

2020年宏辉果蔬股份有限公司可转换 公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：

谭璇

2020年宏辉果蔬股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-5-21	2020-5-8

评级观点

- 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）及其2020年2月26日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA-，发行主体信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司果蔬产品品种保持多样化，产销渠道广优势仍保持较好，收入规模持续增长；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，存货存在一定跌价损失风险，且公司现金流偏弱，存货、应收账款占用大量营运资金，汇兑损益对公司利润产生一定影响，以及面临较大资金压力等风险因素。

债券概况

债券简称：宏辉转债
 债券剩余规模：2.25 亿元
 债券到期日期：2026-2-26
 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
 增信方式：保证担保
 担保主体：黄俊辉、郑幼文

未来展望

- 公司作为专业农产品服务商，预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	15.42	15.11	10.83	9.99
归母所有者权益	10.86	10.71	8.73	8.15
总债务	4.04	3.74	1.65	1.30
营业收入	1.99	9.64	8.52	7.63
净利润	0.17	0.73	0.79	0.64
经营活动现金流净额	0.07	0.24	0.25	-0.63
销售毛利率	13.63%	12.47%	15.48%	14.55%
EBITDA 利润率	--	11.69%	10.97%	9.94%
总资产回报率	--	6.57%	8.18%	7.38%
资产负债率	29.40%	28.94%	19.24%	16.32%
净债务/EBITDA	--	2.14	1.53	0.15
EBITDA 利息保障倍数	--	6.42	17.39	36.78
总债务/总资本	27.04%	25.82%	15.89%	13.45%
FFO/净债务	--	37.79%	59.83%	595.90%
速动比率	2.18	2.35	1.89	2.57
现金短期债务比	0.62	0.87	0.28	1.08

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：秦风明
 qinfm@cspengyuan.com

 项目组成员：张旻楠
 zhangmy@cspengyuan.com

 联系电话：0755-82872897

优势

- **公司是果蔬农产品销售的上市公司，产品品种保持多样化，产销渠道广，优势仍保持较好。**公司作为专业的生鲜产品服务商，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，产品品种多样，下游客户主要为大型超市、电商及经销商等，公司积极开展线上渠道，优势仍保持较好。
- **公司收入规模持续增长。**水果销售收入是公司收入的主要来源，占比90%以上，2020年公司发挥自身渠道优势，深耕国内外市场，收入规模持续增长。

关注

- **公司面临一定的产品价格波动风险，存货存在一定跌价损失风险。**公司主要产品为苹果、梨、柑桔橙等，产品价格受天气、土壤、自然灾害等因素影响较大，面临一定价格波动风险；且存货主要为果蔬产品，受保质期、滞销等因素的影响，存货存在一定跌价损失风险。
- **公司现金流偏弱，存货、应收账款占用大量营运资金。**公司现金流偏弱，且截至2020年底，存货、应收账款规模合计占总资产比重的46.77%，占用大量营运资金。
- **汇兑损益对公司利润产生一定影响。**受汇率波动的影响，2020年公司财务费用中的汇兑损益1,107万元，对公司利润产生一定影响，公司面临一定的汇率波动风险。
- **公司主要在建及拟建项目尚需投入一定资金，公司面临较大资金压力。**公司主要的在建项目包括本期债券募投项目、马来西亚热带水果种植基地建设项目、广东家家唛速冻食品生产及配送项目等，且拟投资建设宏辉果蔬粮油调和加工和速冻食品生产加工配送基地项目，除本期债券募投项目外，其余项目资金来源主要为公司自筹，公司仍面临较大资金压力。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年2月26日发行6年期3.32亿元可转换公司债券，计划其中2.33亿元用于广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目，0.99亿元用于补充流动资金。截至2020年12月底，本期债券募集资金专项账户余额为2,737.70万元。

三、发行主体概况

2020年，公司控股股东、实际控制人未发生变化，受未分配利润送红股、资本公积转增股本、可转债转股等因素影响，截至2021年3月底，公司实收资本增至33,743.26万元，公司实际控制人仍为黄俊辉、郑幼文（两人系夫妻关系），持股比例合计52.37%，其中股票质押比例合计占其持有股份的47.38%。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况

2020年新纳入公司合并范围的子公司情况

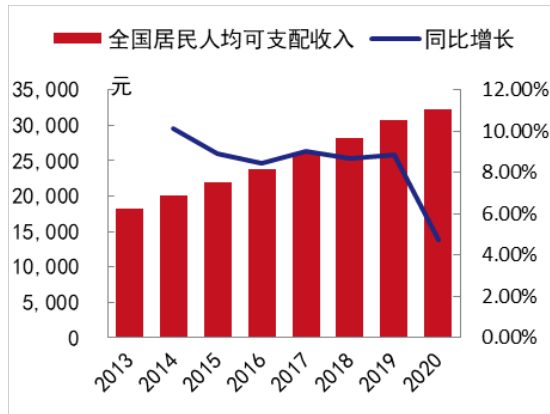
子公司名称	持股比例		业务性质	取得方式
	直接	间接		
TJL PLANTATION SDN.BHD.	-	100%	果蔬服务业	非同一控制下企业合并
广州家家唛油脂有限公司	-	75%	农副食品加工业	投资设立
广东家家唛食品有限公司	100%	-	农副食品加工业	投资设立

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

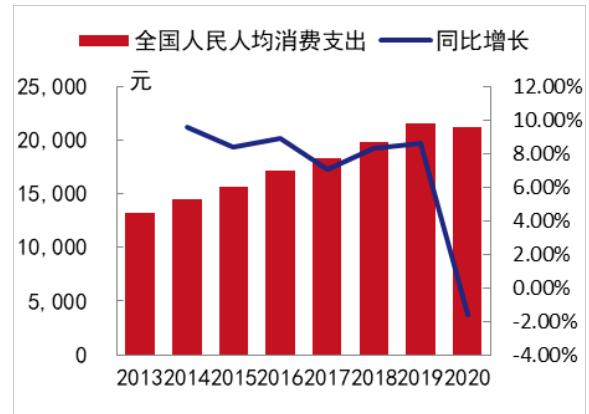
四、运营环境

国内居民生活水平提高、健康意识提升，水果消费量持续增长，线上生鲜电商不断发展

我国居民生活水平不断提升，2020年全国人均可支配收入32,189.00元，同比增长4.74%，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。

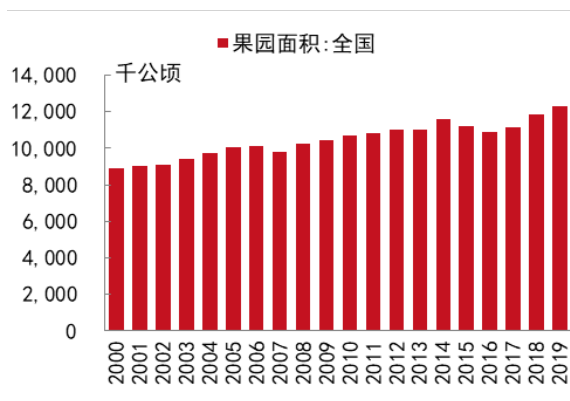
图 1 2013-2020 年我国人均可支配收入


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

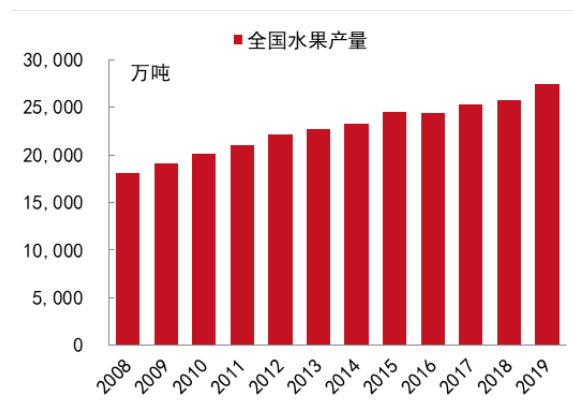
图 2 2013-2020 年我国人均消费支出


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2019年底全国果园面积12,277.00千公顷，2018-2019年均呈现增长，2019年同比增长3.39%。水果产量方面，2019年全国水果产量27,400.84万吨，同比增长6.67%，细分来看，全国苹果、梨、柑桔产量分别为4,242.54万吨、1,731.35万吨、4,584.54万吨，均有不同程度增长。综合来看，我国水果种植面积和产量近年整体较稳定，但产量仍易受到受天气、土壤等因素影响。

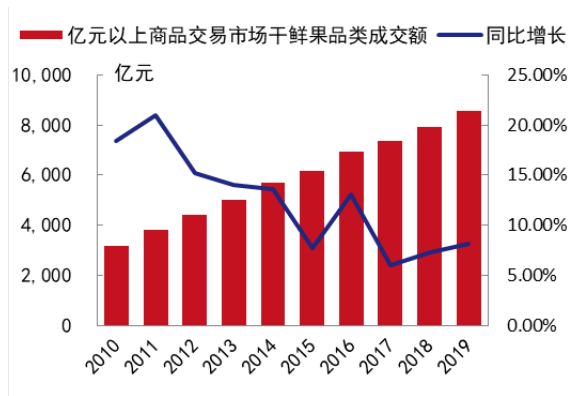
图 3 全国果园面积情况


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

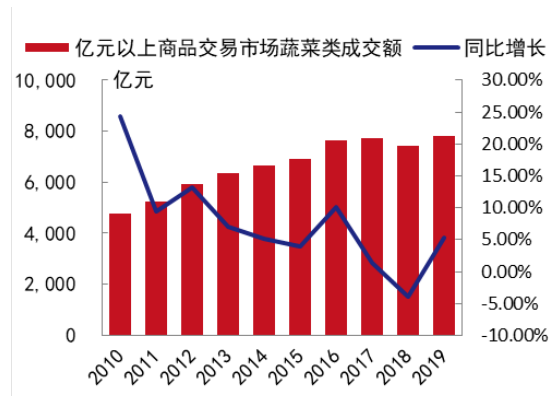
图 4 我国水果产量情况


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2019年成交额8,549.49亿元，同比增长8.16%，且近年持续增长，亿元以上商品交易市场蔬菜类2019年成交额7,816.56亿元，同比增长5.34%，预计未来水果的消费量仍将继续维持增长。

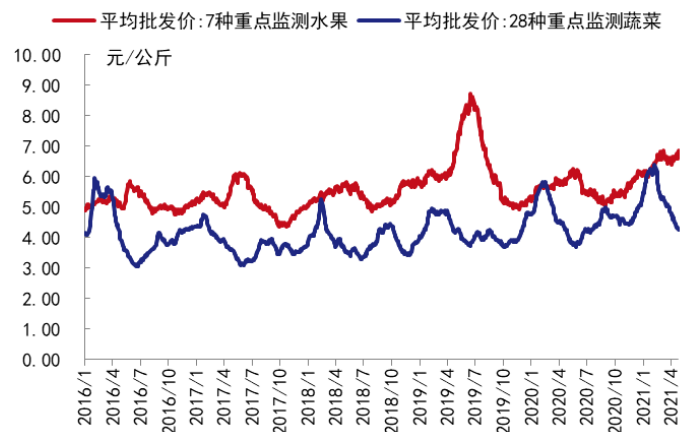
图 5 2010-2019 年干鲜果类成交额


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图 6 2010-2019 年蔬菜类成交额


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，2021年1-2月短期上涨幅度较大，主要受季节性、需求增长等因素影响所致。水果批发价2019年上半年上涨幅度较大，主要系前一年度倒春寒导致陕西、山东等主产区的苹果、梨等水果减产，及当年华东、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所致，价格回落后，2020-2021年水果价格呈现震荡上涨。

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。

此外，果蔬的线上销售不断发展，2020年上半年生鲜电商融资总额已超过2019年，且疫情期间，生鲜电商得到较大的认可，生鲜电商活跃用户、人均使用时长增加，根据Fastdata极数数据，2020年上半

年生鲜电商交易额1,821.2亿元，增长幅度较大，2020年6月，生鲜电商月活用户超7,100万，同比增长75.4%，且后续用户仍将保持一定的粘性，预计生鲜电商将迎来发展机遇，但仍面临自建仓储、物流费用较高等问题。

图 8 生鲜电商交易额

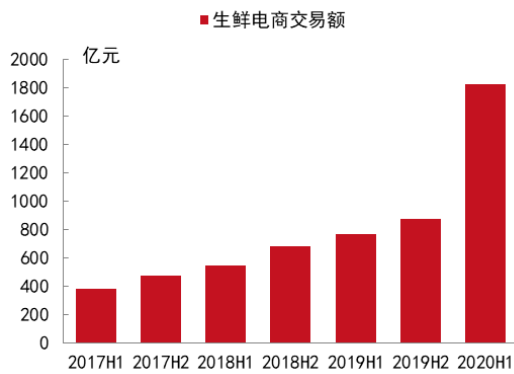
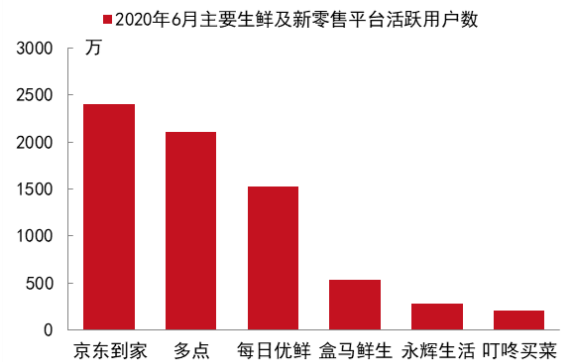


图 9 主要生鲜及新零售平台活跃用户数情况



注：数据不包括综合电商、综合本地生活服务平台产生的生鲜相关订单数据

资料来源：Fastdata 极数，中证鹏元整理

资料来源：Fastdata 极数，中证鹏元整理

国家政策持续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，国家一号文件对农产品流通提出相关政策指导。其中，2020年1月，中共中央、国务院发布关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见，指出加强农产品冷链物流统筹规划、分级布局 and 标准制定，支持建设一批骨干冷链物流基地，支持产业化龙头企业建设产地分拣包装、冷藏保鲜、仓储运输、初加工等设施等。2021年1月，中共中央、国务院发布关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见，指出加快实施农产品仓储保鲜冷链物流设施建设工程，推进田头小型仓储保鲜冷链设施、产地低温直销配送中心、国家骨干冷链物流基地建设等。此外，国家对从事果蔬流通的企业给予一定税收优惠，包括销售蔬菜产品免征增值税、从事农产品初加工所得免征企业所得税等。

表2 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、国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见（2019年1号文件）	大力发展现代农产品加工业，支持主产区依托县域形成农产品加工产业集群；统筹农产品产地、集散地、销地批发市场建设，加强农产品物流骨干网络和冷链物流体系建设；培育农业产业化龙头企业和联合体。
中共中央、国务院关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见（2020年1号文件）	加强农产品冷链物流统筹规划、分级布局 and 标准制定。安排中央预算内投资，支持建设一批骨干冷链物流基地。国家支持家庭农场、农民合作社、供销合作社、邮政快递企业、产业化龙头企业建设产地分拣包装、冷藏保鲜、仓储运输、初加工等设施。

中共中央、国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见（2021年1号文件）

优化农产品贸易布局，实施农产品进口多元化战略。立足县域布局特色农产品产地初加工和精深加工，建设现代农业产业园、农业产业强镇、优势特色产业集群。加快实施农产品仓储保鲜冷链物流设施建设工程，推进田头小型仓储保鲜冷链设施、产地低温直销配送中心、国家骨干冷链物流基地建设。

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。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。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、经营与竞争

公司作为专业农产品服务商，品种涵盖全国各地及进口名优果蔬，2020年营业收入同比增长13.16%，实现连续稳步增长，其中水果销售收入占营业收入比重的93.14%。此外，由于公司新增社区团购销售渠道，蔬菜销售收入增长幅度较大。2021年1-3月公司实现营业收入19,913.77万元，同比增长11.04%。毛利率方面，公司2020年综合毛利率较上年下降3.01个百分点，主要系执行新的收入准则，将与履约义务相关的履约成本调整至营业成本，以及疫情、市场价格回调等因素影响所致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
1、水果	89,788.69	12.47%	82,848.42	15.45%
苹果	35,789.27	12.18%	34,981.78	14.16%
梨	24,370.02	10.25%	21,125.08	16.80%
柑桔橙	13,564.47	15.08%	9,398.52	16.73%
葡萄	3,510.36	16.50%	6,595.73	15.79%
其他水果	12,554.57	13.62%	10,747.31	15.69%
2、蔬菜	6,484.49	12.14%	2,330.62	16.22%
3、其他收入	130.46	33.92%	16.77	44.38%
合计	96,403.64	12.47%	85,195.81	15.48%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司内销占比高，且积极拓展电商渠道，有利于保持收入的持续增长

公司建立与采购基地、销售网络配套的初加工配送基地，目前已在汕头、烟台、上海、福建、广州、江西、天津等地建有初加工配送基地。截至2020年底，天津果蔬加工配送基地建设项目尚未全面达产，上海果蔬加工配送基地项目和广州果蔬加工配送基地项目处于投产初期，部分机器设备未配置，尚未全

面达产。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，2020年公司水果、蔬菜的生产量、销售量均呈现不同程度增长。

表4 公司产销量情况（单位：吨）

类别	项目	2021年1-3月	2020年	2019年
水果	生产量	24,580.07	113,873.95	95,343.33
	销售量	24,419.13	114,117.23	95,129.76
	产销率	99.35%	100.21%	99.78%
蔬菜	生产量	977.29	19,122.66	3,901.96
	销售量	993.18	19,115.43	3,895.26
	产销率	101.63%	99.96%	99.83%

资料来源：公开资料、公司提供，中证鹏元整理

内销仍是公司销售收入的主要来源，主要供应国内大型连锁超市、电商、批发商等，2020年外销占比下降，主要系国外疫情，果蔬市场及运输等受到不同程度的影响，公司国外客户订单下降所致，同时公司从事外销业务，面临一定的汇率波动风险。

表5 公司主营业务收入分布情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
国内	80,832.50	83.96%	65,647.51	77.07%
国外	15,440.68	16.04%	19,531.53	22.93%

资料来源：公开资料、公司提供，中证鹏元整理

公司的下游客户主要为大型超市、电商、果蔬流通企业和地区性连锁超市等，包括永辉、京东、鲜当家等；公司积极扩展线上渠道客户，包含电商平台、社区团购平台等，利用其平台和流量进行推广，2020年线上渠道销售量占公司内销比重的29.28%，较上年提升9.89个百分点，京东成为公司第一大客户。2020年内销销售中，商超占内销比例24.38%，比上年下降18.28%，批发商及其他占内销比例46.34%，比上年上升8.39%，电商及社区团购占内销比例29.28%，比上年上升9.89%。集中度方面，近年前五大客户集中度水平变化不大。信用期限方面，一般国内大型超市等仍有既定的结算和付款期限，账期仍相对较短，线上客户与线下客户的账期基本持平；国外客户涉及长途运输、报关清关、结售外汇等手续需要时间相对较长，账期仍相对较长。

表6 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
2020	第一名	9,611.80	9.97%
	第二名	8,005.38	8.30%
	第三名	5,402.27	5.60%
	第四名	4,913.68	5.10%
	第五名	2,472.21	2.56%

	合计	30,405.34	31.53%
2019	第一名	7,456.96	8.75%
	第二名	6,561.96	7.70%
	第三名	4,483.46	5.26%
	第四名	3,910.87	4.59%
	第五名	3,490.83	4.10%
	合计	25,904.09	30.40%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

产品受天气、土壤、自然灾害等因素影响较大，公司采购、销售价格主要依据市场价格，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，占比90%以上；包装物、人工费用、制造费用占比相对较低，2020年变动不大。公司目前仍采用“公司+基地+农户”协议基地与“公司+农户”非协议基地相结合的模式，公司对苹果、梨、柑桔橙、葡萄等需求量较大的大宗商品以及部分蔬菜主要采用协议基地模式的形式进行采购；同时，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，主要采购性价比高的果蔬产品，能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。从公司的采购情况看，向农户采购仍是公司采购的主要方式，2020年公司向合作社采购的占比上升，主要系通过合作社采购，采购量较为集中，以满足公司的采购需求。

表7 公司采购情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
农户采购	69,891.39	88.56%	61,449.28	92.89%
进口果蔬	1,304.88	1.65%	1,926.54	2.91%
合作社采购	3,407.39	4.32%	205.87	0.31%
其他企业采购	4,320.02	5.47%	2,576.18	3.89%
合计	78,923.68	100.00%	66,157.87	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及金额较大。2020年，公司苹果和梨采购较上年有不同程度增长，主要系公司加大原材料采购力度、扩大产能、增加供给所致，葡萄的采购减少主要系与销量下降有关。采购单价方面，苹果、梨、柑桔橙采购单价较上年变动不大，葡萄采购单价下降主要系当期采购的具体品种较上年存在差异所致。整体来看，果蔬产品受天气、土壤、自然灾害等因素影响较大，且公司采购价格、销售价格均主要依据市场定价，公司面临一定产品价格波动的风险。

表8 公司主要水果采购情况*

类别	项目	2020年	2019年
苹果	采购金额（万元）	33,430.11	25,298.31
	采购量（吨）	53,744.58	38,392.15
	采购单价（元/公斤）	6.22	6.59
梨	采购金额（万元）	18,820.48	17,187.30
	采购量（吨）	36,521.10	33,344.53
	采购单价（元/公斤）	5.15	5.15
柑桔橙	采购金额（万元）	9,625.16	7,554.39
	采购量（吨）	16,091.44	12,328.51
	采购单价（元/公斤）	5.98	6.13
葡萄	采购金额（万元）	2,821.14	5,068.21
	采购量（吨）	2,631.53	4,146.82
	采购单价（元/公斤）	10.72	12.22

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

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，但公司上下游结算账期存在差异，一定程度占用公司资金。供应商集中度方面，公司前五大供应商主要为合作社、包装制品公司等，2020年前五大供应商占采购总额比例为5.28%，集中度不高，公司其余供应商主要为农户等。

公司主要在建及拟建项目尚需投入一定资金，公司面临较大资金压力，且项目建成后的经济效益仍存在一定不确定性

公司主要在建项目包括广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目、马来西亚热带水果种植基地建设项目等，其中本期债券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3.29亿元，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，建成后主要用于各种果蔬的仓储、加工及配送，该项目预计2021年12月运营。公司成立马来西亚孙公司以实施马来西亚热带水果种植基地建设项目，主要用于以榴莲为主的热带水果种植，并在东南亚地区建设产地种植、物流服务、营销渠道的一体网络，项目的实施将有助于丰富公司热带水果的采购来源，但未来项目实施及运营仍受当地商业政策环境、水果销售需求等多方面因素影响。广东家家唛速冻食品生产及配送项目、广州家家唛食用油加工灌装及配送项目主要用于粮油调和、速冻食品的加工生产、储存及运输，系公司开拓的新业务领域，可能面临宏观政策调控、市场变化、经营管理等方面的不确定因素，且市场本身存在不确定因素，项目建成后的经济效益仍存在一定不确定性。此外，公司2021年1月12日发布公告拟投资建设宏辉果蔬粮油调和加工和速冻食品生产加工配送基地项目，投资金额约4.50亿元，建成后主要用于粮油调和、速冻食品、快速消费品的加工生产以及市场调节商品的储存及运输。除本期债券募投项目外，其余项目资金来源主要为公司自筹，整体来看，公司仍具有较大资金压力。

表9 截至 2020 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	计划总投资	已投资	尚需投资
广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目	32,911.20	11,987.27	20,923.93
马来西亚热带水果种植基地建设项目	28,000.00	6,005.06	21,994.94
广东家家唛速冻食品生产及配送项目	7,000.00	898.76	6,101.24
广州家家唛食用油加工灌装及配送项目	3,000.00	256.33	2,743.67
宏辉果蔬仓储扩建工程	650.00	0.80	649.20
合计	71,561.20	19,148.22	52,412.98

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经亚太（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2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年新纳入公司合并范围的子公司3家，截至2020年底，公司合并范围内子公司共14家，其中一级子公司11家，详情见附录四；2021年1-3月公司合并范围内子公司无变化。

资产结构与质量

资产规模不断增长，但存货、应收账款规模较大，占用大量营运资金，且存在一定的跌价和坏账风险，整体资产流动性一般

公司资产规模不断增长，仍以流动资产为主。2020年底公司货币资金规模同比增长179.41%，主要系本期债券发行的募集资金到位以及公司销售回款所致，年末受限货币资金9.00万元。应收账款主要系下游的商超及果蔬经销商的款项，2020年底应收账款余额中1年以内的占比96.88%，前五名应收对象账款占期末余额比重20.41%，2020年应收账款计提坏账准备505.10万元，公司应收账款规模较大，存在一定的坏账风险。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，公司未对存货进行跌价减值准备处理，但考虑到存货主要为果蔬产品，受保质期、滞销等因素影响，有损耗的可能，公司存货仍存在一定跌价损失风险。

非流动资产方面，2020年底公司其他非流动金融资产主要包括公司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、对广州民营投资股份有限公司投资100.00万元，公司对雪川农业持股比例3.33%，雪川农业经营范围包括农作物、蔬菜、饲草料的种植、储藏及销售等，2020年公司其他非流动金融资产公允价值变动收益125.22万元。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，2020年同比增长102.61%，主要系当期在建工程转入所致。截至2020年底，账面价值1.64亿元的广州正通厂房以及上海宏辉厂房、宿舍楼尚未办妥产权证书，相关产证的办理正在

有序推进中。公司在建工程包括本期债券募投项目等，较上年规模下降主要系部分项目转入固定资产所致。无形资产主要为土地使用权，当期增长主要系新增子公司的土地使用权。

整体来看，公司资产规模不断增长，但存货、应收账款规模较大，占用大量营运资金，且存在一定的跌价和坏账风险，整体资产流动性一般。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.98	6.38%	1.26	8.37%	0.45	4.18%
应收账款	3.56	23.11%	3.49	23.11%	2.93	27.04%
存货	3.63	23.53%	3.57	23.66%	3.20	29.57%
流动资产合计	9.17	59.47%	9.22	61.06%	7.03	64.96%
固定资产	3.01	19.53%	2.98	19.75%	1.47	13.60%
在建工程	0.86	5.56%	0.79	5.20%	1.05	9.72%
无形资产	1.11	7.18%	1.13	7.45%	0.58	5.34%
非流动资产合计	6.25	40.53%	5.88	38.94%	3.79	35.04%
资产总计	15.42	100.00%	15.11	100.00%	10.83	100.00%

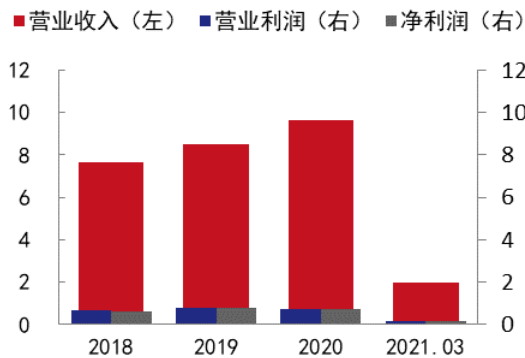
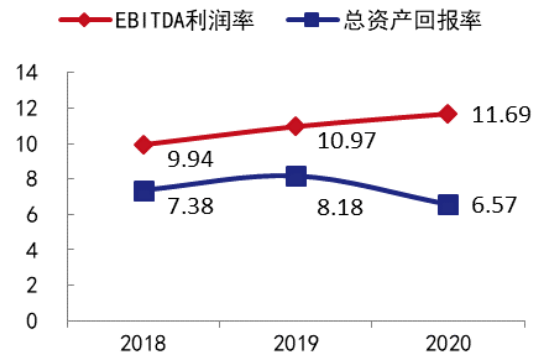
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入继续增长，但净利润、毛利率出现下滑

公司销售规模继续扩大，2020年营业收入同比增长13.16%，水果销售收入占公司总营业收入比重的93.14%，此外，由于公司新增社区团购销售渠道，蔬菜销售收入增长幅度较大。公司2020年综合毛利率较上年下降3.01个百分点，主要系执行新的收入准则、疫情以及市场价格回调等因素影响所致。

2020年公司财务费用增长幅度较大，主要系公司出口业务以美元结算为主，受汇率波动引起的汇兑损失、可转债发行利息费用增加以及短期债务规模增加所致。2020年信用减值损失506.31万元，系当期应收款项坏账损失所致。利润方面，受毛利率水平下降、财务费用增加等因素影响，2020年公司净利润出现下滑，同比下降7.38%。受公司总资产规模增长等因素影响，总资产回报率有所下降。

图 10 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

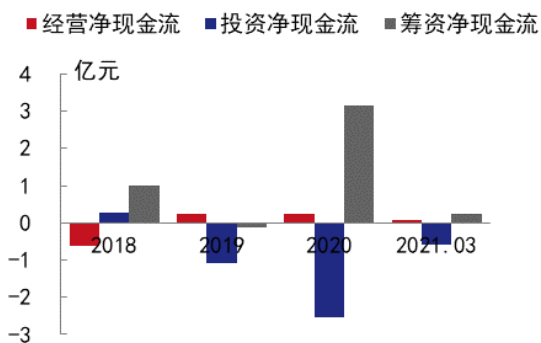
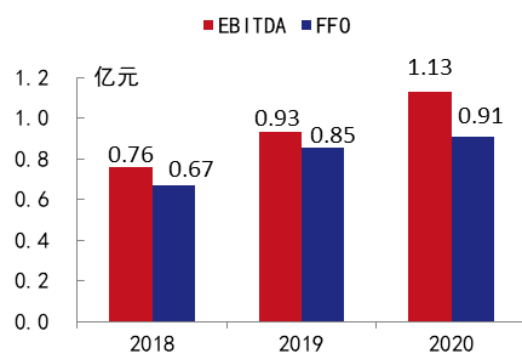
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司现金流偏弱，且在建及拟建项目尚需投入一定资金，公司仍存在较大资金压力

公司主营业务为果蔬产品销售，2020 年公司经营活动产生的现金流量呈现净流入，但净流入规模较小，现金流偏弱。投资活动方面，公司投资活动产生的现金净流出规模较大，主要系公司工程项目投入支出增加所致。筹资活动方面，本期债券募集资金到位，筹资活动产生的现金流量呈现净流入。

整体来看，公司现金流偏弱，且项目投资支出规模较大，且主要在建及拟建项目尚需投入一定资金，公司仍面临较大的资金支出压力。

图 12 公司现金流结构

图 13 公司 EBITDA 和 FFO 情况


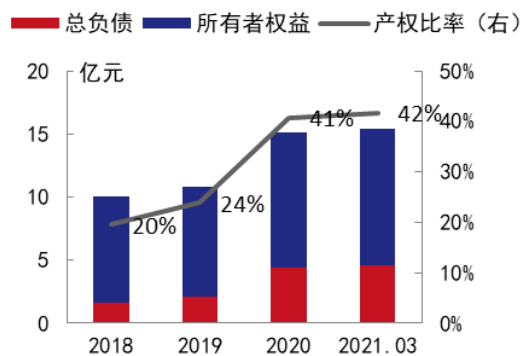
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

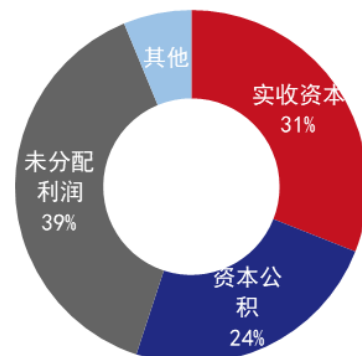
资本结构与偿债能力

公司负债水平有所提升，有息负债规模增大

受可转债成功发行、盈余积累等因素影响，公司2020年所有者权益规模同比增长22.74%。负债方面，公司当期应付债券增加，负债总额有所上升。截至2021年3月底公司产权比率41.65%，所有者权益对负债的保障程度下降。

图 14 公司资本结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 15 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


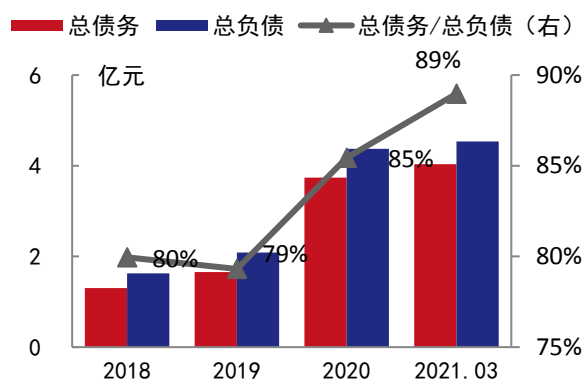
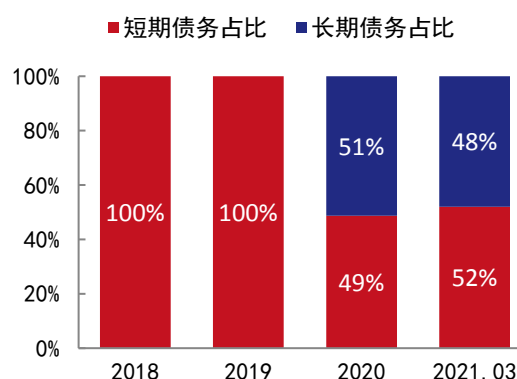
资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

负债结构方面，流动负债比重有所下降，截至2020年底公司短期借款包括保证借款、信用借款，其中保证借款占比83.52%。应付账款2020年同比增长66.57%，主要系应付货款、应付工程设备款增加所致。非流动负债主要系本期债券。公司本期债券发行后，有息负债规模大幅上升，2021年3月底有息负债占公司总负债比重的88.97%。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.10	46.30%	1.82	41.63%	1.65	79.31%
应付账款	0.38	8.31%	0.51	11.61%	0.30	14.62%
流动负债合计	2.55	56.12%	2.40	54.92%	2.03	97.29%
应付债券	1.94	42.67%	1.92	43.80%	0.00	0.00%
非流动负债合计	1.99	43.88%	1.97	45.08%	0.06	2.71%
负债合计	4.54	100.00%	4.37	100.00%	2.08	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

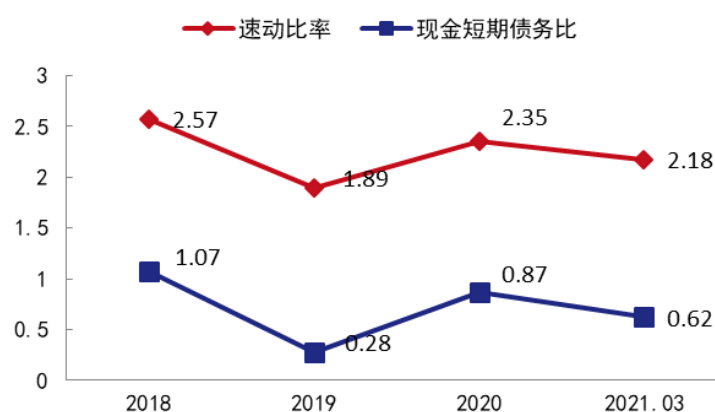
图 16 公司债务占负债比重

图 17 公司长短期债务结构


从杠杆状况指标来看，受可转债的成功发行，公司资产负债率攀升，负债经营程度加大，盈利对债务及利息的保障下降，FFO对净债务的覆盖程度有所下降。流动性比率方面，公司近年速动比率、现金短期债务比均存在一定波动，但整体来看，速动资产对流动负债的覆盖水平、现金短期债务比较2019年有所向好。

表12 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	29.40%	28.94%	19.24%
净债务/EBITDA	--	2.14	1.53
EBITDA 利息保障倍数	--	6.42	17.39
总债务/总资本	16.17%	25.82%	15.89%
FFO/净债务	--	37.79%	59.83%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 18 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、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（2021 年 4 月 6 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部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。

八、本期债券偿还保障分析

保证担保

实际控制人黄俊辉、郑幼文为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，仍能为本期债券提供一定保障。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

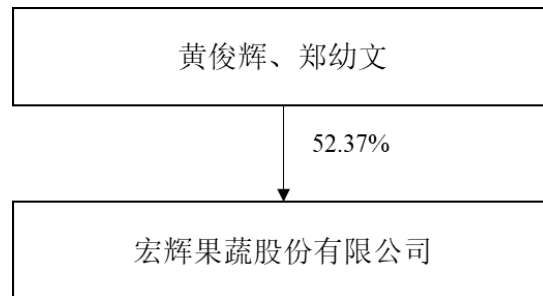
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	0.98	1.26	0.45	1.40
应收账款	3.56	3.49	2.93	2.27
存货	3.63	3.57	3.20	3.16
流动资产合计	9.17	9.22	7.03	7.22
固定资产	3.01	2.98	1.47	1.10
在建工程	0.86	0.79	1.05	0.58
无形资产	1.11	1.13	0.58	0.52
非流动资产合计	6.25	5.88	3.79	2.77
资产总计	15.42	15.11	10.83	9.99
短期借款	2.10	1.82	1.65	1.30
应付账款	0.38	0.51	0.30	0.22
流动负债合计	2.55	2.40	2.03	1.58
应付债券	1.94	1.92	0.00	0.00
非流动负债合计	1.99	1.97	0.06	0.05
负债合计	4.54	4.37	2.08	1.63
总债务	4.04	3.74	1.65	1.30
归属于母公司的所有者权益	10.86	10.71	8.73	8.15
营业收入	1.99	9.64	8.52	7.63
净利润	0.17	0.73	0.79	0.64
所有者权益	10.89	10.73	8.74	8.36
营业收入	1.99	9.64	8.52	7.63
营业利润	0.17	0.73	0.80	0.65
净利润	0.17	0.73	0.79	0.64
经营活动产生的现金流量净额	0.07	0.24	0.25	-0.63
投资活动产生的现金流量净额	-0.60	-2.54	-1.09	0.26
筹资活动产生的现金流量净额	0.25	3.15	-0.12	1.01
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	13.63%	12.47%	15.48%	14.55%
EBITDA 利润率	--	11.69%	10.97%	9.94%
总资产回报率	--	6.57%	8.18%	7.38%
资产负债率	29.40%	28.94%	19.24%	16.32%
净债务/EBITDA	--	2.14	1.53	0.15
EBITDA 利息保障倍数	--	6.42	17.39	36.78
总债务/总资本	27.04%	25.82%	15.89%	13.49%
FFO/净债务	--	37.79%	59.83%	595.90%
速动比率	2.18	2.35	1.89	2.57

现金短期债务比	0.62	0.87	0.28	1.07
---------	------	------	------	------

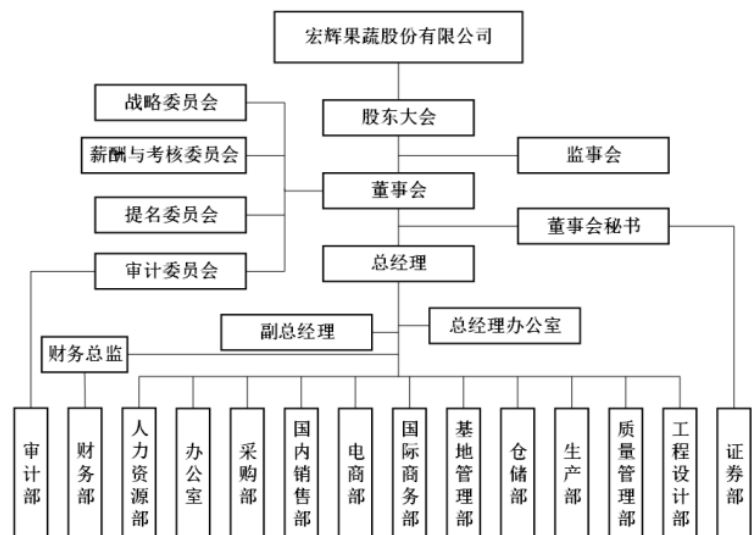
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图（截至 2021 年 3 月底）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月底）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

序号	公司名称	注册资本	持股比例	性质
1	福建宏辉果蔬有限公司	1,400.00	100.00%	果蔬服务业
2	天津宏辉果蔬有限公司	11,041.10	100.00%	果蔬服务业
3	宏辉果蔬(香港)有限公司	-*	100.00%	果蔬服务业
4	烟台宏辉食品有限公司	1,158.78	100.00%	果蔬服务业
5	上海宏辉食品有限公司	11,415.88	100.00%	果蔬服务业
6	广州市正通物流有限公司	8,637.71	100.00%	果蔬服务业
7	江西宏辉果蔬有限公司	1,892.65	100.00%	果蔬服务业
8	广东宏辉食品有限公司	25,811.27	100.00%	果蔬服务业
9	陕西宏辉食品有限公司	2,000.00	100.00%	果蔬服务业
10	井冈山中证焦桐扶贫产业基金(有限合伙)	5,100.00	98.04%	商务服务业
11	广东家家唛食品有限公司	1,000.00	100.00%	农副食品加工业

注：*表示宏辉果蔬（香港）有限公司已办理完成第二次增资手续，增资后股本变更为 10 万港币、7,600.00 万元人民币。
 资料来源：公司 2020 年审计报告、国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 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。