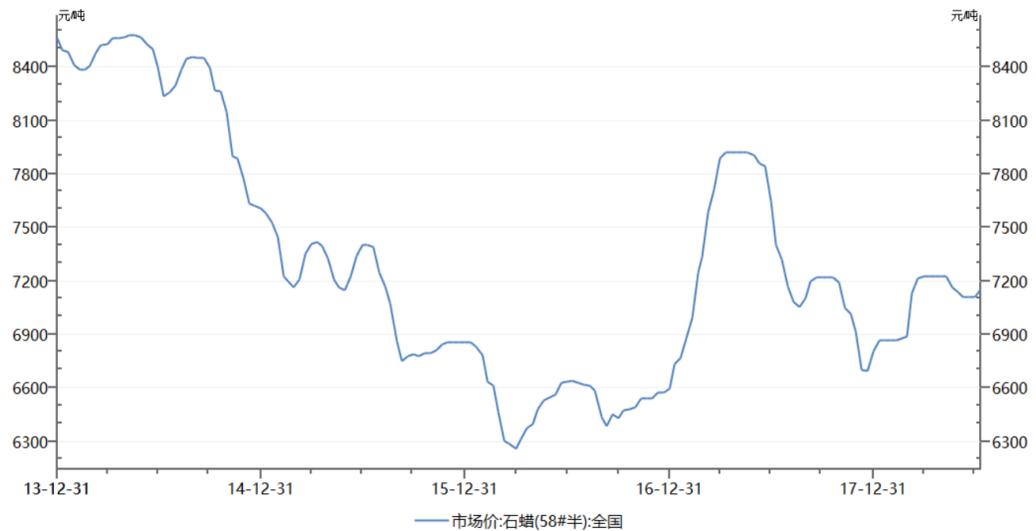
Wind数据显示，近两年来燃料油价格触底反弹震荡攀升，燃料油价格由2016年2月底的2,200.00元/吨攀升至2018年6月末的4,600.00元/吨，上升幅度达109.10%。

图3 2013-2018年7月17日中国燃料油价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

图4 2014年-2018年7月10日石蜡价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

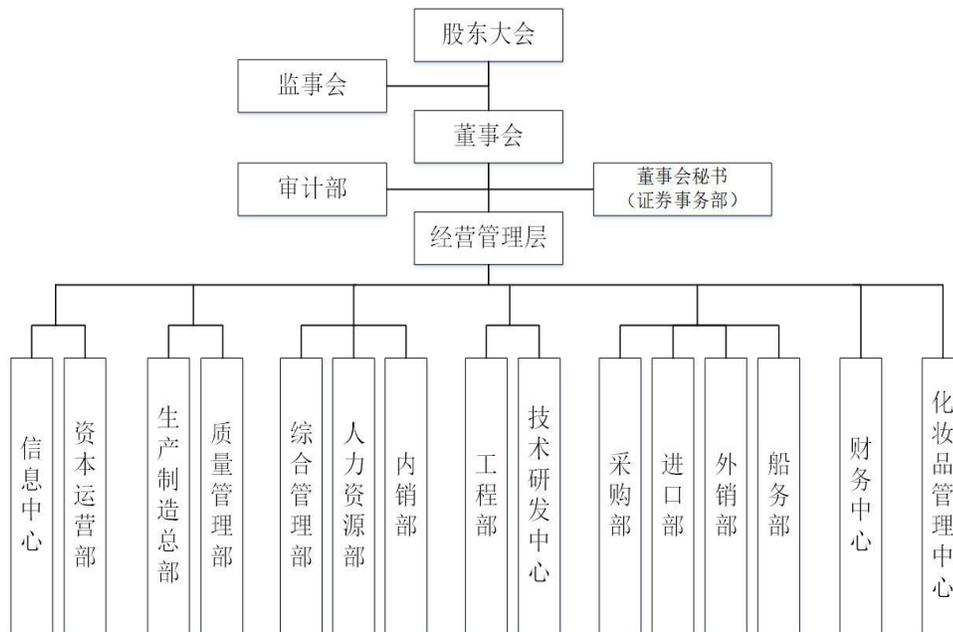
石蜡是蜡烛及工艺品最重要的原材料，其价格波动对蜡烛及工艺品的成本影响较大。石蜡是石油加工的副产品，2017年，OPEC与主要非OPEC国家联合减产，过剩石油库存水平加速下降，推动油价止跌回升。受国际原油价格抬升的影响，2017年我国石蜡价格在上半年呈快速上升的态势，下半年有所回落但仍处于较高水平。原材料价格快速上升增加了蜡烛及工艺品生产企业的成本压力。

## 五、公司治理与管理

公司作为深圳证券交易所中小板上市公司，根据《公司法》、《证券法》以及中国证监会、深圳证券交易所有关监管要求，确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构等治理机构的议事规则和决策程序，制定了较为规范的公司治理体系。

公司设董事会，对股东大会负责，董事会由7名董事组成，设董事长1名，副董事长1名，独立董事3名，其中1名为会计专业人士。同时设立了审计委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会三个专业委员会，可为董事会的决策提供专业的意见和参考。公司设监事会，监事会由3名监事组成，监事会设主席1人，对公司重大事项、财务状况、董事和经理的履职情况等进行监督并发表意见。

图5 截至2018年6月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

公司根据自身经营管理需要构建了内部组织架构，目前设立了内销部、外销部、采购部、财务中心等职能部门。

公司董事会成员及高级管理人员拥有丰富从业经验与资格。截至2017年末，公司（含子公司）拥有员工共4,166人，主要以销售人员为主，占比达到63.20%，与公司以销售为主的性质相符，人员岗位结构基本合理。

表2 截至2017年底公司人员设置情况（单位：人）

专业结构	人数合计	占员工总数比例
生产人员	495	11.88%
销售人员	2,633	63.20%
技术人员	191	4.58%
财务人员	239	5.74%
行政人员	608	14.59%
<b>合计</b>	<b>4,166</b>	<b>100.00%</b>

专业结构	人数合计	占员工总数比例
本科及以上	723	17.35%
大专	1,218	29.24%
大专以下	2,225	53.41%
<b>合计</b>	<b>4,166</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2017年年度报告

总体来看，公司治理结构相对完善，部门架构设置、内部管理制度建设及人员配置能够满足公司日常业务开展与经营管理的需要。

## 六、经营与竞争

2015-2017年公司在经营原有油品贸易业务、蜡烛及工艺品业务的同时，通过并购、出资设立、参股等方式进一步开拓化妆品领域。受化妆品业务快速扩张及油品贸易收入增长的综合影响，公司营业收入由2015年的14.77亿元上升至2017年的46.77亿元，年均复合增长率77.95%。从收入构成来看，化妆品业务已成为公司收入规模最大板块，2015-2017年化妆品业务收入占比分别为11.78%、28.08%和54.81%；蜡烛及工艺品业务相对稳定，但随着营业收入规模扩大，其业务收入占比不断下降，2015-2017年蜡烛及工艺品业务收入占比分别为37.41%、24.05%和11.57%；油品贸易业务收入占比亦不断下降，2015-2017年油品贸易业务收入占比分别为50.80%、47.87%和33.61%。毛利率方面，公司蜡烛及工艺品、油品贸易业务两大板块毛利率变化较小，化妆品板块毛利率逐年下滑，但因化妆品业务毛利率仍较高且收入占比持续提升，2015-2017年公司综合毛利率变动不大。

**表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年1-3月		2017年		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
化妆品	76,098.46	30.97%	256,343.85	33.14%	66,567.69	45.75%	17,402.19	83.15%
蜡烛及工艺品等	7,481.44	28.60%	54,117.78	27.21%	57,028.94	29.84%	55,254.62	28.42%
油品贸易	35,834.20	1.64%	157,191.24	1.66%	113,503.00	1.15%	75,032.03	2.14%

易								
合计	119,414.10	22.02%	467,652.87	21.31%	237,099.63	20.57%	147,688.84	21.52%

资料来源：公司提供，鹏元整理

### （一）化妆品业务

近年公司不断通过投资并购扩张化妆品业务，公司化妆品业务收入持续增长，盈利能力较强，已经成为公司主要收入来源及利润增长点；但并购产生的商誉账面价值较高，需关注公司商誉减值风险

自2013年开始大力拓展化妆品领域以来，公司通过投资、并购等方式整合优势资源，加速向化妆品领域拓展，确定了围绕化妆品研发、生产、线上线下营销渠道、品牌运营的产业规划和布局，逐步形成完整的化妆品全产业链。

2013年公司通过认缴和收购的方式持有杭州悠可37%的股权，2014年相关转让手续办理完毕，同年公司通过投资广州植萃集化妆品有限公司（以下简称“广州植萃集”）40%股权。2014年公司又以增资、收购的形式获得广州栋方日化有限公司（以下简称“广州栋方”）45%股权成为第一大股东，同年12月，公司完成收购上海月沅60%股权。2015年公司设立青岛金王产业链管理有限公司（以下简称“金王产业链”），拟加快化妆品产业链布局。2016年公司通过非公开发行股份5,532.86万股，于2016年4月完成收购上海月沅剩余40%股权和广州韩亚100%股权，上海月沅及广州韩亚成为公司全资子公司；公司同年还并购、投资参股了多家化妆品类线下渠道代理商。2017年5月公司通过非公开发行股份1,530.32股，收购杭州悠可剩余63%股权，至此，杭州悠可已成为公司全资子公司。至此，公司在化妆品品牌运营、研发生产、线上及线下营销渠道全产业链布局已初步形成。

线上业务方面，杭州悠可系专注于化妆品垂直领域的电子商务企业，其业务模式分为品牌代运营和分销两种。品牌代运营指杭州悠可在获得化妆品品牌的经营、销售权后，代运营品牌天猫官方旗舰店、品牌官网最终实现产品销售，品牌代运营又可分为买断销售、服务费模式。买断模式下杭州悠可与电商平台进行资金结算，盈利源于采购与销售的产品价差；服务费模式下杭州悠可与品牌方进行服务费结算，盈利源于与品牌方签订的服务费协议。分销模式指杭州悠可获取品牌授权后向其采购产品，将其以买断式销售或代理销售的形式分销给唯品会、京东等线上平台或其他线上经销商的商业模式，其盈利主要系采购与销售的产品价差。目前杭州悠可主要代理品牌有理肤泉、雅诗兰黛、欧莱雅、娇韵诗、菲诗小铺等一线化妆品品牌，业务以代运营品牌天猫官方旗舰店、品牌官网为主，向唯品会、京东、小红书、网易考拉等线上经销商分销为辅。杭州悠可营业收入由2015年的7.36亿元上升至2017年的10.17亿元，年均复合增长率17.54%；净利润由2015年的0.37亿元上升至2017年的1.17亿元，年均复合增长率77.11%；2015-2017年综合毛利率分别为24.55%、

30.00%和32.52%；2015-2017年杭州悠可经营活动产生的现金流净额分别为0.60亿元、-0.10亿元和1.23亿元，2016年经营活动现金呈净流出状态，主要系当年采购支出增加所致。2015-2017年杭州悠可经营规模不断扩大，盈利能力较好。依托专业高效的服务等优势，杭州悠可与众多品牌建立了良好的长期合作关系，且管理团队具有深厚的电商行业经验，短期来看，杭州悠可经营业绩具有一定稳定性。

**表 4 杭州悠可经营情况（单位：万元）**

项 目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
营业收入	24,721.25	101,697.52	80,046.95	73,609.93
营业成本	15,374.63	68,620.60	56,034.64	55,539.32
营业利润	4,086.40	14,477.36	9,251.91	4,747.33
利润总额	4,121.73	14,893.42	9,490.30	4,962.34
净利润	3,387.83	11,668.82	7,045.44	3,719.81
综合毛利率	37.81%	32.52%	30.00%	24.55%
经营活动产生的现金流净额	-	12,348.40	-954.53	5,964.36-

注：2017年5月杭州悠可纳入公司合并报表范围，本表数据为全年口径。  
 资料来源：公司提供

线下业务方面，上海月泮是一家专业的化妆品线下直营渠道代理商及运营商，上海月泮重点发展增长态势良好的以屈臣氏、丝芙兰为代表的连锁专营店渠道、以大润发、家乐福为代表的大型连锁超市渠道。目前，上海月泮拥有屈臣氏运营服务权的主要品牌有肌养晶、美津植秀、百雀羚、珂莱欧等十余个知名品牌，2017年新开发货架终端6,400余个，盈利能力进一步得到提升。上海月泮营业收入由2015年的1.74亿元上升至2017年的3.55亿元，年均复合增长率42.91%；净利润由2015年的0.56亿元上升至2017年的0.76亿元，年均复合增长率16.46%，经营规模及盈利能力均良好。综合毛利率方面，2015-2017年上海月泮综合毛利率分别为83.15%、79.37%和49.87%，2017年综合毛利率较上年大幅下降，主要系上海月泮新增代理的百雀羚等10余个品牌不具有独家经营权，但综合毛利率仍处于较高水平；2015-2017年上海月泮经营活动现金保持净流入状态，2017年净流入规模有所减少，主要系当年采购支出增加较多所致。

**表 5 上海月泮经营情况（单位：万元）**

项 目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
营业收入	7,314.77	35,542.07	19,012.13	17,402.19
营业成本	3,983.02	17,819.01	3,922.19	2,932.16
营业利润	1,253.10	10,187.61	8,655.71	7,212.44
利润总额	1,286.50	10,187.61	9,091.82	7,511.51
净利润	964.87	7,638.89	6,816.60	5,632.11
综合毛利率	45.55%	49.87%	79.37%	83.15%
经营活动产生的现金流净额	-	1,006.15	5,821.41	2,932.63-

资料来源：公司提供

品牌运营方面，广州韩亚是国内为数不多的彩妆为主、护肤一体的化妆品企业，拥有“蓝秀”、“LC”品牌资源。2015-2017年，广州韩亚营业收入略有下降；净利润由2015年的0.29亿元上升至2017年的0.38亿元，经营规模略有下降但盈利能力尚可，2015-2017年广州韩亚经营活动产生的现金流净额分别为0.28亿元、0.35亿元和0.12亿元，2017年净流入规模有所减少，主要系当年收到其他与经营活动有关的现金项减少所致。研发生产方面，公司参股子公司广州栋方获得多项研发成果及国家专利，实现了从OEM到ODM再到OBM的升级和发展。

**表 6 广州韩亚经营情况（单位：万元）**

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
营业收入	2,444.72	13,940.28	14,729.20	15,292.35
营业成本	914.47	5,740.03	6,935.41	7,436.48
营业利润	823.20	4,505.06	3,904.61	3,400.62
利润总额	823.26	4,511.50	3,928.30	3,497.81
净利润	731.97	3,830.22	3,263.10	2,903.18
综合毛利率	62.59%	58.82%	52.91%	51.37%
经营活动产生的现金流净额	-	1,223.99	3,536.40	2,793.39-

资料来源：公司提供

新零售业务方面，公司全资子公司金王产业链及各省市化妆品渠道管理公司陆续同终端零售企业联手成立各省份众妆供应链公司，以各省众妆供应链公司为基础，打造“数字化新零售服务平台”，通过集中采购、智能物流以及为终端店接入综合管理系统等方式，推动零售终端进行数字化产业升级，通过信息、资源共享，提高各省级或区域渠道运营商的经营效率，降低流转成本；同时协助自身及合作的化妆品品牌、生产方共享消费渠道和终端资源，从而实现高效分销，快速覆盖终端网点。此外，金王产业链还开展全国线下渠道资源整合，加大线下渠道的拓展宽度和深度，形成多元化的销售网络和线上、线下渠道互动互通的全渠道布局。

2017年金王产业链实现营业收入13.46亿元，较2016年增长276.26%，净利润0.85亿元，较2016年增长297.99%，综合毛利率较上年下降1.1个百分点至23.23%，相较于拥有自有品牌的上海月沣及广州韩亚，金王产业链综合毛利率水平较低，主要系其下属子公司经营的化妆品渠道销售业务毛利率相对较低所致。2017年金王产业链经营活动现金净流出3.17亿元，主要系金王产业链化妆品业务规模扩大，相应的渠道押金、品牌合作保证金、预付货款等支出增加较多所致。

**表 7 金王产业链经营情况（单位：万元）**

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
----	-----------	-------	-------

营业收入	41,651.57	134,639.00	35,783.12
营业成本	32,290.86	103,361.38	27,076.52
营业利润	2,591.01	11,225.28	2,996.14
利润总额	2,590.34	11,395.48	2,996.80
净利润	1,922.63	8,543.31	2,146.62
综合毛利率	22.47%	23.23%	24.33%
经营活动产生的现金流净额	-	-31,656.45	7,454.82

资料来源：公司提供

化妆品业务贡献收入方面，2015-2017年及2018年1-3月，公司化妆品业务分别实现销售收入1.74亿元、6.66亿元、25.63亿元和7.61亿元，占当期营业收入的比重分别为11.78%、28.08%、54.81%和63.73%，化妆品业务对公司收入贡献逐步提升，已成为公司主要收入来源。同其他业务相比，公司化妆品业务毛利率相对较高，2015-2017年及2018年1-3月毛利率分别为83.15%、45.75%、33.14%和30.97%，2016年公司化妆品业务毛利率大幅下降的主要原因在于：金王产业链于2016年纳入公司合并范围，其从事的渠道代理业务毛利率相较于拥有自有品牌的上海月泮及广州韩亚较低，且部分代理商经营日化产品，经营模式及经营产品的不同导致2016年度化妆品板块毛利率下降。2017年公司化妆品业务毛利率下降的主要原因在于：杭州悠可于2017年度纳入公司合并报表范围，其从事的化妆品渠道销售业务毛利率相对较低；上海月泮新增代理的百雀羚等10余个品牌的毛利率相对较低；金王产业链销售收入增长较快占比增多，但其下属子公司经营的化妆品渠道销售业务毛利率相对较低。相较于公司原有的蜡烛及工艺品、油品贸易板块，化妆品板块因其迅速增长的销售收入及较高的毛利率，已经成为公司主要利润增长点。

**表 8 公司化妆品业务收入及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
化妆品业务营业收入	7.61	25.63	6.66	1.74
化妆品业务营业收入占当期营业收入比重	63.73%	54.81%	28.08%	11.78%
化妆品业务毛利率	30.97%	33.14%	45.75%	83.15%

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

公司通过投资扩张，化妆品业务销售已涵盖电商、商超、专营店、百货、CS、KA等多种渠道，目前营销渠道已经布局20个省市。随着渠道建设的推进，2015年公司第一大客户屈臣氏销售收入在化妆品收入中占比不断下降。2017年，经营线上业务的杭州悠可纳入公司合并范围，公司化妆品业务主要客户也因之新增唯品会（中国）有限公司、北京京东世纪贸易有限公司等线上经销商。

**表 9 公司化妆品业务主要客户情况（单位：万元）**

年份	客户	销售收入	占化妆品
----	----	------	------

			收入比重
2017年	唯品会（中国）有限公司	29,369.13	11.46%
	屈臣氏	21,492.92	8.38%
	YOUTONGTRADING(HONGKONG)LIMITED	5,883.72	2.30%
	北京京东世纪贸易有限公司	5,423.79	2.12%
	欧莱雅（中国）有限公司	3,361.68	1.31%
	<b>合计</b>	<b>65,531.24</b>	<b>25.56%</b>
2016年	屈臣氏	12,127.76	18.22%
	杭州知夏贸易有限公司	947.95	1.42%
	河南昌业商贸有限公司	798.36	1.20%
	南宁市引领商贸有限公司	683.25	1.03%
	广州扮靓岛微商贸易有限公司	586.2	0.88%
	<b>合计</b>	<b>15,143.52</b>	<b>22.75%</b>
2015年	屈臣氏	16,965.33	97.49%
	<b>合计</b>	<b>16,965.33</b>	<b>97.49%</b>

资料来源：公司提供

值得注意的是，公司对上海月泮、广州韩亚、杭州悠可的并购溢价较高，截至2017年末，公司商誉账面价值为14.56亿元，占资产总额的31.25%。广州韩亚、上海月泮和杭州悠可出售方承诺的2016年度扣除非经常性损益后归属母公司股东的净利润分别为0.32亿元、0.63亿元和0.67亿元，承诺的2017年度扣除非经常性损益后归属母公司股东的净利润分别为0.38亿元、0.73亿元和1.00亿元，上述三家公司在2016及2017年均完成相应承诺。经公司聘请的专业审计机构中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）测试，2017年公司商誉应计提减值准备的金额为零。但2018年业绩承诺完成情况仍有待关注，若未来广州韩亚、上海月泮和杭州悠可实际运营状况不及交易评估时的预期状态，则公司将面临较大的商誉减值风险。此外，公司在原有的蜡烛及工艺品、油品贸易主营业务基础上并购投资化妆品公司，客观上具有一定的管理难度和整合难度，需关注公司对新增化妆品子公司的管理及整合成效。

**表 10 截至 2017 年末公司主要被投资单位形成的商誉明细表（单位：亿元）**

被投资单位名称	商誉形成时间	商誉余额	占期末商誉比重	是否计提减值
上海月泮化妆品有限公司	2015年	1.71	11.72%	否
浙江金庄化妆品有限公司	2016年	0.45	3.07%	否
云南弘美化妆品有限公司	2016年	0.30	2.06%	否
安徽弘方化妆品有限公司	2016年	0.74	5.08%	否
广州韩亚生物科技有限公司	2016年	3.13	21.50%	否
杭州悠可化妆品有限公司	2017年	7.86	53.99%	否
<b>合计</b>	-	<b>14.19</b>	<b>97.41%</b>	-

资料来源：公司2017年审计报告

## （二）蜡烛及工艺品业务

公司蜡烛及工艺品业务经营较为稳定，产品以出口为主，存在一定客户集中风险

经过多年发展，蜡烛销售市场已经较为成熟，2015-2017年公司蜡烛及工艺品业务分别实现销售收入5.53亿元、5.70亿元和5.41亿元，收入相对稳定。2017年受石蜡市场价格上升及人民币兑美元总体贬值的影响，公司蜡烛及工艺品业务毛利率小幅下降2.63个百分点至27.21%。

公司的生产基地主要集中在国内，海外的生产基地进行一部分产品的生产。2015-2017年公司蜡烛及工艺品产能未发生变化，产量、产能利用率和销量同比变化均不大，公司蜡烛及工艺品产能及产销较为稳定。

**表 11 公司蜡烛及工艺品产能及产销情况**

项目	2017年	2016年	2015年
产能（吨/年）	47,000.00	47,000.00	47,000.00
产量（吨）	41,300.00	40,000.00	40,000.00
产能利用率	87.87%	85.11%	85.11%
销量（吨）	37,400.00	36,000.00	36,000.00
产销率	90.56%	90.00%	90.00%

资料来源：公司提供

公司蜡烛及工艺品以销往国外为主，2015-2017年外销比例分别为97.71%、98.00%和97.54%，占比很高且较为稳定。从销售金额上看，2015-2017年公司蜡烛及工艺品国外销售收入分别为5.40亿元、5.58亿元及5.28亿元，变动不大。国内销售方面，公司主要采用直营、直供与电子商务等营销渠道的建设来拓展国内工艺蜡烛及工艺品市场，但国内需求较小，因此公司国内蜡烛及工艺品销售收入较小，2015-2017年蜡烛及工艺品国内销售收入均为0.13亿元。

**表 12 公司蜡烛及工艺品分地区业务收入及占比情况（单位：万元）**

区域	2017年		2016年		2015年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
国内销售	1,329.05	2.46%	1,265.41	2.00%	1,265.24	2.29%
国外销售	52,788.73	97.54%	55,763.53	98.00%	53,989.38	97.71%
合计	<b>54,117.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>57,028.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>55,254.62</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

公司蜡烛及工艺品业务前五大客户较为稳定，2015-2017年来自前五大客户的销售收入在蜡烛及工艺品业务收入中占比分别为70.79%、59.38%和59.22%，前五大客户集中度有所下降但仍较高。2015-2017年公司蜡烛及工艺品业务第一大客户RB（利洁时）采购占

比分别为31.74%、23.61%和25.00%，第一大客户采购量占比较高，存在一定客户集中风险。

**表 13 公司蜡烛及工艺品业务前五大客户（单位：万元）**

年份	客户	销售收入	在蜡烛及工艺品收入中占比
2017 年	RB（利洁时）	13,530.75	25.00%
	SAINSBURY'S ASIA LIMITED	7,243.65	13.38%
	IKEA（宜家家居）	3,990.62	7.37%
	NEXT RETAIL LTD.	3,753.36	6.94%
	ICA SVERIGE AB (NON FOOD)	3,528.72	6.52%
	<b>合计</b>	<b>32,047.11</b>	<b>59.22%</b>
2016 年	RB（利洁时）	12,322.20	23.61%
	IKEA（宜家家居）	6,421.91	12.30%
	SAINSBURY'S ASIA LIMITED	5,404.76	10.36%
	ICA SVERIGE AB (NON FOOD)	3,854.38	7.39%
	NEXT RETAIL LTD.	2,984.90	5.72%
	<b>合计</b>	<b>30,988.15</b>	<b>59.38%</b>
2015 年	RB（利洁时）	17,535.26	31.74%
	IKEA（宜家家居）	10,285.57	18.61%
	SAINSBURY'S ASIA LIMITED	5,639.44	10.20%
	ICA SVERIGE AB (NON FOOD)	3,862.09	6.99%
	NEXT RETAIL LTD.	1,796.21	3.25%
	<b>合计</b>	<b>39,118.57</b>	<b>70.79%</b>

资料来源：公司提供

### （三）油品贸易业务

#### 油品贸易业务盈利能力较弱，且贸易业务客户集中度较高

公司油品贸易业务的初衷主要在于配合蜡烛及工艺品业务以更低的价格采购石蜡，初始时油品贸易业务的品种仅为石蜡，后来逐步发展为石蜡、燃料油、沥青、橡胶和其他石化产品并存的多品种贸易业务，近年以石蜡、燃料油和沥青为主。目前公司油品贸易业务通过批发商模式进行，主要采用锁定上下游差价的闭口业务模式，结算模式主要为电汇和银行承兑汇票。

2015-2017年公司实现油品贸易收入分别为7.50亿元、11.35亿元和15.72亿元，收入有所增长。但公司油品贸易业务毛利率较低，盈利能力较弱，对利润贡献有限。此外，2017年油品贸易客户路泰沥青经营困难，公司对其应收账款全额计提坏账准备7,681.50万元，对公司2017年度经营状况影响较大。

**表 14 公司油品贸易各品种收入情况（单位：万元）**

年份	贸易品种	贸易收入	占比
2017年	燃料油	52,667.94	33.51%
	石蜡化工原料	51,326.31	32.65%
	沥青	29,035.17	18.47%
	其他	24,161.82	15.37%
	<b>合计</b>	<b>157,191.24</b>	<b>100.00%</b>
2016年	燃料油	60,376.30	53.19%
	石蜡化工原料	30,797.01	27.13%
	沥青	17,479.96	15.40%
	其他	4,849.73	4.27%
	<b>合计</b>	<b>113,503.00</b>	<b>100.00%</b>
2015年	燃料油	33,924.99	45.21%
	石蜡化工原料	22,898.50	30.52%
	沥青	14,132.87	18.84%
	其他	4,075.66	5.43%
	<b>合计</b>	<b>75,032.03</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

从贸易业务供应商情况来看，2015-2017年公司燃料油前五大供应商供应量占燃料油总采购量的比重分别为74.11%、94.77%和91.71%；2015-2017年石蜡化工原料前五大供应商供应量占石蜡总采购量的比重分别为65.64%、78.87%和50%；2015-2017年沥青主要供应商供应量占沥青总采购量的比重分别为87.81%、99.94%和94.54%；公司贸易业务各贸易品种采购集中度较高，集中采购有利于公司在采购方面增强议价能力，与供应商形成稳定的合作关系。2015-2017年公司油品贸易业务前五大客户销售额占贸易业务总收入的比重分别为61.08%、72.84%和69.04%，客户集中度较高，2017年油品贸易业务前五大客户变动较大，主要系公司主动调整客户结构所致。

**表 15 公司燃料油主要供应商情况（单位：万元）**

年份	主要供应商	采购总价款	采购量占比
2017年	盘锦大兴沥青有限公司	18,235.76	34.81%
	中油海昇石油化工（大连）有限公司	18,134.02	34.62%
	东营亚鑫化工有限公司	4,631.29	8.84%
	中海油气（泰州）石化有限公司	4,541.78	8.67%
	东营市泷淼石油化工有限公司	2,494.41	4.76%
	<b>合计</b>	<b>48,037.26</b>	<b>91.71%</b>
2016年	中油海昇石油化工（大连）有限公司	46,692.82	70.63%
	河北鹏晟石油化工有限公司	5,736.8	9.84%
	东营市宝隆石油化工有限公司	3,473.08	8.18%

	南通川东石油公司	2,439.99	2.61%
	盘锦大兴沥青有限公司	2,339.66	3.51%
	<b>合计</b>	<b>60,682.35</b>	<b>94.77%</b>
2015年	盘锦大兴沥青有限公司	6,508.77	19.19%
	中海油销售江苏有限公司	6,315.77	18.62%
	乌鲁木齐海达伟业石油化工有限责任公司	4,696.35	13.84%
	中国国储能源化工集团股份公司销售分公司	3,870.58	11.41%
	河北鹏晟石油化工有限公司	3,751.09	11.06%
	<b>合计</b>	<b>25,142.56</b>	<b>74.11%</b>

资料来源：公司提供

**表 16 公司石蜡化工原料主要供应商情况（单位：万元）**

年份	主要供应商	采购总价款	采购量占比
2017年	山东成达新能源科技有限公司	9,797.17	18%
	淄博齐翔腾达化工股份有限公司	7,076.02	12%
	南通鸿汇实业有限公司	4,224.86	7%
	山东齐旺达石油化工有限公司	4,035.62	8%
	上海滨通石油化工有限公司	3,612.81	6%
	<b>合计</b>	<b>28,746.47</b>	<b>50%</b>
2016年	山东齐旺达石油化工有限公司	15,861.98	46.32%
	大庆市让胡路区翔宇经贸有限责任公司	3,700.05	10.80%
	淄博捷泰石油化工有限公司	3,069.51	8.96%
	大连恒泰基贸易有限公司	2,199.78	6.42%
	乌鲁木齐海达伟业石油化工有限责任公司	2,179.90	6.37%
	<b>合计</b>	<b>27,011.22</b>	<b>78.87%</b>
2015年	乌鲁木齐海达伟业石油化工有限责任公司	4,947.49	21.61%
	淄博齐翔腾达化工股份有限公司	4,059.30	17.73%
	齐齐哈尔鑫兴清洁燃料油有限公司	2,303.20	10.06%
	东营旺豪化工有限公司	1,879.00	8.21%
	山东新永辉化工有限公司	1,840.73	8.04%
	<b>合计</b>	<b>15,029.72</b>	<b>65.64%</b>

资料来源：公司提供

**表 17 公司沥青主要供应商情况（单位：万元）**

时间	前五大供应商	采购总价款	采购量占比
2017年	中油海昇石油化工（大连）有限公司	8,886.36	23.98%
	青州市金源工贸有限公司	8,092.42	27.28%
	盘锦大兴沥青有限公司	7,341.56	27.00%
	上海宣博石油化工有限公司	2,985.01	9.06%

	辽宁缘泰石油化工有限公司	1,790.35	7.22%
	<b>合计</b>	<b>29,095.69</b>	<b>94.54%</b>
2016年	上海宜博石油化工有限公司	5,431.28	36.24%
	中油海化石油化工（大连）有限公司	5,272.23	32.76%
	中油海昇石油化工（大连）有限公司	2,981.27	18.12%
	恒百锐供应链管理股份有限公司	1,611.10	12.81%
	<b>合计</b>	<b>15,295.88</b>	<b>99.94%</b>
2015年	上海有晖石油化工有限公司	8,309.19	43.00%
	临邑县恒润化工有限公司	4,883.00	19.04%
	营口金盛实业有限公司	2,486.83	12.95%
	滨州众成油业有限公司	1,946.00	9.07%
	南京源丰石化有限公司	962.98	3.76%
	<b>合计</b>	<b>18,588.00</b>	<b>87.81%</b>

资料来源：公司提供

表 18 公司油品贸易前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售额	占贸易业务总收入比例
2017年	淄博茂隆实业有限公司	47,167.79	30.75%
	翰源能源（大连）有限公司	20,624.38	13.44%
	大连长丰石化有限公司	16,546.14	10.79%
	淄博山河石油化工储运有限公司	11,705.75	7.63%
	南京源丰石化有限公司	9,863.16	6.43%
	<b>合计</b>	<b>105,907.23</b>	<b>69.04%</b>
2016年	淄博山河石油化工储运有限公司	31,458.43	27.72%
	中国长江航运集团南京油运股份有限公司	16,997.82	14.98%
	金澳科技（湖北）化工有限公司	13,446.01	11.85%
	淄博中誉石油化工有限公司	10,515.34	9.26%
	上海久德石油化工有限公司	10,255.55	9.04%
	<b>合计</b>	<b>82,673.15</b>	<b>72.84%</b>
2015年	淄博山河石油化工储运有限公司	27,512.30	36.67%
	江苏海德石化集团有限公司	7,303.49	9.73%
	淄博中誉石油化工有限公司	4,864.67	6.48%
	山东路泰沥青有限公司	3,754.27	5.00%
	浙江双胜石化有限公司	2,399.23	3.20%
	<b>合计</b>	<b>45,833.96</b>	<b>61.08%</b>

资料来源：公司提供

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年、2017年审计报告以及未经审计的2018年1-3月财务报表，因会计政策变更重新追溯2016年度损益表数据，以下分析中2016年数据均采用2017年审计报告期初数。报告均采用新会计准则编制。截至2017年末，公司纳入合并报表范围内的子（孙）公司共50家，详见附录五。近三年又一期，公司合并报表范围变更情况如下表所示。

**表 19 近三年又一期纳入公司合并范围的子公司变动情况**

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
合并子公司家数	58	50	32	11
其中：当年增加数	8	18	21	6
当年减少数	0	0	0	0
增加原因	新设成立及非同一控制下企业合并	新设成立及非同一控制下企业合并	新设成立及非同一控制下企业合并	新设成立及非同一控制下企业合并

资料来源：公司提供

2017年，财政部发布了《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30号），公司的主要会计政策发生变更，并对公司2016年度数据产生影响。

**表 20 公司变更会计政策影响2016年报表会计科目情况（单位：万元）**

项目	调整前	调整数	调整后
资产处置收益	-	-46.00	-46.00
营业外收入	890.36	-1.92	888.44
营业外支出	69.89	-47.92	21.97

资料来源：公司2017年审计报告

## 资产结构与质量

公司资产规模大幅增长，其中商誉金额较大，需关注商誉减值风险

2015-2017年公司扩张迅速，资产规模由2015年末的19.18亿元增长至2017年末的46.60亿元，年均复合增长率为55.88%，截至2018年3月末，公司资产规模进一步增加至51.88亿元，主要系公司积极进行化妆品全产业链布局，通过并购、设立等方式新增较多子公司所致。从资产结构来看，以货币资金及应收账款为主的流动资产占比较高，截至2017年末，流动资产占比为55.47%。

**表 21 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018年3月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	金额	金额	占比	金额	占比
货币资金	80,543.38	15.52%	84,556.67	18.14%	57,824.31	20.05%	45,573.22	23.76%
应收账款	65,581.77	12.64%	57,760.75	12.39%	38,246.00	13.26%	27,490.40	14.33%

预付款项	43,509.49	8.39%	28,566.62	6.13%	18,514.83	6.42%	12,882.92	6.72%
存货	92,866.74	17.90%	75,552.86	16.21%	32,901.86	11.41%	25,301.01	13.19%
<b>流动资产合计</b>	<b>299,010.68</b>	<b>57.63%</b>	<b>258,482.20</b>	<b>55.47%</b>	<b>158,479.75</b>	<b>54.95%</b>	<b>120,093.30</b>	<b>62.61%</b>
可供出售金融资产	14,880.07	2.87%	16,398.07	3.52%	12,732.50	4.41%	10,772.50	5.62%
长期股权投资	22,331.66	4.30%	7,605.30	1.63%	25,892.41	8.98%	23,564.33	12.29%
固定资产	20,809.70	4.01%	21,133.09	4.53%	16,918.54	5.87%	16,539.21	8.62%
商誉	145,646.38	28.07%	145,646.38	31.25%	66,474.46	23.05%	16,282.85	8.49%
<b>非流动资产合计</b>	<b>219,805.29</b>	<b>42.37%</b>	<b>207,544.80</b>	<b>44.53%</b>	<b>129,949.77</b>	<b>45.05%</b>	<b>71,705.03</b>	<b>37.39%</b>
<b>资产总计</b>	<b>518,815.97</b>	<b>100.00%</b>	<b>466,027.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>288,429.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>191,798.33</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2015、2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项及存货构成。截至2017年末，公司货币资金为8.46亿元，其中银行存款7.23亿元，其他货币资金1.12亿元，主要为银行承兑保证金、信用证保证金和银行理财产品等，其中受限金额0.29亿元。截至2017年末，公司应收账款账面价值5.78亿元，因油品贸易客户路泰沥青经营困难，2017年公司对其应收账款全额计提坏账准备7,681.50万元，占应收账款期末余额的比重达11.68%。应收账款主要为应收销售货款，金额增长主要系合并范围扩大所致，账龄以1年以内为主，应收账款前五名占应收账款总额的比重为27.97%，较2016年下降26.91个百分点，但应收对象仍较为集中，存在一定的回收风险。截至2017年末，公司预付款项金额为2.86亿元，主要为预付供应商的货款，随着公司合并范围扩大规模不断增加。截至2017年末，公司存货为7.56亿元，主要为原材料、委托加工物资和库存商品，其中原材料占比11.72%，委托加工物资占比2.04%，库存商品占比84.16%，库存商品较2016年增加153.00%至6.43亿元，主要系化妆品业务产生，公司存货中库存商品金额较大且占比较高，需关注存货跌价风险。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产及商誉构成。截至2017年末，公司可供出售金融资产账面金额为1.64亿元，主要为公司持有的青岛银行及捷玛计算机信息技术（上海）股份有限公司的股份。截至2017年末，公司长期股权投资账面金额为0.76亿元，主要为联营企业广州栋方的股权，长期股权投资较2016年下降70.63%，主要为杭州悠可在2017年度纳入合并报表范围所致。截至2017年末，公司固定资产账面金额为2.11亿元，主要为房屋、生产设备等，其中账面原值0.59亿元固定资产已用于借款抵押。商誉主要为公司收购子公司时形成，截至2017年末，公司商誉账面金额为14.56亿元，若未来并购标的不能完成业绩承诺，公司将面临较大的商誉减值风险。

综上所述，公司不断开拓化妆品领域，资产规模快速增长。但公司资产中应收账款规模较大，对公司资金形成一定占用，存在一定的回收风险，资产流动性一般；同时公司商誉账面价值较大，需关注商誉减值风险。

## 资产运营效率

### 公司营业收入快速增长，资产运营效率有所提升

2015-2017年受公司并购较多化妆品类公司以及业务发展影响，公司应收账款规模逐年增加，但由于营业收入规模增速更高，公司应收账款周转天数有所下降，2017年应收账款周转天数为36.95天，较2015年减少28.17天。受公司营业成本逐年增加影响，公司存货周转天数、应付账款周转天数逐年减少，存货周转效率、应付账款周转效率均有所提升。综合来看，2015-2017年公司净营业周期逐年缩短，2017年公司净营业周期为69.88天，较2015年减少16.53天。同时随着公司营业收入不断增长，2015-2017年固定资产周转天数、流动资产周转天数及总资产周转天数均随之显著下降。整体来看，公司资产运营效率有所提升。

**表 22 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2017年	2016年	2015年
应收账款周转天数	36.95	49.91	65.12
存货周转天数	53.05	55.63	63.14
应付账款周转天数	20.12	28.20	41.85
净营业周期	69.88	77.33	86.41
流动资产周转天数	160.49	211.49	231.47
固定资产周转天数	14.65	25.40	41.46
总资产周转天数	290.39	364.58	383.37

资料来源：公司2015年、2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，鹏元整理

## 盈利能力

### 随着公司在化妆品领域的不断拓展，收入及利润规模大幅增长

依托于化妆品业务及油品贸易规模的扩大，2015-2017年公司分别实现营业收入14.77亿元、23.71亿元和46.77亿元，年均复合增长率为77.95%。毛利率方面，2015-2017年公司综合毛利率分别为21.52%、20.57%和21.31%，较为稳定。

2017年公司资产减值损失骤增至6,527.83万元，主要系油品贸易客户路泰沥青经营困难，公司对其应收账款全额计提坏账准备7,681.50万元所致。投资收益方面，2015-2017年及2018年1-3月公司分别实现投资收益2,431.06万元、4,085.47万元、22,320.77万元和50.12万元，2015、2016年公司投资收益主要来源于公司对联营企业的投资收益，2017年投资收益大幅增长，主要系公司收购杭州悠可剩余63%股权，将杭州悠可37%股权按公允价值重新计量，将其公允价值与账面价值的差额2.20亿元计入当期投资收益所致。

公司规模扩张，带动期间费用增长，但由于营业收入增长较快，2015-2017年期间费用率分别为13.37%、11.51%和13.15%，维持在较低水平，对利润侵蚀较小。2015-2017年公司实现营业利润分别为1.34亿元、2.33亿元和5.27亿元，年均复合增长率为98.32%；实现利润总额分别为1.36亿元、2.42亿元和5.33亿元，年均复合增长率为97.97%；实现净利润分别为1.13亿元、1.99亿元和4.45亿元，年均复合增长率为98.31%。

2015-2017年，随着公司经营规模扩大以及盈利能力增强，公司营业利润率、总资产回报率、净资产收益率均有所提高。

综合来看，2015-2017年公司业务扩张，收入、利润规模和净利润水平大幅增长，公司经营及盈利能力良好。

**表 23 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
营业收入	119,414.09	467,652.87	237,099.63	147,688.84
资产减值损失	337.05	6,527.83	701.43	524.09
投资收益	50.12	22,320.77	4,085.47	2,431.06
营业利润	7,436.93	52,629.17	23,315.44	13,381.08
利润总额	7,531.48	53,345.88	24,181.91	13,611.56
净利润	5,754.18	44,479.47	19,938.22	11,310.62
综合毛利率	22.02%	21.31%	20.57%	21.52%
期间费用率	15.31%	13.15%	11.51%	13.37%
营业利润率	6.23%	11.25%	9.83%	9.06%
总资产回报率	-	15.28%	11.67%	11.24%
净资产收益率	-	18.57%	14.62%	15.74%
营业收入增长率	56.48%	97.24%	60.54%	20.71%
净利润增长率	107.31%	123.09%	76.28%	129.93%

资料来源：公司2015年、2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，鹏元整理

## 现金流

**受化妆品板块持续进行投资并购的影响，经营活动及投资活动现金流出规模较大，对筹资活动依赖较大**

经营活动方面，2015-2017年及2018年1-3月公司收现比分别为1.18、1.08、1.10和1.12，经营收现情况略有波动。2015-2017年公司净利润不断增加，带动现金生成能力进一步加强，公司FFO分别为1.36亿元、1.95亿元和2.93亿元。但随着经营规模进一步扩大，公司营运资本占用资金较为明显，2017年主要为以化妆品为主的存货规模扩大所致。2015-2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为1.90亿元、-0.62亿元和0.45亿元，2016年经

营活动现金净流出主要系公司投资化妆品营销渠道，相应的应收账款、渠道押金、品牌合作保证金、预付货款等增加所致，2016-2017年，相较于公司较大规模的营业收入及净利润，公司经营性现金状态表现不佳。2018年1-3月，公司经营活动现金净流出2.68亿元，主要系支付给职工以及为职工支付的现金及支付的各项税费增加所致。2015-2017年公司投资活动现金继续保持较高净流出，主要系近三年对化妆品业务投资并购所支付的现金流出较多导致。2015-2017年公司筹资活动产生的现金流量净额继续保持较大规模净流入，主要系公司为满足化妆品板块投资并购的资金需求而增加对银行的借款及非公开发行股票募集资金所致。随着公司线上营销渠道的拓展及线下新零售业务布局的深入，公司在众妆公司成立、品牌引入、化妆品采购、管理及销售费用支出等方面有较大资金需求，未来可能仍将较大程度地依赖筹资活动。

**表 24 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
收现比	1.12	1.10	1.08	1.18
净利润	5,754.18	44,479.47	19,938.22	11,310.62
FFO	-	29,262.92	19,464.40	13,603.15
营运资本变化	-	-31,838.06	-24,961.15	4,489.22
其中：存货减少（减：增加）	-	-26,619.98	713.04	-10,374.94
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-2,296.22	-9,676.12	-7,404.22
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	-2,921.85	-15,998.07	22,268.39
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-26,846.26</b>	<b>4,478.72</b>	<b>-6,213.50</b>	<b>19,042.23</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-15,255.09</b>	<b>-34,206.76</b>	<b>-37,000.35</b>	<b>-16,121.79</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>38,520.79</b>	<b>59,384.16</b>	<b>55,746.85</b>	<b>23,693.64</b>
现金及现金等价物净增加额	-4,538.70	28,723.57	13,091.03	26,738.61

资料来源：公司2015年、2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

**公司有息债务增长较快，有息债务面临集中到期，公司存在一定的集中偿付压力**

2015-2017年随着利润的积累及非公开发行股票，公司所有者权益较快增长，由2015年末的8.04亿元增长至2017年末的28.66亿元，年均复合增长率为88.82%。2015-2017年公司负债总额分别为11.14亿元、9.60亿元和17.94亿元。截至2018年3月末，公司产权比率为76.82%，所有者权益对债务的保障程度仍较好。

**表 25 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018年3月	2017年	2016年	2015年
负债总额	225,400.35	179,392.26	96,046.19	111,399.19
所有者权益	293,415.62	286,634.74	192,383.33	80,399.14
产权比率	76.82%	62.59%	49.92%	138.56%

资料来源：公司2015、2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，鹏元整理

从负债结构来看，公司流动负债占比较大。截至2017年末，流动负债占总负债的比重为81.77%。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至2017年末，公司短期借款为8.25亿元，占总负债的比重为46.00%，主要为保证借款。截至2017年末，公司应付票据账面金额为0.63亿元，全部为银行承兑汇票。截至2017年末，公司应付账款账面金额为2.92亿元，全部为应付货款。截至2017年末，公司预收款项账面余额为0.72亿元，全部为预收货款。截至2017年末，公司其他应付款为0.91亿元，主要为往来款和预提费用。

公司非流动负债主要由长期借款、长期应付款和应付债券构成。截至2017年末，公司长期借款金额为2.27亿元，占总负债的比重为12.63%，其中质押借款1.37亿元，质押物为上海月泮100%股权和杭州悠可37%股权，保证借款0.9亿元。截至2017年末，公司长期应付款金额为0.79亿元，占总负债的比重为4.40%，为2017年新增的应付融资租赁款。

**表 26 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018年3月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	94,218.81	41.80%	82,524.10	46.00%	23,200.00	24.16%	44,000.00	39.50%
应付票据	9,051.97	4.02%	6,326.20	3.53%	6,717.60	6.99%	12,232.90	10.98%
应付账款	35,092.50	15.57%	29,220.25	16.29%	11,914.99	12.41%	17,594.06	15.79%
预收款项	10,137.26	4.50%	7,162.48	3.99%	4,803.54	5.00%	8,583.96	7.71%
其他应付款	9,853.85	4.37%	9,102.58	5.07%	3,806.36	3.96%	3,813.05	3.42%
一年内到期的非流动负债	-	-	-	-	21,942.23	22.85%	-	-
<b>流动负债合计</b>	<b>166,959.80</b>	<b>74.07%</b>	<b>146,687.50</b>	<b>81.77%</b>	<b>77,871.11</b>	<b>81.08%</b>	<b>88,805.96</b>	<b>79.72%</b>
长期借款	49,050.00	21.76%	22,650.00	12.63%	17,000.00	17.70%	12,000.00	10.77%
长期应付款	7,320.00	3.25%	7,896.88	4.40%	-	-	-	-
应付债券	-	-	-	-	-	-	9,882.23	8.87%
<b>非流动负债合计</b>	<b>58,440.54</b>	<b>25.93%</b>	<b>32,704.76</b>	<b>18.23%</b>	<b>18,175.09</b>	<b>18.92%</b>	<b>22,593.23</b>	<b>20.28%</b>
<b>负债合计</b>	<b>225,400.35</b>	<b>100.00%</b>	<b>179,392.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>96,046.19</b>	<b>100.00%</b>	<b>111,399.19</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	150,588.81	66.81%	113,070.98	63.03%	62,142.23	64.70%	65,882.23	59.14%

注：公司反馈应付票据不会产生利息，上述有息债务核算未包含应付票据。

资料来源：公司2015、2017年审计报告及未经审计的2017年1-6月财务报表，鹏元整理

公司有息债务包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、长期应付款和应

付债券。截至2018年3月末，公司有息债务总额为15.06亿元，较2015年末增长128.57%，占总负债的比重较2015年末上升7.67个百分点至66.81%；公司有息债务规模增长较快，且集中于2018、2019年偿付，面临一定的集中偿付压力。

**表 27 截至 2018 年 3 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）**

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后
年偿还额	8.22	3.33	1.85	1.66

资料来源：公司提供

截至2018年3月末，公司资产负债率为43.35%，较2015年末下降5个百分点。从短期偿债能力指标来看，近年公司流动比率和速动比率有所波动，2017年流动比率和速动比率均有所下降，主要系公司流动负债规模上升较快所致。受经营业绩上升影响，2015-2017年公司整体盈利能力不断增强，EBITDA显著增长，EBITDA对有息债务及债务总额的覆盖程度不断增强。总体来看，公司偿债能力有所改善，但开拓、巩固化妆品板块业务所需资金量较大，且公司面临有息债务增长较快、偿付集中的压力。

**表 28 公司偿债能力指标**

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	43.45%	38.49%	33.30%	58.08%
流动比率	1.79	1.76	2.04	1.35
速动比率	1.23	1.25	1.61	1.07
EBITDA（万元）	-	61,170.85	29,812.43	19,408.29
EBITDA 利息保障倍数	-	14.20	7.76	4.77
有息债务/EBITDA	-	1.85	2.08	3.39
债务总额/EBITDA	-	2.93	3.22	5.74
经营性净现金流/流动负债	-0.16	0.03	-0.08	0.21
经营性净现金流/负债总额	-0.12	0.02	-0.06	0.17

资料来源：公司2015、2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，鹏元整理

## 八、债券偿还保障分析

### （一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息偿付资金主要来源于公司经营活动产生盈利和现金流。2015-2017年及2018年1-3月公司营业收入分别为14.77亿元、23.71亿元、46.77亿元和11.94亿元，营业利润分别为1.34亿元、2.33亿元、5.26亿元和0.74亿元，经营活动产生的现金流量净额分别为1.90亿元、-0.62亿元、0.45亿元和-2.68亿元。2015年以来公司通过投资、并购开拓化妆品行业，化妆品产业链日趋完善，盈利逐步释放，未来有望推动公司收入及利润规模增长。

但公司目前油品贸易利润微薄，蜡烛市场规模较小且增长空间有限，未来盈利空间有限；公司扩张及并购等投资活动资金规模相对较大，且有息债务在2018、2019年面临集中兑付压力，短期内公司存在一定的资金支出压力。此外，化妆品行业进入门槛不高，竞争较为激烈，需持续关注公司化妆品业务的经营稳定性。

其次，公司可通过资产抵押、质押或出让方式为本期债券提供偿还支持。截至2017年末，公司应收账款及存货规模分别为5.78亿元和7.56亿元，其中应收账款主要为公司应收销售货款，存货主要为原材料、委托加工物资和库存商品，特殊情况下，公司可通过应收账款的加速回收及存货处置变现为偿债资金提供一定支持。截至2017年末，公司固定资产中房屋建筑物及生产设备账面价值分别为1.71亿元及0.25亿元，特殊情况下，可通过资产抵押或资产出让等方式，为公司提供一定资金支持。但公司应收账款能否及时回收较不确定，公司房屋建筑物及生产设备流动性一般，特殊情况下，通过抵质押融资或者资产处置筹资的能力尚不确定。

## （二）本期债券保障措施分析

**深圳高新投提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平**

本期债券由深圳高新投提供无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息、罚息和实现债权的费用，担保期限为本期债券的存续期及债券到期之日起两年。

深圳高新投原名深圳市高新技术产业投资服务有限公司，由深圳市政府于1994年12月发起设立，初始注册资本1亿元。历经多次股权转让和增资扩股，截至2017年6月末，深圳高新投注册资本及实收资本均达到485,210.50万元。深圳高新投股东深圳市投资控股有限公司、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司和深圳市中小企业服务中心均为深圳市人民政府设立的国资企业或机构，合计持有深圳高新投股份62.17%，深圳高新投最终控制人为深圳市人民政府。截至2017年6月末，深圳高新投股权结构如下所示。

**表 29 截至 2017 年 6 月 30 日深圳高新投股权结构**

股东名称	投资额（万元）	持股比例(%)
深圳市投资控股有限公司	173,171.63	35.69
深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）	97,042.10	20.00
深圳市财政金融服务中心	72,490.45	14.94
恒大企业集团有限公司	69,191.02	14.26
深圳市远致投资有限公司	53,567.24	11.04

深圳市海能达投资有限公司	17,322.01	3.57
深圳市中小企业服务中心	2,426.05	0.50
<b>合计</b>	<b>485,210.50</b>	<b>100.00</b>

资料来源：深圳高新投提供

深圳高新投以融资担保和保证担保业务<sup>2</sup>（非融资担保业务）为主、创业投资业务为辅、资金管理及咨询、典当、小额贷款等延伸业务作为补充的多元业务结构，并通过设立专业子公司实现融资担保、保证担保和创业投资等业务的专业化经营。

截至2017年12月31日，深圳高新投资产总额为134.70亿元，归属于母公司所有者权益为111.91亿元，资产负债率为16.88%；2017年深圳高新投实现营业总收入15.05亿元，利润总额11.09亿元，经营活动现金流净额-21.72亿元。但是我们也关注到，深圳高新投融资担保业务代偿规模持续上升，累计代偿回收率一般。深圳高新投主要财务指标如下表所示。

**表 30 2015-2017 年深圳高新投主要财务指标情况**

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,346,952.97	789,850.84	820,240.46
归属于母公司所有者权益合计（万元）	1,119,107.66	655,949.44	639,623.84
资产负债率	16.88%	16.95%	22.02%
净资产收益率	9.40%	10.94%	12.31%
营业总收入（万元）	150,517.45	110,064.01	93,401.72
投资收益（万元）	8,676.67	17,187.44	16,193.47
营业利润（万元）	111,043.67	95,212.96	81,610.03
净利润（万元）	83,487.27	70,880.53	60,662.15
经营活动现金流净额（万元）	-217,237.31	-61,634.54	-153,852.71
融资性担保期末在保责任余额（亿元）	-	95.36	70.32
担保风险准备金（万元）	-	34,702.83	33,966.51
融资担保净资产放大倍数	-	1.45	1.10
融资担保业务累计担保代偿率	-	1.24%	1.10%
融资担保业务累计代偿回收率	-	39.70%	35.66%
融资担保业务准备金覆盖率	-	3.64%	4.83%
融资担保业务准备金充足率	-	172.39%	272.04%

注：2015 年数据采用 2016 年年初数

资料来源：深圳高新投 2016、2017 年审计报告，深圳高新投提供，鹏元整理

综合来看，深圳高新投实力雄厚，业务发展情况较好，经鹏元综合评定，深圳高新投主体长期信用等级为AAA，其为本期债券提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

<sup>2</sup> 深圳高新投融资担保业务主要为间接融资担保业务；深圳高新投非融资担保业务主要是保证担保业务，包括履约保函、预付款保函、投标保函、监理保函等。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
流动资产：				
货币资金	80,543.38	84,556.67	57,824.31	45,573.22
应收票据	129.19	181.90	208.00	-
应收账款	65,581.77	57,760.75	38,246.00	27,490.40
预付款项	43,509.49	28,566.62	18,514.83	12,882.92
其他应收款	11,316.52	7,079.14	4,213.79	2,303.76
存货	92,866.74	75,552.86	32,901.86	25,301.01
其他流动资产	5,063.59	4,784.27	6,570.96	6,541.99
<b>流动资产合计</b>	<b>299,010.68</b>	<b>258,482.20</b>	<b>158,479.75</b>	<b>120,093.30</b>
非流动资产：				
可供出售金融资产	14,880.07	16,398.07	12,732.50	10,772.50
长期股权投资	22,331.66	7,605.30	25,892.41	23,564.33
固定资产	20,809.70	21,133.09	16,918.54	16,539.21
在建工程	20.89	-	3,586.03	3,036.03
无形资产	13,035.86	13,349.35	1,860.19	1,163.56
商誉	145,646.38	145,646.38	66,474.46	16,282.85
长期待摊费用	1,605.88	1,369.71	190.63	40.01
递延所得税资产	497.32	583.33	699.79	306.53
其他非流动资产	977.53	1,459.56	1,595.22	-
<b>非流动资产合计</b>	<b>219,805.29</b>	<b>207,544.80</b>	<b>129,949.77</b>	<b>71,705.03</b>
<b>资产总计</b>	<b>518,815.97</b>	<b>466,027.00</b>	<b>288,429.52</b>	<b>191,798.33</b>
流动负债：				
短期借款	94,218.81	82,524.10	23,200.00	44,000.00
应付票据	9,051.97	6,326.20	6,717.60	12,232.90
应付账款	35,092.50	29,220.25	11,914.99	17,594.06
预收款项	10,137.26	7,162.48	4,803.54	8,583.96
应付职工薪酬	2,441.83	3,091.66	975.60	1,453.32
应交税费	6,005.81	8,653.25	4,381.70	1,011.24
应付利息	157.78	171.98	129.08	117.43
应付股利	-	435.00	-	-
其他应付款	9,853.85	9,102.58	3,806.36	3,813.05
一年内到期的非流动负债	-	-	21,942.23	-
<b>流动负债合计</b>	<b>166,959.80</b>	<b>146,687.50</b>	<b>77,871.11</b>	<b>88,805.96</b>
非流动负债：				

长期借款	49,050.00	22,650.00	17,000.00	12,000.00
应付债券	-	-	-	9,882.23
长期应付款	7,320.00	7,896.88	-	-
递延收益	-	5.15	-	-
递延所得税负债	2,070.54	2,152.74	1,175.09	711.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>58,440.54</b>	<b>32,704.76</b>	<b>18,175.09</b>	<b>22,593.23</b>
<b>负债合计</b>	<b>225,400.35</b>	<b>179,392.26</b>	<b>96,046.19</b>	<b>111,399.19</b>
所有者权益：				
股本	39,254.84	39,254.84	37,724.52	32,191.66
资本公积	108,175.64	108,269.96	75,260.58	1,582.71
其他综合收益	2,306.65	4,335.89	2,488.91	482.42
盈余公积	7,441.55	7,441.55	6,609.37	5,778.12
未分配利润	96,934.43	91,297.99	53,799.00	36,154.58
归属于母公司所有者权益合计	254,113.10	250,600.24	175,882.39	76,189.49
少数股东权益	39,302.52	36,034.50	16,500.94	4,209.64
<b>所有者权益合计</b>	<b>293,415.62</b>	<b>286,634.74</b>	<b>192,383.33</b>	<b>80,399.14</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>518,815.97</b>	<b>466,027.00</b>	<b>288,429.52</b>	<b>191,798.33</b>

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
<b>一、营业总收入</b>	<b>119,414.09</b>	<b>467,652.87</b>	<b>237,099.63</b>	<b>147,688.84</b>
其中：营业收入	119,414.09	467,652.87	237,099.63	147,688.84
<b>二、营业总成本</b>	<b>112,027.28</b>	<b>437,610.71</b>	<b>217,823.66</b>	<b>136,738.82</b>
其中：营业成本	93,117.36	367,979.70	188,326.91	115,910.39
税金及附加	289.22	1,584.05	1,505.77	560.70
销售费用	10,992.76	36,823.69	13,503.05	9,661.74
管理费用	5,643.60	19,757.25	10,551.58	7,294.87
财务费用	1,647.30	4,938.19	3,234.91	2,787.03
资产减值损失	337.05	6,527.83	701.43	524.09
投资收益（损失以“-”号填列）	50.12	22,320.77	4,085.47	2,431.06
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	1,668.82	3,465.09	1,860.46
资产处置收益（损失以“-”号填列）	-	-34.48	-46.00	-
其他收益	-	300.72	-	-
<b>三、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>7,436.93</b>	<b>52,629.17</b>	<b>23,315.44</b>	<b>13,381.08</b>
加：营业外收入	101.54	870.51	888.44	377.03
减：营业外支出	6.99	153.80	21.97	146.55
<b>四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>7,531.48</b>	<b>53,345.88</b>	<b>24,181.91</b>	<b>13,611.56</b>
减：所得税费用	1,777.30	8,866.41	4,243.69	2,300.94
<b>五、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>5,754.18</b>	<b>44,479.47</b>	<b>19,938.22</b>	<b>11,310.62</b>
归属于母公司所有者的净利润	4,781.61	40,293.91	18,533.78	9,057.36
少数股东损益	972.56	4,185.56	1,404.44	2,253.26

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	133,310.01	513,974.90	256,549.71	174,699.13
收到的税费返还	1,975.92	4,490.83	5,561.09	4,889.67
收到其他与经营活动有关的现金	2,640.92	4,499.81	4,231.29	692.09
经营活动现金流入小计	137,926.85	522,965.55	266,342.09	180,280.89
购买商品、接受劳务支付的现金	132,871.66	445,480.07	229,680.86	133,142.76
支付给职工以及为职工支付的现金	8,344.58	27,353.23	15,814.46	11,357.24
支付的各项税费	7,530.24	14,678.49	7,739.29	8,464.41
支付其他与经营活动有关的现金	16,026.63	30,975.04	19,320.98	8,274.24
经营活动现金流出小计	164,773.11	518,486.83	272,555.58	161,238.66
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-26,846.26</b>	<b>4,478.72</b>	<b>-6,213.50</b>	<b>19,042.23</b>
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	-	5,170.00	1,040.00	-
取得投资收益收到的现金	50.08	644.29	1,477.23	570.59
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	67.01	400.96	2.92	-
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	65.28	-	-
收到其他与投资活动有关的现金	357.72	351.76	352.25	116.80
投资活动现金流入小计	474.80	6,632.29	2,872.39	687.39
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	647.37	9,292.95	2,500.81	861.47
投资支付的现金	14,700.00	985.57	400.00	11,713.93
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	382.52	30,560.53	35,471.93	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	1,500.00	4,233.77
投资活动现金流出小计	15,729.89	40,839.05	39,872.74	16,809.18
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-15,255.09</b>	<b>-34,206.76</b>	<b>-37,000.35</b>	<b>-16,121.79</b>
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	2,267.10	15,348.00	58,019.91	-
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	15,348.00	-	-
取得借款收到的现金	42,898.07	102,893.83	84,200.00	62,500.00
收到其他与筹资活动有关的现金	484.00	7,558.44	4,479.17	1,091.41
筹资活动现金流入小计	45,649.16	125,800.26	146,699.08	63,591.41
偿还债务支付的现金	4,469.62	59,670.91	88,000.00	36,500.00

分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,931.88	6,745.20	2,952.23	3,271.77
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	-	-	58.10	-
支付其他与筹资活动有关的现金	726.88	-	-	126.00
筹资活动现金流出小计	7,128.37	66,416.11	90,952.23	39,897.77
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>38,520.79</b>	<b>59,384.16</b>	<b>55,746.85</b>	<b>23,693.64</b>
<b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b>	<b>-958.15</b>	<b>-932.54</b>	<b>558.02</b>	<b>124.52</b>
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-4,538.70</b>	<b>28,723.57</b>	<b>13,091.03</b>	<b>26,738.61</b>
加：期初现金及现金等价物余额	85,082.08	54,903.63	41,812.60	15,074.00
<b>六、期末现金及现金等价物余额</b>	<b>80,543.38</b>	<b>83,627.20</b>	<b>54,903.63</b>	<b>41,812.60</b>

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	44,479.47	19,938.22	11,310.62
加：资产减值准备	6,491.09	-666.16	524.09
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,693.25	1,487.85	1,571.98
无形资产摊销	1,421.64	141.85	99.73
长期待摊费用摊销	403.48	157.27	54.01
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	34.48	-1.92	21.42
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	-	47.92	-
财务费用（收益以“-”号填列）	3,954.84	1,983.87	3,030.45
投资损失（收益以“-”号填列）	-22,320.77	-4,085.47	-2,431.06
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	246.09	-207.51	-68.00
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	-86.80	-48.28	-
存货的减少（增加以“-”号填列）	-26,619.98	713.04	-10,374.94
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-2,296.22	-9,676.12	-7,404.22
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-2,921.85	-15,998.07	22,268.39
其他	-	-	439.75
经营活动产生的现金流量净额	4,478.72	-6,213.50	19,042.23
现金的期末余额	83,627.20	54,903.63	41,812.60
减：现金的期初余额	54,903.63	41,812.60	15,074.00
现金及现金等价物净增加额	28,723.57	13,091.03	26,738.61

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
应收账款周转天数(天)	-	36.95	49.91	65.12
存货周转天数(天)	-	53.05	55.63	63.14
应付账款周转天数(天)	-	20.12	28.2	41.85
净营业周期(天)	-	69.88	77.33	86.41
流动资产周转天数(天)	-	160.49	211.49	231.47
固定资产周转天数(天)	-	14.65	25.4	41.46
总资产周转天数(天)	-	290.39	364.58	383.37
综合毛利率	22.02%	21.31%	20.57%	21.52%
期间费用率	15.31%	13.15%	11.51%	13.37%
营业利润率	6.23%	11.25%	9.83%	9.06%
净资产收益率	-	15.28%	11.67%	11.24%
总资产回报率	-	18.57%	14.62%	15.74%
EBITDA(万元)	-	61,170.85	29,812.43	19,408.29
EBITDA利息保障倍数	-	14.20	7.76	4.77
产权比率	76.82%	62.59%	49.92%	138.56%
资产负债率	43.45%	38.49%	33.30%	58.08%
流动比率	1.79	1.76	2.04	1.35
速动比率	1.23	1.25	1.61	1.07
有息债务(万元)	150,588.81	113,070.98	62,142.23	65,882.23
收现比	1.12	1.10	1.08	1.18
FFO(万元)	-	29,262.92	19,464.40	13,603.15
营运资本变化(万元)	-	-31,838.06	-24,961.15	4,489.22

资料来源：公司2015年、2017年审计报告及2018年1-3月未经审计的财务报表，鹏元整理

## 附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
青岛金王国际贸易有限公司	6,320	100.00%	进出口贸易
青岛保税区金王贸易有限公司	3,000	100.00%	进出口贸易
宝旌国际有限公司	1,860 万美元	100.00%	生产、研发销售
香港景隆实业有限公司	1 万港币	100.00%	产品销售、贸易代理
青岛五月花品牌管理有限公司	500	100.00%	品牌管理
上海月泮化妆品有限公司	2,800	100.00%	化妆品销售
芮泮贸易（上海）有限公司	100	100.00%	化妆品销售
上海艾伦亘特化妆品有限公司	100	100.00%	化妆品销售
青岛金王产业链管理有限公司	45,000	100.00%	化妆品产业链管理
云南弘美化妆品有限公司	1,583	60.00%	化妆品销售
四川雅彦化妆品有限公司	1,750	60.00%	化妆品销售
四川弘美烙色化妆品有限公司	1,500	60.00%	化妆品销售
浙江金庄化妆品有限公司	2,250	60.00%	化妆品销售
浙江鸿承化妆品有限公司	2,500	51.00%	化妆品销售
宁波金庄化妆品有限公司	2,000	51.00%	化妆品销售
温州弘方化妆品有限公司	2,500	51.00%	化妆品销售
四川弘方化妆品有限公司	1,040	60.00%	化妆品销售
山东博美化妆品有限公司	1,543	60.00%	化妆品销售
济南弘方化妆品有限公司	1,500	100.00%	化妆品销售
安徽弘方化妆品有限公司	3,987	60.00%	化妆品销售
芜湖弘方化妆品销售有限公司	1,200	51.00%	化妆品销售
芜湖弘思化妆品销售有限公司	2,500	51.00%	化妆品销售
安徽众妆供应链管理有限公司	1,800	51.00%	化妆品销售
湖北晶盟化妆品有限公司	5,000	51.00%	化妆品销售
湖南弘方化妆品有限公司	5,000	51.00%	化妆品销售
荆州市弘思化妆品有限公司	2,000	51.00%	化妆品销售
十堰弘思化妆品有限公司	1,800	51.00%	化妆品销售
厦门金王化妆品有限公司	900	51.00%	化妆品销售
河南弘方化妆品有限公司	2,600	51.00%	化妆品销售
郑州弘方化妆品有限公司	1,500	51.00%	化妆品销售
甘肃博文弘方商贸有限公司	3,500	51.00%	日化品、化妆品销售
宁夏博文弘方商贸有限公司	1,800	100.00%	化妆品销售

青海弘方商贸有限公司	300	100.00%	化妆品销售
青岛金王喜爱化妆品零售管理有限公司	1,600	51.00%	化妆品销售
烟台旭美化妆品零售管理有限公司	1,000	51.00%	化妆品销售
山东弘方化妆品有限公司	1,800	51.00%	化妆品销售
安徽弘志化妆品有限公司	700	51.00%	化妆品销售
上海汇茂石油化工有限公司	200	100.00%	进出口贸易
上海弘方化妆品有限公司	100	100.00%	化妆品销售
广州韩亚生物科技有限公司	2,260	100.00%	化妆品研发、生产及销售
广州雅诗生物制品有限公司	1,491	100.00%	生物制品和洗发护发，护肤类研发、销售
广州中海化妆品有限公司	501	100.00%	化妆品的批发、零售、研发
广州蓝秀网络科技有限公司	100	100.00%	商品批发贸易、计算机技术开发、技术服务
杭州悠可化妆品有限公司	1,852	100.00%	化妆品销售
杭州宁久微贸易有限公司	2,100	100.00%	化妆品销售
杭州美巴科技有限公司	50	100.00%	技术开发、服务
悠可化妆品有限公司（香港）	1,000 万港币	100.00%	化妆品销售
天津弘美化妆品有限公司	1,000	100.00%	化妆品销售
天津弘方化妆品有限公司	5,000	51.00%	化妆品销售
石家庄信达荣成商贸有限公司	500	100.00%	化妆品销售

资料来源：公司 2017 年审计报告

## 附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
FFO	净利润 + 少数股东权益 + 资产减值准备 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用 + 处置固定资产损失 + 固定资产报废损失 + 财务费用 + 投资损失
营运资本变化	存货的减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加 + 其他

## 附录七 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（[www.pyrating.cn](http://www.pyrating.cn)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。