

克明面业股份有限公司

2018 年面向合格投资者公开发行人 公司债券(第一期)信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】第 Z【228】
号 02

分析师

姓名：
钟继鑫 宋根南

电话：
0755-82872242

邮箱：
zhongjx@pyrating.cn

评级日期：
2018 年 8 月 17 日

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

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

克明面业股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期) 信用评级报告

本期债券信用等级：AAA	发行主体长期信用等级：AA
发行规模：分期发行，发行总额不超过 6.5 亿元（含），本期不超过 4 亿元（含）	
评级展望：稳定	增信方式：保证担保
担保主体：深圳市高新投集团有限公司	债券期限：2 年
债券偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付	

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对克明面业股份有限公司（以下简称“克明面业”或“公司”）（股票代码：002661.SZ）本次拟面向合格投资者公开发行第一期不超过 4 亿元（含）公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司具备较强的市场竞争力，尽管市场竞争激烈，公司业务规模持续增长、毛利率保持稳定，公司非公开发行股票募集资金使得资本实力进一步增强，而深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供的保证担保能进一步提升本期债券的信用水平。同时，鹏元也关注到挂面行业市场空间有限、公司将销售渠道下沉使得维护成本较高、公司产能大幅扩张下面临产能消化风险、收购而来的中粮五谷道场食品有限公司（以下简称“五谷道场”）存在一定的投资风险、内部控制存在缺陷等风险因素。

正面：

- 公司具备较强的市场竞争力。公司专注于挂面食品的研发、生产和销售，是国内挂面行业的领先企业之一，品牌知名度较高，具备较强的市场竞争力，近年来“陈克明”品牌超市综合权重市场占有率稳居第一。
- 公司业务规模持续增长，毛利率保持稳定。2017 年公司实现营业收入 22.69 亿元，2015-2017 年年均复合增长率为 11.56%。随着公司产品逐步高端化和自产原材料面粉，在激烈的市场竞争下，公司毛利率稳定在 22% 左右。

- **公司非公开发行股票募集资金，资本实力进一步增强。**2015年，公司向9名认购对象发行股份2,666.67万股募集资金12亿元，公司资本实力进一步提升。
- **第三方担保可提升本期债券的信用水平。**经鹏元综合评定，深圳高新投主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其为本期债券提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保可提高本期债券的信用水平。

关注：

- **挂面行业增速放缓。**近年来挂面行业增速放缓，2016年，挂面行业产量为599吨，2015-2016年的行业年均增速仅为1.6%。我国未来的挂面饱和消费量预计在1,000万吨左右，市场增长空间有限。
- **公司销售渠道维护成本较高。**公司产品以经销为主，直销为辅，营销网络广阔，终端用户较为分散，2015-2017年销售费用率分别为8.79%、10.58%和11.27%，渠道下沉使得渠道维护成本呈逐年上升之势。
- **公司产能大幅扩张面临产能消化风险。**截至2017年末，公司在建及拟建的挂面生产线产能为35万吨/年，完工投产后公司产能将提升近一倍，但目前挂面市场增幅缓慢，行业可能面临产能过剩，公司新增产能能否及时消化及取得预期收益存在一定不确定性。
- **收购五谷道场存在一定投资风险。**2017年6月1日，公司以5,228.24万元竞得五谷道场的100%股权及约5,367.95万元债权。五谷道场近年亏损，2017年净利润亏损1,053.40万元，公司计提商誉减值2,167.57万元，短期内该并购影响公司业绩，长期来看是否满足公司战略发展需要仍有待验证。
- **公司有息债务增长较快。**公司业务规模扩大需要资金支持。截至2018年3月末，公司有息债务为3.95亿元，较2015年末增长2.55亿元，全部为短期借款，资金用途为收购储备小麦、收购五谷道场和补充营运资金。
- **公司内部控制执行有待加强。**2017年4月，中国证券监督管理委员会湖南监管局（以下简称“湖南证监局”）对公司进行现场检查发现，公司2015年年度报告披露的营业收入、净利润存在错报，并对公司相关人员出具警示函，计入中国证监会诚信档案。虽然公司在2016年已进行整改，但整体效果尚待观察。

公司主要财务指标:

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	287,427.63	299,330.50	247,348.56	245,596.26
归属于母公司所有者权益合计(万元)	215,625.87	214,836.37	209,502.59	199,940.62
有息债务(万元)	39,500.00	53,000.00	5,000.00	14,000.00
资产负债率	24.69%	27.94%	15.14%	18.59%
流动比率	2.29	2.19	4.63	3.80
速动比率	2.03	1.84	4.04	3.65
营业收入(万元)	66,839.19	226,938.31	216,352.16	182,352.45
营业利润(万元)	8,846.02	14,680.37	16,179.66	12,455.38
利润总额(万元)	8,728.41	15,013.09	17,224.22	13,564.21
综合毛利率	25.38%	22.79%	21.81%	22.05%
总资产回报率	-	6.11%	7.13%	8.14%
EBITDA(万元)	-	24,495.70	23,189.66	18,407.62
EBITDA利息保障倍数	-	14.51	67.27	25.74
经营活动现金流净额(万元)	25,690.12	-2,637.40	2,716.86	14,210.64

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

深圳高新投主要财务指标:

项目	2017年6月	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	969,088.42	789,850.84	820,240.46	486,820.54
归属于母公司所有者权益合计(万元)	667,765.07	655,949.44	639,623.84	345,624.39
融资性担保期末在保责任余额(亿元)	105.3	95.36	70.32	55.64
融资担保业务准备金覆盖率	3.70%	3.64%	4.83%	5.22%
融资担保净资产放大倍数	1.58	1.45	1.10	1.61
融资担保业务累计担保代偿率	1.16%	1.24%	1.10%	1.01%

资料来源: 深圳高新投 2014、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-6 月财务报表, 鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为南县克明面业制造有限公司，成立于1997年6月。2007年3月31日，公司全体股东就公司整体变更为股份有限公司的相关事宜作出决议，南县克明面业制造有限公司以截至2007年3月31日经审计后的账面净资产6,163.73万元折股6,000万股，整体变更为股份有限公司，变更后公司名称变更为现名。

2012年3月16日，中国证券监督管理委员会以证监许可[2012]105号《关于克明面业股份有限公司首次公开发行股票的批复》，核准公司公开发行人民币普通股2,077万股（每股面值1元）。此次公开发行增加公司股本2,077万元，注册资本变更为8,308万元。公司股票在深圳证券交易所中小企业板上市，股票代码为：002661.SZ。

后经多次资本公积金转增股本、股权激励等，截至2018年3月末，公司总股本33,355.65万元，公司前十名股东持股情况如表1所示，公司控股股东为南县克明食品集团有限公司，持有公司44.49%的股权（以下简称“克明集团”），克明集团实际控制人为陈克明，其一致行动人段菊香直接持有克明集团51.26%股份，另外，陈克明先生还直接持有公司0.58%股份，为公司实际控制人。

表 1 截至 2018 年 3 月 31 日公司前十名股东持股情况

序号	股东名称	股份数量(万股)	股权比例
1	南县克明食品集团有限公司	14,841.00	44.49%
2	兴业国际信托有限公司-克明面业1号员工持股集合资金信托	1,617.77	4.85%
3	兴业国际信托有限公司-兴业信托·克明面业2号员工持股集合资金信托计划	1,509.25	4.52%
4	招商财富-招商银行-民商1号专项资产管理计划	1,097.31	3.29%
5	中国华电集团财务有限公司	800.00	2.40%
6	创金合信基金-招商银行-津杉华融1号资产管理计划	797.46	2.39%
7	陈源芝	441.55	1.32%
8	深圳修能资本管理有限公司	429.80	1.29%
9	光大兴陇信托有限责任公司-光大信托·招盈2号证券投资单一资金信托	426.55	1.28%
10	中央汇金资产管理有限责任公司	361.86	1.08%
	合计	22,322.55	66.91%

资料来源：公司2018年一季度报

公司主要从事挂面的研发、制造和销售业务，主要产品为挂面、面粉、半干面、湿面、米粉等。截至2017年末，纳入公司合并范围的子公司情况如表2所示。

表 2 截至 2017 年末纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司全称	注册地	注册资本	业务性质	持股比例
遂平克明面业有限公司	河南省遂平县	15,000.00	食品加工	100.00%
延津县克明面业有限公司	河南省延津县	30,000.00	食品加工	100.00%
武汉克明面业有限公司	湖北省武汉市	5,000.00	食品加工	100.00%
上海味源贸易有限公司	上海市闵行区	1,000.00	贸易	100.00%
成都克明面业有限公司	四川省成都市	200.00	食品加工	100.00%
克明食品营销（上海）有限公司	上海市青浦区	100.00	贸易	100.00%
湖南省振华食品检测研究院	湖南省长沙市	200.00	食品研究	100.00%
延津克明面粉有限公司	河南省延津县	15,000.00	食品加工	100.00%
长沙克明面业有限公司	湖南省长沙市	200.00	食品加工	100.00%
上海香禾食品有限公司	上海市青浦区	100.00	贸易	100.00%
克明食品营销有限公司	湖南省益阳市	5,000.00	贸易	100.00%
长沙克明米粉有限责任公司	湖南省长沙市	5,000.00	食品加工	80.91%
克明五谷道场食品有限公司	北京市房山区	107,943.46	食品加工	100.00%
克明国际控股（香港）有限公司	香港	5,000 万港币	贸易行业	100.00%
成都市陈克明面粉有限公司	四川省成都市	200.00	食品加工业	100.00%
遂平克明面粉有限公司	河南省遂平县	5,000.00	食品加工业	100.00%
遂平克明物流有限公司	河南省遂平县	100.00	道路运输业	100.00%
新疆克明进出口贸易有限公司	新疆乌鲁木齐市	500.00	贸易行业	100.00%
延津克明五谷道场食品有限公司	河南省延津县	5,000.00	食品加工业	100.00%
新疆克明面业有限公司	新疆乌鲁木齐市	10,000.00	食品加工业	100.00%

资料来源：公司2017年年报，鹏元整理

截至2017年末，公司资产总额29.93亿元，归属于母公司所有者权益合计21.84亿元，资产负债率为27.94%；2017年度，公司实现营业收入22.69亿元，利润总额1.50亿元，经营活动现金净流出0.26亿元。

截至2018年3月末，公司资产总额28.74亿元，归属于母公司所有者权益合计21.56亿元，资产负债率为24.69%；2018年1-3月，公司实现营业收入6.68亿元，利润总额0.87亿元，经营活动现金净流入2.57亿元。

二、本期债券概况

债券名称：克明面业股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）；

发行总额：分期发行，发行总规模不超过6.5亿元（含），本期不超过4亿元（含）；

债券期限：期限为2年；

还本付息方式：存续期内采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一

期利息随本金的兑付一起支付；

增信方式：本期债券由深圳高新投提供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

本期债券的发行总额拟不超过4亿元（含），募集资金拟用于补充公司营运资金。

四、运营环境

近年来挂面行业增速放缓，市场竞争处于初级阶段，产品同质化严重

挂面作为中国家庭餐桌上的必备食品，多年来的发展不温不火。随着经济进入新常态，我国挂面行业面临增速放缓的现实。2003年我国挂面产量约为126万吨，2014年为580万吨，年化增速约为15%。但在2016年，挂面行业产量仅增长至599吨，2015-2016年的行业年均增速仅为1.6%。

作为大众产品，挂面的消费群体规模巨大，但行业却没有垄断品牌，目前格局仍为全国品牌与区域中小企业并存。全国超过2,800家挂面企业以中小型企业为主，全国性企业金沙河、克明面业等在市场覆盖率和品牌影响力依然有限，行业的竞争依然处于初级阶段。全国性企业虽然也在主粮产区河南、安徽、山东完成生产布局，但面对当地的企业，会面临着价格、渠道、产品等方面的直接竞争。挂面的销售主渠道分别有两种，分为流通渠道和商超渠道。在流通渠道，中小型企业主要靠价格取胜；而在商超渠道，大型企业靠市场费用支撑，完成终端的抢占和布局。这两种类型的渠道，其各自面对的消费群体不同，导致大型企业和众多的中小型企业，选择不同的竞争策略。大型企业主要面对城市市场，而中小型企业主要面对城镇和乡村市场。

从产品品质来看，挂面企业的产品同质化严重，缺乏创新型产品，目前，中低端产品占总量的80%以上，中高端产品仅有不到20%，即使是面向大中型城市的商超渠道，终端产品丰富，中高端产品占有一定比例，但主流产品依然是中低端。从产品类型来看，挂面产品主要分为四个类别：主食型、风味型、营养型、保健型，这四个类别中，主食型的挂面产品最多，以普通挂面为主，竞争也最为激烈，由于此类产品为大众型产品，消费量巨大，而且大小企业都能够生存，这就造成企业间的竞争加剧，因此企业只有通过价格战来拉升此类产品的销售量，以此来保证企业的生产效率，提高边际效益。

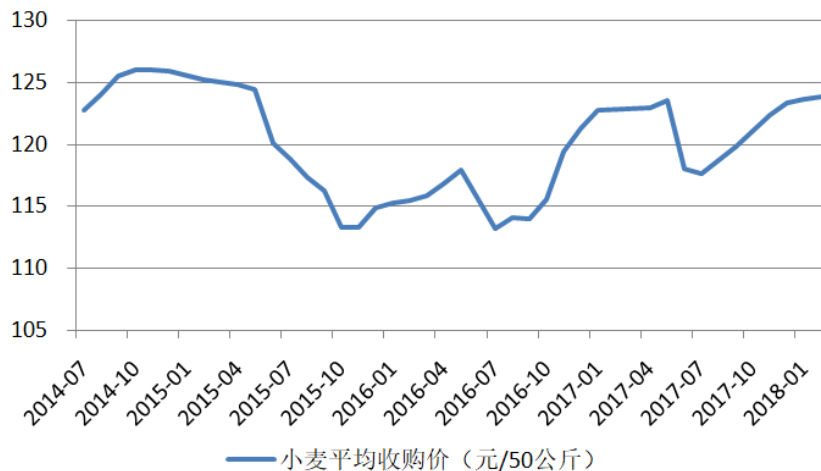
产品同质化造成的另一个后果是企业品牌缺乏个性，长此以往，消费者的品牌意识长期薄弱，对于品牌的关注度远远低于价格。从这个角度来看，挂面行业的竞争依然处于初

级阶段，品牌并没有成为大众消费者首要关注的选项，因此，又进一步促使企业通过价格战来占领市场。

原材料小麦价格总体呈上升趋势，挂面行业利润空间逐渐被压缩

挂面原材料为小麦面粉，在挂面的成本结构中，接近80%的成本由面粉构成。我国从2006年开始实施小麦最低收购价政策，近年最低收购价逐年提高，加上小麦市场供应偏紧，使得小麦价格整体呈上升趋势。2017年，全国小麦收购价格为118-124元/50公斤，平均价格121元/50公斤，较2016年平均价格上涨约5元，尤其2017年1-5月半年涨幅较大。2017年，我国小麦的产量和质量获得恢复性提升，消费基础坚实、市场供应偏紧让小麦价格在上半年居高不下。5-6月，由于新粮集中上市，从最初的湖北北部开始，零星的低价新小麦拖累行情短期跌落。6月份后，新小麦上市量急剧扩大，之前零星上市、价格混乱的情况迅速改观，价格逐渐回调。

图1 近年来我国小麦平均收购价格



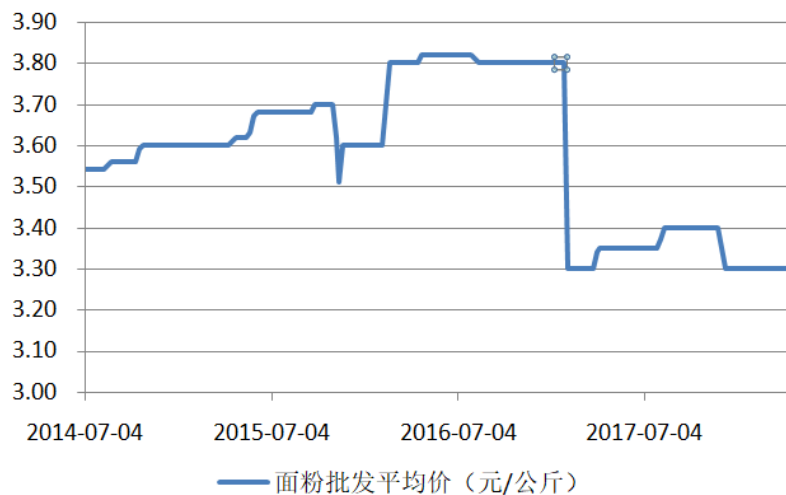
资料来源：Wind，鹏元整理

根据国务院2017年印发的《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》，明确提出重点发展优质强筋弱筋小麦，将有力促进优质小麦市场向好的方向快速发展。此外，进口小麦相比国产小麦性价比优势明显，平均每吨单价比国产小麦低700-800元，但是由于中国小麦进口实施配额制，一般企业无法拿到进口配额，预计短期内无法通过进口小麦进一步增加国内的优质小麦供给。

随着小麦价格的上涨，近年来面粉的价格也呈现不断上涨的态势，但由于面粉产能过剩及需求放缓，面粉价格涨幅总体低于小麦涨幅，形成“麦强面弱”格局。与此同时，国家加强食品质量监督力度，部分面粉企业被查处。随着小麦价格上涨，既要控制采购成本，又要控制原料质量，面粉加工企业的生存压力较往年明显增加。

2017年国内面粉批发价格低开低走。春节后由于下游终端需求不佳，库存有所积累拖累其价格大幅下滑。4月开始，因下游需求回升明显，开机因面粉购销清淡有所下滑，面粉供应量随之减少，使得价格有所回升。11月份以后，因需求减少价格再次下调。总体而言，城乡居民的生活水平持续提高，食品方面的消费趋于多样化，而且更趋于营养化，肉蛋奶类的消费也是在不断的增加，所以近几年面粉、面食的消费情况呈现停滞态势。其中除了作为主食食用的面食需求开始下滑以外，元旦以及春节等一些传统节日所带来的面粉消费效应也在弱化。

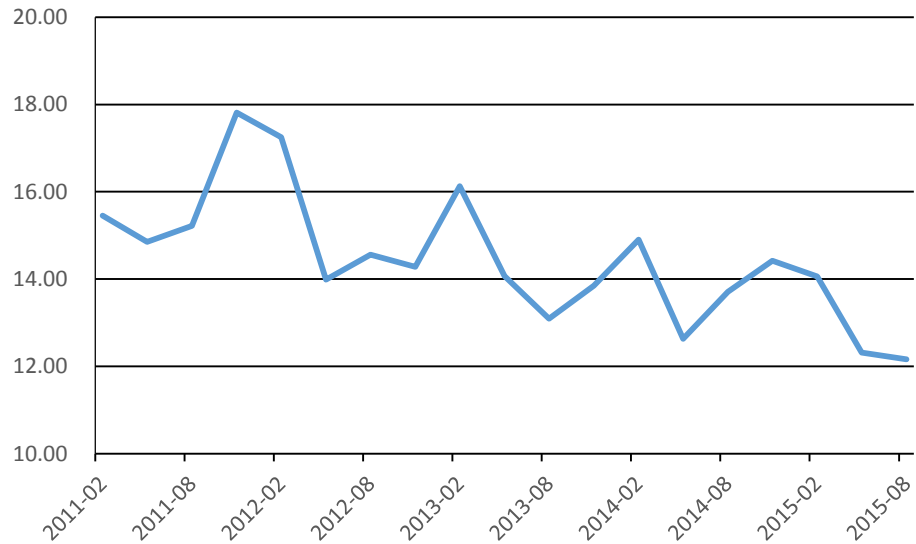
图2 近年来我国面粉批发价



资料来源：Wind，鹏元整理

而挂面作为下游产业链，产业环境主要受消费市场影响，近年受挂面的价格战影响，挂面制造业毛利率呈下降趋势，同时，大部分时期原材料小麦、面粉价格上涨，使得挂面生产行业原料成本走高，利润空间进一步被逐步压缩。

图3 近年米、面制造业毛利率（单位：%）



资料来源：Wind

挂面行业整合加速，集中度提高

根据我国食品工业协会发布的《我国挂面行业市场状况及发展趋势》预测，我国未来的挂面饱和消费量在1,000万吨左右，而2016年我国挂面年产量为599万吨。从2015年开始，若按照年均5%的增长速度估算，到2025年市场容量将达到1,000万吨，因此，未来市场增长空间有限。从食品行业的发展规律来看，整合是竞争的最终结果。近两年，挂面龙头企业加速产能扩张的战略意图明显，资本也快速介入。挂面行业出现“大者恒大，中者趋紧，小者退出”的新形势。

据中国食品科学技术学会面制品分会统计，克明面业、金沙河等24家国内规模以上企业的总产量与销售额均呈逐年递增的趋势。2016年，24家企业年产287.4万吨，在全国挂面市场占有率达48%，较2015年41%的份额，上升了7个百分点。同时，24家大企业以21.1%的增速明显高于全国水平。2016年，24家企业实现135.25亿元的销售，较上年提升了20.8%，显示出优势企业对市场的吸引力加大，市场集中度提升。

进入2017年，大企业产能进一步加速扩张。据初步统计，24家企业中，将有近100条1.5米的大型挂面装备生产线进入调试与生产，产能急速增加30%，而2016年仅增加15条生产线。供大于求的局面将加速价格战，将有更多落后产能和小规模企业被淘汰。

产品中高端化、企业品牌化、产业链延伸是挂面行业整合过程中的发展趋势

我国居民可支配收入的提高带动了生活消费的升级，挂面作为主食食品之一，消费者对挂面营养、健康与安全的关注日益增强，中高端挂面受到市场青睐，同时，依托城市化

水平的提高和现代零售业的发展，中高端挂面产品的市场占比逐年提高。未来，营养配备更完善、具有创新性和原材料品质优势的新产品——如营养型挂面、功能型挂面、特殊风味挂面，将逐渐成为中产阶级的消费主流。依靠科技创新，提高产品质量和高端挂面产品的比重，成为我国各挂面企业差异化发展的主要路径之一。

未来，挂面行业的规模化与个性化并存的现象将会出现，品牌的建立将会更加重要。当前的消费者具备更高的消费能力，关键在于企业要打造出消费者认可的品牌。品牌打造首先是品类的打造，通过建立可识别的品类形象，完成和消费者的链接，通过场景化的品牌沟通，建立和消费者的信任关系。对于大型挂面企业来说，可以通过规模效应提高知名度，而对于中小型挂面企业，需要通过细分领域的开发，提高产品附加值，形成差异化的竞争优势；同时在市场选择上，集中于局部市场，建立渠道和品牌的优势，从而形成和大型企业的差异化竞争。

此外，大企业还将在供应链上下游一体化方面延伸，以降低总经营成本，补充新盈利模式，从而提升企业的竞争力。主要存在以下几种延伸形式：一是大型企业从产业链的角度进行整合，完成从田间到餐桌的跨越，掌控优质粮源、提高生产效率、强化营销推广、打造品牌成为这类企业的重点工作；二是关联企业之间的联合，在产业链条上的合作，跨行业的联合，比如和化肥类企业合作，为上游种植业提供技术指导；另一个是企业间的联合，比如在原料收购方面等的合作；三是并购中小型挂面企业，目前国内的挂面企业并购案例少，从未来市场竞争的角度来看，并购将会成为加速行业整合的重要特征。

五、公司治理与管理

1、公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》等有关法律法规和《公司章程》的要求，建立健全治理结构，形成了公司董事会决策、管理层执行、监事会监督的运作机制。

股东大会作为权力机构，行使决定公司经营方针等公司章程规定的职权。公司制定了股东大会议事规则规范召开和表决的程序。2015-2018年3月，公司共召开了18次股东大会，会议的筹备、召开及决议按照《股东大会议事规则》的规定进行，并邀请见证律师进行现场见证并出具了法律意见书，相关的决议公告均按上市公司信息披露规则公开披露。

董事会由9名董事组成，其中3名为外部董事（均为独立董事）。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。2015-2018年3月，公司共召开31次董事会，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。董事会还下设

战略委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会和审计委员会，各委员会中均有独立董事担任委员，提高了董事会履职能力和专业化程度。

公司监事会由 3 名监事组成，对公司重大事项、关联交易、财务状况以及董事、总经理和其他高级管理人员履行职责的合法、合规性进行有效监督并发表独立意见。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。2015-2018 年 3 月，公司共召开了 30 次监事会，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。

2、公司管理

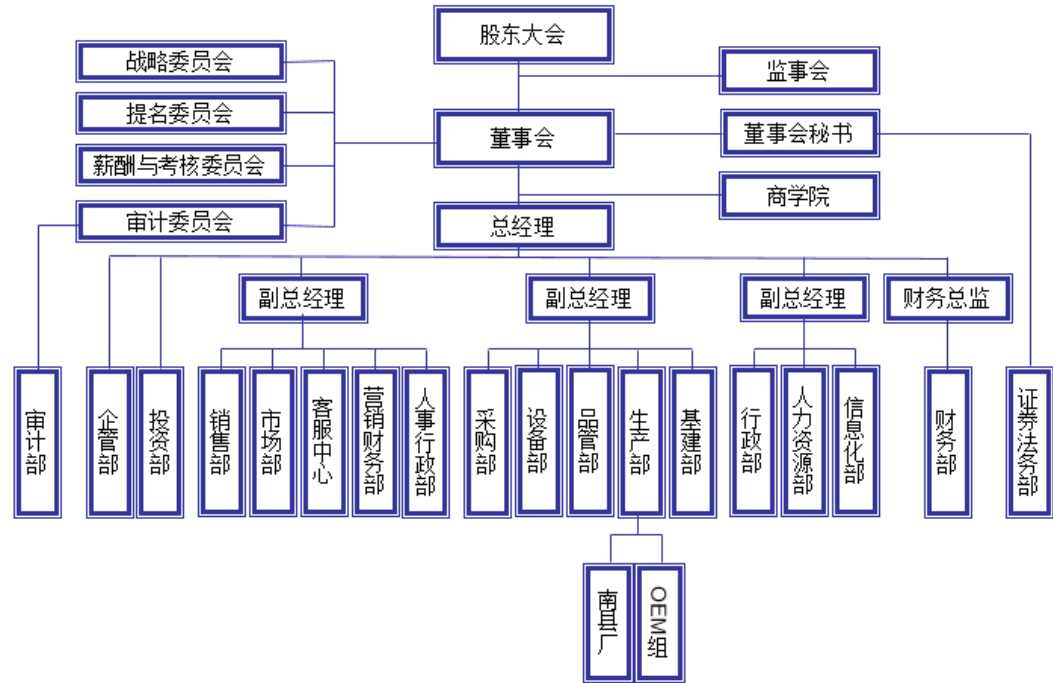
为规范日常经营活动，公司设立较为健全的组织结构，包括生产部、采购部、财务部、销售部、审计部、市场部等18个部门。

其中，财务部负责组织公司的财务管理、会计核算资金管理、纳税申报等工作；负责对公司的各种投融资、生产经营等问题提出决策建议等。审计部对公司各内部机构、控股子公司以及具有重大影响的参股公司的内部控制制度的完整性、合理性及其实施的有效性进行检查和评估；负责对公司财务预决算、资产质量、经营绩效，以及建设项目或者有关经济活动的真实性、合法性和效益性进行监督和审计评价等。

市场部负责进行挂面行业研究，竞争对手、消费需求及区域市场调研分析，拟定年度、季度品牌规划和营销推广计划，新产品的开发与推广等。销售部负责定期组织市场调研，收集市场信息，分析市场动向、特点和发展趋势；收集行业信息，掌握市场的动态，分析销售和市场竞争发展状况，提出改进方案和措施；以完成公司下达的销售任务为目的，确定销售目标，制定销售计划等。

公司设立的组织结构权责明确，相互独立，完善的机构设置满足了公司的正常经营。

图 4 截至 2018 年 3 月末公司组织结构图



资料来源：公司提供

截至2017年末，公司共有员工3,276人，其中，66.42%员工为生产人员；从学历构成来看，大专及以上学历的员工占比31.14%。

表 3 截至 2017 年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
本科及以上	413	12.61%	生产人员	2,176	66.42%
大专	607	18.53%	销售人员	709	21.64%
大专以下	2,256	68.86%	技术人员	183	5.59%
			财务人员	82	2.50%
			行政人员	126	3.85%
合计	3,276	100.00%	合计	3,276	100.00%

资料来源：公司2017年年度报告

3、内部控制

公司按照《企业内部控制基本规范》、《企业内部控制应用指引》、《企业内部控制评价指引》的规定，制定了贯穿于公司生产经营各层面、各环节的内部控制体系，内部控制体系基本囊括了内部治理、信息与沟通、内部监督等要素，特别加强对财务报告、关联交易、对外担保、重大决策、控股子公司等重大方面的防范控制。

公司在控制活动方面制定了较为完善的交易授权和对控制的监督等制度，但在实际执行过程中，仍然存在不到位的地方。2017年4月，湖南证监局对公司进行现场检查发现，公

司2015年披露的年度报告中的营业收入、净利润存在错报的情况，具体为面粉贸易收入确认存在差错，金额为6,829.43万元的相关收入不符合收入确认条件。对此，天健会计师事务所对公司2016年内部控制审计报告（天健审【2017】2-331号）出具了带强调事项段的无保留意见，并出具《关于克明面业股份有限公司重要前期差错更正的专项说明》（天健审【2017】2-332号），对前期发生的会计差错进行更正，并追溯调整2015年度合并资产负债表、合并利润表和合并现金流量表相关财务数据。其中，2015年度营业收入由189,181.88万元调整为182,352.45万元，净利润由10,802.98万元调整为10,587.54万元。

2017年6月，湖南证监局对公司董事长陈克明、副董事长陈克忠、前任财务总监晏德军分别出具了警示函，并记入中国证监会诚信档案。虽然公司对前期差错进行了更正，并将加强相关人员业务素质和管理能力，提升规范运作水平，但整体效果尚待观察。

六、经营与竞争

公司主要从事挂面的研发、制造和销售业务，主要产品为挂面、面粉、半干面、湿面、米粉等。挂面类产品包括“营养”、“强力”、“高筋”、“如意”四大品类。2015-2017年公司营业收入规模逐年较快增长，复合增长率为11.56%。挂面等食品加工业务是公司收入的主要来源，2015-2017年占营业收入的比重均在99%以上，其中，“如意面”、“强力面”、“高筋面”是主打产品。其他加工产品主要为面头、麸皮以及其他贸易产品，收入规模较小，由于价格波动原因，毛利率波动较大。公司综合毛利率较为稳定，一方面是公司调整产品结构、提高部分高毛利产品占比，另外公司提高生产自动化程度并在2016年开始自产面粉，控制了生产成本。

表 4 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
1、食品加工	225,574.69	22.86%	215,330.08	21.87%	181,274.31	22.00%
营养面	18,928.66	25.79%	14,842.66	24.10%	10,689.32	21.88%
强力面	58,551.16	34.71%	60,842.84	31.56%	52,997.07	32.16%
高筋面	30,199.96	31.58%	34,181.90	25.30%	31,291.69	19.21%
如意面	85,962.67	16.73%	89,549.48	14.50%	74,366.12	16.37%
面粉	15,986.11	6.33%	10,634.44	8.36%	11,287.35	16.74%
其他加工产品	11,577.41	4.71%	5,278.76	34.12%	642.77	66.09%
方便面	4,368.73	20.32%	-	-	-	-
2、其他业务收入	1,363.61	10.54%	1,022.08	8.27%	1,078.13	30.32%

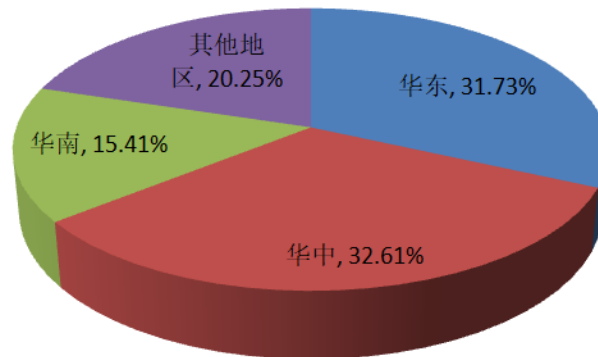
合计	226,938.31	22.79%	216,352.16	21.81%	182,352.45	22.05%
----	------------	--------	------------	--------	------------	--------

注：其他业务收入包括商超服务收入以及小麦麸皮、面头等销售收入，非公司主营业务。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司收入来源于国内，公司市场格局为“南强北弱”，华东、华中区域是公司主要业务区域，2017年公司华东和华中区域销售收入分别占营业收入的31.73%和32.61%。

图5 公司2017年营业收入区域分布情况



资料来源：公司2017年年度报告，鹏元整理

公司是国内挂面行业的领先企业之一，业务收入规模较大且增长较快；随着多个新生产线逐步完工投产，公司发展进入产能快速扩张阶段；但考虑到行业增速放缓和竞争加剧，公司产能能否及时消化并取得预期收益存在一定不确定性

公司专注于挂面产品的研发、生产和销售，主要产品为“陈克明”品牌挂面，包括营养、强力、如意、高筋等四大系列300多个品种的挂面产品。公司挂面产品生产采用“三醒三蒸”工艺，挂面具有面体细润、面筋劲道、面质均匀的优点。公司很早开始使用纯净水和面，大部分生产线为国外进口，并实现了部分生产线的自动化及半自动化，并较早开始使用不含荧光粉的食品级包装纸等。

研发方面，公司近年研发了诸多新型挂面产品，营养强化类、膳食纤维类等多种产品填补了行业空白；在不使用任何添加剂的情况下，借助五谷粉、果蔬粉的原色色彩，制作出彩色面条。此外，生产工艺上，公司对面头浆化及干面头气体自动输送工艺技术和散装面粉自动输送技术进行研发改造，节约了生产运行成本和提高生产效率。截至2017年末，公司取得97项专利，其中发明专利32项，实用新型专利19项，外观专利46项。

2015-2017年，公司实现挂面销售收入181,274.31万元、215,330.08万元、225,574.69万元，收入规模较大，具有一定的市场份额。2017年，受产品提价、网络谣言的负面事件和无春节出货等多因素影响，收入增速有所放缓，但仍同比增长4.89%。目前，公司在商超渠道的占有率全国领先，根据中国商业联合会中华全国商业信息中心定期公布的《全国连锁店畅销商品月度监测表》，挂面产品的主要品牌有“陈克明”、“金龙鱼”、“金沙河”、“中裕”、

“博大”等，其中，公司在2017年11月份超市综合权数市场占有率为19.16%。自2008年开始，“陈克明”品牌超市综合权数市场占有率稳居第一。

为应对大规模批量生产，公司主要采用基地集中规模化生产模式，建立生产管理中心来负责生产过程的控制和管理，并依据客户订单制定月度生产计划并下达各个子公司生产车间。公司目前拥有延津、遂平、长沙、南县、武汉5个生产基地，以及在建的成都和乌鲁木齐生产基地，其中河南延津和遂平基地是公司主要的生产基地，位于优质小麦主产区，交通便利，利于控制生产和销售成本。另有衡水、德州两个委托加工工厂，公司产品采用委托加工进行生产，并由公司统一管理。

公司2015年12月收到中国证监会下发的《关于核准克明面业股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可[2015]2992号）核准，向包括中信证券股份有限公司在内的9名认购对象发行股份2,666.67万股，发行价格为每股45.00元，募集资金总额12亿元。此次非公开发行股票募集资金拟用于“年产37.5万吨挂面生产线项目”¹，“延津年产20万吨小麦粉项目”，“面粉自动输送及智能烤房研发改造项目”以及“营销网络及品牌建设项目”。

2016年，公司3个项目完工投产，其中“遂平7.5万吨挂面生产线项目”于2016年3月投产，2017年实际生产5.39万吨；“延津年产10万吨营养挂面生产线项目”于2016年10月投产，2017年实际生产5.52万吨；武汉年产10万吨面条生产线（一期）项目于2016年8月投产，2017年实际生产1.41万吨；延津年产20万吨小麦粉一期项目于2016年7月投产，2017年实际生产15.9万吨。2017年，公司继续投资新生产线，但延迟了投建进度，未有新项目投产。

截至2017年末，公司拥有挂面设计年产能39.27万吨，面粉年产能12.6万吨，面粉生产能够满足超过三分之一的挂面原料需求。

截至2017年末，公司在建及拟建的生产线见下表，计划总投资11.47亿元，公司尚需投资6.86亿元，资金主要来自自筹和未使用完的非公开发行股票募集资金。若公司在建及拟建项目完全投产，公司挂面年产能将达到74万吨左右，产能接近翻番。

表 5 截至 2017 年末公司在建及拟建生产线情况（单位：万元）

项目	项目状态	预算总投资	已投资	预计完工后年产能	预计投产时间	建设资金主要来源
武汉生产基地年产10万吨面条生产线项目（二期）	在建	8,000.00	3.00	二期7.5万吨	二期2019年12月	自筹
延津生产基地年产2.4万吨保鲜面生产	一期已完工投产，二期在建	8,375.12	6,751.32	二期1.2万吨	二期2018年6月	自筹

¹具体包括4个项目：延津年产10万吨营养挂面生产线项目、遂平7.5万吨挂面生产线项目、延津年产10万吨高档挂面生产线项目、成都年产10万吨挂面生产线项目。

线项目						
成都年产 10 万吨挂 面生产线项目	在建	24,200.00	2,729.48	10万吨	2019年12月	发行股份
长沙米粉项目	在建	15,000.00	11,295.59	-	2018年5月	自筹
乌鲁木齐生产基地 年产 6.3 万吨挂面 生产线项目	在建	12,369.25	9,509.07	6.3万吨	2018年12月	自筹
延津年产 20 万吨小 麦粉项目	一期已完工投 产，二期拟建	26,300.00	15,796.11	二期12万吨	二期2018年06月	发行股份
延津年产 10 万吨高 档挂面生产线项目	拟建	20,468.00	-	10万吨	2019年12月	发行股份
合计	-	114,712.37	46,084.56	-	-	-

注：延津年产20万吨小麦粉项目一期产能为12.6万吨，两期合计产能实际为24.6万吨。
资料来源：公司提供

产能利用率方面，2015-2016年公司产能达到超负荷状态，产能利用率在100%以上。大部分生产线加班生产，部分产品需委外生产。2017年，随着公司多个生产线投入，公司产能利用率下降至75.41%，尤其2016年新投入使用的生产线产能利用率较低。此外，在建的“延津年产10万吨高档挂面生产线项目”和“成都年产10万吨挂面生产线项目”因市场需求变化和行业技术水平提高，公司对设备选型和采购进行了调整，两项目的计划完工时间推迟了一年。公司新投产的面粉加工项目“延津年产20万吨小麦粉项目”因公司缺乏面粉业务的管理经验，需要不断适应新的生产工艺变化的需求，也审慎推迟了第二期项目的建设。考虑到目前挂面市场增长缓慢，多个同行业大型企业也大幅增加产能，行业可能面临产能过剩，公司新增产能能否及时消化及取得预期收益存在一定不确定性。

公司采用以销定产的模式，每月根据订单情况安排下月生产计划，2015-2017年，大部分产品的产销率保持在95%以上，库存量较小。

表 6 2015-2017 年公司食品加工产品的产销情况（单位：吨）

产品	项目	2017 年	2016 年	2015 年
挂面及其他	自有设计年产能	392,656.00	289,430.00	215,400.00
	产量	417,050.65	437,729.78	361,245.60
	其中：自有产量	296,087.79	315,153.54	262,091.52
	委托加工产量	76,282.02	95,983.23	69,081.99
	外购面粉量	44,680.84	26,593.01	30,072.09
	销量	419,830.48	435,620.98	359,510.59
	其中：外购面粉销量	44,680.84	26,622.12	29,585.09
	库存量	9,796.31	12,576.14	10,467.34
	产能利用率	75.41%	108.89%	121.68%
	产销率	100.75%	99.48%	99.62%

注：计算公式：①产能利用率=自有产量/自有设计年产能，自有设计年产能未包括对外销售的面粉产能；

②产销率=（销量-外购面粉销量）/（产量-外购面粉量）。

资料来源：公司提供

公司供货渠道和供货品质较为稳定，对上游客户议价能力较强，采购付款存在一定账期；公司逐渐减少外购面粉，对外供应商依赖程度降低，原材料成本得到控制

公司营业成本主要包括原材料成本、人工成本、燃料动力和公共材料等，其中直接材料成本占比在85%-90%左右，直接人工成本占比在5%-10%左右，随着公司生产线自动化程度不断提高，人工成本有下降趋势，一定程度缓解了挂面单位成本的上涨幅度。

表 7 近年产品成本构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	153,269.26	87.47%	149,240.26	88.23%	124,465.98	87.56%
直接人工	10,761.29	6.14%	10,922.17	6.46%	10,388.63	7.31%
燃料动力	9,337.49	5.33%	7,015.05	4.15%	5,389.16	3.79%
公共材料及其他	1,860.55	1.06%	1,979.95	1.17%	1,904.57	1.34%
合计	175,228.59	100.00%	169,157.44	100.00%	142,148.34	100.00%

资料来源：公司提供

公司主要的外购原材料为面粉、包装材料、辅料、备品备件等。公司设立采购部，采用集中采购模式，负责统筹生产性物料、大宗设备及物资的采购，保障正常供应，以获得采购竞争优势。

面粉占公司外购原材料成本的75%-80%，是生产挂面最主要的原材料。面粉主要依靠外购，2015-2017年外购比例分别为在100%、83.54%和62.13%，外购面粉主要用来生产挂面以及直接对外销售，对外销售比重较小，未来随着面粉新增产能投产，外购面粉将主要用于直接销售。公司面粉采购规模大，对供应商议价能力较强，一般采取先货后款结算。公司面粉供应商主要为河南省优质小麦产区的生产商，多年来与公司保持了稳定的供货关系，产品质量有一定保证。公司与供应商签订年度采购合同，一年一签，公司依据经营计划、销售计划以及生产计划，制定面粉的月度采购计划，下达给供应商。采购价格随市场变化，为降低面粉采购价格快速上涨的风险，公司与供应商合同约定：若价格上涨，供应商应提前10个工作日书面通知公司，公司同意后方可执行，并仍以原价向公司供应尚未交货的上月订货量及当月50%的订货量；若价格下调，双方协商确认价格和执行日期。

自2016年开始，公司的挂面生产成本下降，主要原因是2016年开始采购小麦用于自产自供面粉，公司面粉生产线于2016年7月份投产，当年产量为6.03万吨；2017年产量为11.47万吨。截至2017年末，面粉年产能达到12.6万吨。此外，夏季面粉进货量大且均价较低，拉低了全年采购均价；同时，公司2016年进行了生产工艺线的改造，将低温生产线改造成

为高温生产线，随着技术的提升，同等级的面粉经过高温工艺所生产的挂面品质更高，因而面粉采购成本降低。

公司的包装材料供应商主要为参股公司岳阳大地印务有限公司，主要供应公司所有纸质包装材料和部分塑料包装材料。公司采购的生产线部分从日本、德国厂商进口，采取预付款形式支付货款。

表 8 2015-2017 年公司主要原材料采购情况

原料	项目	2017 年	2016 年	2015 年
面粉	采购量（吨）	397,547.62	247,381.30	191,657.41
	采购均价（元/公斤）	2.74	3.02	3.08
包装材料	采购量（个）	401,550.30	342,179.39	276,005.30
	采购均价（元/个）	0.17	0.14	0.13
辅料	采购量（吨）	9,258.47	6,796.78	5,802.82
	采购均价（元/公斤）	3.11	2.86	3.35
备品备件	采购额（万元）	1,828.93	2,300.93	5,609.83

注：公司另外采购了成品面粉直接对外销售，未计入本表。2016-2017年年采购的小麦计入面粉项目中。

资料来源：公司提供

采购货款结算方面，公司和不同供应商的结算方式基本一致，一般采用先货后款的形式结算，半个月核对一次账务，核对无误后公司凭对账单和发票3个工作日内付款，账期在15-20天左右。结算方式以银行转账为主，公司支付货款有一定的账期，有利于降低公司的营运资金压力。公司有供应商1,800家左右，公司对供应商进行定期评价和考核，以保证供货质量。2015-2017年，公司前五大供应商情况如表9所示。2015-2017年公司前五大供应商采购占比分别为75.76%、61.84%和33.10%，采购集中度较高，公司集中采购有利于增强议价能力，由于河南省内面粉生产企业众多，面粉供应充足，不存在原材料被供应商垄断的情况。而且，随着延津面粉厂产能释放，公司自产面粉比例进一步提高，自产面粉有利于公司控制原材料成本，并逐步降低对外部供应商的依赖程度。但在某些旺季时段，当面粉出现供不应求情况，公司仍需要依赖外购解决面粉紧缺的问题。2017年，公司即通过预付货款方式保障面粉的稳定供应，预付款项大幅增加。

表 9 2015-2017 年公司前五大供应商情况（单位：万元）

项目	供应商名称	金额	占比
2017 年	供应商一	15,729.91	9.73%
	供应商二	13,228.70	8.19%
	供应商三	10,320.63	6.39%
	供应商四	8,823.66	5.46%
	供应商五	5,391.93	3.34%

	合计	53,494.84	33.10%
2016年	供应商一	28,947.34	22.66%
	供应商二	17,094.24	13.38%
	供应商三	15,572.24	12.19%
	供应商四	8,720.08	6.83%
	供应商五	8,671.81	6.79%
	合计	79,005.71	61.84%
2015年	供应商一	22,162.71	24.21%
	供应商二	21,573.12	23.57%
	供应商三	10,483.19	11.45%
	供应商四	10,016.33	10.94%
	供应商五	5,117.13	5.59%
	合计	69,352.47	75.76%

资料来源：公司提供

公司营销网络发达，终端用户较为分散，渠道维护成本相对较高；为抢占市场份额，公司大力投入营销网络及品牌建设，精耕南方市场和开发北方市场

公司销售主要由子公司克明食品营销有限公司和克明食品营销（上海）有限公司负责，公司设立了销售中心，在经销方面，公司将全国划分为11个大区进行销售管理，销售网络覆盖全国32个省、市及自治区。在直销方面，公司在重点城市设立办事处负责当地的大型商超的管理，在国内拥有13,930个直销点。目前公司有1,900多家经销商遍布全国各城市，公司对经销商进行培训、协助开发网点和开展卖场活动，为向客户提供更加优质的产品服务奠定基础。

2017年，公司各类挂面产品及面粉销量相比2015年均有所增长，其中，营养面连续两年增长，定位高端的“营养面”2017年产量为2.35万吨，相比2015年增长74.09%；定位普通的“如意面”销量最大，2017年，“如意面”销量为19.82万吨，相比2015年增长19.02%。因提价和网络谣言等多因素影响，2017年挂面销量较2016年有所下降。

从产品价格来看，各类挂面产品价格由高到底的排名为：营养面、强力面、高筋面、如意面，价格与产品档次对应。从时间前后对比看，公司挂面产品价格主要受面粉价格、定价策略影响而有所波动。2015年因原材料价格上升，各产品价格均同比上升；2016年因改进生产工艺使面粉采购成本下降，产品价格有所下降；但到2016年末，因市场提价，公司也进行了提价。

表 10 近年公司产品销量（单位：吨）

产品	2017年	2016年	2015年
营养面	23,475.01	19,373.06	13,484.65
强力面	97,755.82	107,241.71	88,684.85
高筋面	54,854.37	67,233.02	59,260.11
如意面	198,191.08	210,615.50	166,523.97
面粉	45,554.19	31,157.69	31,557.01

资料来源：公司提供

根据产品特点和自身实际情况，公司产品以向经销客户销售为主，以直销为辅，国内大型商超渠道的开拓主要采取直销形式。2015-2017年，公司的经销渠道实现收入占比在77%-83%左右，公司对经销商支持力度较高，经销占比有所提高。经销方面，公司与经销商签订年度合同，合同对年度的销售目标和网点目标进行约定，一般情况下，经销商向销售部提交采购订单并同时付款，公司供货后凭客户签收的发货单确认收入，公司对核心优质的经销商给予一定的信用额度支持。直销方面，公司与大型商超签订年度合同，公司供货后以获取有效的货物签收凭证确认收入，公司根据其订单进行供货并进行月度结算，账期在45天左右。公司销售结算主要采用银行转账方式。

表 11 近年产品销售分布情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直销	33,984.41	14.98%	48,419.61	22.38%	41,234.12	22.61%
经销	188,289.58	82.97%	167,846.00	77.58%	140,584.84	77.10%
其他	4,664.32	2.06%	86.54	0.04%	533.49	0.29%
合计	226,938.31	100%	216,352.16	100.00%	182,352.45	100.00%

资料来源：公司提供

由于经销商众多，公司客户较为分散。2015-2017年，公司前五名客户销售额占营业收入比例分别为8.96%、6.89%和6.34%，以大型商超为主，不存在严重依赖个别客户的情形。

表 12 近年公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户	销售额	占营业收入比例	结算方式
2017年	第一名	3,241.16	1.43%	先款后货和信用额度
	第二名	2,944.68	1.30%	先款后货和信用额度
	第三名	2,781.63	1.23%	先货后款和月结方式
	第四名	2,756.15	1.21%	先货后款和月结方式
	第五名	2,671.91	1.18%	先货后款和月结方式
	合计	14,395.53	6.34%	
2016年	第一名	6,445.47	2.98%	先款后货和信用额度

	第二名	2,233.63	1.03%	先款后货和信用额度
	第三名	2,186.28	1.01%	先货后款和月结方式
	第四名	2,038.89	0.94%	先货后款和月结方式
	第五名	2,010.73	0.93%	先款后货和信用额度
	合计	14,915.00	6.89%	-
2015年	第一名	8,061.62	4.42%	先款后货和信用额度
	第二名	2,698.73	1.48%	先货后款和月结方式
	第三名	1,941.47	1.06%	先货后款和月结方式
	第四名	1,822.67	1.00%	先货后款和月结方式
	第五名	1,810.43	0.99%	先款后货和信用额度
	合计	16,334.92	8.96%	-

资料来源：公司提供

但我们也关注到，由于公司客户分散，经销商数量大，导致公司运输费用、市场推广等渠道维护成本相对较高，公司销售费用规模相对较高，2015-2017年销售费用率分别为8.79%、10.58%和11.27%。2016年开始，公司大力发展经销模式，经销渠道向三四线城市进一步下沉，公司协助经销商加强对乡镇网点的开发，导致销售费用率有所提升。

2015年公司非公开发行股票募投项目之一为“营销网络及品牌建设项目”。该项目计划总投资27,700万元，其中拟使用募集资金20,750.54万元。随着公司销售规模逐步扩大、市场变化节奏加快，公司现有营销体系已经无法满足公司日益增长和变化的销售需求，公司需要建立信息化、数字化的营销体系。同时，挂面行业竞争日益激烈，以价格战为主的粗放式营销模式仍是市场的主流，行业内企业的品牌意识尚不突出，品牌运作尚处于初级阶段。公司需要持续加大营销网络和品牌建设力度以配合销售市场拓展。公司目前的市场格局为“南强北弱”，主要集中于南方市场，未来南方市场需要渠道下沉，通过多品牌、不同产品结构进行市场精耕，与此同时更要加大对北方市场的开发力度。截至2017年末，营销网络及品牌建设项目已投入金额为4,256.48万元，为达到公司品牌价值最大化，公司需要适应营销网络资源快速更新的节奏，以致目前投入的金额较少。

公司收购五谷道场，但五谷道场近年亏损，公司面临一定的投资风险

2017年6月1日，公司以人民币5,228.24万元竞得北京产权交易所挂牌的中粮天然五谷食品投资有限公司所持五谷道场的100%股权及约5,367.95万元债权。该股权交易已于6月底完成，股权价款已支付。

五谷道场主要经营方便面研发、制造和销售业务，原为中粮集团有限公司旗下的非油炸方便面品牌，但由于前期扩张过快、管理不善和方便面市场衰落的原因，五谷道场连续多年亏损。2017年末，五谷道场资产总额为5,744.79万元，所有者权益为-4,365.72万元，资

不抵债；2017年，五谷道场实现营业收入4,388.24万元，净利润亏损1,053.40万元。公司投资五谷道场，有利于进一步丰富公司产品品类，并能借助五谷道场的品牌效应和销售渠道发展挂面业务。但考虑到五谷道场近年亏损，方便面市场被寡头垄断和市场需求下降，短期内该并购可能影响公司业绩，长期来看是否满足公司战略发展需要仍有待验证。

表 13 2017 年五谷道场主要财务指标（单位：万元）

项目	2017 年
资产总计	5,744.79
负债总计	10,110.51
所有者权益	-4,365.72
营业收入	4,388.24
营业利润	-1,076.59
净利润	-1,053.40

资料来源：公司2017年年报

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天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2017年度审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，财务报表均按新会计准则进行编制。

2015-2017年公司纳入财务报表合并范围的子公司变化情况如表14所示。

表 14 2015-2017 年纳入公司合并范围的子公司变动情况

项目	2017 年	2016 年	2015 年
当年增减情况	增加 8 家	增加 1 家	增加 1 家，减少 1 家
增加子公司名称	克明五谷道场食品有限公司 克明国际控股（香港）有限公司 成都市陈克明面粉有限公司 遂平克明面粉有限公司 遂平克明物流有限公司 新疆克明进出口贸易有限公司 延津克明五谷道场食品有限公司 新疆克明面业有限公司	长沙克明米粉有限责任公司	克明食品营销有限公司
减少子公司名称	-	-	岳阳克明面业有限公司

注：公司在2017年新合并的子公司“克明五谷道场食品有限公司”即为“中粮五谷道场食品有限公司”，公司在收购后于2017年6月29日变更了企业名称。

资料来源：公司2015-2017年审计报告

资产结构与质量

公司资产规模保持较快增长，资金较为充裕，应收账款较少，资产整体质量较好

为支撑公司业务扩展，公司近年大幅增加借款，加上利润积累，促进了公司资产保持增长态势。截至2017年末，公司资产规模为299,330.50万元，较2015年末增长了21.88%。从资产结构看，公司资产以流动资产为主。截至2018年3月末，因偿还部分债务，公司资产规模较期初略有减小。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成。截至2017年末，货币资金为31,854.72万元，主要为银行存款，使用权受限资金规模为3,357.97万元；随着非公开发行股票募集资金逐步投入募投项目和购买理财产品，公司货币资金较2015年末有所下降。自2015年开始，公司加大对优质经销商的扶持力度，一般是根据其销售规模适当给予不超过1个月的信用账期，加之公司营业收入持续增长，使得应收账款增长较快。2017年，公司对应收账款催收力度加大及信用政策收紧，应收账款规模得到改善，截至2017年末，1年以内账龄的应收账款余额占比84.46%，相比上年减少7.93个百分点，当期计提坏账465.35万元，坏账风险有所提升。公司执行严格的存货管理制度，按照订单生产且备货期不超过1周，存货主要为原材料和库存商品。2016年开始公司存货增长幅度较大，主要是公司面粉厂投入生产，收购原材料小麦所致。公司其他流动资产主要为持有的银行理财产品，2016-2018年3月末公司其他流动资产规模较大主要是公司将闲置的非公开发行股票的募集资金用于购买理财产品。

公司非流动资产主要为长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产构成。公司长期股权投资主要为对岳阳市大地印务有限公司和南县克明小额贷款有限公司的股权投资。岳阳市大地印务有限公司为公司关联公司，是公司包装材料的主要供应商，公司对其投资成本为400万元，但其经营状况一般，2017年发生超额亏损，导致公司持有其长期股权投资账面减值至0；公司对南县克明小额贷款有限公司持股比例为33.33%，其经营规模较小，在2015-2016年保持盈利，但在2017年出现小额亏损。公司固定资产主要为经营使用的厂房和机器设备，2016年以来固定资产大幅增长，系多条在建生产线陆续转入固定资产所致，公司固定资产均未抵押。公司在建工程主要是在建的生产线，随着多条生产线转入固定资产，在建工程价值在2016年出现下降，截至2017年末，在建的长沙米粉项目、新疆年产6.3万吨高端挂面类产品加工项目账面价值较大。公司无形资产主要为土地使用权，近年持续购入土地使得无形资产规模扩大，无形资产均未抵押。

总体而言，公司资产规模持续增长，资金较为充裕，应收账款规模得到控制，资产质

量较好。但需要注意公司应收账款账龄延长及新增生产线的产能消化风险。

表 15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19,754.89	6.87%	31,854.72	10.64%	9,667.99	3.91%	121,155.87	49.33%
应收账款	26,314.74	9.16%	26,968.04	9.01%	33,906.41	13.71%	31,568.72	12.85%
存货	17,862.36	6.21%	27,736.68	9.27%	18,365.41	7.42%	6,710.93	2.73%
其他流动资产	78,895.05	27.45%	72,140.29	24.10%	80,471.14	32.53%	2,807.95	1.14%
流动资产合计	154,952.14	53.91%	175,541.19	58.64%	145,920.61	58.99%	165,882.06	67.54%
长期股权投资	3,504.48	1.22%	3,482.64	1.16%	3,975.27	1.61%	3,934.17	1.60%
固定资产	81,284.33	28.28%	82,288.37	27.49%	73,995.55	29.92%	36,241.76	14.76%
在建工程	28,594.81	9.95%	19,292.24	6.45%	11,691.86	4.73%	30,529.21	12.43%
无形资产	14,235.12	4.95%	11,184.83	3.74%	9,561.36	3.87%	7,328.77	2.98%
非流动资产合计	132,475.49	46.09%	123,789.32	41.36%	101,427.95	41.01%	79,714.19	32.46%
资产总计	287,427.63	100.00%	299,330.50	100.00%	247,348.56	100.00%	245,596.26	100.00%

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

资产运营效率

公司逐步自产面粉，使得公司运营效率下降

公司销售渠道主要为经销，2015年来公司加大对经销商的扶持力度，对优质客户给予一定的信用期限，使得应收账款周转天数有所延长，但通过2017年加强应收账款管理，应收账款周转效率有所改善。公司对存货执行严格的存货管理制度，且公司采用“以销定产”的生产方式，在产品和产成品备货量不多，这类存货的周转效率较高。但2016年开始公司自产自供面粉，该环节需要大量小麦的贮存，加之一定的生产周期，导致存货周转效率持续下降。公司原材料采购主要为货到后付款，结算应付账款半个月一次，核对无误后3个工作日内付款，由于延长对供应商的付款期，近年应付账款周转天数呈上升趋势。综合上述因素，2015-2017年，公司净营运周期持续拉长，运营效率下滑。

公司大力度投入资金用于产能扩建，但由于较多募集资金暂时闲置及新建产能尚未完全投产，导致资产整体利用效率持续下降。

表 16 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017年	2016年	2015年
应收账款周转天数	48.28	54.47	49.53
存货周转天数	47.36	26.68	17.21
应付账款周转天数	22.07	23.04	20.16

净营业周期	73.57	58.11	46.58
流动资产周转天数	254.97	259.41	215.17
固定资产周转天数	123.96	91.71	73.67
总资产周转天数	433.61	410.12	346.49

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入持续增长，毛利率较为稳定，但负债扩张和并购引起的商誉减值对短期的盈利能力造成不利影响

公司近年来营业收入持续增长，2015-2017年公司营业收入复合增长率为11.56%。值得注意的是，2017年公司收入增速有所放缓，仅同比增长4.89%，主要原因包括：一、2016年12月因市场全面提价，公司提价幅度约为5%，提价消化期对销量有一定的抑制；二、2017年在网上和微信视频流传“面条含胶”的谣言，负面传闻对公司湖南、湖北和江西等地的销量有一定影响；三、2017年春节出货在2016年底完成，2018年春节出货在2018年初完成，导致2017年无春节效应。

公司主营业务较为单一，主要来源于挂面和面粉等食品加工业务的生产销售，其占营业收入的比重达99%以上。毛利率方面，近年公司综合毛利率较为稳定，维持在22%左右，在市场竞争加剧情况下，一方面是公司调整产品结构、提高中高端产品的销售占比；另一方面，公司提高生产自动化程度并在2016年开始自产面粉，控制了生产成本。

2015-2017年，公司期间费用规模持续增长，期间费用率略有上升。其中，管理费用有所下降，主要因研发投入减少、股权激励费用减少和管理职能部门费用下降所致；销售费用持续增长，主要由于公司渠道持续下沉及市场推广等相关费用增加。2015-2017年，公司投资收益保持增长，主要因理财产品收益增加所致。因公司加大借款力度，公司财务费用2017年大幅增加至1,429.15万元。

公司近年取得一定规模的政府补助。2015-2017年，公司取得的营业外收入和其他收益分别占当年利润总额的9.93%、10.04%和14.02%。2018年一季度，由于收到益阳市南县财政局的政府税收贡献奖励资金1,505.10万元，使得当季其他收益达到1,633.43万元，规模较大。

得益于收入持续增长，综合毛利率保持稳定，2016年公司利润总额实现较快增长。但由于2017年新合并的五谷道场计提了商誉减值2,167.57万元及财务费用大增，导致当年利润总额同比下滑12.84%。

表 17 公司主要盈利指标

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
营业收入(万元)	66,839.19	226,938.31	216,352.16	182,352.45
投资收益(万元)	706.36	2,182.18	1,971.46	370.08
其他收益(万元)	1,633.43	1,202.81	-	-
营业利润(万元)	8,846.02	14,680.37	16,179.66	12,455.38
利润总额(万元)	8,728.41	15,013.09	17,224.22	13,564.21
综合毛利率	25.38%	22.79%	21.81%	22.05%
期间费用率	14.57%	15.96%	14.35%	14.90%
营业利润率	13.23%	6.47%	7.48%	6.83%
总资产回报率	-	6.11%	7.13%	8.14%
净资产收益率	-	5.27%	6.69%	7.68%
营业收入增长率	45.19%	4.89%	18.65%	19.41%
净利润增长率	110.82%	-18.07%	29.39%	61.24%

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

现金流

公司经营活动现金流表现变差，未来投资压力仍较大

公司净利润有所波动，但剔除逐年增长的减值和折旧等非付现费用后，2015-2017年公司FFO持续增长，主营业务现金生成能力保持增长。但公司经营活动现金流表现变差，主要原因是：一、自2016年开始公司自产面粉需要大量采购小麦备货；二、为保障旺季面粉的稳定供应，控制面粉采购成本，2017年预付面粉供应商货款增加。

公司投资活动主要包括生产线建设投入、理财产品的购买和赎回。2015-2017年公司投资活动现金保持大规模的净流出，其中，2015年、2017年现金净流出的主要原因是生产线建设的投入；2016年现金净流出的主要原因系购买理财产品规模大于赎回规模所致。截至2017年末，公司在建及拟建项目尚需投资6.86亿元，主要资金来源为非公开发行股份募集资金，预计未来数年内公司仍将保持净投资。

近年公司筹资活动现金流主要是吸收股权投资、取得和偿还银行借款、支付股利等。2015年公司因非公开发行股票使得筹资活动现金大幅净流入；2016年公司偿还债务规模较大和支付现金股利，使得筹资活动现金净流出；2017年公司补充营运资金取得较多短期借款，使得筹资活动现金大幅净流入。

表 18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	11,223.54	13,699.17	10,587.54
非付现费用	10,645.44	6,474.97	4,644.82

非经营损益	-435.06	-1,341.05	286.04
FFO	21,433.92	18,833.09	15,518.40
营运资本变化	-23,635.70	-16,283.13	-2,929.77
其中：存货减少（减：增加）	-9,375.13	-11,654.48	169.97
经营性应收项目的减少（减：增加）	-7,171.48	-4,295.32	-13,850.69
经营性应付项目的增加（减：减少）	-7,089.09	-333.33	10,750.95
其他	-435.61	166.91	1,622.03
经营活动产生的现金流量净额	-2,637.40	2,716.86	14,210.64
投资活动产生的现金流量净额	-17,917.50	-99,566.25	-18,094.99
筹资活动产生的现金流量净额	42,486.38	-17,738.62	117,002.42
现金及现金等价物净增加额	21,928.76	-114,587.88	113,118.07

资料来源：公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平不高，但2017年以来短期借款规模增长较快，短期偿债压力有所加大

得益于利润累积，2015-2017年末公司所有者权益稳步增长。随着业务规模扩大需要增加借款，除了2016年公司偿还较多银行借款使得期末负债总额有所下降之外，公司负债总体增长较快，使得公司负债水平上升，截至2018年3月末，负债与所有者权益比率为32.78%，较2015年末提高9.95个百分点。整体来看，公司所有者权益对债务的保障程度尚可。

表 19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年3月	2017年	2016年	2015年
负债总额	70,965.56	83,632.72	37,453.08	45,655.64
所有者权益	216,462.06	215,697.78	209,895.48	199,940.62
负债与所有者权益比率	32.78%	38.77%	17.84%	22.83%

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

公司负债主要由流动负债构成。公司的流动负债主要包括短期借款、应付账款、预收账款、应付职工薪酬和其他应付款。近年公司的银行借款主要是流动性贷款，规模存在一定波动，2017年，公司新增较多借款，用于收购储备小麦、收购五谷道场和补充营运资金，使得期末借款余额大幅增加。应付账款主要为应付面粉供应商的原材料采购款，公司对上游具有一定的议价能力，近年规模保持稳定，主要是公司业务规模扩张和延长对下游的付款期所致。截至2017年末，应付账款在一年以内账龄的占比为82.99%。预收账款主要是公司预收经销商购货款，近年呈下降趋势，主要是公司产能扩大后，发货速度加快所致。应付职工薪酬为应付职工工资及奖金等，近年保持稳定。其他应付款主要为押金保证金和限

制性股票回购义务，截至2017年末，尚未解锁的限制性股票价值为1,072.14万元。

非流动负债主要为递延收益，其主要为面粉自动输送及智能烤房研发改造项目和产业振兴及技术改造项目取得的政府补助。

表 20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	39,500.00	55.66%	53,000.00	63.37%	2,000.00	5.34%	14,000.00	30.66%
应付账款	10,709.35	15.09%	10,053.22	12.02%	11,434.68	30.53%	10,220.06	22.39%
预收账款	7,870.96	11.09%	6,826.38	8.16%	7,134.10	19.05%	9,959.19	21.81%
应付职工薪酬	2,650.34	3.73%	3,904.04	4.67%	3,029.36	8.09%	2,331.31	5.11%
其他应付款	5,256.87	7.41%	4,835.32	5.78%	6,042.68	16.13%	6,104.52	13.37%
流动负债合计	67,645.31	95.32%	80,260.69	95.97%	31,540.40	84.21%	43,637.29	95.58%
长期借款	-	0.00%	-	0.00%	3,000.00	8.01%	-	-
递延收益	2,901.61	4.09%	2,949.44	3.53%	2,713.50	7.25%	1,833.40	4.02%
非流动负债合计	3,320.25	4.68%	3,372.04	4.03%	5,912.68	15.79%	2,018.35	4.42%
负债合计	70,965.56	100.00%	83,632.72	100.00%	37,453.08	100.00%	45,655.64	100.00%
其中：有息债务	39,500.00	55.66%	53,000.00	63.37%	5,000.00	13.35%	14,000.00	30.66%

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

截至2018年3月末，公司有息债务余额为39,500万元，全部为短期借款。公司资产负债率为24.69%，负债水平不高。公司流动比率、速动比率较高，但考虑到短期有息债务自2017年开始大幅增加，公司短期偿债压力有所加大。

公司EBITDA持续增长，EBITDA对有息债务的本息保障能力较强，但需要关注公司有息债务扩张，但利润未明显提升，公司盈利对债务本息保障能力下滑。

表 21 公司偿债能力指标

指标名称	2018年3月	2017年	2016年	2015年
资产负债率	24.69%	27.94%	15.14%	18.59%
流动比率	2.29	2.19	4.63	3.80
速动比率	2.03	1.84	4.04	3.65
EBITDA（万元）	-	24,495.70	23,189.66	18,407.62
EBITDA 利息保障倍数	-	14.51	67.27	25.74
有息债务/EBITDA	-	2.16	0.22	0.76
债务总额/EBITDA	-	3.41	1.62	2.48
经营性净现金流/流动负债	-	-0.05	0.07	0.40
经营性净现金流/负债总额	-	-0.04	0.07	0.38

资料来源：公司2015-2017年审计报告以及未经审计的2018年1-3月财务报表，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

本期债券的本息偿付资金主要来源于公司日常经营活动产生的现金流。公司是国内挂面行业的领先企业之一，2015-2017年，公司三年平均营业收入为20.85亿元，业务规模较大且稳步增长；近三年平均净利润为1.18亿元，利润规模保持稳定；近三年经营活动现金流平均净流入4,763.37万元，现金流表现尚可。未来随着公司在建及拟建生产线的完工投产，公司自有产能将进一步大幅扩充，公司挂面产能将达到约74万吨，竞争实力将进一步增强，未来收入和利润可能保持增长，能对本期债券的本息偿还提供较好支撑。但需要注意的是，公司产能扩张较快，考虑到目前挂面市场增长缓慢，多个同行业大型企业也大幅增加产能，行业可能面临产能过剩，公司新增产能能否及时消化及取得预期收益存在一定不确定性。公司为应对市场激烈竞争采取的自产面粉、原材料备货、促销等措施也对公司经营活动现金流产生不利影响。

截至2017年末，公司固定资产账面价值为82,288.37万元，主要为厂房和机械设备，存在一定专用性，均未设置抵押，必要时，公司可通过资产处置筹集偿债资金。

（二）本期债券保障措施分析

本期债券由深圳高新投提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，能为本期债券的偿还提供较好的保障

本期债券由深圳高新投提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本次发行的不超过人民币6.5亿元（含6.5亿元）公司债券的本金及利息、违约金以及实现债权的费用，担保期限为本期债券的存续期及债券到期之日起两年。

深圳高新投原名深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投控”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心于1994年12月投资成立，初始注册资本1亿元。深圳高新投于2004年更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011年12月更名为现名。历经多次股权转让和增资扩股，2018年3月末深圳高新投注册资本为72.77亿元。

深圳高新投股东深圳投控、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司和深圳市中小企业服务署均为深圳市人民政府设立的国资企业或机构，合计持有深圳高新投股

份 68.11%，深圳高新投最终控制人为深圳市人民政府。截至 2018 年 3 月末，深圳高新投股权结构如下表所示。

表 22 截至 2018 年 3 月末深圳高新投股权结构

股东名称	投资额（万元）	持股比例
深圳市投资控股有限公司	304,200.71	41.80%
深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）	145,548.32	20.00%
深圳市财政金融服务中心	108,712.35	14.94%
深圳市远致投资有限公司	80,342.55	11.04%
恒大集团有限公司	69,212.38	9.51%
深圳市海能达投资有限公司	17,303.09	2.38%
深圳市中小企业服务署	2,415.26	0.33%
合计	727,734.67	100.00%

资料来源：深圳高新投提供

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

2016 年以来根据“调结构、控风险”总体经营思路，深圳高新投在适度控制担保规模同时进行产品结构调整，深圳高新投加大战略新兴产业的拓展力度并逐步退出产能过剩、行业发展前景不佳的担保项目，2014-2017 年 6 月在保笔数持续下降。2016 年深圳高新投当期间接融资担保发生额为 58.29 亿元，同比上升 14.03%，同时深圳高新投当期解除担保责任额为 53.45 亿元，较上年同期增加 1.81%。另外，深圳高新投直接融资担保业务发展迅速。2016-2017 年 6 月末，深圳高新投新增债券担保业务 17 笔，新增审批笔数 63 笔，新增发函 45 笔，截至 2017 年 6 月末，深圳高新投在保债券余额合计 66.70 亿元，较 2016 年 6 月末的 20.90 亿元增长 219.14%；深圳高新投在保债券数量 23 只，涉及发行主体 17 家，其中 16 家为上市公司，深圳高新投担保债券尚未发生违约事件。

截至 2017 年 6 月 30 日，深圳高新投资产总额为 96.91 亿元，归属于母公司所有者权益为 66.78 亿元，资产负债率为 31.05%；2016 年度，深圳高新投实现营业总收入 11.01 亿元，利润总额 9.52 亿元，经营活动现金流净额-6.16 亿元。深圳高新投融资担保业务净资产放大倍数逐年上升，2015-2017 年 6 月末分别为 1.10、1.45 及 1.58；截至 2017 年 6 月末，深圳高新投担保风险准备金 3.90 亿元，融资担保准备金覆盖率和准备金充足率分别达到 3.70%和 216.98%，担保风险覆盖程度较好。但是我们也关注到，深圳高新投融资担保业务

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

代偿规模持续上升，代偿回收率一般，2016 年深圳高新投间接融资担保当期代偿金额为 8,455.73 万元，较 2015 年上升 22.08%；截至 2017 年 6 月末，间接融资担保累计代偿回收率仅为 41.04%。深圳高新投主要财务指标如表 23 所示。

表 23 深圳高新投主要财务指标

项目	2017 年 6 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	969,088.42	789,850.84	820,240.46	486,820.54
归属于母公司所有者权益合计（万元）	667,765.07	655,949.44	639,623.84	345,624.39
资产负债率	31.05%	16.95%	22.02%	29.00%
净资产收益率	-	10.94%	12.31%	14.67%
营业总收入（万元）	72,384.70	110,064.01	93,401.72	81,842.65
投资收益（万元）	0.00	17,187.44	16,193.47	8,605.67
营业利润（万元）	60,871.75	95,212.96	81,610.03	64,930.11
净利润（万元）	46,685.85	70,880.53	60,662.15	48,748.63
经营活动现金流净额（万元）	-126,159.52	-61,634.54	-153,852.71	8,629.73
融资性担保期末在保责任余额（亿元）	105.3	95.36	70.32	55.64
担保风险准备金（万元）	38,996.55	34,702.83	33,966.51	24,852.23
融资担保净资产放大倍数	1.58	1.45	1.10	1.61
融资担保业务累计担保代偿率	1.16%	1.24%	1.10%	1.01%
融资担保业务累计代偿回收率	41.04%	39.70%	35.66%	37.91%
融资担保业务准备金覆盖率	3.70%	3.64%	4.83%	5.22%
融资担保业务准备金充足率	216.98%	172.39%	272.04%	278.27%

注：1、融资担保净资产放大倍数=融资担保在保责任余额/子公司深圳市高新投融资担保有限公司期末净资产；2、2015 年数据采用 2016 年年初数。

资料来源：深圳高新投 2014、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-6 月财务报表，深圳高新投提供，鹏元整理

综合来看，深圳高新投实力较雄厚，业务发展情况较好，经鹏元综合评定，深圳高新投主体长期信用等级为 AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
流动资产：				
货币资金	19,754.89	31,854.72	9,667.99	121,155.87
应收票据		51.00	195.00	226.51
应收账款	26,314.74	26,968.04	33,906.41	31,568.72
预付款项	10,371.83	15,474.39	2,105.88	2,769.54
应收利息	566.64	520.91	720.17	-
其他应收款	1,186.63	795.16	488.61	642.55
存货	17,862.36	27,736.68	18,365.41	6,710.93
其他流动资产	78,895.05	72,140.29	80,471.14	2,807.95
流动资产合计	154,952.14	175,541.19	145,920.61	165,882.06
非流动资产：				
可供出售金融资产	838.72	838.72	838.72	200.00
长期股权投资	3,504.48	3,482.64	3,975.27	3,934.17
固定资产	81,284.33	82,288.37	73,995.55	36,241.76
在建工程	28,594.81	19,292.24	11,691.86	30,529.21
工程物资	57.03	54.01		
无形资产	14,235.12	11,184.83	9,561.36	7,328.77
商誉	2,437.85	2,437.85		
长期待摊费用	393.13	238.94	310.73	309.00
递延所得税资产	1,029.19	1,013.90	955.34	1,005.41
其他非流动资产	100.83	2,957.83	99.12	165.89
非流动资产合计	132,475.49	123,789.32	101,427.95	79,714.19
资产总计	287,427.63	299,330.50	247,348.56	245,596.26
流动负债：				
短期借款	39,500.00	53,000.00	2,000.00	14,000.00
应付账款	10,709.35	10,053.22	11,434.68	10,220.06
预收款项	7,870.96	6,826.38	7,134.10	9,959.19
应付职工薪酬	2,650.34	3,904.04	3,029.36	2,331.31
应交税费	1,163.98	1,389.51	1,715.66	867.87
应付利息	43.02	67.91	6.26	47.73
应付股利	450.79	184.32	177.66	106.60
其他应付款	5,256.87	4,835.32	6,042.68	6,104.52
流动负债合计	67,645.31	80,260.69	31,540.40	43,637.29
非流动负债：				

长期借款			3,000.00	-
递延收益	2,901.61	422.60	2,713.50	1,833.40
递延所得税负债	418.64	2,949.44	199.18	184.95
非流动负债合计	3,320.25	3,372.04	5,912.68	2,018.35
负债合计	70,965.56	83,632.72	37,453.08	45,655.64
所有者权益：				
实收资本	33,355.65	33,355.65	33,677.91	11,219.20
资本公积	136,803.46	136,803.46	137,549.49	159,625.75
减：库存股	1,008.41	1,072.14	2,821.38	3,903.96
盈余公积	6,276.01	6,276.01	5,549.08	4,588.97
未分配利润	40,200.18	39,473.62	35,547.48	28,410.66
归属于母公司所有者 权益合计	215,625.87	214,836.37	209,502.59	199,940.62
少数股东权益	836.19	861.42	392.89	-
所有者权益合计	216,462.06	215,697.78	209,895.48	199,940.62
负债和所有者权益总计	287,427.63	299,330.50	247,348.56	245,596.26

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	66,839.19	226,938.31	216,352.16	182,352.45
其中：营业收入	66,839.19	226,938.31	216,352.16	182,352.45
二、营业总成本	60,332.96	215,656.79	202,143.95	170,267.16
其中：营业成本	49,873.25	175,228.59	169,157.44	142,148.34
营业税金及附加	402.50	1,362.99	1,084.11	440.00
销售费用	6,559.64	25,566.62	22,889.97	16,019.88
管理费用	2,722.74	9,218.51	8,058.21	10,445.17
财务费用	455.98	1,429.15	99.96	697.13
资产减值损失	318.85	2,850.91	854.26	516.63
加：投资收益	706.36	2,182.18	1,971.46	370.08
其他收益	1,633.43	1,202.81		
三、营业利润	8,846.02	14,680.37	16,179.66	12,455.38
加：营业外收入	9.67	902.44	1,729.80	1,347.25
减：营业外支出	127.28	569.73	685.24	238.41
四、利润总额	8,728.41	15,013.09	17,224.22	13,564.21
减：所得税费用	1,355.94	3,789.55	3,525.05	2,976.67
五、净利润	7,372.47	11,223.54	13,699.17	10,587.54
归属于母公司所有者的净利润	7,397.69	11,267.52	13,706.28	10,602.46
少数股东损益	-25.22	-43.98	-7.11	-14.92

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	76,299.42	260,702.70	266,207.76	198,772.96
收到的税费返还	310.38	20.85		
收到其他与经营活动有关的现金	4,047.46	1,956.24	1,736.76	8,976.33
经营活动现金流入小计	80,657.26	262,679.78	267,944.53	207,749.29
购买商品、接受劳务支付的现金	38,609.65	205,546.06	216,174.11	143,348.07
支付给职工以及为职工支付的现金	7,879.01	22,601.27	19,564.44	17,817.11
支付的各项税费	3,211.54	10,979.79	9,276.05	9,361.81
支付其他与经营活动有关的现金	5,266.92	26,190.06	20,213.07	23,011.66
经营活动现金流出小计	54,967.13	265,317.18	265,227.67	193,538.65
经营活动产生的现金流量净额	25,690.12	-2,637.40	2,716.86	14,210.64
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	55,749.10	271,361.08	171,654.30	33,493.56
取得投资收益收到的现金			44.18	18.20
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		36.04	2,087.49	58.26
收到其他与投资活动有关的现金	902.00	1,705.01	1,345.78	1,343.87
投资活动现金流入小计	56,651.10	273,102.12	175,131.74	34,913.89
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	9,962.30	27,266.14	26,172.27	31,071.72
投资支付的现金	61,568.53	258,987.00	248,427.72	21,488.59
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		831.35		
支付其他与投资活动有关的现金	34.53	3,935.14	98.00	448.57
投资活动现金流出小计	71,565.36	291,019.62	274,697.99	53,008.88
投资活动产生的现金流量净额	-14,914.26	-17,917.50	-99,566.25	-18,094.99
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金		787.42	227.39	118,492.75
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金		520.00	-	-
取得借款收到的现金	12,500.00	62,000.00	8,000.00	16,580.00
收到其他与筹资活动有关的现金		4,143.60		
筹资活动现金流入小计	12,500.00	66,931.02	8,227.39	135,072.75
偿还债务支付的现金	26,000.00	14,000.00	17,000.00	10,780.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7,442.10	8,234.23	5,854.17	4,835.62

支付其他与筹资活动有关的现金		2,210.41	3,111.84	2,454.70
筹资活动现金流出小计	33,442.10	24,444.64	25,966.01	18,070.32
筹资活动产生的现金流量净额	-20,942.10	42,486.38	-17,738.62	117,002.42
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	4.59	-2.72	0.14	-
五、现金及现金等价物净增加额	-10,161.66	21,928.76	-114,587.88	113,118.07
加：期初现金及现金等价物余额	28,496.75	6,567.99	121,155.87	8,037.79
六、期末现金及现金等价物余额	18,335.10	28,496.75	6,567.99	121,155.87

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	11,223.54	13,699.17	10,587.54
加：资产减值准备	2,850.91	854.26	516.63
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7,234.03	5,127.75	3,756.39
无形资产摊销	379.58	343.33	265.53
长期待摊费用摊销	180.92	149.63	106.27
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-13.87	221.51	51.17
固定资产报废损失	178.50		
财务费用	1,690.56	344.60	715.22
投资损失	-2,182.18	-1,971.46	-370.08
递延所得税资产减少	-58.56	50.07	-252.13
递延所得税负债增加	-49.51	14.23	141.86
存货的减少	-9,375.13	-11,654.48	169.97
经营性应收项目的减少	-7,171.48	-4,295.32	-13,850.69
经营性应付项目的增加	-7,089.09	-333.33	10,750.95
其他	-435.61	166.91	1,622.03
经营活动产生的现金流量净额	-2,637.40	2,716.86	14,210.64

资料来源：公司2015-2017年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
应收账款周转天数(天)	-	48.28	54.47	49.53
存货周转天数(天)	-	47.36	26.68	17.21
应付账款周转天数(天)	-	22.07	23.04	20.16
净营业周期(天)	-	73.57	58.11	46.58
综合毛利率	25.38%	22.79%	21.81%	22.05%
期间费用率	14.57%	15.96%	14.35%	14.90%
营业利润率	13.23%	6.47%	7.48%	6.83%
总资产回报率		6.11%	7.13%	8.14%
净资产收益率	-	5.27%	6.69%	7.68%
营业收入增长率	45.19%	4.89%	18.65%	19.41%
净利润增长率	110.82%	-18.07%	29.39%	61.24%
负债与所有者权益比率	32.78%	38.77%	17.84%	22.83%
资产负债率	24.69%	27.94%	15.14%	18.59%
流动比率	2.29	2.19	4.63	3.80
速动比率	2.03	1.84	4.04	3.65
EBITDA(万元)	-	24,495.70	23,189.66	18,407.62
EBITDA 利息保障倍数	-	14.51	67.27	25.74
有息债务/EBITDA	-	2.16	0.22	0.76
经营性净现金流/负债总额	-	-0.04	0.07	0.38

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，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
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
经营性净现金流/流动负债	经营活动产生的现金流量净额 / $[(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2]$
经营性净现金流/负债总额	经营活动产生的现金流量净额 / $[(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2]$
有息债务	短期借款 + 1年内到期的长期有息债务 + 长期借款

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。

跟踪评级安排

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

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

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

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

本评级机构将及时在公司网站（www.pyrating.cn）、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。