

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【531】号

福建安井食品股份有限公司：

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福建安井食品股份有限公司 2019 年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

二零一九年九月六日

福建安井食品股份有限公司
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。

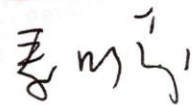
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

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
【531】号 02

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9月19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

福建安井食品股份有限公司 2019年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过9亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6年

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

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”）本次拟公开发行总额不超过9亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本次债券”）的评级结果为AA，该级别反映了本次债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司有较强的品牌优势，市场竞争力较强；营销渠道布局网络较为完善，且客户集中度不高；近年公司收入规模增长较快，盈利能力、经营活动现金流表现较好；近年公司净资产规模快速增长，资本实力不断增强。同时我们也关注到，速冻产品生产和流通环节存在一定的食品安全风险；原材料存在被污染的风险；若未来原材料价格持续上涨，将对公司利润产生不利影响，以及公司募投项目能否按进度顺利投产以及投产后能否实现预期经济效益存在一定不确定性等风险因素。

正面：

- 公司有较强的品牌优势，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，在速冻食品行业具有较强的品牌影响力，市场竞争力较强。公司主要业务收入来源于速冻食品的生产销售，与同行业上市公司相比，收入规模较大。
- 公司营销渠道布局网络较为完善，且客户集中度不高。公司采取经销商模式为主、商超、特通模式为辅的销售模式，销售网络较为完善，截至2019年6月末公司共有662家经销商，经销商网络分布于全国。2016-2018年及2019年1-6月前五大客户销售收入的合计金额占营业收入的比重分别为11.71%、10.55%、10.03%和10.31%。

- **近年公司收入规模增长较快，盈利能力较好。**随着公司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，公司营业收入保持较快增长。2016-2018年，公司分别实现营业收入29.97亿元、34.84亿元和42.59亿元，近三年复合增长率为19.22%；2019年1-6月，公司实现营业收入23.36亿元，较上年同期增长19.93%。2016-2018年及2019年1-6月公司综合毛利率分别为27.12%、26.27%、26.51%和25.48%。
- **近年公司经营活动现金流表现较好。**公司业务回款情况良好且预收款规模较大，2016-2018年，公司收现比分别为1.17、1.18和1.18，经营活动现金净流入分别为2.17亿元、3.55亿元和2.96亿元，表现较好。
- **近年公司净资产规模快速增长，资本实力不断增强。**2017年2月，公司公开发行人民币普通股（A股）5,401万股，增加股本5,401.00万元，上市后公司总股本增加至21,604.00万元；受益于公司的盈余积累以及2018年福建安井食品股份有限公司可转换公司债券（以下简称“安井转债”）转股，截至2019年6月末，公司净资产规模达25.14亿元，2016-2018年复合增长率为42.78%，实收资本增至2.30亿元。

关注：

- **速冻产品生产和流通环节存在一定的食品安全风险。**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。
- **公司原材料存在被污染的风险。**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治指挥部情况通报》，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%，近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。
- **公司募投项目能否按进度顺利投产以及投产后能否实现预期经济效益存在一定不确定性。**公司不断投资进行改扩建及新建厂房、生产线，截至2019年6月末，已开工项目

总投资 6.91 亿元，尚需投资为 3.37 亿元，未来项目建成后是否能按进度顺利投产以及投产后能否实现预期经济效益存在一定不确定性。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 6 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	438,451.45	456,325.62	325,096.48	247,853.71
归属于母公司所有者权益合计	251,399.56	204,798.01	169,346.83	100,455.16
有息债务	37,723.80	78,830.99	17,000.00	17,199.23
资产负债率	42.66%	55.12%	47.91%	59.47%
流动比率	1.35	1.33	1.25	0.90
速动比率	0.69	0.76	0.71	0.38
营业收入	233,551.91	425,909.02	348,401.09	299,650.34
营业利润	20,844.40	33,532.65	25,192.41	21,046.07
利润总额	21,415.82	34,717.37	26,339.06	23,108.06
综合毛利率	25.48%	26.51%	26.27%	27.12%
总资产回报率	-	9.38%	9.47%	10.40%
EBITDA	29,814.30	48,845.31	36,757.78	32,379.99
EBITDA 利息保障倍数	17.04	19.13	46.56	41.74
经营活动现金流净额	8,930.10	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 年半年度报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为厦门华顺民生食品有限公司（以下简称“华顺民生”），于2001年12月24日由新疆国力民生股权投资有限公司（原名：福建国力民生科技投资有限公司，以下简称“国力民生”）与陈永山共同出资设立，持股比例分别为75%和25%，设立时注册资本为200.00万元。后经多次股东增资及股权变更，截至2011年3月，公司注册资本增加至7,000.00万元。

2011年3月，华顺民生以2010年11月30日经审计的账面净资产，按3.08827:1的比例折合股份公司股本共计7,000万股，整体变更设立股份有限公司，并更名为“福建安井食品股份有限公司”。后经多次增资，截至2016年12月31日，公司注册资本为人民币16,203.00万元，实收资本为人民币16,203.00万元。

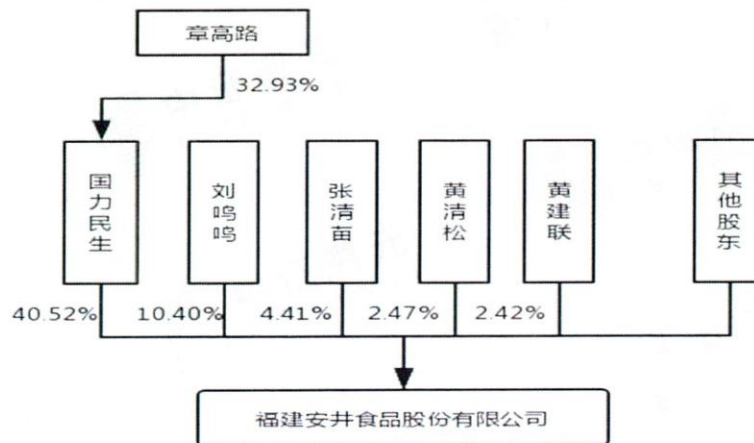
2017年2月，公司公开发行人民币普通股（A股）5,401万股（股票代码：603345.SH），每股面值人民币1元，增加股本5,401.00万元，上市后公司总股本增加至21,604.00万元。

2018年7月公司公开发行安井转债，扣除发行费用后，募集资金净额为48,735.00万元。随着安井转债转股和回售，截至2019年7月末，公司注册资本和实收资本增至23,006.66万元。

截至2019年6月末，公司控股股东为国力民生，持股比例为40.52%，公司实际控制人为自然人章高路¹，国力民生持有的公司股份除因公司首发上市存在股份限售的情况外，无质押、冻结或其他限制权利的情形，公司现任董事、监事、高级管理人员所持公司股份不存在被质押或冻结的情况。截至2019年6月末，公司股权关系图如下所示。

¹ 截至本报告出具日，章高路任公司董事、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、北京辉煌创业投资顾问有限公司执行董事、经理，福州福发发电设备有限公司经理。

图1 截至2019年6月末公司股权关系图



资料来源：公司2019年半年度报告，中证鹏元整理

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。截至2019年6月末，公司纳入合并范围的一级子公司8家，详见下表。

表1 截至2019年6月末纳入合并范围的一级子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式
无锡华顺民生食品有限公司	50,000.00	100%	速冻食品加工、生产；粮食、蔬菜、水果、禽畜产品、水产品的储藏；自有房屋租赁。	收购
无锡安井食品营销有限公司	1,200.00	100%	预包装食品、散装食品销售，水产品的销售与加工，道路普通货物运输，货物专用运输（冷藏保鲜），企业管理咨询；企业营销策划。	收购
泰州安井食品有限公司	36,049.38	100%	生产、加工速冻食品、豆制品（产品类别限《食品生产许可证》核定范围），销售本公司自产产品；食品加工机械、包装材料、冷冻禽畜肉、冷冻鱼糜、冷冻水产品销售；经营本企业自产产品的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料的进口业务（国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外）；食品咨询服务、食品技术服务。	设立
香港安井食品有限公司	400 万美元	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	100%	生产速冻食品；收购农副产品（不含粮食、种子）、水产品；经营本企业自产产品的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料的进口业务；食品销售服务、食品咨询服务、食品技术服务。	设立
四川安井食品有限公司	35,000.00	100%	速冻食品制造；肉制品及副产品加工；	设立

			鱼糜制品及水产品干腌制加工；收购农副产品（不含粮食与种子）；经营本企业自产产品的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料的进口业务；食品销售服务、食品咨询服务、食品技术服务。	
湖北安井食品有限公司	10,000.00	100%	速冻食品制造、销售；肉制品及副产品加工、销售；水产品冷冻加工、销售；鱼糜制品及水产品干腌制加工、销售；水产饲料制造、销售；鱼油提取及制品制造、销售；收购农产品（不含粮食与种子）；仓储服务（不含危险品仓储、含食品仓储）；进出口贸易（国家禁止或限制的商品和技术除外）。	设立
河南安井食品有限公司	15,000.00	100%	速冻食品制造；肉制品及副产品加工；鱼糜制品加工；水产品及制品加工；米面制品加工；鸡鸭肉猪肉及牛羊肉调理品加工；成品和半成品菜肴加工；收购农副产品等。	设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本次债券概况

债券名称：福建安井食品股份有限公司2019年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过9.00亿元（含）；

债券期限：6年；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金并支付最后一年利息；

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

初始转股价格：本次债券的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A股股票交易均价，（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A股股票交易均价，具体初始转股价格由董事会根据股东大会授权以及发行前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90%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。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者；

债券赎回条款：在本次债券可转债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，具体赎回价格由董事会根据股东大会的授权以及发行时市场情况，与保荐

机构（主承销商）协商确定。另外，在转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或者本次债券未转股余额不足 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：在本次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，本次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。最后两个计息年度本次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本次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，本次债券持有人不能多次行使部分回售权；若公司本次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，本次债券持有人享有一次回售的权利。本次债券持有人有权将其持有的本次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，可以在公司公告的附加回售申报期内进行回售，在该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本次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由董事会根据公司股东大会授权以及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的余额和原股东放弃优先配售后的部分，全部采用上海证券交易所交易系统网上定价发行的方式进行，余额由主承销商包销。

三、本次债券募集资金用途

本次债券拟募集资金总额不超过9.00亿元（含），资金投向明细如下：

表2 本次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
湖北安井食品有限公司年产 15 万吨速冻食品生产建设项目	60,000.00	53,600.00	89.33%
河南安井食品有限公司年产 10 万吨速冻食品生产建设项目	30,000.00	17,800.00	59.33%
辽宁安井食品有限公司新建年产 4 万吨速冻调制食品项目	18,600.00	18,600.00	100.00%
合计	108,600.00	90,000.00	82.87%

注：募投项目简称分别为“湖北安井年产 15 万吨项目”、“河南安井年产 10 万吨项目”、“辽宁安井年产

4万吨项目”

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）湖北安井年产15万吨速冻食品生产建设项目

1、项目概况

项目总投资60,000.00万元（其中拟使用募集资金投入不超过53,600.00万元），全部用于速冻食品生产线的新建与安装、速冻食品存储冷库以及厂区其他配套建设，项目总用地面积为131,446.75平方米，总建筑面积为138,324.00平方米。

项目实施主体为湖北安井，募集资金到位后，公司将通过对湖北安井增资、借款或两者相结合的方式实施。

2、项目批复情况

湖北安井年产15万吨速冻食品生产建设项目已在潜江市发展和改革委员会备案，并于2019年2月28日取得《湖北省固定资产投资项目备案证》（登记备案项目代码：2017-429005-14-03-150198），同时，该项目已取得潜江市生态环境局于2019年4月2日出具的《关于湖北安井食品有限公司年产15万吨速冻食品（速冻面食食品、速冻调制食品等）生产建设项目环境影响报告表的批复》。

3、项目收益预测

该项目建设期为4年，预计达产期为7年，财务测算期为14年（含建设期）。经测算，项目投产后，经营期平均净利润达9,639.55万元，资本金收益率达到13.79%。

（二）河南安井年产10万吨速冻食品生产建设项目

1、项目概况

该项目总投资30,000.00万元（其中拟使用募集资金投入不超过17,800.00万元），全部用于速冻食品生产线的新建与安装、速冻食品存储冷库以及厂区其他配套建设。项目建成后，公司将新增10万吨速冻调制食品产能。本项目建设所需生产场地为外购，经内部装修与改造、生产设备购置与安装后可投入使用。项目总占地面积154,401.71平方米，总建筑面积129,284.86平方米。

该项目实施主体为河南安井，募集资金到位后，公司将通过对河南安井增资、借款或两者相结合的方式实施。

2、项目批复情况

河南安井年产10万吨速冻食品生产建设项目已在汤阴县发展和改革委员会备案，并于2018年10月23日取得《河南省企业投资项目备案证明》（项目代码：2018-410523-14-03-065346），同时，该项目已取得汤阴县环境保护局于2019年6月20日出具的编号为汤环管字（2019）27号的环评批复。

3、项目收益预测

该项目建设期为3年，预计达产期为6年，财务测算期为13年（含建设期）。经测算，项目达产后，经营期平均净利润达7,122.95万元，资本金收益率达到19.72%。

（三）辽宁安井年产4万吨速冻食品生产建设项目

1、项目概况

项目总投资18,600.00万元（其中拟使用募集资金投入不超过18,600.00万元），全部用于速冻食品生产线的新建与安装、速冻食品存储冷库以及厂区其他配套建设。项目建成后，公司将新增4万吨速冻调制食品产能。本项目建设所需生产场地、建筑设施均为新建，生产设备为全新购置。项目总用地面积35,000.00平方米，总建筑面积49,000.00平方米。

本项目实施主体为辽宁安井，募集资金到位后，公司将通过对辽宁安井增资、借款或两者相结合的方式实施。

2、项目批复情况

辽宁安井年产4万吨速冻食品生产建设项目已在台安县发展改革局备案，并于2019年7月17日取得《关于<辽宁安井食品有限公司新建年产4万吨速冻调制食品>项目备案证明》（项目代码：2019-210321-13-03-057171），同时，该项目已取得台安县环境保护局于2019年8月30日出具的《关于辽宁安井食品有限公司新建年产4万吨速冻调制食品项目环境影响报告表的批复》。

3、经济收益预测

该项目建设期为37个月，预计达产期为6年，财务测算期为13年（含建设期）。经测算，项目达产后，经营期平均净利润达3,024.35万元，资本金收益率达到14.90%。

四、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%，冷链物流市场规模2,550亿元，同比增长13.33%。此外，2017年中国冷库容量4,775万吨，同比增长15.93%，预计未来将保持稳定增长；根据中物联冷链委预测，2018年冷链物流需求总量将达到1.80亿吨，同比增长22.1%；2018年冷链物流市场规模将达到3,035亿元，同比增长19.0%，随着冷链基础设施设备水平进一步提升，2018年中国冷库容量将达5,238万吨，新增库容488万吨，同比增长10.3%。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。

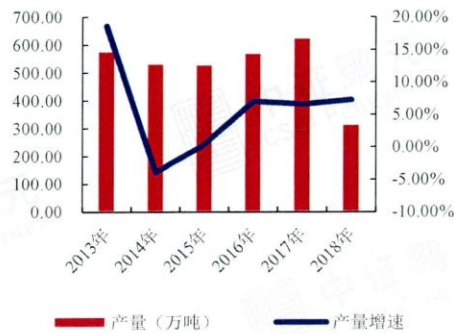
图2 2013-2018年我国冷链物流需求总量走势图



资料来源：前瞻产业研究院，中证鹏元整理

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3 近年速冻面米食品产量及增速情况



资料来源：国家统计局、Wind，中证鹏元整理

图4 近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130.67万吨，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。

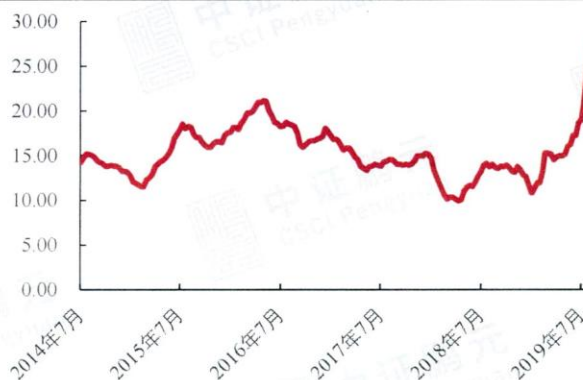
近年猪肉等原材料价格波动上涨，需关注其持续上涨可能对相关企业利润产生不利影响

冷冻鱼糜的价格走势近年来呈现一定的波动性，这与行业产品结构的变化以及市场供给状况有关。冷冻鱼糜技术自引入中国以来，原料基本以海水鱼为主，福建、浙江、广东等地区都是海水鱼糜的主要产区。受制于海洋资源的衰退带来的海水鱼糜原料供应不足以及国家对近海捕捞的限制日趋严格，冷冻鱼糜的生产成本大幅攀升，导致冷冻鱼糜的价格持续走高，在2011年到达历史顶峰，其中A级杂鱼糜创下17,000元/吨的历史最高价格。但到2012年9月后，冷冻鱼糜价格突然出现大幅下跌，并且这一下降趋势一直延续到2016年，直到2017年有所上升，主要系各地政府对于环保监管的趋严，鱼糜企业作为高耗能高污染的资源型行业，经营活动在一定程度上受到限制，此外，人力成本的不断上升也进一步推

高了鱼糜企业的生产成本。

2015年之前,由于生猪养殖业长期产能过剩,生猪价格呈现明显的周期性的下降趋势,猪肉价格也随之有所下降;2015年初,由于能繁母猪存栏量以及生猪存栏量均已达到历史低值,导致生猪市场出现供不应求的现象;在此基础上,疑似口蹄疫病猪流入部分肉制品企业的新闻事件进一步加剧了生猪与猪肉市场上紧张的供求关系,推动了生猪与猪肉价格的快速上涨;2016年下半年,由于生猪养殖业产能的回升以及市场紧张情绪的平复,生猪价格开始回落,带动猪肉价格的下跌;至2018年,因非洲猪瘟扩散及生猪出栏率降低,生猪价格开始上扬;2019年至今,生猪及猪肉价格持续上涨,未来若持续上涨,可能使相关企业生产成本不断提升,从而对利润产生不利影响。

图5 近年生猪(外三元)市场价格变化(单位:元/公斤)



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

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,根据新思界产业研究中心发布数据,其2017年市场占比分别为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;三全在收购龙凤后成为速冻

面食制品企业中的龙头，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“惠发食品”）、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。

在速冻面食制品市场，主要经营企业有三全食品股份有限公司（以下简称“三全食品”）、郑州思念食品有限公司、通用磨坊（中国）投资有限公司（即湾仔码头）和安井食品等。从营业收入对比来看，火锅料制品市场中安井食品竞争力较强，海欣食品和惠发食品营业收入规模较安井食品有较大差距；而在速冻面食制品市场，安井食品的营业收入较三全食品有一定差距。从同行业各公司的综合毛利率对比来看，三全食品作为速冻面食制品的全国一线品牌，主要销售渠道为商超，使得毛利率较高，安井食品毛利率相对较低，主要系采取经销商渠道为主，且为应对市场竞争、增加市场份额，采取“优质中高价”的定价策略。从净利润来看，安井食品比三全食品、海欣食品、惠发食品高，主要系安井食品的期间费用率控制的相对较低所致。

表3 速冻行业主要上市公司财务指标对比情况（单位：万元）

项目	公司名称	2019年 1-6月	2018年	2017年	2016年	2016-2018年 复合增长率
营业收入	三全食品	304,212.92	553,931.61	525,587.16	478,101.22	7.64%
	安井食品	233,551.91	425,909.02	348,401.09	299,650.34	19.22%
	海欣食品	54,168.17	114,451.30	96,795.96	92,458.50	11.26%
	惠发食品	37,791.53	104,177.65	93,851.19	88,981.90	8.20%
综合 毛利率	三全食品	33.21%	35.52%	33.92%	35.14%	-
	安井食品	25.48%	26.51%	26.27%	27.12%	-
	海欣食品	29.62%	33.28%	31.35%	30.74%	-
	惠发食品	12.97%	22.62%	26.74%	28.33%	-
期间 费用率	三全食品	29.71%	32.33%	31.81%	33.86%	-
	安井食品	16.44%	18.21%	18.51%	19.20%	-
	海欣食品	27.64%	30.19%	32.71%	28.79%	-
	惠发食品	27.06%	16.44%	17.33%	20.13%	-

	三全食品	8,878.60	10,149.39	7,210.32	3,946.66	60.36%
净利润	安井食品	16,517.91	27,025.63	20,243.24	17,740.71	23.42%
	海欣食品	701.47	3,489.45	-2,728.19	1,307.16	63.39%
	惠发食品	-4,644.03	4,518.98	6,002.66	4,212.41	3.57%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

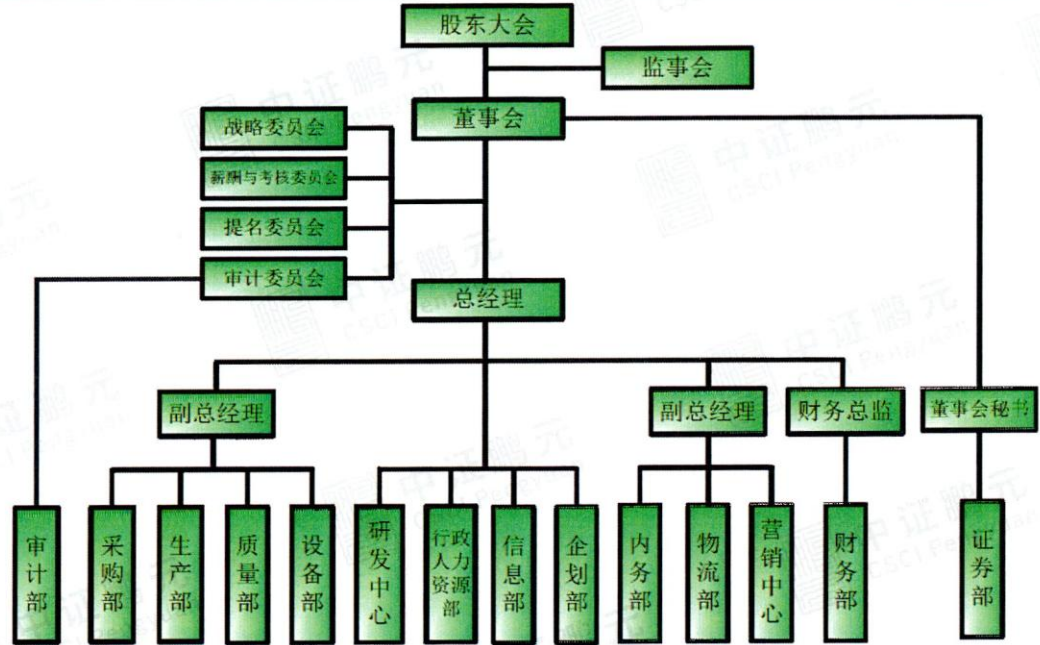
公司治理结构较为清晰合理，内部控制制度较为有效

公司系在上海证券交易所挂牌的上市公司，按照《公司法》等相关规定建立了较为清晰合理的治理结构、实施有效的内部控制制度。

从股权结构上看，截至2019年6月末，国力民生为公司第一大股东，持股比例为40.52%，章高路持有国力民生32.93%的出资额，系公司实际控制人。

目前公司董事会由7名董事组成，其中独立董事3人，董事会按公司章程规定行使职权，并制定了董事会议事规则落实股东大会决议，以提高决策的效率和科学性，公司董事会下设审计、战略、提名及薪酬与考核四个董事会专门委员会。公司董事会会议的筹备、召开及决议按照《董事会议事规则》的规定进行，相关的决议公告也按上市公司信息披露规则公开披露。公司第三届监事会由3名监事组成，其中职工监事2人，监事会制定了监事会议事规则，明确监事会的议事方式和表决程序，以确保监事会的工作效率和科学决策。公司监事会会议的筹备、召开及决议按照《监事会议事规则》的规定进行，相关的决议公告均按上市公司信息披露规则公开披露。

图6 截至2019年6月末公司组织结构



资料来源：公司提供

公司设立总经理1人，总经理对董事会负责，主要负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施公司年度计划和投资方案等。在组织机构上，公司设有生产部、采购部、质量部、设备部、研发中心、物流部、营销中心、信息部、财务部、人力资源部、审计部、证券部及内务部等部门（机构）。公司部门的设置能够满足正常经营管理需要，为其有序运营提供保障。公司还制定了《公司章程》、《董事会议事规则》、《股东大会议事规则》、《内部审计制度》、《投资决策程序与规则》、《突发事件处理制度》、《内部审计制度》等一系列制度和规定，形成了较为规范的管理体系，内部控制制度体系完整、层次较为分明。公司对高级管理人员的报酬按照董事会专门委员会相关规定，结合其经营绩效、工作能力、岗位职级等考核确定并发放。

公司经营独立性较好，具有完整的业务经营链条，建立了《关联交易决策制度》、《防范控股股东及关联方占用公司资金制度》，公司建立了《信息披露事务管理制度》，上市以来公司基本能够按照相关法律的要求及时、真实、准确地披露公司相关信息，未因信息披露问题而被监管部门实施惩罚措施。

截至2019年6月末，公司共有员工8,565人，其中65.03%的员工为生产人员，24.53%为销售人员；从学历构成来看，大专及以上学历的员工占比20.03%，基本符合生产型企业的人员配置。

表4 截至2019年6月末公司员工构成情况（单位：人）

学历构成	人数	占比	专业构成	人数	占比
硕士及以上	65	0.76%	销售人员	2,101	24.53%
本科	514	6.00%	技术人员	374	4.37%
大专	1,137	13.27%	生产人员	5,570	65.03%
高中、中专	1,229	14.35%	管理人员	520	6.07%
初中及以下	5,620	65.62%	-	-	-
合计	8,565	100.00%	合计	8,565	100.00%

资料来源：公司提供

公司在经营各环节采取质量控制措施，但作为速冻食品生产企业，需关注食品安全风险

作为食品生产企业，产品安全与质量是企业长期发展必要条件，公司在这方面采取了多项较为有效的措施。公司获得了ISO9001国际质量管理体系认证、ISO22000食品质量管理体系，建立了一系列质量管理控制程序，于2005年通过ISO22000食品安全管理体系认证。

公司在采购、生产、仓储、销售等环节均建立了相应的质量管理措施。采购环节，公司严格审查供应商资质、并对供应商样品进行检测，以保障原材料的安全，并制定了《仓储车间管理制度》，明确了原材料的储存和使用顺序，避免物料的挤压导致的食品安全风险；生产过程中，公司建立了《不合格品控制程序》、《纠正措施控制程序》、《产品检验控制程序》、《生产过程控制程序》、《潜在不安全品控制程序》等质量控制制度，另外在生产设备清洁、生产人员健康、食品添加剂管理及生产操作方法方面，都有较为严格的规定，以保证生产过程中的产品质量安全；仓储方面，质量管理措施主要体现在原材料和产成品均遵循“先进先出”原则、严格控制冻藏原料库的温度以及采用ERP管理系统进行库存管理等；销售环节，公司建立食品出厂检验记录制度，确保出厂产品的质量，并采取向商超派驻现场人员、定期对经销商进行渠道稽核等方式严格控制销售渠道。

近年公司未发生重大产品质量纠纷。公司及其子公司未发生产品质量责任事故，未出现因违反有关产品及服务质量和技术监督方面的法律、法规而被有关部门处罚的情况，亦未出现因产品质量问题而发生重大法律诉讼的情况或经济赔偿的情况。

当下监管部门和社会舆论高度关注食品安全问题，作为食品生产、销售的企业，在经营的各环节均需要高度重视食品安全的保证，在生产、原材料管理、销售、冷链运输等过程中任一环节出现疏忽导致发生食品安全问题或事故，都有可能影响公司品牌和信誉度，导致公司遭受处罚，并存在进一步引起消费者诉讼的可能，从而对公司的业务、财务状况或经营业绩产生重大不利影响。

六、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。随着公司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。2016-2018年，公司分别实现营业收入29.97亿元、34.84亿元和42.59亿元，近三年复合增长率为19.22%；2019年1-6月，公司实现营业收入23.36亿元，较去年同期增长19.93%。由于原材料价格波动和公司不断对产品价格进行调整，近年各产品毛利率有所波动，但整体相对稳定。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年1-6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
速冻面米制品	63,855.57	28.14%	109,847.78	26.12%	92,586.07	26.88%	77,359.73	28.31%
速冻肉制品	59,437.12	23.55%	119,497.70	26.70%	98,999.73	24.46%	90,464.47	24.86%
速冻鱼糜制品	87,414.90	24.29%	156,721.80	25.88%	129,213.67	24.70%	110,717.86	25.49%
速冻菜肴制品	22,271.40	28.01%	39,518.92	29.72%	27,094.5	38.72%	20,969.58	41.16%
其他	572.93	11.46%	322.82	1.94%	507.12	0.97%	138.70	22.79%
合计	233,551.91	25.48%	425,909.02	26.51%	348,401.09	26.27%	299,650.34	27.12%

注：为适应餐饮产品和餐饮渠道发展的需要，2018年起公司将原有“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

近年公司产能利用率处于较高水平，新项目推进将缓解产能压力

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、速冻食品开发平台能力，加快推进循环经济综合利用研究平台建设等。

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。近年来公司设计产能持续提高，但公司产能利用率持续处于较高水平，仍存在进一步扩大

产能的需求。随着泰州、辽宁及四川新厂区陆续投入使用，公司产能逐年上升，未来产能压力将得到缓解。2018年末公司设计产能为37.08万吨，2016-2018年复合增长率为13.12%，2018年末产能利用率达116.45%，由于上半年处于淡季，2019年1-6月公司产能利用率为96.25%。公司生产模式是通过销售订单及销售预测安排生产计划，2016-2018年产量复合增长率为17.92%，2016-2018年产销率分别达97.46%、97.47%和95.73%，2019年1-6月，公司产销率提升至109.90%，整体产销情况良好。

表6 公司主要产能情况

项目	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年
设计产能（吨）	211,871.68	370,848.32	327,695.20	289,803.43
产量（吨）	203,929.80	431,861.10	351,603.75	310,581.52
产能利用率	96.25%	116.45%	107.30%	107.17%
销量（吨）	224,121.15	413,404.47	342,699.44	302,688.96
产销率	109.90%	95.73%	97.47%	97.46%

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6月末，公司在建的厂房项目包括无锡7万吨厂区建设项目、四川厂区建设一期工程项目和本次债券募投项目湖北安井厂房一期工程和河南厂区建设，基建项目计划总投资合计6.91亿元，已投资3.54亿元，截至2019年6月末，公司在建工程尚需投资为3.37亿元。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6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	19,000.00	17,872.03	1,127.97	94.06%	部分主体工程完工
无锡7万吨厂区建设	21,806.81	6,617.68	15,189.13	30.35%	土建
湖北安井厂房一期工程	17,752.69	3,657.13	14,095.56	20.60%	土建
河南厂区建设	10,553.02	7,290.60	3,262.42	69.09%	土建
合计	69,112.52	35,437.44	33,675.08	51.27%	-

注：湖北安井厂房一期工程、河南厂区建设为本期债券募投项目

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、制造费用和外购成本构成，2016-2018年以及2019年1-6月原材料占比分别为78.32%、77.58%、76.03%和74.81%，近年有所下降，公司的营业成本易受原材料的价格波动影响。

表8 近年公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2019年1-6月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务成本	173,544.11	99.71%	312,675.15	99.90%	256,382.79	99.80%	218,276.92	99.95%
其中：原材料	130,208.05	74.81%	237,966.41	76.03%	199,281.72	77.58%	171,046.95	78.32%
人工成本	12,558.83	7.22%	22,483.26	7.18%	17,208.76	6.70%	14,524.36	6.65%
制造费用	28,843.64	16.57%	51,048.10	16.31%	39,470.04	15.36%	32,705.61	14.98%
外购成本	1,933.60	1.11%	1,177.37	0.38%	422.28	0.16%	-	-
其他业务成本	507.26	0.29%	316.56	0.10%	502.18	0.20%	107.08	0.05%
总计	174,051.37	100.00%	312,991.71	100.00%	256,884.97	100.00%	218,384.00	100.00%

资料来源：公司提供

原材料对公司产品质量和生产成本影响较大，为此公司建立了较为严格的采购管理体系，对供应商的检验和评审、供应商的定期评估、采购审批和执行、品质检验等方面建立了控制程序。

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。

2018年至今，因非洲猪瘟扩散及生猪出栏率降低，2019年生猪价格上涨显著，受原材料涨价因素的影响，2019年1-6月，速冻肉制品、速冻鱼糜制品、速冻菜肴制品的综合毛利率分别为23.55%、24.29%和28.01%，较2018年末均有所下降。

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，合计580.83万元；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。

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，2016年-2019年1-6月，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，肉类采购价格波动提升，粉类采购价格较为稳定，大豆分离蛋白价格有所波动，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。

表9 公司主要原材料采购金额情况（单位：万元）

项目名称	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年
鱼糜	36,507.89	63,245.97	42,588.72	41,248.02
肉类	32,488.61	70,688.28	50,847.09	52,829.34
粉类	19,171.68	39,926.41	31,137.31	29,155.34
大豆分离蛋白	6,861.17	14,270.01	11,644.23	8,954.29
合计	95,029.35	188,130.67	136,217.35	132,186.99

资料来源：公司提供

表10 主要原材料采购单价情况（单位：万元/吨）

项目名称	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年
鱼糜	1.27	1.18	1.11	1.07
肉类	0.84	0.77	0.75	0.78
粉类	0.39	0.40	0.38	0.38
大豆分离蛋白	1.26	1.31	1.33	1.20

资料来源：公司提供

公司原材料采购渠道较为广泛，供应较有保障。2016-2018年及2019年1-6月，公司对前五名供应商的采购额分别占比18.49%、15.63%、13.43%和22.14%，供应商整体较为分散。

依托于“安井”品牌效应，公司拥有较好的销售渠道，近年来销售规模持续增长，盈

盈利能力较好，客户集中度较低

公司按照“三剑合璧、餐饮发力”的经营策略和“餐饮流通渠道为主、商超电商渠道为辅”的渠道策略组合模式，经过多年的经营和品牌宣传，打造出的“安井”品牌具有较高的知名度。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，38个联络处和5个独立工作站，其中，分公司分布于上海、南京、合肥、厦门、北京五个大中型城市，联络处分布于广州、沈阳、郑州、成都、福州等全国主要城市。公司产品全部在国内销售，华东地区是最为核心的销售区域，近年销售占比均超过50%。此外，除西南、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以及四川基地逐步投产，2019年西南地区的销售规模有望迎来一定增长。

表11 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1-6月		2018年		2017年		2016年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
华东	127,822.86	54.73%	238,805.33	56.07%	194,962.60	55.96%	173,606.27	57.94%
华北	26,432.42	11.32%	44,730.70	10.50%	37,741.20	10.83%	28,687.36	9.57%
东北	23,849.83	10.21%	38,422.68	9.02%	32,321.71	9.28%	25,830.68	8.62%
华南	17,734.08	7.59%	32,594.83	7.65%	27,253.80	7.82%	23,980.10	8.00%
华中	20,205.77	8.65%	35,815.30	8.41%	26,826.60	7.70%	21,899.20	7.31%
西南	11,639.32	4.98%	24,676.83	5.79%	20,227.25	5.81%	18,377.93	6.13%
西北	5,867.63	2.51%	10,863.35	2.55%	9,067.93	2.60%	7,268.80	2.43%
合计	233,551.91	100.00%	425,909.02	100.00%	348,401.09	100.00%	299,650.34	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。其中经销商模式下，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，经销商模式为公司最主要的销售渠道，2016-2018年及2019年1-6月经销商模式销售额占比分别为81.97%、84.66%、85.54%和85.15%。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。

表12 营业收入分销售模式构成情况（单位：万元）

销售渠道	2019年1-6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
经销商	198,863.56	23.00%	364,306.60	24.33%	294,944.72	23.91%	245,633.41	24.22%
商超	28,881.18	42.00%	51,296.87	42.39%	44,789.03	42.63%	45,468.35	43.30%

特通	4,826.22	22.90%	9,577.00	23.43%	8,667.34	22.03%	8,548.58	24.40%
电商	980.95	54.48%	728.55	41.42%	-	-	-	-
合计	233,551.91	25.48%	425,909.02	26.51%	348,401.09	26.27%	299,650.34	27.12%

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6月末经销商数量为662家。

表13 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1-6月	618	61	17	662
2018年	651	94	127	618
2017年	580	171	100	651
2016年	507	172	99	580

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，制定了经销商授信制度，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方能继续发货。

由于公司各类促销活动频率高且种类繁多，导致发货时暂时无法对价格进行确认，因此公司采用“二次对账”的方式对销售收入进行确认。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。公司严格遵照合同约定与经销商进行销售对账工作，但“二次对账”的收入确认模式使得公司收入确认周期较长，随着公司ERP系统的建设完善，促销计算逐步完成自动化，对账周期有进一步缩短的趋势，目前公司的平均“二次对账”周期为40~70天，且在确认当期折扣金额后进行收入金额的确认，不存在先确认收入再冲减的情况。

近年公司各类产品销量均保持增长，从产品销售单价来看，近年速冻鱼糜制品单价基本保持稳定，速冻肉制品、速冻面米制品、速冻菜肴制品平均单价均有所提高。2016-2018年速冻鱼糜制品、速冻肉制品和速冻面米制品产销率均保持在95%以上，速冻菜肴制品受公司推广并加大生产影响，2018年产销率水平有所下降。

表14 公司主要分类产品产销量情况

产品类型	项目	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年
速冻鱼糜制品	产量(吨)	73,491.61	148,303.13	121,300.25	103,870.68
	销量(吨)	77,877.94	141,896.56	117,412.64	101,020.16
	产销率	105.97%	95.68%	96.80%	97.26%
	销售收入(万元)	87,414.90	156,721.80	129,213.67	110,717.86
	平均单价(万元/吨)	1.12	1.10	1.10	1.10
速冻肉制品	产量(吨)	43,956.98	104,534.61	87,360.43	81,416.08
	销量(吨)	50,535.62	101,666.03	85,380.37	81,119.32
	产销率	114.97%	97.26%	97.73%	99.64%
	销售收入(万元)	59,437.12	119,497.70	98,999.73	90,464.47
	平均单价(万元/吨)	1.18	1.18	1.16	1.12
速冻面米制品	产量(吨)	60,592.91	124,039.40	105,841.14	93,805.32
	销量(吨)	68,268.90	119,302.05	103,082.85	90,753.30
	产销率	112.67%	96.18%	97.38%	96.75%
	销售收入(万元)	63,855.57	109,847.78	92,586.07	77,359.73
	平均单价(万元/吨)	0.94	0.92	0.90	0.85
速冻菜肴制品	产量(吨)	25,888.30	54,983.96	37,101.93	31,489.44
	销量(吨)	27,438.69	50,539.83	36,823.58	29,796.18
	产销率	105.99%	91.92%	99.25%	94.62%
	销售收入(万元)	22,271.40	39,518.92	27,094.50	20,969.58
	平均单价(万元/吨)	0.81	0.78	0.74	0.70

注：本表列式的速冻面米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及外购产品；为适应餐饮产品和餐饮渠道发展的需要，2018年起公司将原有“速冻其他制品”分类升级为“速冻菜肴制品”，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

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。但从前五大客户情况来看，2016-2018年及2019年1-6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11.71%、10.55%、10.03%和10.31%，公司客户集中度不高，有利于分散经营风险。

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2016-2018年审计报告及未经审计的2019年半年度报，报告均采用新会计准则编制。2016年公司新设一家子公司“四川安井食品有限公司”，2017年公司新设一家子公司“湖北安井食品有限公司”，2018年公司新设一家子公司“河南安井食品有限公司”，截至2019年6月末，公司合并报表范围一级子公司共8家，详见表1。

资产结构与质量

近年公司资产规模稳定增长，整体资产流动性较好

截至2019年6月末，公司总资产为43.85亿元，2016-2018年资产总额复合增长率为35.69%，保持较快的增速。从资产结构来看，公司资产中流动资产占比相对较高。

表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年6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	61,364.88	14.00%	79,243.29	17.37%	51,974.54	15.99%	37,848.44	15.27%
交易性金融资产	42,094.06	9.60%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收账款	7,098.44	1.62%	11,693.64	2.56%	11,471.92	3.53%	10,594.14	4.27%
存货	115,472.21	26.34%	116,286.42	25.48%	80,386.56	24.73%	73,751.92	29.76%
其他流动资产	5,476.22	1.25%	62,290.01	13.65%	40,290.22	12.39%	1,310.50	0.53%
流动资产合计	235,094.81	53.62%	272,403.73	59.70%	187,017.16	57.53%	127,058.53	51.26%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	7,980.00	1.75%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他非流动金融资产	11,189.40	2.55%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
固定资产	140,313.83	32.00%	138,360.04	30.32%	114,973.43	35.37%	97,341.13	39.27%
在建工程	28,568.43	6.52%	17,838.93	3.91%	8,675.38	2.67%	10,764.00	4.34%
无形资产	15,195.59	3.47%	10,321.72	2.26%	8,809.24	2.71%	9,001.94	3.63%
非流动资产合计	203,356.64	46.38%	183,921.89	40.30%	138,079.32	42.47%	120,795.18	48.74%
资产总计	438,451.45	100.00%	456,325.62	100.00%	325,096.48	100.00%	247,853.71	100.00%

资料来源：公司2016-2018年审计报告和未经审计的2019年半年度报告，中证鹏元整理

2019年6月末，公司货币资金账面余额6.14亿元，其中受限资金7,804.74万元，主要为银行承兑汇票保证金、信用证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12.72%。

公司存货规模较大，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6月末，公司存货账面价值11.55亿元。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6月末，公司理财产品余额为4.21亿元，并转至“交易性金融资产”列报²。

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，2019年6月末，公司可供出售金融资产账面余额为0.0元³。2018年末，公司固定资产账面价值13.84亿元，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；2019年6月末，在建工程账面价值为2.86亿元，主要系四川产区建设一期工程、无锡7万吨厂区建设、湖北安井厂房一期工程和河南厂区建设工程。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，近年公司资产规模稳定增长，流动资金规模较大，整体资产流动性较好。

资产运营效率

近年公司整体经营效率有所减弱，受发出商品规模较大影响，存货周转率较低

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对较小，随着销售收入持续增长，应收账款周转天数逐年有所缩短，2016-2018年应收账款

² 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。

³ 公司于2019年1月1日起执行新金融工具准则，将原“可供出售金融资产”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“其他非流动金融资产”列报，按照新金融工具准则调整为公允价值计量后，新的账面价值变更为11,189.40万元。

周转天数分别为12.15天、11.40天和9.79天。

公司业务模式主要为订单销售，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，2016-2018年存货周转天数分别为109.16天、108.01天和113.11天。近年公司净营业周期逐渐增加，2016-2018年分别为33.28天、37.19天和43.78天，整体经营效率有所减弱。

受存货增长以及购买理财产品的综合影响，公司流动资产周转天数由2016年的140.53天增至2018年的194.16天，拉长了流动资产的周转周期，公司总资产周转天数由2016年的275.94天增至2018年的330.25天，总资产周转率有所下降。但总体来看，公司资产营运能力相对保持稳定。

表16 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	10.50	12.11	12.15
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	44.83	37.91	33.28
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

资料来源：公司2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入规模保持较快增长，毛利率较稳定，盈利能力较好

由于在经销渠道、商超渠道和特通渠道的不断开拓，以及无锡、泰州、辽宁等生产基地新增产能的逐步释放，近三年公司收入规模稳定增长，2016-2018年三年复合增长率为19.22%；2019年1-6月公司实现营业收入23.36亿元，较去年同期增长19.93%，增长率仍保持在较高水平。近年公司毛利率小幅波动，基本保持稳定。

近年公司“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，公司实现营业外收入主要由政府补助构成，非经常性损益为公司利润形成较好补充。

整体来看，近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1-6月	2018年	2017年	2016年
----	-----------	-------	-------	-------

营业收入	233,551.91	425,909.02	348,401.09	299,650.34
其他收益	948.22	1,355.78	1,240.26	-
营业利润	20,844.40	33,532.65	25,192.41	20,905.78
营业外收入	619.98	1,518.90	1,189.37	2,242.20
利润总额	21,415.82	34,717.37	26,339.06	23,108.06
净利润	16,517.91	27,025.63	20,243.24	17,740.71
综合毛利率	25.48%	26.51%	26.27%	27.12%
期间费用率	16.44%	18.21%	18.51%	19.20%
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	19.93%	22.25%	16.27%	17.00%
净利润增长率	16.04%	33.50%	14.11%	38.23%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年半年度报告，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

2016-2018年公司经营收现比分别为1.17、1.18和1.18，公司资金回笼情况较好。随着公司业务规模的增长，2018年公司FFO由2016年的2.74亿元增长至4.24亿元，公司经营活动现金生成能力持续增强。近三年非付现费用持续增加，主要是固定资产折旧费用增加所致。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，公司存货备货近年均有所增长。近年公司经营活动现金持续净流入，整体表现较好。

从投资活动来看，近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；2016-2018年投资活动现金流分别净流出2.47亿元、6.81亿元和7.00亿元，投资活动现金流净流出规模逐年增长。

筹资活动方面，2017年公司通过首次公开发行股票及银行借款等方式共筹集资金11.31亿元，全年筹资活动现金净流入4.80亿元；2018年公司通过发行可转债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1-6月	2018年	2017年	2016年
净利润	16,517.91	27,025.63	20,243.24	17,740.71
收现比	1.15	1.18	1.18	1.17
非付现费用	7,070.66	12,852.70	9,912.94	8,638.93
非经营损益	1,821.86	2,565.07	-559.06	1,043.05
FFO	25,410.43	42,443.40	29,597.12	27,422.69
营运资本变化	-16,480.33	-12,858.30	5,877.44	-5,756.20
其中：存货减少（减：增加）	1,293.78	-36,475.66	-6,649.32	-15,050.17
经营性应收项目的减少（减：增加）	3,933.84	-4,284.96	-466.93	-5,194.70
经营性应付项目的增加（减：减少）	-21,707.95	27,902.32	12,993.71	14,488.67
经营活动产生的现金流量净额	8,930.10	29,585.09	35,474.56	21,666.49
投资活动产生的现金流量净额	-11,196.81	-70,005.19	-68,062.27	-24,728.68
筹资活动产生的现金流量净额	-15,474.00	65,642.34	48,009.75	1,275.75
现金及现金等价物净增加额	-17,733.18	25,212.06	15,422.72	-1,790.31

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年半年度报，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年公司资本实力持续增强，整体偿债压力较小

2017年2月，公司通过首次公开发行股票共募集资金6.01亿元，扣除相关费用后，实际可使用募集资金5.40亿元，使得公司2017年末所有者权益同比大幅增长68.58%；2018年7月，公司“安井转债”发行共募集资金5.00亿元，由于本次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“安井转债”转股使公司股本增至229,984,337股⁴以及公司盈余的不断累积，2019年6月末所有者权益增至25.14亿元，较2018年末大幅增长22.75%，公司资本实力进一步增强。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，2016-2018年复合增长率为30.63%；2019年6月末，由于“安井转债”持续转股，公司负债总额下降25.63%至18.71亿元。综合以上因素的影响，2019年6月末，公司产权比率为74.40%，较2016年末下降72.33个百分点，公司净资产对负债的覆盖程度大幅增强。

表19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年6月	2018年	2017年	2016年
负债总额	187,051.89	251,527.61	155,749.66	147,398.55
所有者权益	251,399.56	204,798.01	169,346.83	100,455.16

⁴ 截至 2019 年 7 月 4 日收市，共有面值 496,160,000 元“安井转债”转换成公司股票，因转股形成的股份数量为 14,026,649 股，未转股的“安井转债”面值为人民币 3,840,000 元。

产权比率 74.40% 122.82% 91.97% 146.73%
资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年半年度报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，截至2018年末，公司短期借款账面余额为4.34亿元，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2019年6月末，应付账款账面余额为5.53亿元，系工程投入加大所致，应付账款余额前五名单位系上游供应商及建筑服务商，前五名应付金额占应付账款余额的17.86%。公司预收款项主要来自于经销商的预付货款，公司对经销商进行信用等级考评，给予不同程度的信用额度，经销商订货时，若订货金额超过信用额度，则必须先行支付相应款项；随着公司销售规模不断增加，加之采用“二次对账”的确认模式，公司预收款项规模较大，2018年末预收款项账面价值为5.03亿元，占总负债比重为20.00%，账龄集中在一年以内。

公司应付债券为安井转债，2018年末应付债券账面价值为3.54亿元，随着“安井转债”不断转股，2019年6月末，公司应付债券余额大幅减少至493.80万元，截至本报告出具日，“安井转债”已在上海证券交易所摘牌；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。

表20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年6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	37,230.00	19.90%	43,417.84	17.26%	17,000.00	10.91%	17,199.23	11.67%
应付票据	19,355.70	10.35%	17,313.35	6.88%	15,472.42	9.93%	16,769.37	11.38%
应付账款	55,268.23	29.55%	77,892.47	30.97%	59,678.83	38.32%	57,664.84	39.12%
预收款项	46,396.81	24.80%	50,313.07	20.00%	43,684.01	28.05%	38,493.71	26.12%
流动负债合计	174,025.13	93.04%	205,273.36	81.61%	149,491.73	95.98%	141,266.80	95.84%
应付债券	493.80	0.26%	35,413.15	14.08%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
递延收益	7,561.23	4.04%	7,876.85	3.13%	6,043.28	3.88%	5,917.11	4.01%
非流动负债合计	13,026.76	6.96%	46,254.25	18.39%	6,257.93	4.02%	6,131.75	4.16%
负债合计	187,051.89	100.00%	251,527.61	100.00%	155,749.66	100.00%	147,398.55	100.00%

其中：有息负债 37,723.80 20.17% 78,830.99 31.34% 17,000.00 10.91% 17,199.23 11.67%
资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年半年度报告，中证鹏元整理

截至2019年6月末，公司有息负债规模为3.77亿元，占公司负债总额的比重为20.17%，其中一年内需偿还的短期有息债务规模为3.72亿元，公司有息负债规模较小，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%，随着“安井转债”的转股，2019年6月末，公司资产负债率下降至42.66%。流动比率和速动比率分别为1.35和0.69，较2016年有所提升，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，公司实际短期偿债能力很强。公司近年盈利增长，EBITDA由2016年的3.24亿元增至2018年的4.88亿元，2018年由于公司发行“安井转债”使债务规模扩大，息税前利润对利息的保障能力有所下降，但仍然较强，随着2019年“安井转债”的转股和后续提前赎回，公司整体偿债压力减小。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2019年6月	2018年	2017年	2016年
资产负债率	42.66%	55.12%	47.91%	59.47%
流动比率	1.35	1.33	1.25	0.90
速动比率	0.69	0.76	0.71	0.38
EBITDA (万元)	29,814.30	48,845.31	36,757.78	32,379.99
EBITDA 利息保障倍数	17.04	19.13	46.56	41.74
有息债务/EBITDA	1.27	1.61	0.46	1.05
经营性净现金流/流动负债	0.05	0.14	0.24	0.15
经营性净现金流/负债总额	0.05	0.12	0.23	0.15

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年半年度报，中证鹏元整理

八、本次债券偿还保障分析

本次债券偿债资金来源及其风险分析

(1) 公司自身经营产生的收入

本次债券本息偿付主要来源于公司日常经营收益及经营性现金流。随着公司产能的扩大，营业收入逐步上升，2016-2018年及2019年1-6月营业收入分别为29.97亿元、34.84亿元、42.59亿元和23.36亿元，营业利润分别为2.09亿元、2.52亿元、3.35亿元和2.08亿元，经营活动产生的现金流量净额分别为2.17亿元、3.55亿元、2.96亿元和0.89亿元，盈利状况及经营业务现金生成能力较好。公司在速冻食品中拥有较好的品牌效应，在竞争中具有规模优势，随着营业规模逐步扩大，未来经营活动产生的现金流可为本次债券偿付提供保障。但仍需关注速冻产品生产和流通环节存在的食品安全风险、原材料被污染的风险以及未来若主要原材料价格持续上涨，可能对公司利润产生不利影响。

(2) 募投项目产生的投资收益

本次债券募投项目投产后，将进一步扩大公司产能，带来一定的经济效益，但本次债券募投项目后续是否能按进度顺利投产以及投产后能否实现预期经济效益存在一定不确

定性。

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，从2016年1月1日至报告查询日（2019年8月30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6月	2018年	2017年	2016年
货币资金	61,364.88	79,243.29	51,974.54	37,848.44
应收账款	7,098.44	11,693.64	11,471.92	10,594.14
存货	115,472.21	116,286.42	80,386.56	73,751.92
固定资产	140,313.83	138,360.04	114,973.43	97,341.13
资产总计	438,451.45	456,325.62	325,096.48	247,853.71
短期借款	37,230.00	43,417.84	17,000.00	17,199.23
预收款项	46,396.81	50,313.07	43,684.01	38,493.71
应付债券	493.80	35,413.15	0.00	0.00
负债合计	187,051.89	251,527.61	155,749.66	147,398.55
有息债务	37,723.80	78,830.99	17,000.00	17,199.23
所有者权益合计	251,399.56	204,798.01	169,346.83	100,455.16
营业收入	233,551.91	425,909.02	348,401.09	299,650.34
营业利润	20,844.40	33,532.65	25,192.41	20,905.78
净利润	16,517.91	27,025.63	20,243.24	17,740.71
经营活动产生的现金流量净额	8,930.10	29,585.09	35,474.56	21,666.49
投资活动产生的现金流量净额	-11,196.81	-70,005.19	-68,062.27	-24,728.68
筹资活动产生的现金流量净额	-15,474.00	65,642.34	48,009.75	1,275.75
财务指标	2019年6月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	10.50	12.11	12.15
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	-	44.83	37.91	33.28
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	25.48%	26.51%	26.27%	27.12%
期间费用率	16.44%	18.21%	18.51%	19.20%
营业利润率	8.92%	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	19.93%	22.25%	16.27%	17.00%
净利润增长率	16.04%	33.50%	14.11%	38.23%
资产负债率	42.66%	55.12%	47.91%	59.47%
流动比率	1.35	1.33	1.25	0.90
速动比率	0.69	0.76	0.71	0.38

EBITDA (万元)	29,814.30	48,845.31	36,757.78	32,379.99
EBITDA 利息保障倍数	17.04	19.13	46.56	41.74
有息债务/EBITDA	1.27	1.61	0.46	0.53
债务总额/EBITDA	6.27	5.15	4.24	4.55
经营性净现金流/流动负债	0.05	0.14	0.24	0.15
经营性净现金流/负债总额	0.05	0.12	0.23	0.15

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年半年度报，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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司（非上市）
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。



登记机关



2018年11月03日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼

编号：ZPJ 002

中国证券监督管理委员会(公章)



2018年12月21日



中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 秦风明

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 中证鹏元资信评估股份有限公司

编号: R0030216080001

证书取得日期 2016-08-13



2019年01月16日

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

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：刘书芸

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030211080003



2019年01月16日

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