

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2019】第Z【435】号

宏辉果蔬股份有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从运营环境、公司治理与管理、经营与竞争、财务实力等方面对贵公司及贵公司拟发行的宏辉果蔬股份有限公司公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为AA-。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零一九年七月二十九日

宏辉果蔬股份有限公司

2019 年公开发行可转换公司债券 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】第 Z
【435】号 01

分析师

姓名：
秦风明 刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
qinfm@cspengyuan.com

评级日期：
2019年7月30日

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

宏辉果蔬股份有限公司 2019 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA-

发行规模：不超过 3.32 亿元（含）

债券期限：6 年

担保主体：黄俊辉、郑幼文

债券偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回及回售条款

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：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对宏辉果蔬股份有限公司（以下简称“宏辉果蔬”或“公司”，股票代码：603336.SH）本次拟发行不超过 3.32 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司布局果蔬农产品销售，产品品种较多，产销渠道广，具备一定的竞争优势，近年营业收入持续增长，以水果销售为主；同时中证鹏元也关注到公司面临一定的产品价格波动风险，存货存在一定减值风险，汇兑损益波动对公司利润产生一定影响，在建项目投资规模较大，面临较大资金压力，本期债券募投项目顺利完工并实现预期效益具有一定不确定性等风险因素。

正面：

- 公司布局果蔬农产品销售，产品品种较多，产销渠道广，具备一定竞争优势。公司集果蔬产品的种植管理、采后收购、产地预冷、冷冻仓储、预选分级、加工包装、冷链配送于一体，在汕头、烟台、上海、福建、广州、江西、天津等地建有初加工配送基地，分布较广，产品品种较多，包括苹果、梨、柑桔橙等水果，下游客户主要为大型商超及经销商，公司具备一定的市场竞争优势。
- 公司营业收入以水果销售为主，近年持续增长。2016-2018 年公司分别实现营业收入 67,630.97 万元、68,428.84 万元和 76,335.38 万元，2019 年 1-3 月实现营业收入 17,177.33 万元，其中 2016-2018 年复合增长率 6.24%；2016-2018 年水果收入占营业收入比例分别为 91.66%、96.14%和 95.68%，营业收入以水果销售为主。

关注:

- **公司面临一定的产品价格波动风险, 存货存在一定减值风险。**公司主要产品为苹果、梨、柑桔橙等果蔬, 受到天气、土壤、自然灾害等因素影响, 价格存在一定波动, 公司面临一定产品价格波动风险; 存货主要为果蔬产品, 受保质期、滞销等因素的影响, 存货存在一定减值风险。
- **汇兑损益波动对公司利润产生一定影响。**公司出口业务以美元结算为主, 2016-2018年及 2019 年 1-3 月外销业务收入占比分别为 33.27%、24.36%、20.66%和 24.71%, 其中 2016-2018 年公司财务费用中的汇兑损益分别为-836.87 万元、863.46 万元和 -434.95 万元, 汇兑损益的波动对公司利润产生一定影响。
- **公司在建项目投资规模较大, 面临较大资金压力。**公司主要的在建项目包括天津果蔬加工配送基地、上海果蔬加工配送基地、广州果蔬加工配送基地、广东宏辉果蔬仓储加工配送基地等项目, 截至 2019 年 3 月底, 公司在建项目总投资 60,120.95 万元, 尚需投资 41,225.68 万元, 面临较大资金压力。
- **本期债券募投项目顺利完工并实现预期效益具有一定不确定性。**本期募投项目广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目, 计划总投资 32,911.20 万元, 建设地点位于汕头市保税区, 项目区建设总规模是储量为 2.5 万吨气调库和恒温库, 但建设工期以及建设完工后能否产生预期收益具有一定不确定性。

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	95,420.85	99,935.90	80,048.58	78,282.84
归属于母公司所有者权益	83,100.60	81,526.53	77,801.62	74,112.13
有息债务	9,000.00	13,000.00	0.00	0.00
资产负债率	12.81%	16.32%	2.81%	5.33%
流动比率	5.58	4.57	36.80	17.18
速动比率	2.90	2.57	23.12	11.53
营业收入	17,177.33	76,335.38	68,428.84	67,630.97
营业利润	1,594.25	6,540.10	6,324.12	5,913.74
净利润	1,563.33	6,416.99	6,332.61	6,061.84
综合毛利率	17.77%	14.55%	16.93%	16.24%
总资产回报率	-	7.38%	8.11%	9.73%
EBITDA	-	7,653.76	7,353.59	7,795.26
EBITDA 利息保障倍数	-	37.09	1,405.48	10.71

经营活动现金流净额	3,515.14	-6,330.23	4,556.26	1,296.20
-----------	----------	-----------	----------	----------

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为汕头经济特区宏辉食品有限公司（以下简称“宏辉有限”），由香港居民郑丽珊出资组建，1992年11月2日经汕头市龙湖区经济发展局“汕特龙经外字[1992]175号”文件批准成立并取得中华人民共和国外商投资企业批准证书，初始注册资本和实收资本80万美元。经过2007年及2010年的股权转让后，公司性质转为内资企业，注册资本变更为1,130.65万元，其中黄俊辉持股90%，郑幼文持股10%。后经多次增资并引入新股东，2011年公司变更为股份有限公司。2016年，公司经中国证券监督管理委员会“证监许可[2016]2444号”核准首次公开发行股票3,335万股，并在上海证券交易所主板上市交易，股票代码603336.SH，发行后总股份13,335万股，发行价每股9.31元，共募集资金31,048.85万元，扣除保荐承销费用以及其他发行费用，实际募集资金净额为27,209.75万元。2018年4月公司通过股东大会审议以资本公积向全体股东每股转增0.3股，共转增4,000.50万股，转增后总股本17,335.50万股；2019年4月公司通过股东大会审议以资本公积金向全体股东每股转增0.3股，共转增5,200.65万股，转增后总股本22,536.15万股。截至2019年7月15日，公司控股股东及实际控制人为黄俊辉、郑幼文（两人系夫妻关系），持股比例合计59.78%。

表1 截至2019年7月15日公司主要股东持股及质押情况（单位：股）

序号	股东	股东性质	持股数量	持股比例	质押数量	质押比例
1	黄俊辉	境内自然人	122,097,515	54.18%	70,717,360	31.38%
2	陈雁升	境内自然人	14,083,279	6.25%	8,840,000	3.92%
3	郑幼文	境内自然人	12,627,450	5.60%	-	-

资料来源：公司提供

公司主要从事水果、蔬菜等农产品的收购、仓储、初加工及配送服务，主要产品包括全国各产区及进口的各式特色果蔬。截至2019年3月底，公司合并范围子公司共10家，详情见下表。

表2 截至2019年3月底纳入合并范围的子公司（单位：万元）

序号	子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
1	福建宏辉果蔬有限公司	1,400.00	100.00%	果蔬服务
2	天津宏辉果蔬有限公司	11,041.10	100.00%	果蔬服务
3	宏辉果蔬(香港)有限公司	10.00(港币)	100.00%	果蔬服务
4	烟台宏辉食品有限公司	1,158.78	100.00%	果蔬服务
5	上海宏辉食品有限公司	11,415.88	100.00%	果蔬服务
6	广州市正通物流有限公司	8,637.71	100.00%	果蔬服务

7	江西宏辉果蔬有限公司	1,892.65	100.00%	果蔬服务
8	广东宏辉食品有限公司	2,000.00	100.00%	果蔬服务
9	陕西宏辉食品有限公司	2,000.00	100.00%	果蔬服务
10	井冈山中证焦桐扶贫产业基金(有限合伙)	5,100.00	98.04%	商务服务

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：宏辉果蔬股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过3.32亿元（含）；

债券期限和利率：6年；本次发行的可转换公司债券票面年利率的确定方式及每一年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

转股价格：初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决；上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日均价之间的较高者；

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

债券赎回条款：

（1）到期赎回条款

在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换

公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

（2）有条件赎回条款

在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转换公司债券未转股票面总金额不足人民币 3,000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券；

债券回售条款：

（1）有条件回售条款

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司；

若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算；

最后两个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权；

（2）附加回售条款

若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权，不能再行使附加回售权。

转股后的股利分配：因本次发行的可转换公司债券转股而增加的公司股票享有与原股票同等的权益，在股利发放的股权登记日下午收市后登记在册的所有普通股股东（含因可转换公司债券转股形成的股东）均参与当期股利分配，享有同等权益；

向原股东配售的安排：本次发行的可转换公司债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会根据发行时具体情况确定，并在本次发行的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

增信方式：实际控制人黄俊辉、郑幼文将为本次发行可转换公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过3.32亿元（含3.32亿元），资金投向明细如下：

表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目	32,911.20	23,300.00	70.80%
补充流动资金	9,900.00	9,900.00	100.00%
合计	42,811.20	33,200.00	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）项目概况

广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目计划总投资32,911.20万元，其中土地和固定资产投资26,311.20万元，铺底流动资金6,600.00万元。建设地点位于汕头市保税区，项目区建设总规模是储量为2.5万吨气调库和恒温库，占地面积35,000平方米，主要为厂房、生产线、冷链配送车辆、宿舍楼和综合楼等配套设施的建设，并完善相关人员配置等。项目建设期：项目建设期为24个月，建成后主要用于各种果蔬的仓储、加工及配送。

（二）项目投资进度及经济效益

项目已取得《广东省企业投资项目备案证》(备案项目编号2017-440500-05-03-012659)，已办理环境影响登记表备案，备案号：20194405000300000002，已取得汕头经济特区保税区规划与国土资源局出具的建设用地规划许可证，建设期24个月。根据广东宏辉食品有限公司撰写的可行性研究报告，项目投入后年均销售总收入45,000万元，年均利润总额6,800万元；税后利润年均4,000万元。截至2019年3月底，项目已投资3,008.18万元。

但我们关注到受经济环境、市场竞争、气候等因素影响，募投项目建设工期以及建设完工后能否产生预期收益存在不确定性。

四、运营环境

随着国内居民生活水平提高、健康意识的提升，近年果蔬消费量持续增长，预计未来果蔬的消费量仍将继续维持增长

我国居民生活水平不断提升，2013-2018年居民人均可支配收入由18,310.75元增长至28,228.00元，年复合增长率9.04%，2013-2018年人均消费支出由13,220.42元增长至19,853.00元，年复合增长率8.47%，居民生活水平的提高带动消费升级，原生态、高品质、健康、安全、易加工等特点的果蔬产品逐渐受到市场的认可，越来越多的消费者愿意支付溢价购买品质更优异的果蔬产品。

图1 2013-2018年我国人均可支配收入



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图2 2013-2018年我国人均消费支出



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

从水果种植面积和产量方面看，根据国家统计局数据，截至2017年底全国果园面积11,135.92千公顷，近年存在一定波动在整体保持增长趋势。水果产量方面，2015-2017年分别为24,524.62万吨、24,405.24万吨和25,241.90万吨，受天气、土壤等因素，存在一定波动。综合来看，我国水果种植面积和产量近三年存在一定波动但整体较为稳定。

图3 全国果园面积情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图4 2008-2017年我国水果产量情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

需求方面，近年来我国的果蔬消费需求持续增长。我国亿元以上商品交易市场干鲜果品类成交额从2010年的3,160.68亿元增长至2017年的7,364.40亿元，年均复合增长率12.84%；亿元以上商品交易市场干鲜果品类成交额从2010年的4,789.38亿元增长至2017年的7,720.00亿元，年均复合增长率7.06%，预计未来果蔬的消费量仍将继续维持增长。

图5 2010-2017年干鲜果类成交额



图6 2010-2017年蔬菜类成交额



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

根据农业部发布的国内7种重点监测水果（富士苹果、鸭梨、巨峰葡萄等）及28种重点监测蔬菜（白萝卜、菜花、冬瓜、豆角等）平均批发价，近年蔬菜价格存在一定波动但整体较为稳定，水果批发价自2019年开始上涨幅度较大。2018年倒春寒导致陕西、山东等主产区的苹果、梨等水果减产，苹果减产约25%，梨减产约20%，且2019年开春后华东、华中等地持续低温阴雨天气，对果蔬生产造成一定影响，导致水果价格大幅上涨。

图7 近年水果及蔬菜批发价走势情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

由于我国果蔬的种植多集中于农村区域，但消费主要集中于城市，单纯依靠农户自身的运输能力及有限的市场信息，无法实现供需平衡，经常出现供给无法消化而需求无法满足的情况，果蔬服务业的出现可连接果蔬种植及消费环节，提高果蔬产品的商品化率，解

决缓解产销不畅状况的问题。

国家政策鼓励农产品流通行业发展，但果蔬行业商品化程度仍不高

近年来，国家出台政策鼓励农产品流通行业发展，2015-2018年国家一号文件对农产品流通提出相关政策指导。2017年发布的《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》，指出完善全国农产品流通骨干网络，加快构建公益性农产品市场体系，加强农产品产地预冷等冷链物流基础设施网络建设，完善鲜活农产品直供直销体系。2018年发布的《中共中央、国务院关于实施乡村振兴战略的意见》指出实施农产品加工业提升行动，支持主产区农产品就地加工转化增值，加强农产品产后分级、包装、营销，建设现代化农产品冷链仓储物流体系，打造农产品销售公共服务平台，支持供销、邮政及各类企业把服务网点延伸到乡村。

此外，目前国家对从事果蔬流通的企业给予一定税收优惠。根据财政部、国家税务总局2011年12月31日发布的《关于免征蔬菜流通环节增值税有关问题的通知》，自2012年3月1日起销售蔬菜产品免征增值税；根据2007年6月16日发布的《中华人民共和国企业所得税法》及《中华人民共和国企业所得税法实施条例》和财政部、国家税务总局发布的《关于发布享受企业所得税优惠政策的农产品初加工范围（试行）的通知》规定，从事农产品初加工所得，免征企业所得税。

表4 近年来农产品流通行业相关政策梳理

文件名称	主要内容
《中共中央、国务院关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》（2015年1号文件）	创新农产品流通方式。加快全国农产品市场体系转型升级，着力加强设施建设和配套服务，健全交易制度。完善全国农产品流通骨干网络，加大重要农产品仓储物流设施建设力度。加强农产品产地市场建设，加快构建跨区域冷链物流体系，继续开展公益性农产品批发市场建设试点。推进合作社与超市、学校、企业、社区对接。清理整顿农产品运销乱收费问题。发展农产品期货交易，开发农产品期货交易新品种。支持电商、物流、商贸、金融等企业参与涉农电子商务平台建设。 提高统筹利用国际国内两个市场两种资源的能力。加强农产品进出口调控，积极支持优势农产品出口，把握好农产品进口规模、节奏。完善边民互市贸易政策。
《中共中央、国务院关于落实发展新理念加快农业现代化实现全面小康目标的若干意见》（2016年1号文件）	加强农产品流通设施和市场建设。健全统一开放、布局合理、竞争有序的现代农产品市场体系，在搞活流通中促进农民增收。完善跨区域农产品冷链物流体系，开展冷链标准化示范，实施特色农产品产区预冷工程。推动公益性农产品市场建设。支持农产品营销公共服务平台建设。开展降低农产品物流成本行动。促进农村电子商务加快发展，形成线上线下融合、农产品进城与农资和消费品下乡双向流通格局。加强商贸流通、供销、邮政等系统物流服务和设施建设与衔接，加快完善县乡村物流体系。建立健全适应农村电商发展的农产品质量分级、采后处理、包装配送等标准体系。深入开展电子商务进农村综合示范。
《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》	创造良好农产品国际贸易环境。统筹利用国际市场，优化国内农产品供给结构，健全公平竞争的农产品进口市场环境。健全农产品贸易反补贴、反倾销和保障措施法律法规，依法对进口农产品开展贸易救济调查。鼓励扩大优势农产品出口，加大海外推介力度。加强农业对外合作，推动农业走出去。以

<p>(2017年1号文件)</p>	<p>“一带一路”沿线及周边国家和地区为重点，支持农业企业开展跨国经营，建立境外生产基地和加工、仓储物流设施，培育具有国际竞争力的大企业大集团。积极参与国际贸易规则和国际标准的制定修订，推进农产品认证结果互认工作。</p> <p>推进农村电商发展。促进新型农业经营主体、加工流通企业与电商企业全面对接融合，推动线上线下互动发展。加快建立健全适应农产品电商发展的标准体系。支持农产品电商平台和乡村电商服务站点建设。完善全国农产品流通骨干网络，加快构建公益性农产品市场体系，加强农产品产地预冷等冷链物流基础设施网络建设，完善鲜活农产品直供直销体系。推进“互联网+”现代农业行动。</p>
<p>《中共中央、国务院关于实施乡村振兴战略的意见》(2018年1号文件)</p>	<p>实施农产品加工业提升行动，鼓励企业兼并重组，淘汰落后产能，支持主产区农产品就地加工转化增值。重点解决农产品销售中的突出问题，加强农产品产后分级、包装、营销，建设现代化农产品冷链仓储物流体系，打造农产品销售公共服务平台，支持供销、邮政及各类企业把服务网点延伸到乡村，健全农产品产销稳定衔接机制，大力建设具有广泛性的促进农村电子商务发展的基础设施，鼓励支持各类市场主体创新发展基于互联网的新型农业产业模式，深入实施电子商务进农村综合示范，加快推进农村流通现代化。</p>

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

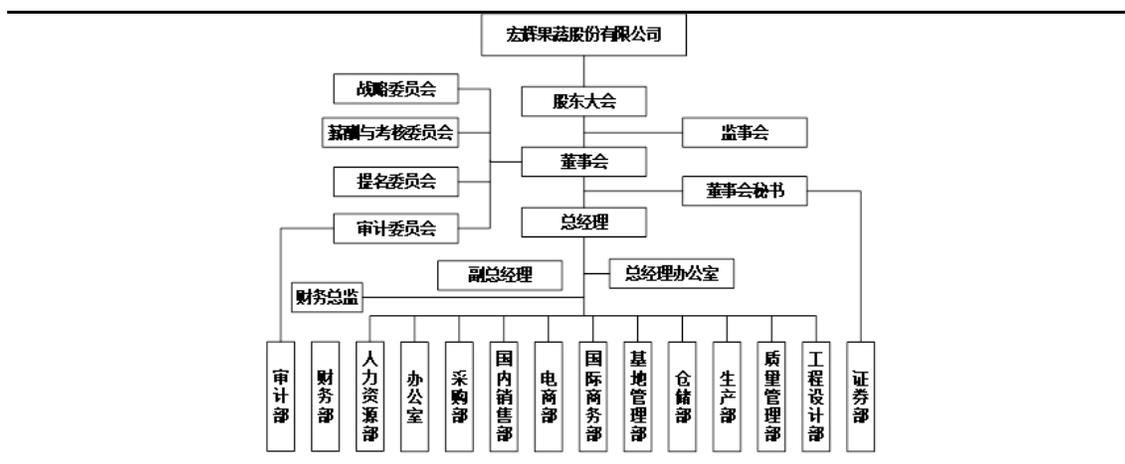
但我国果蔬行业仍然面临采后商品化处理水平低、优质果蔬数量匮乏、果蔬深加工品种少、缺乏有效的行业管理与技术监督等问题。为了保持或改进果蔬产品质量，会对果蔬进行商品化处理，如挑选、分拣、清洗、包装等，美国等发达国家果蔬采后商品化处理率达80%以上，但我国果蔬商品化率10%左右，处于较低水平且存在一定差距。其次，我国果蔬加工业的粗加工产品较多但深加工较少，而深加工往往是具备高附加值、更为优质的产品。此外，虽然我国果蔬加工业已采用国家或行业标准，但与国际标准相比仍存在一定差距，比如有害微生物及代谢产物、农药残留量等食品安全与卫生标准方面。

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等有关法律法规和《公司章程》的要求，建立了公司法人治理结构。公司设立股东大会、董事会、监事会。股东大会是公司的最高权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划、对公司增加或者减少注册资本作出决议、对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议等职权，2016-2018年公司共召开9次股东大会。公司设立董事会，董事会由7名董事组成，其中设董事长1名，独立董事3名，董事会向股东大会负责，职权包括召集股东大会并向股东大会报告工作、执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的年度财务预算方案、决算方案等，2016-2018年公司共召开28次董事会。监事会由3名监事组成，设监事会主席1人，监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生，2016-2018年公司共召开17次监事会。

为规范日常经营活动，公司设立了包括采购部、国内销售部、国际商务部、基地管理部、生产部、仓储部、证券部、财务部、审计部等13个部门的组织结构。公司制定了股东大会会议事规则、财务管理制度、对外投资管理制度、内部审计制度、子公司管理办法、关联交易管理办法，规范公司日常经营与管理。

图 8 截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司是一家集果蔬产品的种植管理、采后收购、产地预冷、冷冻仓储、预选分级、加工包装、冷链配送于一体的专业农产品服务商，品种涵盖全国各地及进口名优果蔬。公司 2016-2018 年分别实现营业收入 67,630.97 万元、68,428.84 万元和 76,335.38 万元，2019 年 1-3 月实现营业收入 17,177.33 万元，其中 2016-2018 年复合增长率 6.24%。公司产品的营业收入以水果为主，2016-2018 年水果收入占总营业收入比例分别为 91.66%、96.14% 和 95.68%，其中销售的水果主要包括苹果、梨、柑桔橙等。毛利率方面，公司近年毛利率水平存在一定波动，2016-2018 年及 2019 年 1-3 月毛利率分别为 16.24%、16.93%、14.55% 和 17.77%，2018 年毛利率有所下降，主要系受水果主产区的气候影响，公司主营农产品苹果和梨大幅减产，采购成本增加所致；2019 年 1-3 月毛利率水平有所提高，主要系一季度适逢春节，水果价格上涨所致。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年 1-3 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
1、水果	16,524.63	17.77%	73,033.87	14.56%	65,788.50	17.00%	61,987.61	16.30%
苹果	4,190.11	18.12%	26,152.03	12.58%	22,671.22	17.05%	23,127.38	16.01%

梨	3,606.33	19.26%	17,163.06	15.37%	20,027.67	17.09%	15,626.29	16.12%
柑桔橙	5,988.99	17.01%	7,769.89	17.45%	7,628.37	16.67%	6,617.01	16.30%
葡萄	725.95	15.25%	6,820.98	15.81%	8,227.03	17.47%	7,668.47	15.98%
其他水果	2,013.25	17.57%	15,127.91	15.03%	7,234.21	16.41%	8,948.46	17.60%
2、蔬菜	650.17	17.67%	3,294.77	14.32%	2,640.34	15.22%	5,643.36	15.62%
其他收入	2.53	48.63%	6.75	-11.64%	0.00	-	0.00	-
合计	17,177.33	17.77%	76,335.38	14.55%	68,428.84	16.93%	67,630.97	16.24%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司建立与采购基地、销售网络配套的初加工配送基地，近年产销率保持在较高水平；公司内销收入占比不断提升，下游客户主要为大型商超、经销商等，整体较为稳定

公司业务的发展需要拥有完善的产销体系，建立与采购基地、销售网络配套的初加工配送基地，目前公司已在汕头、烟台、上海、福建、广州、江西、天津等地建有初加工配送基地。

公司的水果和蔬菜初加工根据销售订单组织采购并进行初加工，公司接到订单后，根据客户的质量、规格、包装、到货时间等要求，从原料库调出果蔬原料，安排车间进行初加工。果蔬原料首先经过机器自动清洗及分级（部分品种无法通过机器自动处理），再进行人工精选、成品检验、包装贴标，完成初加工处理。随后根据客户端订单要求，将成品交由仓储部门先验收入库或直接运至客户指定地点。由于果蔬属于鲜活农产品，为保障品质，公司根据客户订单组织采购并安排生产，公司近年水果销量稳步增长，2016-2018年水果销量分别为80,534.69吨、88,560.84吨和90,967.03吨，产销率近年保持在较高水平，2016-2018年及2019年1-3月产销率100.03%、99.94%、100.05%、100.09%。公司蔬菜销量持续下滑，但蔬菜销售收入占公司整体收入比例很小，对公司营业收入贡献有限。

表6 公司产销量情况（单位：吨）

类别	项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
水果	生产量	18,390.26	90,917.09	88,618.38	80,509.22
	销售量	18,407.22	90,967.03	88,560.84	80,534.69
	产销率	100.09%	100.05%	99.94%	100.03%
蔬菜	生产量	1,224.23	6,964.22	7,450.03	12,184.86
	销售量	1,218.73	7,001.07	7,385.68	12,225.63
	产销率	99.55%	100.53%	99.14%	100.33%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品销售包括境外销售和境内销售，公司的外销主要以FOB（船上交货价）的形式通过适当渠道销往国际市场，但近年来公司受人民币汇率的影响，汇兑损益波动较大；公司的内销以直销为主，产品主要供应国内大型连锁超市、电商、批发商等。近年来，公

司内销规模及占比不断提升，2016-2018年内销收入占比分别为66.73%、75.64%和79.34%，2019年1-3月内销占比为75.29%。

表7 公司销售区域分布情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	12,931.44	75.29%	60,562.50	79.34%	51,756.64	75.64%	45,129.74	66.73%
国外	4,243.36	24.71%	15,766.13	20.66%	16,672.19	24.36%	22,501.23	33.27%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的下游客户主要为大型超市、果蔬流通企业和地区性连锁超市，包括上蔬永辉、百佳、华润万家、东莞嘉荣、物美等。2016-2018年公司前五大客户占营业收入比例分别为50.11%、40.22%、33.51%，客户集中度有所下降。从客户结构来看，公司近年来客户整体较为稳定。公司针对客户的整体资信状况、合作时间长短等情况给予不同的信用期限；一般国内大型超市等通常有既定的结算和付款期限，公司按客户的付款期执行，账期相对较短，国外客户主要为多年合作客户，主要为经销商，涉及长途运输、报关清关、结售外汇等手续需要时间相对较长，账期相对较长。

表8 近年公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	金额	占营业收入比例
2018年	第一名	6,621.24	8.67%
	第二名	5,530.81	7.25%
	第三名	5,063.93	6.63%
	第四名	4,255.57	5.57%
	第五名	4,111.86	5.39%
	合计	25,583.41	33.51%
2017年	第一名	7,767.31	11.35%
	第二名	6,690.03	9.78%
	第三名	5,564.86	8.13%
	第四名	3,788.22	5.54%
	第五名	3,709.23	5.42%
	合计	27,519.66	40.22%
2016年	第一名	9,876.45	14.60%
	第二名	7,461.62	11.03%
	第三名	6,436.75	9.52%
	第四名	5,523.10	8.17%
	第五名	4,593.24	6.79%

	合计	33,891.16	50.11%
--	-----------	------------------	---------------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要向农户采购水果，采用协议基地和非协议基地结合的模式，与农户建立合作关系，考虑到果蔬产品受气候、土壤等自然因素影响较大，公司面临一定产品价格波动的风险

公司主营业务成本主要由原材料、包装物、人工费用、制造费用构成，其中原材料占比较高，主要为公司收购的苹果、梨、柑桔橙等，近年占比90%以上；包装物、人工费用、制造费用占比相对较低，但近年来包装物占成本比重不断提升，主要系纸价上涨所致。

表9 近年公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	12,602.34	89.23%	59,191.74	90.75%	51,264.38	90.19%	52,545.80	92.76%
包装物	654.31	4.63%	2,030.04	3.11%	1,479.08	2.60%	1,352.62	2.39%
人工费用	328.92	2.33%	1,754.22	2.69%	1,958.21	3.45%	1,422.68	2.51%
制造费用	538.59	3.81%	2,252.52	3.45%	2,139.20	3.76%	1,326.80	2.34%
合计	14,124.16	100.00%	65,228.52	100.00%	56,840.87	100.00%	56,647.90	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司建立了“公司+基地+农户”的协议基地模式以及“公司+农户”的非协议基地模式。协议基地模式是公司基于市场化的合作方式，与基地所在村委会、农户共同组成的“公司+基地+农户”的收购型基地模式，农户生产果蔬产品，公司与农户建立买卖合作关系，并向农户采购果蔬产品后进行加工、销售，公司主要针对苹果、梨、柑桔橙、葡萄等需求量较大的大宗商品以及部分蔬菜采用协议基地模式的形式进行采购。此外，公司与农户进行直接合作，采用“公司+农户”的非协议基地模式，采购性价比高的果蔬产品，满足内销超市客户的应季节性要求、弥补协议基地果蔬品种单一的缺陷。

按照采购对象分类，公司采购主要分为农户采购、进口果蔬、合作社采购、其他企业采购。从公司的采购情况看，2016-2018年及2019年1-3月，向农户采购是公司采购的主要方式，分别占总采购金额的77.74%、84.21%、86.00%和87.30%。

表10 公司采购情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
农户采购	10,941.64	87.30%	57,426.56	86.00%	45,530.55	84.21%	42,061.46	77.74%
进口果蔬	827.34	6.60%	6,450.04	9.66%	7,818.62	14.46%	8,616.54	15.92%
合作社采购	8.52	0.07%	355.08	0.53%	403.33	0.75%	2,632.08	4.86%
其他企业采购	755.61	6.03%	2,542.47	3.81%	316.68	0.59%	797.46	1.47%

合计	12,533.11	100.00%	66,774.15	100.00%	54,069.18	100.00%	54,107.54	100.00%
----	-----------	---------	-----------	---------	-----------	---------	-----------	---------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要的采购水果包括苹果、梨、柑桔橙、葡萄，其中苹果和梨的采购量较大。2016-2018年及2019年1-3月，苹果的采购量分别为36,265.59吨、38,781.70吨、38,665.87吨和10,183.78吨，采购均价持续上升，由2016年4.98元/公斤上升至2018年6.45元/公斤。梨的采购量近年有所下降，但整体较为稳定，采购均价2018年有所上升。柑桔橙采购增长幅度较大，从2016年8,132.79吨增长至2018年的15,305.54吨，年复合增长率37.18%，采购均价有所波动。

表11 公司主要水果采购情况*

	项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
苹果	采购金额（万元）	7,460.24	24,955.85	22,114.55	18,042.64
	采购量（吨）	10,183.78	38,665.87	38,781.70	36,265.59
	采购单价（元/公斤）	7.33	6.45	5.70	4.98
梨	采购金额（万元）	1,484.32	13,987.94	11,890.53	13,180.23
	采购量（吨）	2,420.48	31,485.19	31,752.03	34,769.81
	采购单价（元/公斤）	6.13	4.44	3.74	3.79
柑桔橙	采购金额（万元）	1,271.68	7,979.76	6,526.60	4,951.48
	采购量（吨）	2,168.75	15,305.54	10,504.93	8,132.79
	采购单价（元/公斤）	5.86	5.21	6.21	6.09
葡萄	采购金额（万元）	517.37	5,296.04	6,239.01	6,021.36
	采购量（吨）	296.44	4,751.11	5,107.15	6,489.91
	采购单价（元/公斤）	17.45	11.15	12.22	9.28

注：公司采购情况包括国内采购和国外进口，部分水果采购单价较高与进口水果采购价较高有关

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

由于果蔬采购的特殊性，公司向农户采购较多且较为分散，与农户的结算方式主要为银行转账，结算期限相对较短，一般在15天以内，公司前五大供应商主要为进口果蔬企业、合作社以及包装制品公司，公司2016-2018年前五大供应商占采购总额比例分别为11.13%、10.50%和7.23%，集中度有所下降，其余主要为农户等。

表12 近年公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	金额	占采购总额比例
2018年	第一名	2,076.99	3.01%
	第二名	1,169.89	1.70%
	第三名	656.22	0.95%
	第四名	649.27	0.94%
	第五名	430.87	0.63%

	合计	4,983.23	7.23%
2017年	第一名	4,699.23	7.31%
	第二名	611.77	0.95%
	第三名	521.25	0.81%
	第四名	477.05	0.74%
	第五名	437.55	0.68%
	合计	6,746.85	10.50%
2016年	第一名	2,885.53	4.51%
	第二名	2,230.00	3.49%
	第三名	813.48	1.27%
	第四名	626.09	0.98%
	第五名	560.23	0.88%
	合计	7,115.33	11.13%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建项目尚需投资规模较大，面临较大资金压力，且在建项目完工时间和未来投产后的经济效益存在一定不确定性

公司主要在建项目包括天津果蔬加工配送基地建设项目、上海果蔬加工配送基地扩建项目、广州果蔬加工配送基地建设项目、广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目等。其中，天津果蔬加工配送基地建设项目总投资9,041.10万元，包括冷库、生产车间、办公楼等建设以及设备的采购，预计运营时间2019年11月；上海果蔬加工配送基地扩建项目是对上海果蔬加工配送基地进行扩建，总投资7,967.82万元，预计运营时间2020年11月。截至2019年3月底，公司总投资60,120.95万元，已投资18,895.27万元，尚需投资41,225.68万元，具有较大资金压力，且公司在建项目完工时间和未来投产后的经济效益存在一定不确定性。

表13 截至2019年3月底公司在建项目情况（单位：万元）

项目	项目状态	计划总投资	已投资	尚需投资	预计运营时间
天津果蔬加工配送基地建设项目	在建	9,041.10	6,621.56	2,419.54	2019.11
上海果蔬加工配送基地扩建项目	在建	7,967.82	2,438.71	5,529.11	2020.11
广州果蔬加工配送基地建设项目	在建	7,137.71	6,726.52	411.19	2020.11
宏辉果蔬信息化系统建设项目	在建	3,063.12	100.30	2,962.82	2020.11
广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目	在建	32,911.20	3,008.18	29,903.02	2021.06
合计		60,120.95	18,895.27	41,225.68	

注：广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目系本期债券募投项目
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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亚太（集团）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2016-2018年审计报告及2019年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制；2016年财务数据为2017年期初数。2016年公司合并范围子公司未发生变化，2017年新增1家子公司，为广东宏辉食品有限公司；2018年新增2家子公司，分别为陕西宏辉食品有限公司（以下简称“陕西宏辉”）和井冈山中证焦桐扶贫产业基金（有限合伙）（以下简称“井冈山中证焦桐基金”）；陕西宏辉的设立主要是新增果蔬仓储加工配送基地建设项目，井冈山中证焦桐基金主要投资贫困地区的农业、畜牧业、养殖业、旅游业等能带动贫困地区产业发展的企业股权。2019年1-3月公司合并范围子公司无变化，截至2019年3月底公司合并范围内子公司共10家。

资产结构与质量

近三年公司资产规模不断增长，但应收账款、存货占比较高，存货主要为果蔬产品，受保质期限制，存在一定减值风险，整体资产流动性一般

近年来，公司总资产规模持续增长，2016-2018年总资产由78,282.84万元增长至99,935.90万元，年复合增长率12.99%，截至2019年3月底总资产规模95,420.85万元，有所减少，主要与货币资金减少有关。流动资产是资产的主要构成，2019年3月底占比68.62%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货、其他流动资产构成。截至2018年底，货币资金规模14,022.13万元，占总资产规模14.03%，其中受限资金9.00万元，受限比例较小；截至2019年3月底，货币资金规模8,065.22万元。应收账款主要系下游的商超及果蔬经销商，2018年底应收账款规模22,658.38万元，其中1年以内的占比89.06%，按欠款方归集的期末余额前五名应收账款账面价值4,889.03万元，合计占应收账款期末账面价值比例21.58%。公司存货主要系储备的果蔬原材料，水果产品具有反季节销售特点，旺季采购的水果部分将延迟投放市场，近年公司存货规模持续增长，由2016年20,372.72万元增长至2018年31,555.78万元，年复合增长率24.46%，主要系公司业务规模扩大所致；截至2019年3月底，存货规模31,417.07万元，占总资产规模32.92%；考虑到存货主要为果蔬产品，受保质期、滞销等因素影响，存在一定减值风险。其他流动资产包括待抵扣增值税进项税额及银行理财产品，2018年其他流动资产减少主要系理财产品到期所致。

表14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8,065.22	8.45%	14,022.13	14.03%	7,643.91	9.55%	7,848.48	10.03%
应收账款	21,374.55	22.40%	22,658.38	22.67%	17,347.14	21.67%	19,839.58	25.34%
存货	31,417.07	32.92%	31,555.78	31.58%	23,516.70	29.38%	20,372.72	26.02%
其他流动资产	4,139.53	4.34%	3,393.21	3.40%	13,824.89	17.27%	13,652.56	17.44%
流动资产合计	65,478.91	68.62%	72,216.98	72.26%	63,257.69	79.02%	61,936.39	79.12%
可供出售金融资产	-	-	5,100.00	5.10%	100.00	0.12%	-	-
其他权益工具投资	5,100.00	5.34%	-	-	-	-	-	-
固定资产	11,029.44	11.56%	11,016.74	11.02%	11,486.66	14.35%	12,189.73	15.57%
在建工程	8,112.27	8.50%	5,771.83	5.78%	2,714.97	3.39%	1,313.16	1.68%
无形资产	5,165.75	5.41%	5,196.61	5.20%	2,255.95	2.82%	2,321.69	2.97%
非流动资产合计	29,941.94	31.38%	27,718.92	27.74%	16,790.89	20.98%	16,346.45	20.88%
资产总计	95,420.85	100.00%	99,935.90	100.00%	80,048.58	100.00%	78,282.84	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程及无形资产构成。2018 年可供出售金融资产大幅增长，主要系公司新增对雪川农业发展股份有限公司（以下简称“雪川农业”）投资的 5,000.00 万元所致，按成本法计量，持股比例 3.33%，雪川农业主营马铃薯新品种开发、脱毒苗生产、脱毒种薯生产、加工销售等。公司固定资产主要为房屋建筑物、机器设备、运输设备和办公设备，2018 年底规模 11,016.74 万元，其中账面价值 1,026.25 万元的广州正通厂房尚未办妥产权证书。在建工程包括天津宏辉建设工程、广州正通建设工程、上海宏辉建设工程，截至 2018 年底规模 5,771.83 万元。无形资产主要为土地使用权，截至 2018 年底无形资产规模 5,196.61 万元，无形资产中土地共 12 宗，土地面积共 20.51 万平方米，其中子公司烟台宏辉食品有限公司的莱国用（2013）第 374 号、莱国用（2005）第 1138 号土地，账面价值共 223.90 万元，因与中国工商银行莱阳支行签订最高额抵押合同而处于抵押状态，但无借款情况，尚未解除抵押登记，公司 2018 年无形资产增长较大主要系新增购置广东宏辉土地使用权。

资产运营效率

公司应收账款和存货周转较慢，影响了整体资产运营效率

公司近年来应收账款周转情况存在一定波动，2018 年应收账款周转天数有所下降，但存货周转天数近年持续增加，2016-2018 年存货周转天数分别为 118.78 天、138.99 天和 151.97 天，使得公司净营业周期有所上升，影响整体资产运营效率。公司由于原材料的主要采购

对象为农户，应付账款周转天数相对较短。从总资产周转天数看，2016-2018年总资产周转天数分别为371.49天、416.49天和424.41天，受到存货周转天数下降的影响，总资产周转效率有所下降。

整体来看，应收账款及存货周转较慢，影响了营运资金及总资产的周转。

表15 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	94.33	97.82	97.10
存货周转天数	151.97	138.99	118.78
应付账款周转天数	9.18	10.54	13.34
净营业周期	237.13	226.26	202.54
流动资产周转天数	319.45	329.32	281.26
固定资产周转天数	53.06	62.28	67.27
总资产周转天数	424.41	416.49	371.49

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入和净利润持续增长，但毛利率水平存在一定波动

随着公司近年来业务规模扩大，营业收入持续增长，2016年-2018年及2019年1-3月分别实现营业收入67,630.97万元、68,428.84万元、76,335.38万元和17,177.33万元，其中2016-2018年复合增长率6.24%。毛利率水平存在一定波动，2016-2018年及2019年1-3月毛利率分别为16.24%、16.93%、14.55%和17.77%，2018年毛利率有所下降，主要系受原料主产区陕西、山东等地的气候影响，公司主营农产品苹果和梨大幅减产，公司成本增加幅度较大而销售价格上升幅度较小所致，其中2018年公司苹果平均采购单价上升至6.45元/公斤。公司期间费用率近年存在一定波动，主要系汇兑损益变动所致，公司出口业务以美元结算为主，2016年、2017年和2018年人民币分别经历贬值、升值和贬值过程，公司2016-2018年财务费用汇兑损益分别为-836.87万元、863.46万元和-434.95万元。

2016-2018年及2019年1-3月分别实现净利润6,061.84万元、6,332.61万元、6,416.99万元和1,563.33万元，持续增长但增长率存在一定波动，整体看公司盈利能力尚可。

表16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
营业收入	17,177.33	76,335.38	68,428.84	67,630.97
营业利润	1,594.25	6,540.10	6,324.12	5,913.74
利润总额	1,563.33	6,433.46	6,416.56	6,061.84

净利润	1,563.33	6,416.99	6,332.61	6,061.84
综合毛利率	17.77%	14.55%	16.93%	16.24%
期间费用率	9.12%	5.87%	8.32%	7.05%
营业利润率	9.28%	8.57%	9.24%	8.74%
总资产回报率	-	7.38%	8.11%	9.73%
净资产收益率	-	7.95%	8.34%	10.55%
营业收入增长率	6.75%	11.55%	1.18%	7.05%
净利润增长率	5.48%	1.33%	4.47%	-3.09%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司整体现金流表现欠佳，考虑到公司目前在建项目较多，存在一定投资支出的资金压力

公司2016-2018年收现比分别为1.05、1.08和1.00，但2016-2018年经营活动产生的现金流净额分别为1,296.20万元、4,556.26万元和-6,330.23万元，整体现金流表现欠佳，经营活动净现金流近年存在一定波动主要系公司2018年受原料主产区气候影响，主营农产品苹果和梨减产价格上涨，采购成本上升，导致当期购买商品、接受劳务支付的现金规模较大，使得经营活动现金流2018年出现净流出。从营运资本变化看，存货、经营性应收项目占用资金规模持续增长，其中2018年存货占用资金较2017年增长155.70%，经营性应收项目大幅增加，主要系期末赊销余额增加所致。投资活动方面，公司收到其他与投资活动有关的现金、支付其他与投资活动有关的现金规模较大，主要系赎回及购买银行理财产品所致；其中，2018年投资活动产生的现金流转为净流入，主要由于当期赎回银行理财产品有所增加。筹资活动方面，2016-2018年筹资活动产生的现金流量净额分别为11,572.39万元、-3,148.95万元和10,143.92万元，存在一定波动，主要系2016年公司首次公开发行股票以及2017年对外融资规模有所下降所致。考虑到截至2019年3月底，公司主要在建项目总投资60,120.95万元，已投资18,895.27万元，尚需投资41,225.68万元，具有较大资金压力。

表17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
收现比	1.00	1.08	1.05
净利润	6,416.99	6,332.61	6,061.84
营运资本变化	-13,943.03	-2,340.73	-6,949.18
其中：存货减少（减：增加）	-8,039.08	-3,143.99	-3,364.06
经营性应收项目的减少（减：增加）	-5,942.89	2,021.18	-1,572.54
经营性应付项目的增加（减：减少）	38.94	-1,217.92	-2,012.58

经营活动产生的现金流量净额	-6,330.23	4,556.26	1,296.20
投资活动产生的现金流量净额	2,586.12	-3,612.17	-9,830.65
筹资活动产生的现金流量净额	10,143.92	-3,148.95	11,572.39
现金及现金等价物净增加额	6,369.22	-2,379.57	3,094.03

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平不高，财务安全性尚可

近年来由于公司盈利的积累，所有者权益持续增长，2016-2018年所有者权益分别为74,112.13万元、77,801.62万元和83,627.64万元，年复合增长率6.23%；截至2019年3月底，公司所有者权益规模83,201.71万元。负债总额存在一定波动，2018年增长幅度较大，主要系公司新增短期借款所致。2018年底公司产权比率19.50%，所有者权益对负债的保障程度有所下降，2019年一季度公司偿还部分短期借款，产权比例下降至14.69%。

表18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年	2016年
负债总额	12,219.14	16,308.26	2,246.96	4,170.70
所有者权益	83,201.71	83,627.64	77,801.62	74,112.13
产权比率	14.69%	19.50%	2.89%	5.63%

资料来源：公司 2016-2018 年年度报告及 2019 年一季度报，中证鹏元整理

公司负债以流动资产为主，流动负债主要由短期借款、应付账款及其他应付款构成。公司2018年新增短期借款13,000.00万元，占总负债规模79.71%，均为保证借款。应付账款主要为应付供应商原材料及包装款项，2018年底规模2,197.09万元，其中1年以内占比97.32%。非流动负债方面，公司递延收益主要为政府补助款项。公司有息负债为短期借款，截至2019年3月底，公司短期借款9,000.00万元，占总负债比例73.65%。

表19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9,000.00	73.65%	13,000.00	79.71%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付账款	2,175.57	17.80%	2,197.09	13.47%	1,129.93	50.29%	2,198.36	52.71%
其他应付款	282.50	2.31%	242.87	1.49%	164.05	7.30%	612.32	14.68%
流动负债合计	11,737.90	96.06%	15,817.70	96.99%	1,719.17	76.51%	3,605.67	86.45%
递延收益-非流动负债	481.24	3.94%	490.55	3.01%	527.79	23.49%	565.03	13.55%
非流动负债合计	481.24	3.94%	490.55	3.01%	527.79	23.49%	565.03	13.55%
负债合计	12,219.14	100.00%	16,308.26	100.00%	2,246.96	100.00%	4,170.70	100.00%

其中:有息债务	9,000.00	73.65%	13,000.00	79.71%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
---------	----------	--------	-----------	--------	------	-------	------	-------

资料来源:公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表,中证鹏元整理

从偿债指标来看,资产负债率存在一定波动,2018年受公司短期借款增加影响,资产负债率增长至16.32%,截至2019年3月底资产负债率为12.81%。截至2019年3月底,公司流动比率和速动比率分别为5.58和2.90,短期偿债压力较小。公司EBITDA近年存在一定波动,截至2018年底,EBITDA利息保障倍数37.09,息税折旧摊销前收益对利息支出的保障程度较高,但受2018年经营活动现金净流出的影响,经营性净现金流/流动负债和经营性净现金流/负债总额分别为-0.40和-0.39。整体来看,公司负债水平较低,财务安全性尚可。

表20 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年	2016年
资产负债率	12.81%	16.32%	2.81%	5.33%
流动比率	5.58	4.57	36.80	17.18
速动比率	2.90	2.57	23.12	11.53
EBITDA (万元)	-	7,653.76	7,353.59	7,795.26
EBITDA 利息保障倍数	-	37.09	1,405.48	10.71
有息债务/EBITDA	-	1.70	0.00	0.00
债务总额/EBITDA	-	2.13	0.31	0.54
经营性净现金流/流动负债	0.30	-0.40	2.65	0.36
经营性净现金流/负债总额	0.29	-0.39	2.03	0.31

资料来源:公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表,中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

(一) 本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券募投项目的收入是本期债券还本付息的来源之一

本期募投项目主要为广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目,建设地点位于汕头市保税区,项目区建设总规模是储量为2.5万吨气调库和恒温库,项目建设期为24个月,建成后主要用于各种果蔬的仓储、加工及配送。根据广东宏辉食品有限公司撰写的可行性研究报告,项目达产后将会产生一定的经济效益,项目生产期年均销售总收入45,000万元,年均利润总额6,800万元,税后利润年均4,000万元,募投项目的收入是本期债券还本付息的来源之一,但同时受经济环境、市场竞争、气候等因素影响,募投项目建设工期以及建设完工后能否产生预期收益存在不确定性。

公司日常经营形成的现金流入是本期债券还本付息资金的重要保障

公司营业收入主要来源于果蔬的销售收入,2016-2018年分别实现营业收入67,630.97

万元、68,428.84万元和76,335.38万元，2019年1-3月实现营业收入17,177.33万元，其中2016-2018年复合增长率6.24%。2016-2018年及2019年1-3月分别实现净利润6,061.84万元、6,332.61万元、6,416.99万元和1,563.33万元，持续增长，2016-2018年收现比分别为1.05、1.08和1.00，但现金流表现欠佳。整体来看，公司日常经营形成的现金流入是本期债券还本付息资金的重要保障。

但同时，我们也关注到公司面临一定的原材料价格波动风险，近年毛利率水平存在一定波动，2016-2018年及2019年1-3月毛利率分别为16.24%、16.93%、14.55%和17.77%。公司目前在建项目较多，尚需投资规模较大，存在较大的投资支出压力。

公司资产抵押融资或变现可为本期债券还本付息提供一定的资金来源，但资产未来变现价值存在一定不确定性

截至2018年底公司固定资产11,016.74万元，主要为房屋建筑物、机器设备、运输设备和办公设备，无抵质押情况；公司2018年底无形资产规模5,196.61万元，其中烟台宏辉的莱国用（2013）第374号、莱国用（2005）第1138号土地共223.90万元因与中国工商银行莱阳支行签订最高额抵押合同而处于抵押状态，但无借款情况，尚未解除抵押登记。整体来看，公司资产抵押融资或变现可为本期债券还本付息提供一定的资金来源，但资产未来变现价值存在一定不确定性。

同时，本期债券为可转换债券，在债券转股期转股后无需还本付息，可视为偿债资金来源之一，但我们也关注到股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

（二）本期债券保障措施分析

保证担保

实际控制人黄俊辉、郑幼文将为本次发行可转换公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，中证鹏元认为能为本期债券提供一定保障。

九、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2019年7月4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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

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	8,065.22	14,022.13	7,643.91	7,848.48
应收账款	21,374.55	22,658.38	17,347.14	19,839.58
存货	31,417.07	31,555.78	23,516.70	20,372.72
固定资产	11,029.44	11,016.74	11,486.66	12,189.73
总资产	95,420.85	99,935.90	80,048.58	78,282.84
短期借款	9,000.00	13,000.00	0.00	0.00
应付账款	2,175.57	2,197.09	1,129.93	2,198.36
一年内到期的非流动负债	37.24	37.24	0.00	0.00
总负债	12,219.14	16,308.26	2,246.96	4,170.70
有息债务	9,000.00	13,000.00	0.00	0.00
所有者权益合计	83,201.71	83,627.64	77,801.62	74,112.13
归属于母公司所有者权益	83,100.60	81,526.53	77,801.62	74,112.13
营业收入	17,177.33	76,335.38	68,428.84	67,630.97
营业利润	1,594.25	6,540.10	6,324.12	5,913.74
净利润	1,563.33	6,416.99	6,332.61	6,061.84
经营活动产生的现金流量净额	3,515.14	-6,330.23	4,556.26	1,296.20
投资活动产生的现金流量净额	-5,280.90	2,586.12	-3,612.17	-9,830.65
筹资活动产生的现金流量净额	-4,159.36	10,143.92	-3,148.95	11,572.39
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	94.33	97.82	97.10
存货周转天数	-	151.97	138.99	118.78
应付账款周转天数	-	9.18	10.54	13.34
净营业周期	-	237.13	226.26	202.54
流动资产周转天数	-	319.45	329.32	281.26
固定资产周转天数	-	53.06	62.28	67.27
总资产周转天数	-	424.41	416.49	371.49
综合毛利率	17.77%	14.55%	16.93%	16.24%
期间费用率	9.12%	5.87%	8.32%	7.05%
营业利润率	9.28%	8.57%	9.24%	8.74%
总资产回报率	-	7.38%	8.11%	9.73%
净资产收益率	-	7.95%	8.34%	10.55%
营业收入增长率	6.75%	11.55%	1.18%	7.05%
净利润增长率	5.48%	1.33%	4.47%	-3.09%
资产负债率	12.81%	16.32%	2.81%	5.33%
流动比率	5.58	4.57	36.80	17.18

速动比率	2.90	2.57	23.12	11.53
EBITDA (万元)	-	7,653.76	7,353.59	7,795.26
EBITDA 利息保障倍数	-	37.09	1,405.48	10.71
有息债务/EBITDA	-	1.70	0.00	0.00
债务总额/EBITDA	-	2.13	0.31	0.54
经营性净现金流/流动负债	0.30	-0.40	2.65	0.36
经营性净现金流/负债总额	0.29	-0.39	2.03	0.31

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 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

附录三 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，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。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。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.cspengyuan.com）、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。