

2018 年福建安井食品股份有限公司

可转换公司债券 2019 年
跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【469】号 01

债券简称：安井转债

债券剩余规模：
1.20 亿元

债券到期日期：2024 年
7 月 12 日

债券偿还方式：对未转
股债券按年计息，每年
付息一次，附债券赎回
及回售条款

分析师

姓名：
何馨逸 张旻婧

电话：
021-51035670

邮箱：
hexy@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于公司
官方网站。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

2018 年福建安井食品股份有限公司可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA-
发行主体长期信用等级	AA	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 19 日	2018 年 09 月 10 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对福建安井食品股份有限公司（以下简称“安井食品”或“公司”，证券代码“603345.SH”）及其 2018 年 7 月 12 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调为 AA，发行主体长期信用等级上调为 AA，评级展望维持为稳定。本次评级上调是基于速冻食品行业保持较快发展势头，未来成长空间良好；公司技术创新能力和市场竞争力较强，产能利用及产销情况较好；营业收入和利润增长较快；公司经营活动现金流表现较好，流动资金较为充足且净资产规模大幅增长，资本实力进一步增强；同时我们也关注到，速冻产品生产和流通环节中的食品安全风险依然存在；原材料仍然存在被污染的风险；若未来原材料价格持续上涨，将对公司利润产生不利影响，以及公司新建厂房能否达到预期效益尚待市场检验等风险因素。

正面：

- 速冻食品行业保持较快发展势头，未来成长空间良好。预计 2018 年冷链物流需求总量将达到 1.80 亿吨，此外，近年速冻食品产量和总产值持续增长，未来成长空间良好。
- 公司技术创新能力较强，产能利用及产销情况较好，市场竞争力较强。公司经营“安井”品牌食品，每年推出多种新品，随着“销地产”的生产基地建设模式逐步推进，“安井”品牌的影响力不断提升，2018 年及 2019 年 1-3 月，产能利用率分别为 116.00%和 95.79%，产销率分别为 95.43%和 102.77%，整体产销情况较好，

在速冻食品行业具有较强的竞争力。

- **公司营业收入和利润增长较快。**2018 年公司分别实现营业收入和利润总额 42.59 亿元和 3.47 亿元，较上年分别大幅增长 22.25%和 31.81%；2019 年 1-3 月，公司分别实现营业收入和利润总额 10.96 亿元和 0.84 亿元，较上年同期分别增长 14.61%和 18.31%。
- **公司经营活动现金流表现较好，流动资金较为充足。**公司业务回款情况较好且预收款规模较大，2018 年，公司经营收现比为 1.18，经营活动现金净流入 2.96 亿元，表现较好；截至 2018 年 12 月末，公司账面货币资金余额为 7.92 亿元，资金受限比例为 10.03%，流动资金较为充足。
- **公司净资产规模大幅增长，资本实力进一步增强。**受益于公司的盈余积累以及本期债券发行后权益现值计入其他权益工具，2019 年 3 月末，公司净资产规模达 21.37 亿元，较 2017 年末大幅增长 26.19%，截至 2019 年 6 月 16 日，本期债券累计已转股 10,724,039 股，累计转股比例约为 76.05%，实收资本增至 22,676.40 万元，公司资本实力进一步增强。

关注：

- **速冻产品生产和流通环节中的食品安全风险依然存在。**作为速冻食品生产企业，公司对食品原料如鱼糜、肉类、粉类及其他辅料等无法完全管控，冷链储运和终端销售等工厂之外的流通环节温度波动导致食品安全无法完全杜绝；此外，若同行企业发生重大食品安全事故也会对公司业务产生不利影响。
- **原材料仍然存在被污染的风险。**2019 年 1 月 25 日，甘肃省白银市白银区政府网站发布《白银区动物重大疫情防制指挥部情况通报》，公司全资子公司泰州安井食品有限公司（以下简称“泰州安井”）生产的批次为 2018112450T 撒尿肉丸含有非洲猪瘟病毒核酸阳性病毒，由于销售区域较大及上游对原料管控能力不足等问题，即便原料的采购全部来自非疫区且索证齐全，也可能存在原料已被污染的情况，从而存在一定风险。
- **若未来主要原材料价格持续上涨，将对公司利润产生不利影响。**公司生产成本中原材料占比接近 80%，2018 年鱼糜和肉类原材料价格不断上涨，压缩了利润空间，未来若原材料价格持续上涨，将对公司的利润产生不利影响。
- **公司新增产能能否达到预期效益尚待市场检验。**公司不断投资进行改扩建及新建厂房、生产线，已开工项目尚需投资至少为 4.68 亿元，未来项目建成后新增产能

能否实现预期效益尚待市场检验。

公司主要财务指标（单位：万元）：

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	462,331.23	456,325.62	325,096.48	247,853.71
归属于母公司所有者权益合计	213,698.65	204,798.01	169,346.83	100,455.16
有息债务	69,226.21	78,830.99	17,000.00	33,968.60
资产负债率	53.78%	55.12%	47.91%	59.47%
流动比率	1.36	1.33	1.25	0.90
速动比率	0.75	0.76	0.71	0.38
营业收入	109,611.45	425,909.02	348,401.09	299,650.34
营业利润	8,366.90	33,532.65	25,192.41	21,046.07
利润总额	8,366.17	34,717.37	26,339.06	23,108.06
综合毛利率	26.36%	26.51%	26.27%	27.12%
总资产回报率	-	9.38%	9.47%	10.40%
EBITDA	-	48,845.31	36,757.78	32,379.99
EBITDA 利息保障倍数	-	19.13	46.56	41.74
经营活动现金流净额	7,087.64	29,585.09	35,474.56	21,666.49

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年7月12日发行6年期5亿元¹公司债券，募集资金原计划用于四川安井食品有限公司年产15万吨速冻食品生产线建设项目。根据公司于2019年4月22日发布的《福建安井食品股份有限公司关于可转换公司债券募投项目变更的公告》，本期债券募投项目发生变更，详见表1。截至2019年3月31日，本期债券募集资金使用情况如表2，本期债券募集资金账户余额为3,062.99万元（包含理财产品收益、利息收入）。

表1 本期债券募投项目变更情况（单位：万元）

本期债券募集资金原计划用于以下项目		
项目名称	项目总投资	拟使用募集资金金额
四川安井年产15万吨速冻食品生产线建设项目	56,200.00	48,735.00
募投项目变更后募集资金用途		
项目名称	项目总投资	拟使用募集资金金额
四川安井年产15万吨速冻食品生产线建设项目	56,200.00	23,735.00
无锡民生年产7万吨速冻食品生产线建设项目	35,000.00	25,000.00

资料来源：公司提供

表2 截至2019年3月31日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	使用金额
四川安井年产15万吨速冻食品生产线建设项目	20,954.14
无锡民生年产7万吨速冻食品生产线建设项目	0.00
理财产品	25,000.00
合计	45,954.14

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

二、发行主体概况

本期债券从2019年1月18日起可转换为公司股票，初始转股价格为35.46元/股，2019年6月19日起，转股价格调整为35.08元/股。截至2019年6月16日，本期债券累计已转股10,724,039股，累计转股比例约为76.05%，本期债券余额为1.20亿元，公司注册资本22,676.40万元，实收资本为22,676.40万元。2019年6月10日，公司召开第三届董事会第二十五次会议，审议通过《关于提前赎回“安井转债”的议案》，决定行使安井转债的提前赎回权利，对赎回登记日登记在册的本期债券全部赎回。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人均未发生变动，截至2019年3月底，控股股东

¹ 扣除发行费用后，本期债券募集资金净额为48,735.00万元。

仍为新疆国力民生股权投资有限公司（以下简称“国力民生”），持股比例仍为43.14%，公司实际控制人仍为自然人章高路²。截至2019年3月末，公司前十大股东情况如下表所示。

表3 截至2019年3月末公司前十大股东情况

股东名称	持股数量（股）	持股比例
新疆国力民生股权投资有限公司	93,190,600	43.14%
刘鸣鸣	23,914,535	11.07%
张清苗	10,150,000	4.70%
中国建设银行股份有限公司-嘉实新消费股票型证券投资基金	5,862,284	2.71%
中国银行股份有限公司-嘉实价值精选股票型证券投资基金	5,732,299	2.65%
黄清松	5,684,594	2.63%
黄建联	5,562,500	2.57%
中国建设银行股份有限公司-中欧新蓝筹灵活配置混合型证券投资基金	3,302,943	1.53%
中国银行股份有限公司-嘉实价值优势混合型证券投资基金	3,098,135	1.43%
全国社保基金一一五组合	2,800,000	1.30%

资料来源：公司2019年第一季度报告，中证鹏元整理

2018年10月，公司出资设立全资子公司河南安井食品有限公司，注册资本15,000.00万元，主要经营速冻食品加工生产，公司将其纳入2018年合并报表范围；截至2019年3月末，公司合并范围一级子公司共8家，详见附录二。

表4 2018年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
河南安井食品有限公司	100.00%	15,000.00	食品加工生产	新设立

资料来源：公司2018年审计报告

三、运营环境

国民经济快速发展及冷链物流的逐步完善，拉动速冻食品需求不断增加，速冻食品行业保持较快发展势头，未来成长空间良好，但仍需关注食品安全风险

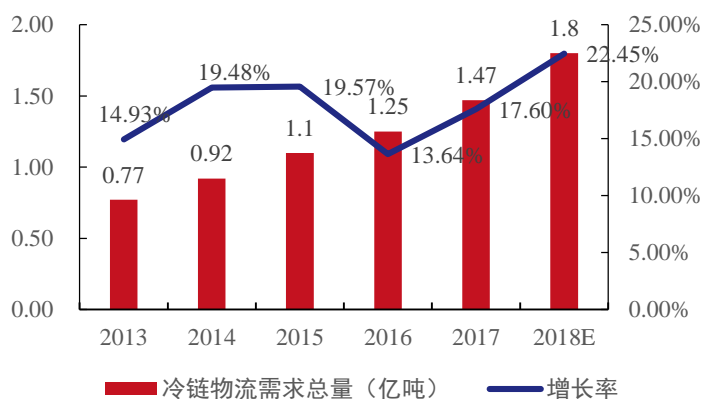
随着我国经济不断发展，居民的生活消费水平逐渐提高，加之城镇化进程的推进，城市生活节奏不断加快，速冻食品逐步得到消费者的认可，而全国消费市场的进一步扩大带动了浙江、广东等地区企业的强势介入，外围销售区域、全国化通道进一步打开和拓宽，价格水平逐步趋向大众化。2017年以来，国家出台多项政策提及冷链物流产业，一方面对

² 章高路现任公司董事、新疆国力民生股权投资有限公司董事长兼总经理、航天工业发展股份有限公司董事。

于冷链物流产业发展目标、冷链运输行业标准以及冷链物流供应链体系建设等方面给予了指导；另一方面，在药品、乳制品、农产品等冷链物流的下游产业相关政策中对冷链物流产业建设提出了需求。这些政策的出台表明冷链物流产业作为保障食品和民生安全的重要手段，已深度融入各产业链的核心环节当中，整个冷链产业的价值和地位愈发凸显。

此外，冷链配送系统的完善程度也是影响速冻食品销售的主要因素之一。近年来，伴随着网购、物流行业的迅猛发展，我国冷链配送系统行业同时迎来快速增长。根据前瞻产业研究院发布的数据，2017年我国冷链物流需求总量为1.47亿吨，同比增长17.60%，预计2018年冷链物流需求总量将达到1.80亿吨。2017年，冷链物流市场规模2,550亿元，同比增长13.33%，随着冷链物流市场的快速增长，预计2018年将达到3,035亿元。此外，2017年中国冷库容量4,775万吨，同比增长15.93%，未来将保持稳定增长，预计2018年，中国冷库容量将达5,238万吨。据中物联冷链委统计，冷链在途运输量约占冷链需求量的50%，我国冷库总容量还有约4,000万吨的缺口。

图1 2013-2018年我国冷链物流需求总量走势图



资料来源：前瞻产业研究院，中证鹏元整理

根据前瞻产业研究院整理数据，2016年全年速冻食品产量约为876.0万吨，2017年约为951.7万吨，2017年速冻食品行业的产值达到1,250亿元，其中速冻面米制品产值超过800亿元，占比达到64%。我国速冻食品产量和总产值持续增长，速冻面米食品占据较大市场份额。在速冻食品中，速冻鱼糜制品、速冻肉制品和速冻面米制品成为最重要的品类，发展迅速，未来成长空间良好。

图2 2013-2018年速冻面米食品产量及增速情况

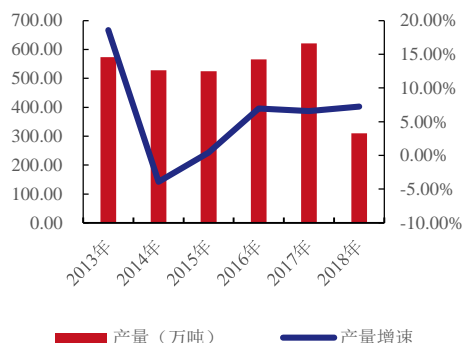
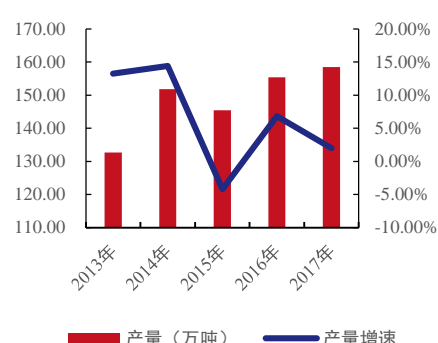


图3 2013-2017年速冻鱼糜制品产量及增速情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

随着企业生产工艺的改良、机器设备的更新换代、原料配方的改善,中国市场上的速冻面米制品品种大量丰富,品质得到大幅提升。同时,随着我国居民收入水平不断提高、生活节奏加快,我国速冻面米制品市场规模快速扩容。2005年我国速冻面米产量约为128.97万吨,2017年约为620.5万吨,2017年速冻面米制品行业的产值超过800亿元。2017年我国速冻面米食品行业需求量约618.5万吨,同比2016年的569.1万吨增长8.68%,增速较快,产销较为平衡。

此外,近年我国速冻肉类和速冻鱼糜产业同样发展迅速,根据中国渔业统计年鉴数据,2017年鱼糜制品产量在158.47万吨左右,较上年同比增长2.00%。2017年我国肉制品产量为1,645万吨,其中低温肉制品产量为1,033万吨,而低温肉制品中,速冻肉制品所占份额近年来呈稳步增长态势,2010年我国速冻肉制品产量仅为21.3万吨,到2017年我国速冻肉制品产量增长至102.2万吨。根据欧睿统计,2018年我国速冻肉制品市场规模增至175.83亿元,速冻鱼糜制品市场规模增至113.28亿元,未来仍具有较好的上升空间。

我国速冻食品制品的快速发展大大便利了当前城市居民的快节奏生活,但同时我们也要关注到,近年我国食品安全事件频发,类似“双汇”、“三全”食品等遭到消费者投诉事件时有发生,随着食品安全与质量越来越得到人们与政府的关注,类似事件往往会对涉事企业乃至整个行业的发展带来重大不利影响。

速冻食品行业同质化竞争激烈,具备规模和经销渠道优势的企业有较强的竞争力,行业集中度或将进一步提高

速冻食品行业产品差异化程度较小,同质化竞争较为激烈。由于当前国内消费者品牌意识较为薄弱,小企业凭借稳定的客户关系、高性价比的产品抢占市场,而大企业则通过加大研发力度、推出差异化产品等方式逐渐占领连锁餐饮企业市场。速冻食品的定价取决于原料成本、市场竞争情况以及产品定位情况。在原料成本上升以及环保政策趋严的背景

下，大企业借助规模优势来保持售价，而小企业则面临淘汰风险，市场集中度有望进一步提升。

我国速冻面米制品更加贴近三餐饮食，产品主要包括速冻水饺、速冻汤圆、速冻面点、速冻粽子和速冻馄饨，市场占比分别为31.5%、30.7%、14.7%、11.7%和11.0%。随着我国居民人均收入的增加，对速冻面米制品的需求将会继续扩大。我国速冻面米制品成熟度较高，市场格局稳定；三全在收购龙凤后市占率达34%，成为速冻面米制品企业中的龙头，三全、思念以及湾仔码头以其接近70%的市占率总和奠定了三足鼎立的市场格局。

目前火锅料制品竞争格局可概括为“南福建北山东”，南方代表包括安井食品、海霸王（汕头）食品有限公司（以下简称“海霸王”）、海欣食品股份有限公司（以下简称“海欣食品”）等，北方以山东惠发食品股份有限公司（以下简称“惠发股份”）、山东佳士博食品有限公司等为主，靠近上游养鸡场成本具有一定优势；此外广东浙江等沿海省份还有一些其他火锅料生产企业。速冻肉以及速冻鱼糜制品为主的火锅料制品市场属于初级农产品的下游深加工制品，行业集中程度较低，行业整体壁垒不高，未来龙头企业有望脱颖而出；未来火锅料市场份额有望向龙头企业集中。

四、经营与竞争

公司主要从事火锅料制品（以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主）和速冻面米制品、速冻菜肴制品等速冻食品的研发、生产和销售，主要经营“安井”品牌速冻食品。公司经营策略为“三剑合璧、餐饮发力”，随着产能的扩大以及新产品的不断研发并投入市场，加之营销渠道逐步完善，公司营业收入保持快速增长，2018年公司实现营业收入42.59亿元，较上年增长22.25%；2019年1-3月，公司实现营业收入10.96元，较上年同期增长14.61%。毛利率方面，2018年公司综合毛利率为26.51%，较上年提升0.24个百分点；2019年1-3月综合毛利率为26.36%，整体来看基本保持稳定；2018年菜肴制品毛利率较上年减少9.00个百分点主要系当年菜肴制品中的千夜豆腐促销力度加大所致。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

分产品	2019年1-3月		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
速冻面米制品	30,178.49	28.06%	109,847.78	26.12%	92,586.07	26.88%
速冻肉制品	29,026.12	24.58%	119,497.70	26.70%	98,999.73	24.46%
速冻鱼糜制品	41,078.31	26.10%	156,721.80	25.88%	129,213.67	24.70%
速冻菜肴制品	9,078.55	27.54%	39,518.92	29.72%	27,094.5	38.72%
其他	249.98	26.56%	322.82	1.94%	507.12	0.97%

合计	109,611.45	26.36%	425,909.02	26.51%	348,401.09	26.27%
----	------------	--------	------------	--------	------------	--------

注：为适应餐饮产品和餐饮渠道发展的需要，公司将原有“其他制品”分类升级为“菜肴制品”，并将原有的千夜豆腐以及天妇罗鱼、天妇罗虾、鲜腐竹、蛋饺等产品统一归入菜肴制品。

资料来源：公司提供

公司创新能力较强，2018年产能有所增加，产能利用率保持较高水平，未来新生产基地建成后产能有望进一步扩大，但新增产能能否达到预期效益尚待市场检验

公司坚持“市场导向+技术创新”的经营思路，以生产工艺专业化、食品质量安全性为经营目标，目前公司拥有国家级企业技术中心、农业农村部冷冻调理水产品加工重点实验室和国家冷冻调理水产品加工分中心，在行业内拥有较强的技术创新能力，每年不断推出多种新品，目前公司共有速冻食品300多个品种。未来公司将依托现有国家级企业技术中心，关注产业链各环节技术，加强食品检测及质量控制平台、速冻食品开发平台、循环经济综合利用研究平台等。

公司目前有厦门、无锡、泰州、辽宁四个生产基地，另有位于四川省资阳市雁江区的部分车间于2018年末开始进行试生产。公司生产基地中，无锡生产基地主要生产面米制品，其他三个生产基地主要生产鱼糜、肉制品和菜肴制品，厂房及所在土地为公司自有。公司产品主要有速冻鱼糜制品、速冻肉制品等火锅料制品以及速冻面米制品、速冻菜肴制品，各产品制作工艺及流程差异不大，其中速冻鱼糜制品、速冻肉制品等经常采用共线生产。

2018年四川安井部分车间开始试生产，2019年拟增加产能2万吨，泰州工厂二期、辽宁工厂二车间也将通过增加设备、技术改造等方式提高产能以满足市场需求，公司产品供应能力得到进一步提升。2018年及2019年1-3月的公司各生产基地设计产能合计分别为370,848.32吨和105,250.41吨，产能利用率分别达到116.00%和95.79%。公司生产模式是通过销售订单及销售预测安排生产计划，2018年及2019年1-3月产量分别为431,861.10吨和100,817.42吨，产销率分别达95.43%和102.77%，整体产销情况良好。

表6 公司主要产能情况

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
设计产能（吨）	105,250.41	370,848.32	327,695.20
产量（吨）	100,817.42	431,861.10	351,603.75
产能利用率	95.79%	116.00%	107.30%
销量（吨）	103,605.11	412,121.26	342,535.65
产销率 ³	102.77%	95.43%	97.42%

资料来源：公司提供

公司在上交所主板上市后，对安井品牌的全国推广形成有力推动，公司市场竞争力得

³ 产销率的计算不包含外购产品

到一定提升。为消化不断增长的产品订单，公司着力进行原有生产基地的改扩建，并坚持“销地产”的生产基地建设模式，即在产品重要消费地建设新的生产基地。截至2019年3月末，公司在建的厂房项目包括湖北安井厂房一期工程和本期债券募投项目无锡7万吨厂区建设项目和四川厂区建设一期工程项目，基建项目计划总投资合计5.46亿元，已投资2.27亿元，其中四川厂区建设一期工程部分主体工程已经完工，项目已投资已超过总投资，未来尚需投资额无法计算，二期工程由于更换募投项目暂停建设；无锡7万吨厂区建设主要为土建工程，根据募投项目总投资额进行计算，未来生产线建设至少还需投入1.32亿元。截至2019年3月末，公司在建工程尚需投资至少为4.68亿元。未来随着新厂房和生产线的建成投产，公司产能有望得到进一步扩大，但能否快速消化新增产能并实现预期效益尚待市场检验。

表7 截至2019年3月末在建工程情况（单位：万元）

项目名称	预算数	已投资	尚需投资	已投资占预算比例	工程进度
四川厂区建设一期工程	15,000.00	16,716.66	-	111.44%	部分主体工程完工
无锡7万吨厂区建设	21,806.81	3,867.20	17,939.61	17.73%	土建主体完成60%
湖北安井厂房一期工程	17,752.69	2,125.63	15,627.06	11.97%	土建施工阶段
合计	54,559.50	22,709.49	33,566.67	41.62%	-

注：在建项目预算数与募投项目总投资额有差异主要系：四川厂区一期工程和无锡7万吨厂区仅为募投项目的一部分，四川厂区建设预算数为四川厂区一期工程预算数、无锡7万吨厂区建设预算数为土建工程预算数

资料来源：公司提供

公司原材料供应渠道较为广泛，但近年鱼糜和肉类的采购价格维持上涨，一定程度使公司成本承压，需关注原材料价格的后续走势；还需关注因“非洲猪瘟”事件带来的原材料被污染风险

公司主营业务的生产成本由原材料、人工成本、制造费用三项构成，原材料占比接近80%，公司的营业成本易受原材料的价格波动影响。

公司产品原材料主要有鱼糜、肉类、粉类、大豆分离蛋白、蔬菜、添加剂、调味品等。公司根据生产计划制定采购计划，其中，鱼糜、肉类、粉类、大豆分离蛋白等通用性的农产品根据需求批量采购或锁定价格，而蔬菜、添加剂、调味品等小额物料按照年度计划，结合销售订单、库存管理进行采购。在货款结算方面，有现款结算、信用账期30天及60天等。

表8 公司主要原材料采购情况（单位：万元、万元/吨）

项目名称	采购金额			平均采购单价		
	2019年1-3月	2018年	2017年	2019年1-3月	2018年	2017年
鱼糜	27,836.93	63,245.97	42,588.72	1.26	1.18	1.11
肉类	13,649.90	70,688.28	50,847.09	0.84	0.77	0.75
粉类	10,624.32	39,926.41	31,137.31	0.40	0.40	0.38
大豆分离蛋白	3,260.29	14,270.01	11,644.23	1.28	1.31	1.33
合计	55,371.44	188,130.67	136,217.35	-	-	-

资料来源：公司提供

由于公司原材料多采用批量采购模式，且随着业务规模扩大，采购量不断增加，对供应商有一定的议价能力，2018年-2019年一季度，鱼糜采购价格显著增长，由于“非洲猪瘟”事件对生猪供求产生影响，肉类采购价格持续提升，粉类采购价格较为稳定，大豆分离蛋白价格有所下滑，但整体采购规模相对较小，主要采购品种价格的上涨使公司成本一定程度承压；未来若原材料价格持续上涨，而公司产品价格不能及时调整，可能对公司的利润产生不利影响。

公司原材料采购渠道较为广泛，供应较有保障。2018年及2019年1-3月，公司对前五名供应商的采购额分别占比13.43%、22.18%，供应商较为分散。

表9 公司前五大供应商情况（单位：万元）

供应商名称	2019年1-3月采购额	占当期采购总额比例
第一名	4,826.65	5.82%
第二名	4,110.06	4.95%
第三名	4,044.98	4.88%
第四名	2,732.73	3.29%
第五名	2,684.08	3.24%
合计	18,398.50	22.18%
供应商名称	2018年采购额	占当期采购总额比例
第一名	14,070.36	4.85%
第二名	7,672.93	2.64%
第三名	5,833.71	2.01%
第四名	5,811.61	2.00%
第五名	5,599.16	1.93%
合计	38,987.77	13.43%
供应商名称	2017年采购额	占当期采购总额比例
第一名	8,040.25	4.41%
第二名	5,429.61	2.98%
第三名	5,332.14	2.92%

第四名	4,967.79	2.73%
第五名	4,722.67	2.59%
合计	28,492.46	15.63%

资料来源：公司提供

2019年1月25日，甘肃省白银市白银区政府网站发布《白银区动物重大疫情防制指挥部情况通报》，泰州安井生产的批次为2018112450T“安井”牌猪肉丸含有非洲猪瘟阳性病毒，事件发生后，公司全面展开自查，对泰州安井该产品的库存、相关在制品等进行无害化处理，并在2018年度全额计提存货跌价准备；对涉及的产品进行市场退回及封存，对市场上封存待检的产品全额计提存货跌价准备。目前公司对猪肉的采购以进口猪产品为主，要求其正规海关进口产品，要求随附标识放行的中华人民共和国出入境检验检疫《入境货物检验检疫证明》，在运输环节，公司要求运输路径不经过疫区及疫区相邻省，在储存环节要求到货猪产品按品种、产地、到货时间进行分类、区隔存放，增加合规外寄冷库数量，同时为了避免被外单位寄存原料潜在的污染隐患，要求专库或专区寄存等。

但仍需要关注的是，公司不属养殖、屠宰类行业，为生产加工型企业，具备严格原料索证制度和完善防控体系能力。公司所处行业对非洲猪瘟检测能力存在不足，即便猪产品原料的采购全部来自非疫区且索证齐全，也可能存在原料已被污染的情况。上游猪产品原料的整体管控能力和该事件的后续发展，一定程度上影响到公司本期营收和盈利水平；同时由于销售区域较大及生产过程中存在交叉污染等问题，非洲猪瘟核酸检测阳性的事件存在新增批号、新增产品、新增地区的风险，也因此存在无害化处理非洲猪瘟核酸阳性产品的增加而导致损失进一步扩大的风险。

华东地区仍是公司产品销售的核心区域，公司拥有较为广泛的销售渠道，客户集中度较低，有利于分散经营风险

公司目前已建立起覆盖全国多个城市的销售网络，公司营销中心下设5个分公司，37个联络处和6个独立工作站。公司产品全部在国内销售，且华东地区仍是最核心销售区域，2018年和2019年1-3月，华东区域销售占比分别达56.07%和57.25%。此外，除了西北地区，公司在国内其他区域的销售规模较为均衡，随着公司“销地产”的生产基地建设模式逐步推进，随着公司四川基地逐步投产，2019年西南地区的销售规模有望迎来一定增长。

表10 公司在国内各地区的销售收入和占比情况（单位：万元）

区域	2019年1-3月		2018年		2017年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
华东	62,755.48	57.25%	238,805.33	56.07%	194,962.60	55.96%

华北	11,374.23	10.38%	44,730.70	10.50%	37,741.20	10.83%
东北	8,746.18	7.98%	38,422.68	9.02%	32,321.71	9.28%
华南	10,536.44	9.61%	32,594.83	7.65%	27,253.80	7.82%
华中	8,211.70	7.49%	35,815.30	8.41%	26,826.60	7.70%
西南	6,202.56	5.66%	24,676.83	5.79%	20,227.25	5.81%
西北	1,784.86	1.63%	10,863.35	2.55%	9,067.93	2.60%
合计	109,611.45	100.00%	425,909.02	100.00%	348,401.09	100.00%

资料来源：公司提供

公司目前主要采取三种销售模式：经销商模式、商超模式和特通渠道模式。在经销商模式下，产品销售给经销商后，经销商再向一些规模较小的经销商（二批经销商）、区域性的中小型商超及农贸市场等渠道进行销售，二批经销商则再通过农贸市场等零售终端渠道进行销售；商超模式是公司直接供货给以大型商超为主的零售商，特通渠道模式系将产品直接供货给酒店、餐饮等机构。经销商模式为公司最主要的销售渠道，2018年及2019年1-3月经销商模式销售额占比分别为85.54%和76.54%；2019年一季度，受公司推广的影响，商超模式占比为20.68%，较2018年度有所提升。

表11 营业收入分销售模式构成情况（单位：万元）

销售 渠道	2019年1-3月		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
经销商	83,898.63	21.80%	364,306.60	24.33%	294,953.23	23.91%
商超	22,672.59	42.89%	51,296.87	42.39%	44,780.52	42.63%
特通	2,564.68	23.60%	9,577.00	23.43%	8,667.34	22.03%
电商	475.55	56.68%	728.55	41.42%	-	-
合计	109,611.45	26.36%	425,909.02	26.51%	348,401.09	26.27%

资料来源：公司提供

经销商模式下，公司对经销商的销售为买断式销售，除质量原因外，不存在销售退回的情形，公司产品以华东地区为主面向全国销售，经销商数量众多，截至2019年3月末经销商数量为620个，且公司主要经销商合作年限在4年以上。

表12 公司经销商数量情况（单位：家）

年度	期初数量	本期增加量	本期减少量	期末数量
2019年1-3月	618	14	12	620
2018年	651	94	127	618
2017年	580	171	100	651

资料来源：公司提供

公司与经销商签订框架性购销协议，根据经销商的订单进行销售。在经销商管理方面，公司通过对经销规模、合作年限、履约率、区域定位等重要指标对经销商进行考核，

并根据考核结果给予经销商一定的信用额度，通常公司在与经销商签订的经销合同中约定淡季享受信用额度为合同销售额5%，旺季会上调信用额度至合同销售额的10%。在经评估和审批的授信额度以内，可以赊销货物，超过额度的必须支付预付款后能继续发货，经销商回款的坏账风险相对较小；截至2018年末，公司存货-发出商品规模为5.86亿元，预收款项规模为5.03亿元。

公司存货-发出商品、预收款项规模相对较大，主要系公司采用“二次对账”所致其主要模式为：首先，公司根据出库记录及客户签收确认的配货订单予以确认发出商品数量，作为第一次对账；其次，公司收到经销商确认回单后，一般于30日内核算相关促销折扣费用、计算最终销售价格，并与经销商确认后开票结算，最终确认销售收入，作为第二次对账。目前公司的平均“二次对账”周期为40~70天，随着公司ERP系统的建设完善，促销计算逐步完成自动化，对账周期将进一步缩短。

2018年，公司各类产品产销量均保持增长，速冻鱼糜制品、速冻肉制品和速冻面米制品涨幅在20%左右，速冻菜肴制品受公司推广影响，产销量的涨幅达40%左右，从产品销售单价来看，主要产品价格均有所提高。

表13 公司主要分类产品产销量情况

产品类型	项目	2019年1-3月	2018年	2017年
速冻鱼糜制品	产量（吨）	35,448.48	148,303.13	121,300.25
	销量（吨）	35,334.07	141,896.56	117,412.64
	产销率	99.68%	95.68%	96.80%
	销售收入（万元）	41,078.31	156,721.80	129,213.67
	平均单价（万元/吨）	1.16	1.10	1.10
速冻肉制品	产量（吨）	24,183.50	104,534.61	87,360.43
	销量（吨）	24,801.30	101,666.03	85,380.37
	产销率	102.55%	97.26%	97.73%
	销售收入（万元）	29,026.11	119,497.70	98,999.73
	平均单价（万元/吨）	1.17	1.18	1.16
速冻面米制品	产量（吨）	30,295.35	124,039.40	105,841.14
	销量（吨）	32,321.50	118,049.91	103,082.85
	产销率	106.69%	96.18%	97.39%
	销售收入（万元）	29,707.29	108,596.26	92,586.07
	平均单价（万元/吨）	0.92	0.92	0.90
速冻菜肴制品	产量（吨）	10,890.08	54,983.96	37,101.93
	销量（吨）	11,148.24	50,508.76	36,659.79
	产销率	102.94%	91.86%	98.81%
	销售收入（万元）	8,872.75	39,409.44	26,701.62

平均单价（万元/吨）	0.80	0.78	0.73
------------	------	------	------

注：本表列式的速冻面食制品和速冻菜肴制品销量、销售收入和平均单价的计算口径为公司自制产品，不包含外购产品

资料来源：公司提供

从整体销售规模来看，公司收入主要来自于经销商模式，但由于经销商数量多，单个经销商销售占比不大，而商超模式下，公司主要与大润发、欧尚、永辉、沃尔玛等连锁超市合作，涉及超市网点较多，相对单个经销商来看采购额较大。从前五大客户情况来看，2018年及2019年1-3月，公司前五大客户销售收入占公司营业收入的比重分别为9.90%和15.66%，前三大客户较为稳定，公司客户集中度较低，有利于分散经营风险。

表14 公司前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	2019年1-3月销售额	占当期营业收入比例
第一名	6,732.34	6.14%
第二名	3,949.32	3.60%
第三名	2,752.02	2.51%
第四名	1,883.05	1.72%
第五名	1,847.86	1.69%
合计	17,164.59	15.66%
客户名称	2018年销售额	占当期营业收入比例
第一名	14,193.57	3.33%
第二名	8,463.16	1.99%
第三名	7,016.44	1.65%
第四名	6,381.20	1.50%
第五名	6,069.43	1.43%
合计	42,123.80	9.90%
客户名称	2017年销售额	占当期营业收入比例
第一名	8,901.43	2.55%
第二名	7,213.91	2.07%
第三名	6,013.05	1.73%
第四名	5,436.86	1.56%
第五名	5,014.74	1.44%
合计	32,579.99	9.35%

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保

留意见的2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，报告均采用新会计准则编制。2018年公司合并报表范围新增河南安井食品有限公司，截至2019年3月末，公司合并报表范围一级子公司共8家，详见附录二。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，流动资金规模较大，整体流动性较好

截至2018年末，公司总资产规模为45.63亿元，较上年末大幅增长40.37%，保持较快的增速；2019年3月末，公司总资产增至46.23亿元。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2019年3月末占总资产的占比为59.12%。

表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	64,658.04	13.99%	79,243.29	17.37%	51,974.54	15.99%
交易性金融资产	62,000.00	13.41%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收账款	13,812.86	2.99%	11,693.64	2.56%	11,471.92	3.53%
存货	123,246.25	26.66%	116,286.42	25.48%	80,386.56	24.73%
其他流动资产	6,071.58	1.31%	62,290.01	13.65%	40,290.22	12.39%
流动资产合计	273,341.22	59.12%	272,403.73	59.70%	187,017.16	57.53%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	7,980.00	1.75%	0.00	0.00%
固定资产	139,924.70	30.27%	138,360.04	30.32%	114,973.43	35.37%
在建工程	17,927.99	3.88%	17,838.93	3.91%	8,675.38	2.67%
无形资产	10,232.29	2.21%	10,321.72	2.26%	8,809.24	2.71%
非流动资产合计	188,990.00	40.88%	183,921.89	40.30%	138,079.32	42.47%
资产总计	462,331.23	100.00%	456,325.62	100.00%	325,096.48	100.00%

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成。截至2018年末，公司货币资金账面金额达7.92亿元，较上年末增长52.47%，主要系银行存款增长所致，其中受限资金7,949.97万元，主要为银行承兑汇票保证金和少量使用有限制的政府补助款项，资金受限比例为10.03%。公司应收账款主要为应收各商超的货款，2018年末账面余额为1.26亿元，扣除坏账准备后账面价值为1.17亿元，应收账款账龄基本在1年以内；2018年末应收账款前五名客户合计欠款余额0.73亿元，占应收账款合计数的58.25%，较为集中，但考虑到与公司合作的商超多为具有一定规模的连锁商场或超市，应收账款回收风险相对较小。

公司存货规模较大，近年来为应对原材料涨价以及业务规模的增长，公司不断增加存

货备货，2018年末账面价值为11.63亿元，较2017年末大幅增长44.66%。存货主要以原材料和发出商品为主，2018年末其账面价值分别为4.02亿元和5.86亿元，随着经营规模增长，发出商品的数量随之增加，由于在经销及特通渠道模式下，公司对销售收入实行“二次对账”，产生较多未确认收入的发出商品使发出商品整体规模较大。2019年1月25日，甘肃省白银市白银区政府网站发布《白银区动物重大疫情防制指挥部情况通报》，泰州安井生产的批次为2018112450T“安井”牌猪肉丸含有非洲猪瘟阳性病毒，针对该事件，公司及子公司对截至2018年12月31日上述涉及到的相关存货全额计提存货跌价准备，合计580.83万元。此外，需要关注的是，公司存货多为速冻食品，仓储条件要求较高，且食品保质期为一年，若公司不能对存货进行有效管理，导致存货过期或出现其他质量问题，将给公司生产经营带来负面影响。2019年3月末，公司存货账面价值增至12.32亿元。2018年末，公司其他流动资产账面余额为6.23亿元，主要为公司利用闲置资金购买的银行理财产品5.70亿元，2019年3月末，公司理财产品余额为6.20亿元，并转至“交易性金融资产”列报⁴。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程和无形资产构成。截至2018年末，公司可供出售金融资产账面余额为7,980.00万元，系公司2018年1月收购洪湖市新宏业食品有限公司19%股权所致。2018年末，公司固定资产账面价值13.84亿元，较2017年末增长20.34%，主要系四川、泰州、辽宁等地区新建厂房部分完工建设转入固定资产以及相应的生产设备增加所致。公司在建工程是为扩大产能在建的生产厂区建设工程及改扩建工程，截至2018年末，账面价值为1.78亿元，同比增长105.63%，主要系对四川厂区建设一期工程、无锡7万吨厂区建设、湖北安井厂房一期工程以及泰州新厂区建设工程二期等工程的投入增加所致。截至2018年末，公司无形资产账面价值1.03亿元，主要为土地使用权，2018年无形资产账面价值增加1,512.48万元，主要系无锡华顺民生食品有限公司为新增生产基地购入的土地使用权以及公司新增软件款。

总体来看，2018年以来公司资产规模保持稳定增长，流动资金规模较大，整体资产流动性较好。

资产运营效率

公司整体经营效率基本保持稳定，但受发出商品规模较大及备货增加影响，存货周转率仍较低

由于采用经销商销售模式且采用“二次对账”的销售确认方式，公司应收账款规模相

⁴ 公司于2019年1月1日起执行新金融工具准则，将原计入“其他流动资产”的理财产品划分为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，财务报表中以“交易性金融资产”列报。

对较小，随着销售收入的较快增长，2018年应收账款周转天数进一步缩短为9.79天。

公司业务模式为订单销售，会储备一定的库存量，另外，由于公司采用“二次对账”模式，公司在货物发出后，先行以发出商品核算，待与客户对账后再确认为收入，导致公司存货中发出商品余额较大，存货周转率较低，且由于2018年公司为应对春节断货情况加强备货，使当年存货周转天数增至113.11天。2018年，公司净营业周期增至43.78天，整体经营效率较为稳定。

受存货增长以及购买理财产品的综合影响，2018年公司流动资产周转天数增加31.90天至194.16天，拉长了流动资产的周转周期，公司总资产周转率有所下滑，2018年总资产周转天数较上年增加34.24天。但总体来看，公司资产营运能力基本保持稳定。

表16 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年
应收账款周转天数	9.79	11.40
存货周转天数	113.11	108.01
应付账款周转天数	79.12	82.22
净营业周期	43.78	37.19
流动资产周转天数	194.16	162.27
固定资产周转天数	107.07	109.69
总资产周转天数	330.25	296.01

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入规模保持较快增长，毛利率保持稳定，盈利能力较好

随着公司销售渠道的不断开拓，以及泰州、辽宁、四川等生产基地新增产能的逐步释放，2018年公司实现营业收入42.59亿元，较上年增长22.25%。2018年和2019年1-3月公司综合毛利率较为稳定，分别为26.51%和26.36%。

2018年，公司“销地产”的生产基地建设模式进一步推进，生产规模得到提升，使得期间费用率不断下降，2018年及2019年1-3月分别为18.21%和18.45%。2018年公司计入当期损益的政府补助合计2,890.88万元，对公司利润形成一定补充。

整体来看，2018年公司营业收入规模保持较快增长，毛利率保持稳定，盈利水平较好。

表17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	109,611.45	425,909.02	348,401.09
其他收益	429.28	1,355.78	1,240.26

营业利润	8,366.90	33,532.65	25,192.41
营业外收入	41.17	1,518.90	1,189.37
利润总额	8,366.17	34,717.37	26,339.06
净利润	6,487.49	27,025.63	20,243.24
综合毛利率	26.36%	26.51%	26.27%
期间费用率	18.45%	18.21%	18.51%
总资产回报率	-	9.38%	9.47%
净资产收益率	-	14.45%	15.01%
营业收入增长率	14.61%	22.25%	16.27%
净利润增长率	19.60%	33.50%	14.11%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

现金流

公司主营业务回款能力较强，经营活动现金流表现较好

2018年及2019年1-3月，公司经营收现比分别为1.18和1.40，主营业务现金生成能力仍较强。随着公司业务规模的增长，2018年公司FFO继续增长至42,443.40万元，公司经营活动现金生成能力继续增强。公司主要采用经销商模式销售，经销商订货金额若超过公司给予的信用额度，须预付相应款项，且公司对客户信用额度管控严格，因此公司账面有较多预收款项，但由于应对业务规模扩张、原材料涨价，公司进一步加大了存货备货，整体来看，2018年公司营运资本投入增加12,858.30万元。2018年公司经营活动产生的现金流净额为2.96亿元，表现较好。

从投资活动来看，2018年公司投资活动资金支出主要用于新厂区厂房建设及机器设备购置，此外，公司运用闲置资金购买了较大规模的银行理财产品，投资活动现金流入主要为理财产品赎回的资金；2018年及2019年1-3月投资活动现金流分别净流出7.00亿元和1.31亿元，投资活动现金流净流出规模较大。

筹资活动方面，2018年公司通过发行本期债券及银行借款等方式共筹集资金10.82亿元，全年筹资活动现金净流入6.56亿元，为公司新厂区建设等投资活动提供了有力支持。

随着公司不断新建、改扩建厂区以及增加生产线以扩充产能，未来公司投资活动支出或将维持较高水平，但公司现金回款能力较强，整体资金支出压力较小。

表18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
净利润	6,487.49	27,025.63	20,243.24
非付现费用	-	12,852.70	9,912.94

非经营损益	-	2,565.07	-559.06
FFO	-	42,443.40	29,597.12
营运资本变化	-	-12,858.30	5,877.46
其中：存货减少（减：增加）	-	-36,475.66	-6,649.32
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-4,284.96	-466.93
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	27,902.32	12,993.71
经营活动产生的现金流量净额	7,087.64	29,585.09	35,474.56
投资活动产生的现金流量净额	-13,101.26	-70,005.19	-68,062.27
筹资活动产生的现金流量净额	-10,646.27	65,642.34	48,009.75
现金及现金等价物净增加额	-16,674.80	25,212.06	15,422.72
收现比	1.40	1.18	1.18

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年一季报，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司净资产规模大幅增长，资本实力进一步增强；随着本期债券转股和赎回，公司整体偿债压力较小

2018年7月，本期债券发行共募集资金5.00亿元，由于本期债券权益现值计入其他权益工具，使得公司2018年末所有者权益增至20.48亿元，公司资本实力进一步提升；随着公司盈利的不断累积，2019年3月末所有者权益增至21.37亿元，较2017年末大幅增长26.19%。由于公司为新建厂房进一步扩大融资规模，2018年末，公司负债总额为25.15亿元，较2017年末大幅增长61.49%；2019年3月末，负债总额24.86亿元。综合以上因素的影响，2018年末和2019年3月末，公司产权比率分别为122.82%和116.35%，与2017年相比，公司净资产对负债的覆盖程度有所减弱。

表19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	248,632.58	251,527.61	155,749.66
所有者权益	213,698.65	204,798.01	169,346.83
产权比率	116.35%	122.82%	91.97%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2018年末和2019年3月末流动负债在总负债中占比分别为81.61%和80.65%。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和预收款项构成。截至2018年末，公司短期借款账面余额为4.34亿元，同比大幅增长155.40%，包括2.64亿元保证借款和1.70亿元信用借款，主要用于补充流动资金。公司应付票据均为银行承兑汇票，2018年末账面

价值为1.73亿元。公司应付账款主要为购买原材料、工程物资产生的应付货款，账期大多在一年以内，截至2018年末，应付账款账面余额为7.79亿元，较2017年末增长30.52%，系工程投入加大所致。公司预收款项主要来自于经销商的预付货款，2018年末及2019年3月末预收款项账面价值分别为5.03亿元和7.85亿元，占总负债比重分别为20.00%和31.59%，账龄集中在一年以内。

公司非流动负债主要为应付债券和递延收益，应付债券为本期债券，参照同类债券的市场利率为实际利率计算应付债券负债的现值计入应付债券，权益现值部分计入其他权益工具，发行费用在债券的负债现值和权益现值之间分摊，2018年末应付债券账面价值为3.54亿元；递延收益均为收到的政府补助，截至2018年末，递延收益账面金额为0.77亿元。

需要关注的是，公司流动负债占比高，但资金投入主要在固定资产方面，回收期限相对较长，存在期限错配，负债结构仍有待优化。

表20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	33,180.00	13.34%	43,417.84	17.26%	17,000.00	10.91%
应付票据	76,246.34	30.67%	17,313.35	6.88%	15,472.42	9.93%
应付账款			77,892.47	30.97%	59,678.83	38.32%
预收款项	78,544.51	31.59%	50,313.07	20.00%	43,684.01	28.05%
流动负债合计	200,509.99	80.65%	205,273.36	81.61%	149,491.73	95.98%
应付债券	36,046.21	14.50%	35,413.15	14.08%	0.00	0.00%
递延收益	7,706.80	3.10%	7,876.85	3.13%	6,043.28	3.88%
非流动负债合计	48,122.59	19.35%	46,254.25	18.39%	6,257.93	4.02%
负债合计	248,632.58	100.00%	251,527.61	100.00%	155,749.66	100.00%
其中：有息负债	69,226.21	27.84%	78,830.99	31.34%	17,000.00	10.91%

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季度，中证鹏元整理

截至2019年3月末，公司有息负债规模为6.92亿元，占公司负债总额的比重为27.84%，其中一年内需偿还的短期债务规模为3.32亿元，随着本期债券转股和提前赎回，公司有息负债将大幅减少，公司整体偿债压力较小。

从主要偿债指标来看，随着公司融资规模的进一步扩大，截至2018年末，公司资产负债率为55.12%，较2017年末提升7.21个百分点。2018年，公司流动比率和速动比率分别为1.33和0.76，较上年有所提升，但指标水平表现欠佳；考虑到公司速动资产以货币资金、银行理财为主，流动负债中预收款项金额较大，公司实际短期偿债尚可。2018年公司利润总额同比增长31.81%，使得公司2018年末EBITDA同比增长32.88%至4.88亿元，但由于债务规模的扩大，息税前利润对利息的保障能力有所下降，但仍然较强，随着本期债券继续

转股和提前赎回，公司整体偿债压力将进一步减小。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	53.78%	55.12%	47.91%
流动比率	1.36	1.33	1.25
速动比率	0.75	0.76	0.71
EBITDA（万元）	-	48,845.31	36,757.78
EBITDA 利息保障倍数	-	19.13	46.56
有息债务/EBITDA	-	1.61	0.46
经营性净现金流/流动负债	0.04	0.14	0.24
经营性净现金流/负债总额	0.03	0.12	0.23

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月17日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

速冻食品行业保持较快发展势头，未来成长空间良好。公司技术创新能力和市场竞争力较强，产能利用及产销情况较好；2018年及2019年一季度，公司营业收入和利润增长较快；公司经营活动现金流表现较好，流动资金较为充足以及公司净资产规模大幅增长，资本实力进一步增强。

同时，我们也关注到，速冻产品生产和流通环节中的食品安全风险依然存在；原材料仍然存在被污染的风险；若未来原材料价格持续上涨，将对公司利润产生不利影响；并且公司新增产能能否达到预期效益尚待市场检验。

基于以上情况，中证鹏元上调本期债券信用等级为 AA，上调公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	64,658.04	79,243.29	51,974.54	37,848.44
应收票据及应收账款	13,812.86	11,693.64	11,471.92	10,594.14
存货	123,246.25	116,286.42	80,386.56	73,751.92
固定资产	139,924.70	138,360.04	114,973.43	97,341.13
资产总计	462,331.23	456,325.62	325,096.48	247,853.71
短期借款	33,180.00	43,417.84	17,000.00	17,199.23
预收款项	78,544.51	50,313.07	43,684.01	38,493.71
应付债券	36,046.21	35,413.15	0.00	0.00
负债合计	248,632.58	251,527.61	155,749.66	147,398.55
有息债务	69,226.21	78,830.99	17,000.00	33,968.60
所有者权益合计	213,698.65	204,798.01	169,346.83	100,455.16
营业收入	109,611.45	425,909.02	348,401.09	299,650.34
营业利润	8,366.90	33,532.65	25,192.41	21,046.07
净利润	6,487.49	27,025.63	20,243.24	17,740.71
经营活动产生的现金流量净额	7,087.64	29,585.09	35,474.56	21,666.49
投资活动产生的现金流量净额	-13,101.26	-70,005.19	-68,062.27	-24,728.68
筹资活动产生的现金流量净额	-10,646.27	65,642.34	48,009.75	1,275.75
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	9.79	11.40	11.53
存货周转天数	-	113.11	108.01	109.16
应付账款周转天数	-	79.12	82.22	88.03
净营业周期	-	43.78	37.19	32.66
流动资产周转天数	-	194.16	162.27	140.53
固定资产周转天数	-	107.07	109.69	113.24
总资产周转天数	-	330.25	296.01	275.94
综合毛利率	26.36%	26.51%	26.27%	27.12%
期间费用率	18.45%	18.21%	18.51%	19.20%
营业利润率	7.63%	7.87%	7.23%	7.02%
总资产回报率	-	9.38%	9.47%	10.40%
净资产收益率	-	14.45%	15.01%	19.37%
营业收入增长率	14.61%	22.25%	16.27%	17.00%
净利润增长率	19.60%	33.50%	14.11%	38.23%
资产负债率	53.78%	55.12%	47.91%	59.47%
流动比率	1.36	1.33	1.25	0.90
速动比率	0.75	0.76	0.71	0.38

EBITDA (万元)	-	48,845.31	36,757.78	32,379.99
EBITDA 利息保障倍数	-	19.13	46.56	41.74
有息债务/EBITDA	-	1.61	0.46	1.05
债务总额/EBITDA	-	5.15	4.24	4.55
经营性净现金流/流动负债	0.04	0.14	0.24	0.15
经营性净现金流/负债总额	0.03	0.12	0.23	0.15

资料来源：公司2016-2018年审计报告及2019年一季报，中证鹏元整理

附录二 截至2019年3月末纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	所在地	持股 比例	业务性质	取得 方式
无锡华顺民生食品有限公司	25,000.00	江苏省无锡市	100%	食品加工生产	收购
无锡安井食品营销有限公司	1,200.00	江苏省无锡市	100%	食品批发零售	收购
泰州安井食品有限公司	36,049.38	江苏省泰州市	100%	食品加工生产	设立
香港安井食品有限公司	400 万美元	香港	100%	速冻食品销售及配套 产业投资	设立
辽宁安井食品有限公司	25,000.00	辽宁省鞍山市	100%	食品加工生产	设立
四川安井食品有限公司	35,000.00	四川省资阳市	100%	食品加工生产	设立
湖北安井食品有限公司	10,000.00	湖北省潜江市	100%	食品加工生产	设立
河南安井食品有限公司	15,000.00	河南省安阳市	100%	食品加工生产	设立

资料来源：公司提供

附录三 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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 + 应付债券

附录四 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。