

中炬高新技术实业（集团）股份有限公司

2014 年公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100086】

评级对象: 中炬高新技术实业(集团)股份有限公司 2014 年公司债券

	14 中炬 01	14 中炬 02
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA/稳定/AA/2019 年 5 月 27 日	AA/稳定/AA/2019 年 5 月 27 日
前次跟踪:	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 20 日	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 20 日
首次评级:	AA/稳定/AA/2014 年 9 月 9 日	AA/稳定/AA/2014 年 12 月 29 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.16	0.68	1.91	3.55
刚性债务	8.94	8.96	8.98	8.99
所有者权益	14.15	22.87	22.66	22.60
经营性现金净流入量	1.84	8.16	1.52	1.17
合并口径数据及指标:				
总资产	49.11	53.05	59.84	59.12
总负债	18.22	18.55	20.36	20.62
刚性债务	10.82	10.15	9.69	11.36
所有者权益	30.89	34.50	39.48	38.50
营业收入	31.58	36.09	41.66	12.31
净利润	4.10	5.11	6.81	2.13
经营性现金净流入量	6.77	6.51	7.24	3.86
EBITDA	6.76	7.99	9.80	—
资产负债率[%]	37.10	34.96	34.02	34.88
权益资本与刚性债务 比率[%]	285.50	340.04	407.33	338.87
流动比率[%]	327.42	343.05	228.09	178.98
现金比率[%]	51.63	26.51	25.08	31.52
利息保障倍数[倍]	8.67	10.92	14.87	—
净资产收益率[%]	13.94	15.64	18.42	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	85.49	73.79	57.98	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	15.38	4.33	21.40	—
EBITDA/利息支出[倍]	10.65	13.01	17.15	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.62	0.76	0.99	—

注:根据中炬高新经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。其中 2016 年数据采用 2017 年经追溯调整后的期初数。

分析师

翁斯喆 wsz@shxsj.com
朱侃 zk@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对中炬高新技术实业(集团)股份有限公司(简称中炬高新、发行人、该公司或公司)2014 年公司债券的跟踪评级反映了跟踪期内中炬高新在行业地位、经营业绩、财务弹性等方面继续保持优势,同时也反映了公司在调味品原材料价格波动、委托贷款和理财、房地产销售和物业出租、管理能力、食品安全等方面继续面临压力。

主要优势:

- **细分行业竞争优势明显。**跟踪期内,中炬高新调味品业务产能释放情况良好,产品的市场占有率始终位居前列,公司竞争优势明显。
- **经营业绩持续提升。**中炬高新调味品主业凭借多年的经营已建立了较为完善的原料供应和产品销售渠道。跟踪期内,公司调味品业务收入持续较快增长,盈利能力持续增强。
- **财务弹性较好。**跟踪期内,中炬高新资产负债率仍维持在较低水平,公司刚性债务规模较小,偿债压力较轻。公司经营活动产生的现金流量净额持续保持良好水平,现金类资产较充裕,可为即期债务的偿付提供保障。

主要风险:

- **调味品原材料价格波动风险。**中炬高新调味品主业主要原材料为大豆,2018 年以来中美贸易战升级,大豆价格波动较大。此外包装纸、玻璃瓶等包装材料价格上升较快,对公司的成本控制能力提出一定挑战。
- **房产销售和物业出租压力。**跟踪期内,受中山市调控政策及岐江新城规划尚未落实影响,中炬高新房产销售进展仍较缓慢。另外,区域经济增速的放缓使得物业出租业务经营压力进一步加大。

- **管理能力有待提高。**跟踪期内，中炬高新与朗天慧德因子公司股权收购事宜出现较大争议，由于该事件达到关联交易披露标准，但公司并未就上述关联交易事项及时履行信息披露义务，也未及时召开董事会、股东大会进行审议，上海证券交易所对公司和时任董事会秘书彭海泓予以监管关注。公司管理能力有待提高。
- **食品安全风险。**目前，我国调味品生产企业数量众多，市场竞争激烈，食品安全问题受重视程度日益加大，中炬高新调味品业务持续面临食品安全管理风险。

评级关注

- **实际控制人变更影响。**跟踪期内，中炬高新实际控制人由中山火炬高技术产业开发区管理委员会变更为姚振华。考虑到宝能和中炬高新两家公司在体制、管理模式等方面存在较大差异，目前在公司治理、管理制度、人员、经营策略及发展等方面逐步进行整合和调整，但由于时间较短，其整合效果有待进一步观察。新世纪评级将持续关注上述方面的整合进展，以及实际控制人变化对公司战略定位及未来经营发展的影响。
- **向关联方收购厨邦公司股权事宜。**跟踪期内，中炬高新子公司广东美味鲜以3.40亿元受让朗天慧德持有的厨邦公司20%股权转让事宜出现朗天慧德私自撕毁《股权转让协议》、公司员工未经授权签署停止股权转让事宜等内容的《会谈纪要》等事件，上述事项存在较大争议，目前朗天慧德提出仲裁申请，公司相应准备应诉内容。新世纪评级将持续关注上述事项的进展情况，以及对广东美味鲜经营和财务可能产生的影响。

➤ 未来展望

通过对中炬高新及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AA主体信用等级，评级展望为稳定，认为上述公司债券还本付息安全性很高，并维持上述公司债券AA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



中炬高新技术实业（集团）股份有限公司

2014 年公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照中炬高新技术实业（集团）股份有限公司 2014 年公司债券（分别简称“14 中炬 01”和“14 中炬 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据中炬高新提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对中炬高新的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司注册发行的债务融资工具情况如图表 1 所示，截至本评级报告出具日，公司待偿付债务融资工具本金余额 9.00 亿元。

图表 1. 公司注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
11 中炬高新 CP001	3.00	365 天	7.70	2011.12.29	7.5 亿元/2011.12	已兑付
12 中炬高新 CP001	4.50	365 天	5.15	2012.11.20		已兑付
13 中炬高新 CP001	3.00	365 天	6.30	2013.10.22		已兑付
14 中炬 01	5.00	5 年	6.20	2014.09.23	9 亿元/2014 年	尚未到期
14 中炬 02	4.00	5 年	5.50	2015.01.26		尚未到期

资料来源：中炬高新

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、

产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完

善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

该公司主营业务为调味品制造，另外涉及园区物业租赁、房地产开发和汽车零配件等领域。

A. 调味品行业

行业概况

近年来，我国调味品行业保持较好发展态势，随着居民收入提高以及对饮食口感、品质等的日益重视，调味品产品的需求将保持增长，我国调味品行业仍存在着较大的发展潜力。酱油作为传统调味品中使用最多的产品之一，近年来市场需求保持持续增长。

调味品是指在烹调食品过程中所添加的能使食品产生独特色、香、味等特性，或改良食品品质结构、提高食品营养价值的食物辅助材料，其产品品类众多，包括酱油、醋、鸡精鸡粉、酱料、味精等多个细分品类。调味品行业作为直接面对消费者的食品行业，具备刚性消费的特性，受宏观经济环境的影响不大，近年来保持较好的发展态势。调味品行业具有典型的“小产品、大市场”特性，根据调味品行业协会统计数据，目前我国调味品在餐饮消费中的比重已接近10%，但与世界平均水平18%还存在一定距离。未来随着居民收入水平的提高，以及对饮食口感、品质等的日益重视，调味品产品的需求将保持增长，

我国调味品行业仍具有较大的市场空间。

经过多年的发展，我国调味品行业已形成较为稳定的品牌格局，细分行业内龙头企业拥有相对较高的市场份额和品牌影响力。未来随着调味品行业朝着品牌化、规模化和产业化方向发展，区域和地方性品牌将受到挤压，已有品牌优势的企业有望不断提高其市场份额。

图表 2. 我国调味品行业龙头企业分布

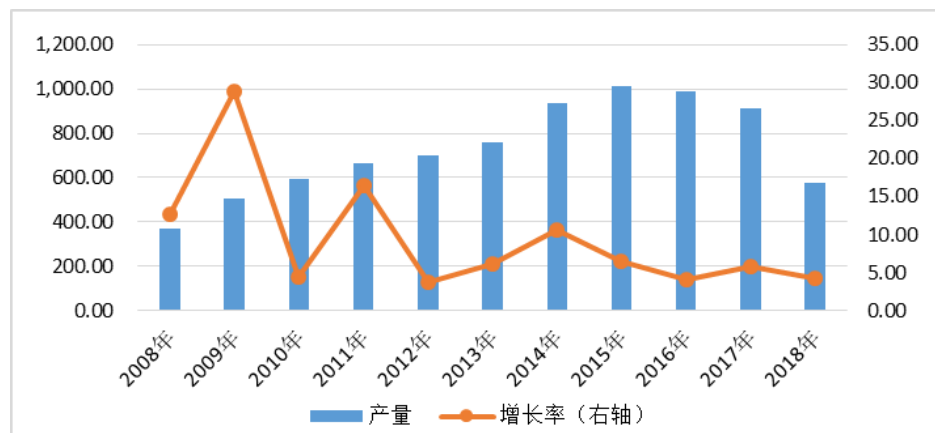
细分市场	代表品牌
酱油	海天、厨邦、加加、李锦记、美味源（美国亨氏）、珍极（日本龟甲万）、味事达、淘大（日本味之素）、家乐与老蔡（联合利华）
食醋	恒顺、水塔、保宁、珍极、海天、龙门、紫林
味精	莲花、梅花、菱花、红梅
鸡精	家乐（联合利华）、太太乐（雀巢）、佳隆、大桥、豪吉（雀巢）、味好美
酱料	李锦记、家乐和四季宝（联合利华）、老干妈、六必居、王致和等
调味汁	美极（雀巢）等

资料来源：调味品行业协会及公开资料整理

酱油作为传统调味品中使用最多的产品之一，近年来市场需求保持持续增长。酱油主要原材料为大豆、食盐和白糖，原材料价格波动对经营效益影响较大。

酱油是传统调味品中市场规模最大的品类。根据国家统计局公布数据，2018 年我国酱油产销量保持增长态势，当年产量 575.65 万吨¹，按可比数据计算，较 2017 年增长 4.3%，增速有所放缓。从地区分布看，华南地区集中了我国多数生产规模较大的企业，产量超过全国一半，其中广东省酱油生产规模最大，占比超过 40%，江苏省和山东省产量占比在 10% 左右。

图表 3. 我国酱油产量及同比增长情况（万吨，%）

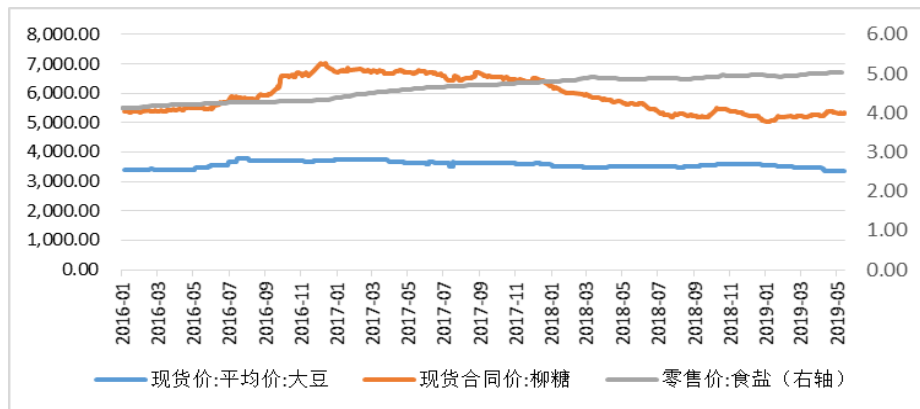


资料来源：Wind 资讯、国家统计局

¹ 与 2017 年产量相比有较大差异主要是国家统计局调整统计口径导致，增量按可比数据计算。

酱油生产的原材料主要为大豆、食盐和白糖，农产品原料的涨价将对企业产生直接影响。从大豆价格来看，2018 年以来价格有所波动，主要是受中美贸易摩擦影响所致，目前中美贸易战又有所升级，预计后续谈判进展及结果会对大豆价格产生较大影响。全球市场来看，根据 USDA 公布的 2019 年 4 月全球农产品供需报告显示，USDA 预计 2019/20 年全球大豆产量为 3.31 亿吨，消费量为 3.49 亿吨，呈现供小于求的状况，库存消费比为 30.75%，能对价格形成支撑。此外，酱油生产中食盐和白糖用量也较大，2018 年以来食盐价格较为稳定；白糖主要为国产，2017 年以来白糖生产进入增产周期，2018 年以来白糖价格呈下降趋势。

图表 4. 近年来我国大豆、食盐和白砂糖价格走势情况（元/吨，元/千克）



资料来源： Wind 资讯

竞争格局/态势

我国酱油行业竞争激烈，行业集中度较低，行业中主要企业市场份额占比约 41%，行业内龙头企业经营优势较为明显，近年来竞争格局较为稳定。

从行业竞争格局看，我国酱油行业整体呈现出行业集中度低、缺乏强势品牌，产品质量良莠不齐，卫生水平差距大，行业鱼龙混杂等特征。目前我国共有 3,000 多家酱油生产企业，其中大部分企业规模小，达到一定规模的企业较少，全国性大品牌比如海天、厨邦、加加、淘大和李锦记等，其总销量所占市场份额约为 41%，其中海天占比约为 25%，李锦记和厨邦占比分别约为 6%~7%。未来随着消费者对产品品质要求的提升、国家对食品安全监管力度加强、以及大品牌酱油的全国化步伐的加快，行业内中小企业经营压力将持续加大，规模化企业在原材料采购、酿造工艺水平、销售渠道等竞争优势将进一步凸显，行业集中度有望进一步提高。

图表 5. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（酱油）			核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	销量（万吨）	总资产	资产负债率	权益资本/带息债务（倍）	净利润	经营性净现金流
海天味业	102.36	50.55	187.80	201.44	31.06	708.56	43.67	59.96
中炬高新（厨邦）	25.90	44.14	40.19	59.84	34.02	4.38	6.81	7.24

核心样本企业名称	核心经营指标（酱油）			核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	销量（万吨）	总资产	资产负债率	权益资本/带息债务（倍）	净利润	经营性净现金流
加加食品	9.11	34.28	—	26.21	17.05	20.77	1.15	1.82
千禾味业	6.09	50.17	11.10	19.31	32.35	3.38	2.40	2.43

资料来源：新世纪评级整理。

风险关注

食品安全风险。近年来，随着国家和消费者对食品安全的日益重视，对食品制造企业在原料、生产和销售过程中的管理提出很高要求。一旦出现食品安全问题，可能对企业经营产生重大不利影响。

原材料价格波动风险。酱油原材料主要为大豆、食盐和白糖，相关原材料价格波动较大，对企业成本控制能力和价格转移能力提出较大挑战。

B. 房地产行业

近年来，在“深中通道”建设等利好政策刺激下，中山市房地产市场景气度有较大提升，但 2017 年中山市出台楼市调控政策，限购、限外、限贷及限价等对当地房价上涨形成一定遏制，也对销售形成较大影响，2018 年中山市楼市政策基本没有变化。

中山市作为珠三角地区重点城市，近年来经济保持了平稳、较快的发展。“深中通道”主体工程开工建设，使得中山市房地产市场景气度大幅提升，但 2017 年 3 月中山市楼市调控新政出台²，限购、限外、限贷、限价等政策的实行使得中山市住宅成交量同比有所下滑，库存有所上涨。

据中山市统计局数据显示，2018 年该市商品房施工面积和竣工面积分别为 5,512.52 万平方米和 816.91 万平方米，分别较上年增长 3.4% 和 0.8%；商品房销售面积及销售额分别为 737.39 万平方米和 817.88 亿元，同比分别下降 15.7% 和 7.5%。从成交均价看，2018 年中山市商品房成交均价 11,091.55 元/平米，较上年上涨 9.68%。截至 2018 年末，中山市房地产住宅库存为 80,182 套，同比增长 22%。2019 年 1~3 月，中山市商品房销售面积仍呈下降态势，同比下降 16.2% 至 124.08 万平方米，成交均价降至 10,861.54 元/平米。

图表 6. 2016 年以来中山市房地产行业概况（万平方米）

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
商品房施工面积	4,874.21	5,331.97	5,512.52	4,645.06
商品房竣工面积	499.31	810.20	816.91	280.54
商品房销售面积	1,158.23	874.81	737.39	124.08
商品房销售额（亿元）	844.81	884.65	817.88	134.77

资料来源：中山市统计局

² 包括 1) 本市户籍居民家庭限购 3 套住房；非本市户籍居民家庭限购 2 套住房，须提供购房之日前，连续半年以上社保或纳税证明，不得补缴；2) 首套房首付从 20% 改为 30%；二套房首付根据所拥有的住房和贷款记录分为 30% 和 40% 两种情况。

2. 业务运营

该公司业务涉及调味品制造、园区物业租赁、房地产开发和汽车零配件等领域。跟踪期内，受益于美味鲜阳西生产基地产能逐步释放，公司核心主业调味品产销规模持续扩张，公司营业收入和利润均呈持续增长态势，但房地产业务和园区租赁业务易受调控政策影响。公司调味品业务市场需求大，发展前景广阔，公司产品具有较强的品牌优势，行业地位稳固，但原材料价格波动对公司成本控制形成一定挑战。此外，虽然公司自身土地储备充足且成本优势明显，但受政府规划调整因素等影响而开发缓慢，导致资金回笼速度放慢。

该公司核心业务为调味品制造业，还涉及园区物业租赁、房地产开发和汽车零配件等业务。受益于调味品业务的快速发展，2018年和2019年第一季度，公司营业收入同比分别增长15.43%和6.72%至41.66亿元和12.31亿元。

从收入分类看，该公司收入主要来源于调味品业务，2018年调味品业务收入为38.17亿元，同比增长10.56%，占营业收入比重为91.62%。房地产业务因商品房销售结转因素和物业转让规模变动，同比增长155.56%至1.27亿元，当年房地产开发未结转收入，全部为物业转让收入；汽配业务收入相对稳定，同期为0.70亿元。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
调味品业务	食品饮料	全国/华南	规模，品牌，管理，食品安全
房地产业务	房地产	中山市	规模，价格，政策

资料来源：中炬高新

物业出租业务方面，该公司所拥有的物业及土地均位于中山火炬高技术产业开发区（简称火炬开发区），2018年火炬开发区实现地区生产总值481.87亿元，同比增长1.6%，增速下滑3.6个百分点；规模以上工业总产值1,296.11亿元，同比下降1.31%。跟踪期内，区域经济增速放缓，开发区内工业房产需求继续所下滑。2018年公司盘活资产处置较多职工宿舍和商业物业，实现物业转让收入分别为1.27亿元和0.19亿元（计入“房地产及服务”收入）。截至2018年末，公司拥有标准化厂房、职工宿舍、商铺等经营性物业总面积约16.08万平方米，较上年末减少7.23万平方米。物业租赁方面，2018年实际出租面积为11.48万平方米，较2017年下降1.37%，出租率为74.01%。其中因火炬开发区部分工厂迁出以及现有工厂机械化程度提高，工业厂房实际出租面积同比下降4.96%；公司的商业物业主要为火炬开发区内的写字楼和商铺，由于区域经济增速放缓，其出租率近年来一直处于较低水平。整体看，跟踪期内公司物业出租情况仍较一般。2018年和2019年第一季度，公司实现物业租赁及其他收入分别为0.41亿元和0.08亿元。

图表 8. 2018 年公司园区物业出租基本情况

物业类型	总面积 (平方米)	自用面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	实际出租面积 (平方米)	出租单价 (元/平方米/月)	出租率 (%)
工业厂房	93,207.11	5,536.62	87,670.49	76,291.49	8~20	87.02
职工宿舍	42,035.76	—	42,035.76	33,988.75	12.5~14	80.86
商业物业	25,555.34	110.34	25,445.00	4,546.61	28~53	17.87
合计	160,798.21	5,646.96	155,151.25	114,826.85	—	74.01

注：根据中炬高新提供的资料绘制

皮带轮及汽车、摩托车配件业务方面，该公司汽配业务运营主体是中山中炬精工机械有限公司（简称中炬精工），注册资本为人民币 2,000 万元，公司持股比例为 50%。公司汽配业务规模较小，主要生产汽车、摩托车配件，2018 年和 2019 年第一季度分别实现销售收入 0.80 亿元和 0.22 亿元，同比分别增长 7.60% 和增长 7.22%。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司核心业务收入及变化情况（亿元）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计	31.58	36.09	41.66	12.31	11.54
其中：核心业务营业收入（亿元）	30.24	35.02	39.44	12.09	11.33
在营业收入中所占比重（%）	95.77	97.03	94.66	98.18	98.19
其中：（1）调味品	28.95	34.53	38.17	11.67	10.12
在核心业务收入中所占比重（%）	95.72	98.59	96.79	96.53	89.34
（2）房地产及服务	1.30	0.50	1.27	0.42	1.21
在核心业务收入中所占比重（%）	4.28	1.41	3.21	3.47	10.66
毛利率（%）	36.69	39.27	39.11	39.38	38.88
其中：调味品（%）	37.22	39.94	39.31	39.00	39.14
房地产及服务（%）	21.60	12.51	34.84	54.16	37.33

资料来源：中炬高新

A. 调味品业务

该公司调味品业务主要由全资子公司广东美味鲜调味食品有限公司（简称广东美味鲜）进行运营，目前注册资本为 5.00 亿元。广东美味鲜主要生产经营调味品，主要产品有酱油、鸡粉（精）、酱类、蚝油、食醋等九大系列，共约 117 个品种、239 种规格，其中跟踪期内新增 6 个品种和规格，新增品种包括厨邦泰式甜辣酱、厨邦财神到鸡精、厨邦上品生抽等，新增规格主要是推出大包装规格。公司明确以酱油为第一品类，鸡粉（鸡精）为第二品类，并推出了佐餐酱等高端新产品，有序延伸食用油、罐头等厨房食品。跟踪期内，随着新建产能逐步释放，公司调味品业务收入和利润持续增长，2018 年和 2019 年第一季度分别实现营业收入 38.17 亿元和 11.67 亿元，同比分别增长 10.56% 和 15.30%，业务毛利率分别为 39.31% 和 39.00%。其中酱油类产品一直是收入的主要来源，同期分别占调味品业务收入的 67.85% 和 71.71%。

从规模来看，截至 2019 年 3 月末，该公司拥有酱油产品生产线 25 条，年

设计产能约 42 万吨，有所增长主要是阳西基地产能释放所致。目前公司仍拥有中山基地和阳西基地两个生产基地，截至 2019 年 3 月末，公司中山生产基地年设计产能达到 31.00 万吨，其中酱油产品生产线 17 条，年产能约为 20.40 万吨，综合产能利用率为 100%。同时，2018 年以来，公司继续推进阳西基地³建设，截至 2019 年 3 月末，阳西基地年设计产能为 33.44 万吨，其中已建成 8 条酱油生产线，年设计产能为 21.60 万吨。2018 年和 2019 年第一季度，公司调味品产量分别为 54.72 万吨和 13.78 万吨，销量分别为 53.04 万吨和 15.93 万吨，产能利用率情况较好，产销率维持在高水平。

图表 10. 公司调味品及主要产品产销情况（万吨，%）

主导产品或服务	2016 年度			2017 年度			2018 年度			2019 年第一季度			2018 年第一季度		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
调味品	42.22	42.61	100.92	48.14	47.93	99.56	54.72	53.04	96.93	13.78	15.93	115.60	13.16	13.59	103.27
其中：酱油	33.38	33.50	100.36	37.32	37.28	99.89	41.25	40.19	97.43	10.04	11.49	114.44	10.06	10.35	102.88

资料来源：中炬高新

从品牌来看，该公司调味品主要拥有“厨邦”和“美味鲜”两大品牌，并相继获得中国名牌产品、中国驰名商标和中华老字号等荣誉。“厨邦”作为公司主打品牌，定位为同类产品中的高档产品，其中厨邦酱油、厨邦鸡粉作为该品牌下的主导产品进行推广，因厨邦酱油、厨邦鸡粉的自身特色性，在调味品市场中占有一席之地，2018 年“厨邦”产品约占公司全部调味品销量的 92.90%。与此同时，公司“美味鲜”品牌已明确定位为面向餐饮、面向居民消费的中档产品，与厨邦品牌共同组成的产品结构，使公司在面临激烈的市场竞争中具有一定抗风险能力。近年来，公司主要产品酱油在行业中排名第二，仅次于海天，细分行业地位稳固。

采购管理方面，该公司调味品营业成本主要为原材料，包括大豆、面粉、食盐和白糖等。公司调味品业务在原料采购方面建立了严格的供应商选择程序，还会通过月度、年中和年度评审三种形式对合格供应商在供货速度、质量、价格和服务等方面进行定期考核，并对考核结果较差的供应商作出相关处理决定。公司已与多家原材料供应商建立了长期合作关系，保证了原材料品质稳定，供应渠道畅通。公司与供应商货款结算方式一般为货到检测后付款，仅有少量原材料进行预付款支付。从价格来看，2018 年以来公司主要原材料大豆、面粉和白糖价格均整体呈下降态势，食盐价格较为稳定。此外，公司外包装材料主要为纸箱，2018 年以来包装纸价格同比略有下降但仍处于高位，使得公司包装原料成本较高，另外玻璃瓶价格有所上升，对公司成本控制能力提出一定挑战。后续，考虑到当前中美贸易战将有所加剧，预计大豆价格或将有较大波动。

³ 基地基本情况见“运营规划/经营战略”。

图表 11. 公司调味品主要原材料采购平均单价（元/公斤）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
大豆	3.77	4.02	3.68	3.69
面粉	2.59	2.75	2.67	2.64
食盐	0.77	0.44	0.46	0.45
白糖	5.21	5.89	5.00	4.63

资料来源：中炬高新

生产管理方面，该公司根据发展需要，公司从日本引入全球先进的精益生产管理方式及“厨邦智造（CIPS）”⁴先进经营管理模式，建立起一套完备的生产经营管理和质量控制体系，是行业内首家引入精益生产管理方式并融入自身特色进行创新管理的企业。公司通过“厨邦智造”系列活动的深入推行，公司生产工艺和流程持续改善，工作场所清洁、环保、安全。

销售管理方面，该公司销售模式以经销为主，下设分销商和零批商等。公司根据各地市场发展阶段、发展潜力、总销售额规模、人均消费额等指标，对渠道各环节成员，经销商、分销商、联盟商、二级批发商和终端进行分级分类管理，构建差异化市场开发模型。2018 年公司新开发 18 个地级市市场，各级经销商数量同比增加 178 个，累计经销商数量达 864 个。此外，公司仍通过天猫、京东等平台电商渠道开展业务，2018 年实现线上销售额约 0.38 亿元，同比增长约 47%。目前公司销售区域仍集中于华南和东部地区，2018 年合计销售占比约 70.00%，中西部及北部区域市场拓展也处于稳步上升阶段。公司给予客户的贷款信用政策除了几家直营超市和公司专营商超的经销商因超市压款期较长，仍给予一定的贷款授信额外，其余客户基本都采取了先款后货的结算制度，货款回收情况整体较好。销售价格来看，2018 年以来公司调味品产品价格基本保持稳定。

食品安全方面，该公司以优质东北大豆为原料，并配以公司自主培植的菌种，使产品风味醇厚、营养丰富，氨基酸含量高出国家一级标准 85%。公司已通过了 ISO9001 质量管理体系和 ISO22000 食品安全管理体系认证，获得 QS 证书。此外，公司还实施 HACCP（危害分析和关键控制点），实现了从原料验收到生产过程，再到出厂检验，最后到流通环节的全过程监控，通过层层严格把关，保障食品安全。近年来，公司未发生食品安全问题。

B. 房地产开发业务

该公司房地产开发业务运营主体是其控股子公司广东中汇合创房地产有限公司（简称中汇合创），中汇合创成立于 2007 年 6 月，注册资本为 10.65 亿元，公司持有 89.24% 股权。公司房地产项目主要是位于广珠城轨中山站都市商圈的“汇景东方花园”住宅项目。该项目位于火炬开发区以东，西距主城区约 2.8 公里，东距火炬开发区约 3 公里，至京珠高速入口仅需 10 分钟车程，广珠轻轨中山站旁，地理位置较好。

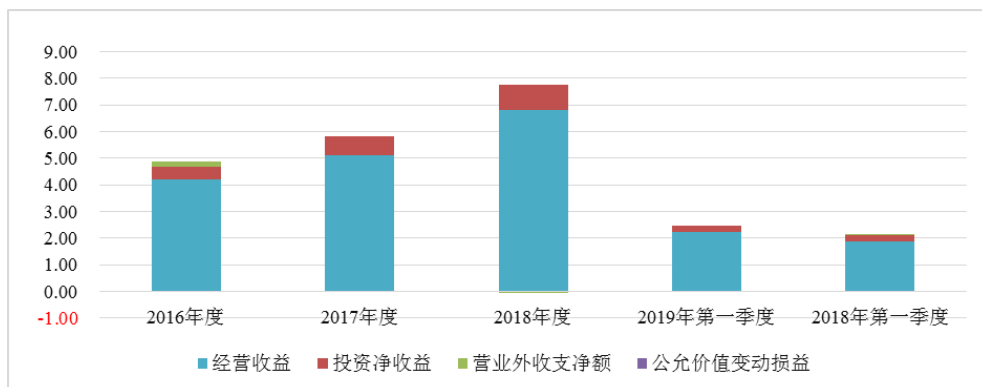
⁴ “厨邦智造”以“尊重员工、持续改善、排除浪费”为基本理念，通过基础 5S 管理、KYT 活动、QC 手法、业务流程可视化、方针管理等手段，逐步改善企业体质，推动企业实现愿景。

“汇景东方花园”项目总占地面积 1,374 亩（账面成本 55 万元/亩），总投资约 65 亿元，总体规划分为五至八期开发，开发周期预计为 8-10 年左右，产品主要为低层住宅、商铺、高层洋房。该项目一期为低密度别墅住宅区和配套商业开发区，总投资 5.80 亿元，开发土地面积 14.46 万平方米，建筑面积 18.20 万平方米，一期项目于 2011 年 5 月开盘，开盘后受到 2011 年中山市房地产“双限”政策、中山市房地产低迷以及 2017 年以来中山市调控政策等因素影响，销售情况整体欠佳，截至 2019 年 3 月末已开盘楼盘 207 套，其中累计已预订出售 145 套，累计签约 138 套，销售均价为 1.27 万元/平方米，累计回笼资金 3.97 亿元。其中，2018 年以来预订出售 10 套，签约 29 套，销售均价 1.80 万元/平方米，实现资金回笼 0.71 亿元。由于中山市出台调控政策，虽然销售均价上升较快，但整体销售量较少。二期高层住宅项目总投资 3.30 亿元，开发土地面积 4.15 万平方米，总建筑面积 9.84 万平方米，拟建成高层住宅 9 幢，主力户型面积为 100~120 平方米。截至 2019 年 3 月末，二期项目其中 2 幢楼已完成主体封顶，已投资金额约 0.40 亿元，可销售面积 1.42 万平方米，但由于政府相关规划尚未明确，所以尚未进行销售。2018 年，房地产开发业务未结转营业收入，2019 年第一季度结转营业收入 0.23 亿元。从土地储备情况来看，公司目前待开发土地面积超过 1,300 亩，目前实际价值较高。

整体看，该公司房地产业务受 2011 年中山市房地产“双限”政策、中山市政府对岐江新城分区规划调整、周边市政配套尚不完善以及 2017 年以来中山市房地产调控政策等因素影响，销售情况欠佳，资金回笼慢，但公司房地产业务土地成本优势明显，且公司财务状况良好，房地产业务风险可控。

（2）盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构（亿元）



资料来源：根据中炬高新所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来自主业经营，投资净收益、营业外收支净额和公允价值变动损益规模相对较小。2016~2018 年和 2019 年第一季度经营收益分别为 4.22 亿元、5.12 亿元、6.79 亿元和 2.23 亿元，占收益总额比重分别为 86.79%、88.06%、88.33%和 91.29%；公司投资收益主要为理财收益和委托贷款利息收入等，同期分别为 0.45 亿元、0.71 元、0.96 亿元和 0.22 亿元。公司营业外收入主要来

源于政府补助，2017年以来因会计政策变更，部分计入“其他收益”科目。公司公允价值变动损益非常小。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	31.58	36.09	41.66	12.31	11.54
毛利（亿元）	11.59	14.17	16.30	4.85	4.49
期间费用率（%）	21.77	23.13	21.20	19.82	20.73
其中：财务费用率（%）	2.00	1.67	1.30	1.40	1.10
全年利息支出总额（亿元）	0.63	0.62	0.57	—	—
其中：资本化利息数额（万元）	—	—	—	—	—

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理。

2018年和2019年第一季度，该公司实现营业收入分别为41.66亿元和12.31亿元，同比分别增长15.43%和6.72%，分别实现营业毛利16.30亿元和4.85亿元，同比分别增长14.97%和8.08%，公司毛利率变化不大，同期分别为39.11%和39.38%，同比分别下降0.16个百分点和增长0.50个百分点。

从期间费用来看，2018年和2019年第一季度，该公司期间费用分别为8.83亿元和2.44亿元，同比分别增长5.79%和2.07%，单位收入期间费用率分别为21.20%和19.82%，同比分别下降1.93个百分点和0.90个百分点，其中主要是管理费用和销售费用规模较大，2018年管理费用同比基本持平，为3.98亿元；销售费用同比略有增长至4.31亿元；同期公司财务费用0.54亿元，同比有所下滑，公司财务费用率为1.30%。2018年公司资产减值损失-0.02亿元，主要是应收账款坏账准备转回所致。

图表 14. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.45	0.71	0.96	0.22	0.23
其中：理财产品（亿元）	0.24	0.36	0.64	0.10	0.16
委托贷款（亿元）	0.16	0.27	0.31	0.10	—
营业外收入和其他收益（亿元）	0.25	0.34	0.24	0.04	0.03
其中：政府补助（亿元）	0.23	0.28	0.23	0.04	0.01

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理。

2018年和2019年第一季度，该公司实现投资净收益分别为0.96亿元和0.22亿元，2018年同比增长主要理财产品和委托贷款收益增加所致。同期营业外收支净额分别为-0.06亿元和-0.01亿元。2018年和2019年第一季度，公司实现“其他收益”分别为0.23亿元和0.05亿元。

受上述因素综合影响，2018年和2019年第一季度，该公司实现营业利润分别为7.99亿元和2.50亿元，同比分别增长30.69%和17.51%；实现净利润分别为6.81亿元和2.13亿元，同比分别增长33.21%和13.77%。

(3) 运营规划/经营战略

2018年，该公司董事会完成换届后确立了“聚焦健康食品主业，把公司打造成为国内超一流的综合性调味品集团企业”的战略发展定位。同时公司制定了实现五年“双百”目标，即从2019年到2023年，以内生式发展为主，发展壮大调味品主业，以外延式发展为辅，开展兼并收购，实现健康食品产业年营业收入过百亿，年产销量过百万吨的双百目标。

近年来，该公司主要推进厨邦公司阳西生产基地建设，项目面积1,012.47亩，总投资为14.98亿元（自有资金3亿元，自筹资金5.69亿元，银行贷款6.29亿元），截至2019年3月末，公司已投入资金11.25亿元。项目分三期进行滚动开发，目前一期制成品和天然油项目，二期制成品和天然油工程以及厨邦豪庭已完工，三期天然油工程正在施工。

截至2019年3月末，阳西基地年设计产能为33.44万吨，2018年和2019年第一季度分别生产调味品21.94万吨和6.38万吨，产能释放效果较好。房地产业务方面，由于中山市“岐江新城”规划调整尚未明确，故该公司暂无明确的项目投资计划。

管理

跟踪期内，该公司股权结构发生重大变化，公司第一大股东由前海人寿保险股份有限公司变更为中山润田投资有限公司（与前海人寿为关联方），第二大股东仍为火炬集团，公司实际控制人由中山火炬高技术产业开发区管理委员会变更为姚振华。目前公司实际控制人变更时间尚短，后续需持续关注对公司经营发展可能产生的影响。另外，公司管理制度的实施、人员管理和信息披露方面的管理能力有待加强。

跟踪期内，该公司股权结构发生重大变化。公司原第一大股东为前海人寿保险股份有限公司（简称前海人寿）及其一致行动人，实际控制人为中山火炬高技术产业开发区管委会。根据公司2018年9月19日发布的《中炬高新技术实业（集团）股份有限公司关于股东协议转让公司股份完成过户登记的公告》，前海人寿向中山润田投资有限公司（简称中山润田）转让其所持有的公司1.99亿股（占比24.92%）股份，转让完成后，中山润田成为公司第一大股东。中山润田成立于2015年，注册资本200,000.00万元，为深圳市钜盛华股份有限公司的全资孙公司，前海人寿为深圳市钜盛华股份有限公司的子公司，中山润田与前海人寿为关联方。2019年3月22日，公司披露《关于变更实际控制人的公告》，公司实际控制人由中山火炬高技术产业开发区管委会变更为姚振华先生。公司属性由国有企业变更为民营企业。截至2019年3月末，中山润田持有公司24.92%股份，同期末火炬集团持有公司10.72%股份。同期末中山润田将其持有的公司98.84%股份用于质押，质押比率很高，

需持续关注股价波动风险。

该公司第八届董事会和监事会任期应于 2017 年 4 月 10 日终止，但由于股东间对新一届董事会换届选举及董事候选人的提名事宜未有结果，故到期后未进行换届选举。2018 年 11 月，公司对董事会、监事会等进行换届选举，公司第九届董事会人员变更为 9 人，其中非独立董事分别为陈琳、黄炜、周莹、周艳梅、余建华、彭海泓，独立董事为秦志华、梁彤纓和陈燕维⁵；监事会仍为 3 人，分别为孙莉、郑毅钊和李文聪，其中李文聪为职工监事。高管变动方面，2019 年 3 月公司原董事会秘书彭海泓因工作调动辞去公司董事会秘书职务，后经董事会审议通过，由邹卫东担任公司董事会秘书。除此之外公司副总经理基本保持稳定。

作为上市公司，该公司按照相关法律法规和中国证监会、上海证券交易所的规定和要求，完善治理水平，规范公司运作。2019 年 1 月，为提高公司运营的管理效率，公司对组织结构进行调整，新增财务中心、成本采购中心和人事中心，其中成本采购中心下新设成本部和采购部；财务中心下新设资金管理部；此外公司将原技术中心合并到投资管理部，原资产运营部更名为工程部。公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，并结合公司业务具体情况，在财务管理、资金管理、对外投资及内部审计等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的各个环节。跟踪期内，公司实际控制人发生变更，管理层队伍有所变化，考虑到两家公司在体制、管理模式等方面存在较大差异，目前在公司治理、管理制度、人员、经营策略及发展等方面逐步进行整合和调整，其整合效果有待进一步观察。

根据该公司提供的 2019 年 4 月 25 日《企业信用报告》，公司跟踪期内无不良信用记录。此外，根据上海证券交易所《关于对中炬高新技术实业（集团）股份有限公司及时任董事会秘书彭海泓予以监管关注的决定》（上证公监函（2019）0035 号），由于公司收购少数股东股权，达到了关联交易的披露标准，但公司并未就关联交易事项及时履行信息披露义务，也未及时召开董事会、股东大会进行审议，故上海证券交易所对公司和时任董事会秘书彭海泓予以监管关注。该事项具体情况如下：

2019 年 3 月 5 日和 3 月 12 日，该公司分别发布《中炬高新技术实业（集团）股份有限公司关于收购广东厨邦食品有限公司 20% 股权暨关联交易的公告》和《中炬高新技术实业（集团）股份有限公司关于收购子公司股权暨关联交易事项问询函的回复公告》，公告表示，公司全资子公司广东美味鲜拟以 3.40 亿元⁶人民币收购曲水朗天慧德企业管理有限公司（简称朗天慧德）⁷持

⁵ 其中陈琳、黄炜、周莹、周艳梅以及新任董事会秘书邹卫东来自于宝能。

⁶ 根据沃克森（北京）国际资产评估有限公司出具的资产评估报告（沃克森评报字[2019]第 0008 号），截止至评估基准日 2018 年 12 月 31 日，厨邦公司全部股权的价值为 25.28 亿元，对应 20% 股权的价值为 5.057 亿元。本次交易以此为依据确定交易价格为人民币 3.40 亿元。

⁷ 根据公司公告内容，曲水朗天慧德企业管理有限公司原名北京朗天慧德投资管理有限公司，法定代表人李磊，注册资本 2,000 万元，近三年未开展具体业务。朗天慧德公司与公司之间不存在产权、业务、资产、债权债务、人员等方面的其他关系。

有的广东美味鲜控股子公司广东厨邦食品有限公司（简称厨邦公司）20%的股权。朗天慧德是对公司具有重要影响的控股子公司持股 10%以上的法人股东，为公司的关联方，上述交易构成重大关联交易。2018 年 12 月 16 日公司收到朗天慧德寄送的《广东厨邦食品有限公司股权转让协议》（简称《协议》），朗天慧德法定代表人李磊已签字并加盖公章，12 月 17 日广东美味鲜法定代表人张卫华签字并加盖公章，但均未载明签署日期，《协议》中列明需在公司董事会审议通过后生效。2019 年 1 月 30 日，朗天慧德未经公司同意自行撕毁双方已经签字盖章的《协议》，并向公司递交了《关于终止出让广东厨邦食品有限公司 20%股权的函》。公司员工陈超强、张卫华、张晓虹⁸在未经公司授权的情况下签署了《会谈纪要》，内容包括要求终止合同、另行洽谈等，《会谈纪要》未加盖广东美味鲜公章，公司对《会谈纪要》不予认可，相关公司员工未经公司授权无权代表公司。公司在接到陈超强、张卫华和张晓虹三人汇报李磊撕毁协议以及签署《会谈纪要》后采取以下行动：1）就朗天慧德法定代表人李磊撕毁协议等情况，向公安机关报案，并在公安机关处录有笔录证明；2）立即以广东美味鲜名义向朗天慧德发函，第一时间即声明对《会谈纪要》不予认可，相关人员未经授权，该《会谈纪要》未经广东美味鲜盖章，不能代表广东美味鲜的意思表示。2019 年 2 月 20 日火炬区党工委出具《火炬区党工委会议决定事项通知》（火炬党政办会函[2019]33 号）同意股权转让事项，2019 年 3 月 4 日，公司召开董事会审议通过股权转让事项。

2019 年 4 月 10 日，该公司发布《中炬高新技术实业（集团）股份有限公司关于全资子公司收到仲裁通知的公告》，公司全资子公司广东美味鲜于 2019 年 4 月 9 日收到中国国际经济贸易仲裁委员会寄送的（2019）中国贸仲京字第 035516 号《DS20190520 号股权转让协议争议案仲裁通知》，曲水朗天慧德企业管理有限公司基于 1）在《股权转让协议》生效前，已提交《关于终止出让广东厨邦食品有限公司 20%股权的函》；2）双方签署的《会谈纪要》，同意终止《股权转让协议》，另行洽谈股权转让事宜，认为该《会谈纪要》具有法律效力，提出其与美味鲜之间的《广东厨邦食品有限公司股权转让协议》不具有法律效力（涉及对价金额 3.40 亿元人民币）。公司表示本次仲裁事项不会对公司本期或期后利润造成重大负面影响。

新世纪评级认为，上述事项反映出该公司在经营管理决策制度实行、人员管理和信息披露方面的管理能力有待加强。新世纪评级将持续关注上述事项的进展，以及可能对公司经营和财务可能产生的影响。

财务

跟踪期内，该公司债务规模略有增长，但得益于经营积累，负债经营程度

⁸ 其中陈超强的职位为中炬高新的总经理；张卫华的职位为中炬高新的副总经理和广东美味鲜的法定代表人、董事长；张晓虹的职位为中炬高新的副总经理和广东美味鲜的董事。

整体有所下降，且稳定在较低水平，公司刚性债务规模较小，偿债压力较轻，整体财务弹性较好。公司经营环节现金流持续保持在较好水平，非筹资性现金流持续净流入，资产流动性状况较好，现金类资产较充裕，可为即期债务的偿付提供保障。

1. 数据与调整

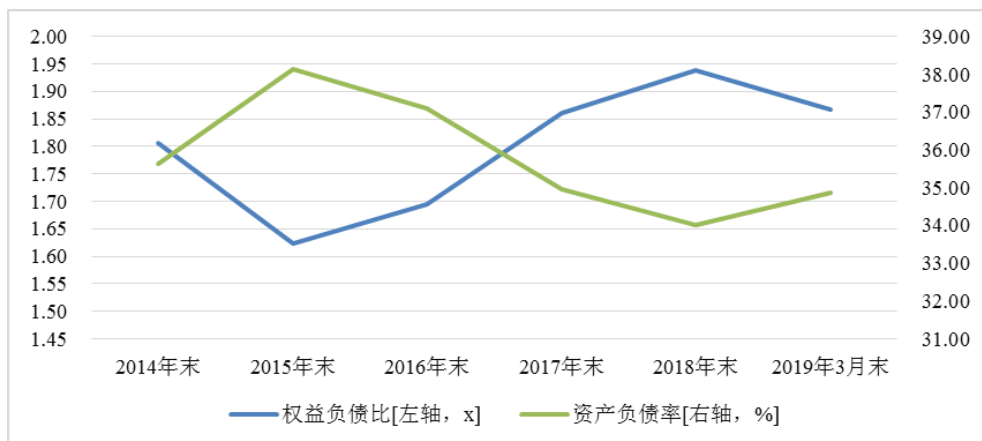
天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，以及财政部 2014 年、2017 年发布的《企业会计准则第 30 号—财务报表列报》等多项具体会计准则。2018 年，公司根据财政部发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）规定的财务报表格式编制 2018 年度财务报表，并采用追溯调整法变更了相关财务报表列报。本评级报告中，2016 年数据采用经追溯调整后的 2017 年期初数，2017 年和 2018 年数据按照变更前的财务报表格式列示⁹。

截至 2019 年 3 月末，该公司合并范围较 2017 年末没有发生变化。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据中炬高新所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司资本实力有所波动，2018 年末和 2019 年 3 月末，公司所有者权益分别为 39.48 亿元和 38.50 亿元，其中 2018 年末主要因经营积累的增加导致所有者权益较上年末增长 14.42%，当年末未分配利润较上年末增长

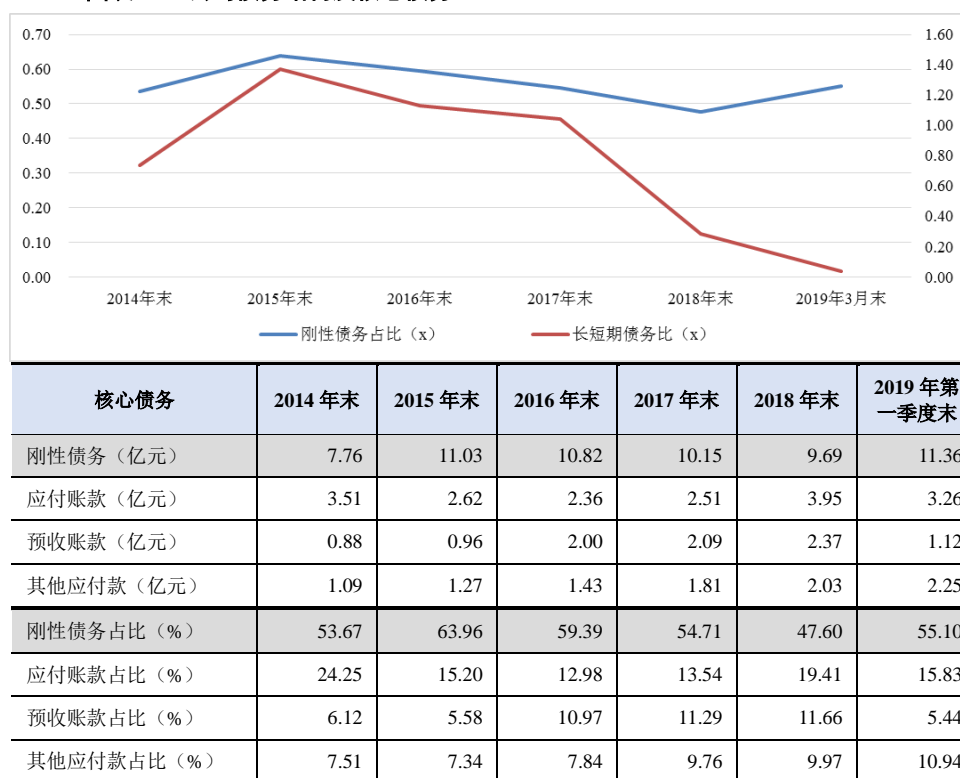
⁹ 具体变动为，按 2018 年审计报告附注及企业提供明细信息，将 2018 年末公司“应收票据及应收账款”科目分别填列至“应收票据”和“应收账款”两个科目；将“其他应收款”科目分别填列至“应收利息”、“应收股利”和“其他应收款”三个科目；将“应付票据及应付账款”科目分别填列至“应付票据”和“应付账款”两个科目；将“其他应付款”科目分别填列至“应付利息”、“应付股利”和“其他应付款”三个科目；以及将 2018 年公司“研发费用”与“管理费用”合并成“管理费用”。

25.63%至 22.14 亿元, 2016~2018 年公司每年进行现金分红, 三年合计分红 4.38 亿元; 2019 年 3 月末, 公司所有者权益有所下滑主要因公司收购中汇合创少数股东权益所支付的溢价冲减资本公积所致, 其中当期末公司资本公积较上年末下降 67.57%至 0.91 亿元, 少数股东权益较上年末下降 28.05%至 2.47 亿元, 未分配利润较上年末增长 8.55%至 24.03 亿元。

跟踪期内, 随着公司业务规模扩大, 公司负债总额有所上升, 但资产负债率整体有所下滑。2018 年末和 2019 年 3 月末, 公司负债总额分别为 20.36 亿元和 20.62 亿元, 分别较上年末增长 9.77%和 1.28%, 公司负债经营程度控制良好, 同期末分别为 34.02%和 34.88%, 分别较上年末下降 0.94 个百分点和增加 0.86 个百分点。

(2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



资料来源: 根据中炬高新所提供数据绘制。

从债务期限结构看, 由于 2014 年发行的公司债券将于一年内陆续到期, 2018 年以来该公司债务期限结构出现较大变化, 2018 年末和 2019 年 3 月末公司长短期债务比分别为 28.25%和 3.86%, 即期偿债压力有所加大。

从债务构成看, 该公司负债以刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款为主。其中, 2018 年末和 2019 年 3 月末刚性债务占负债总额的比重分别为 47.60%和 55.10%。同期末, 应付账款余额分别为 3.95 亿元和 3.26 亿元, 其中 2018 年末较上年末增长 57.35%主要是应付材料款较上年末增长 52.09%至 2.95 亿元所致。同期末, 预收款项分别为 2.37 亿元和 1.12 亿元, 主要是预收的商

品房销售款。其他应付款余额分别为 2.03 亿元和 2.25 亿元，逐年增长主要是预提美味鲜公司市场拓展费用增加所致。

(3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
短期刚性债务合计	1.73	1.22	1.29	0.99	5.70	11.36
其中：短期借款	1.00	0.20	0.20	0.15	0.02	0.02
应付票据	0.53	0.53	0.50	0.55	0.40	2.16
一年内到期的长期借款	0.11	0.20	0.30	—	—	—
其他短期刚性债务	0.09	50.29	0.29	0.29	5.28	9.19
中长期刚性债务合计	6.04	9.81	9.53	9.16	3.99	—
其中：长期借款	1.09	0.89	0.59	0.20	—	—
应付债券	4.95	8.93	8.94	8.96	3.99	—
综合融资成本 (年化, %)	6.15	6.26	5.73	6.00	6.00	6.00

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理。

2018 年末，该公司刚性债务余额为 9.69 亿元，较上年末略有下降。同年末公司短期刚性债务余额为 5.70 亿元，主要为一年内到期的应付债券 4.99 亿元，系公司于 2014 年发行的 5 年期本金为 5.00 亿元的“14 中炬 01”，由于将于 1 年内到期故由“应付债券”转入“一年内到期的非流动负债”；中国银行为子公司提供的短期银行借款 0.02 亿元；应付票据 0.04 亿元和应付利息 0.29 亿元。中长期刚性债务为应付的“14 中炬 02”，年末余额为 3.99 亿元。

2019 年 3 月末，该公司刚性债务较上年末增长 17.23% 至 11.36 亿元，全部为短期刚性债务。其中短期借款没有变化；应付票据较上年末大幅增长 438.05% 至 2.16 亿元，主要是调味品业务应付票据增加所致；由于“14 中炬 02”也将于一年内到期，故转入“一年内到期的非流动负债”，导致公司“一年内到期的流动负债”增至 8.98 亿元。整体看，由于应付债券将逐步到期，跟踪期内公司即期债务偿付压力有所加大，但考虑到公司股东权益和经营环节现金流对刚性债务的覆盖情况较好，偿债压力总体可控。

从借款方式看，该公司银行借款规模小，为抵押借款，银行借款利率为 5.22%，但由于公司前期发行的公司债券规模占比大且成本偏高，导致公司综合融资成本较高，近年来维持在 6% 左右。从债务期限结构和融资成本来看，公司刚性债务主要为将于 2019 年 9 月和 2020 年 1 月到期的“14 中炬 01”和“14 中炬 02”，融资成本分别为 6.20% 和 5.50%。截至本评级报告出具日，公司尚在存续期的债券本金余额为 9.00 亿元，目前各类债券付息正常。

图表 18. 公司 2018 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构 (亿元)

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)
3% 以内	—	—

综合融资成本或利率区间\到期年份	1年以内	1~2年(不含2年)
4%~5% (不含5%)	—	—
5%~6% (不含6%)	0.02	3.99
6~7% (不含7%)	4.99	
合计	5.01	3.99

资料来源：中炬高新。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 19. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
营业周期(天)	267.63	270.01	248.61	234.99	221.35	—
营业收入现金率(%)	110.22	115.72	117.20	115.05	112.03	114.78
业务现金收支净额(亿元)	5.72	5.62	8.24	9.08	10.10	4.37
其他因素现金收支净额(亿元)	-2.37	-1.68	-1.48	-2.57	-2.86	-0.52
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	3.35	3.94	6.77	6.51	7.24	3.86
EBITDA(亿元)	4.63	5.21	6.76	7.99	9.78	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.60	0.47	0.62	0.79	1.01	—
EBITDA/全部利息支出(倍)	13.37	8.46	10.65	13.01	17.12	—

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司主业现金获取能力较强，2018年和2019年第一季度营业收入现金率分别为112.03%和114.78%，同期经营活动现金流净流入分别为7.24亿元和3.86亿元，同比均有所增长。公司EBITDA主要来源于利润总额和固定资产折旧，2018年利润总额增长，导致EBITDA同比增长22.66%至9.78亿元，公司EBITDA对刚性债务和利息支出的覆盖程度持续提升。

(2) 投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况(亿元)

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.63	-4.07	-2.43	-3.65	-0.61	-0.64
其中：理财产品投资回收与支付净额	-0.63	-4.07	-2.43	-3.65	0.82	-0.86
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-3.36	-1.52	-1.61	-2.06	-2.46	-0.72
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.23	0.74	—	—	—	—
投资环节产生的现金流量净额	-3.77	-4.85	-4.04	-5.71	-3.07	-1.36

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理。

投资活动方面，2018 年该公司投资活动现金流量净流出 3.07 亿元，净流出额较上年略有减少，主要是阳西项目持续投入所致。2019 年第一季度公司投资活动现金流量净流出 1.36 亿元，主要是银行理财和委托贷款收支净流入所致。后续公司在建项目还需持续投入，预计投资性现金流仍有一定支出，但是公司经营活动现金流净流入量能够覆盖投资性现金流净支出，公司筹资压力较轻。

从该公司委托贷款和理财产品投资来看，2018 年，公司合并口径发放 11 笔委托贷款，全年发生额 5.67 亿元，年末余额 2.70 亿元，未发生坏账情况，全年实现利息收入 0.31 亿元；另外当年公司使用自有资金购买理财产品，当年发生额 62.22 亿元，赎回 54.85 亿元，年末余额 7.37 亿元，公司部分购买 1~7 天的超短期产品，部分购买 15~270 天不等的中短期理财产品，保本和非保本理财产品相结合，年化收益率在 1.9~5.35% 不等。公司全年实现投资收益 0.64 亿元。公司委托贷款和理财投资相关风险需持续关注。

(3) 筹资环节

图表 21. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一 季度
权益类净融资额	-0.97	-1.30	-1.66	-2.06	-0.87	—
债务类净融资额	0.54	3.05	-0.20	-0.74	-1.84	-0.22
筹资环节产生的现金流量净额	-0.44	1.75	-1.86	-2.80	-2.71	-0.22

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理。

2018 年和 2019 年第一季度，该公司筹资活动现金流量净额分别为-2.71 亿元和-0.22 亿元，主要是当年公司偿还较多借款以及分配股利、利润或偿付利息支付现金较多所致。

4. 资产质量

图表 22. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	19.93	23.42	28.00	31.16	36.21	35.53
	49.09	51.77	57.01	58.74	60.51	60.10
其中：现金类资产（亿元）	2.74	3.55	4.41	2.41	3.98	6.26
存货（亿元）	12.61	13.22	13.42	14.13	15.94	15.10
其他流动资产（亿元）	1.57	5.63	8.79	13.39	15.48	13.19
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	20.66	21.81	21.11	21.89	23.63	23.59
	50.91	48.23	42.99	41.26	39.49	39.90
其中：投资性房地产（亿元）	4.30	4.13	3.61	3.51	2.84	2.84
固定资产（亿元）	11.76	12.76	12.16	12.14	13.50	13.72
在建工程（亿元）	1.91	2.28	2.43	2.67	3.69	3.28

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
无形资产 (亿元)	1.14	1.07	1.43	2.12	2.10	2.10
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	6.16	6.00	3.26	2.87	0.62	0.62
期末抵质押融资余额 (亿元)	2.00	1.29	1.09	0.15	0.02	0.02
受限资产账面余额/总资产 (%)	16.66	12.21	7.21	5.42	1.03	1.03

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理。

2018 年末该公司资产总额为 59.84 亿元，较上年末增长 12.80%。年末流动资产为 36.21 亿元，在资产总额中的占比为 60.51%，主要由现金类资产、存货和其他流动资产构成。2018 年末公司现金类资产为 3.98 亿元，其中货币资金为 3.97 亿元（受限的货币资金为 0.15 亿元），较上年末增长 64.94%，主要是经营积累增加所致；存货账面价值为 15.94 亿元，其中包含房地产项目开发成本和开发产品 11.37 亿元，其他主要为在产品、原材料和库存商品等，存货余额较上年末增长 12.82%，主要 D 号地商住楼项目工程支出增加导致的开发成本增加所致。此外，年末公司其他流动资产 15.48 亿元，其中主要包含委托贷款 2.70 亿元、银行理财产品 7.37 亿元、结构性存款 5.05 亿元，相关风险需持续关注。

2018 年末，该公司非流动资产为 23.63 亿元，较上年末略有增长，主要由投资性房地产、固定资产、在建工程 and 无形资产构成，其中年末投资性房地产较上年末下降 19.19% 至 2.84 亿元，主要是公司转让部分自有物业所致；固定资产较上年末增长 11.24% 至 13.50 亿元，主要是在建工程转入 1.71 亿元所致；在建工程较上年末增长 38.06% 至 3.69 亿元，主要是阳西项目持续建设所致；无形资产主要是土地使用权，2018 年末与上年末基本持平。此外，同年末公司可供出售金融资产较上年末增长 51.44% 至 0.56 亿元而长期股权投资较上年末下降 79.92% 至 0.06 亿元，主要是公司根据中炬小额贷款公司股东会决议，不再承担经营管理过程中的风险但享有固定收益回报等情况，公司对其投资由“长期股权投资”转入“可供出售金融资产”核算所致。

2019 年 3 月末，该公司资产总额为 59.12 亿元，较上年末略有下降。其中货币资金较上年末增长 57.41% 至 6.25 亿元，主要是经营积累增加以及期末到期理财产品增加所致；其他流动资产较上年末下降 14.80% 至 13.19 亿元，主要是收回委托贷款和理财产品较多所致。其余科目虽有变动但影响较小。

5. 流动性/短期因素

图表 23. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
流动比率 (%)	239.47	321.63	327.42	343.05	228.09	178.98
速动比率 (%)	61.30	136.84	162.73	186.34	127.14	102.05
现金比率 (%)	32.89	47.81	51.63	26.51	25.08	31.52

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理。

从资产流动性看，主要由于该公司中长期刚性债务转入短期债务，导致跟踪期内流动性有所弱化，2018 年末和 2019 年 3 月末，公司流动比率分别为 228.09% 和 178.98%，速动比率分别为 127.14% 和 102.05%。公司资产流动性整体较好，且公司经营性现金流状况较好，资金存量较大，可为其到期债务的偿付提供保障。

6. 母公司/集团本部财务质量

截至 2018 年末，该公司经审计的母公司口径资产总计为 34.86 亿元，较上年末略有增长，股东权益为 22.66 亿元，较上年末基本持平。2018 年母公司实现营业收入 1.46 亿元，同比大幅增长，实现营业利润和净利润分别为 1.25 亿元和 1.22 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 1.52 亿元。公司本部刚性债务为发行的两期公司债券，近年来公司有一定的经营积累、现金流状况较好，能够为债务偿付提供保障。

外部支持因素

国有大型金融机构支持

该公司已与多家商业银行建立了长期的合作关系，拥有一定的授信额度，且尚未使用的授信余额较大。截至 2019 年 3 月末，公司合并口径已获得商业银行综合授信总额为 25.25 亿元，其中尚未使用的综合授信余额为 23.08 亿元，可为公司的发展提供一定的资金来源。

图表 24. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷规模	利率区间	附加条件/ 增信措施
全部（亿元）	25.25	2.17	5.22	抵押
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	21.25	0.67	5.22	抵押
其中：大型国有金融机构占比（%）	84.16	30.88	—	—

资料来源：根据中炬高新所提供数据整理（截至 2019 年 3 月末）。

跟踪评级结论

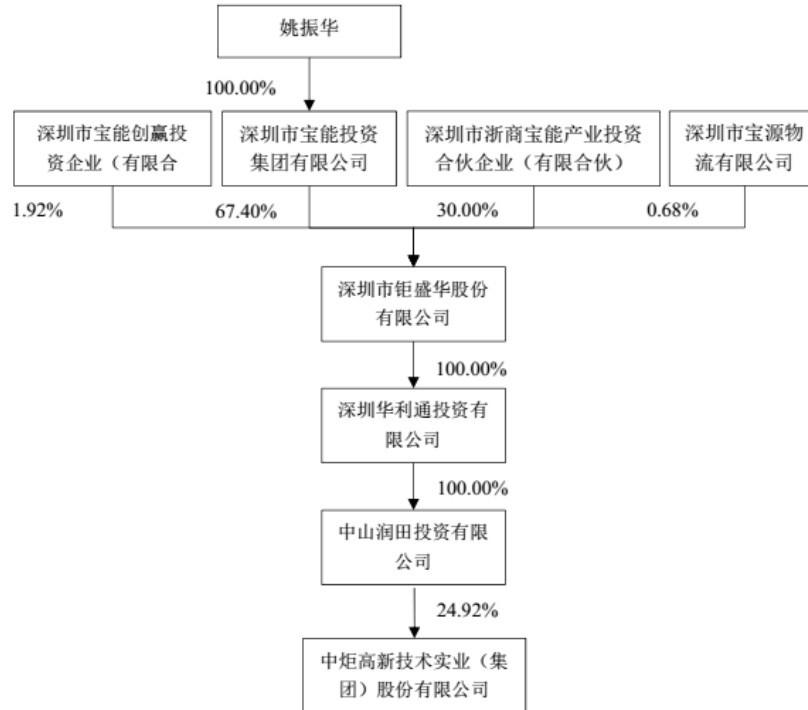
跟踪期内，该公司股权结构发生重大变化，公司第一大股东由前海人寿保险股份有限公司变更为中山润田投资有限公司（与前海人寿为关联方），第二大股东仍为火炬集团，公司实际控制人由中山火炬高技术产业开发区管理委员会变更为姚振华。目前公司实际控制人变更时间尚短，后续需持续关注对公司经营发展可能产生的影响。另外，公司管理制度的实施、人员管理和信息披露方面存在缺陷，公司管理能力有待加强。公司业务涉及调味品制造、园区物业租赁、房地产开发和汽车零配件等领域。跟踪期内，受益于美味鲜

阳西生产基地产能逐步释放，公司核心主业调味品产销规模持续扩张，公司营业收入和利润均呈持续增长态势，但房地产业务和园区租赁业务易受调控政策影响。公司调味品业务市场需求大，发展前景广阔，公司产品具有较强的品牌优势，行业地位稳固，但原材料价格波动对公司成本控制形成一定挑战。此外，虽然公司自身土地储备充足且成本优势明显，但受政府规划调整因素等影响而开发缓慢，导致资金回笼速度放慢。跟踪期内，公司债务规模略有增长，但得益于经营积累，负债经营程度整体有所下降，且稳定在较低水平，公司刚性债务规模较小，偿债压力较轻，整体财务弹性较好。公司经营环节现金流持续保持在较好水平，非筹资性现金流持续净流入，资产流动性状况较好，现金类资产较充裕，可为即期债务的偿付提供保障。

同时，我们仍将继续关注：（1）该公司实际控制人变更对公司管理、经营战略和财务可能产生的影响；（2）公司实际控制人变更后在公司治理、管理制度、人员等方面整合进度；（3）公司核心主业调味品业务的成本控制情况；（4）中山市房地产市场情况以及公司房地产项目开发及销售情况；（5）公司园区物业出租业务的经营发展状况；（6）公司美味鲜厨邦食品（阳西）扩产基地项目后续投资进展；（7）公司收购子公司少数股东权益事宜进展；（8）食品安全风险；（9）委托贷款风险。

附录一：

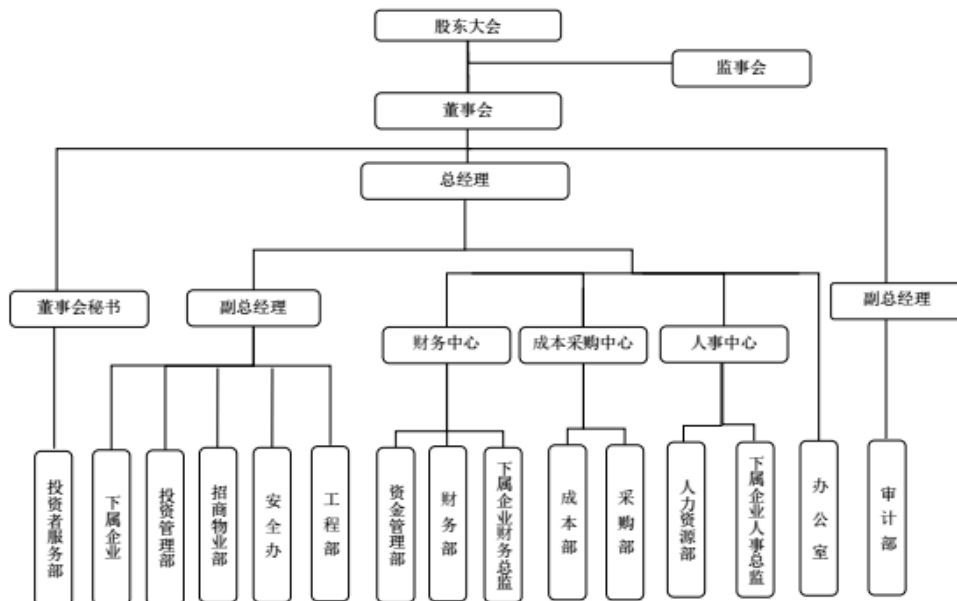
公司与实际控制人关系图



注：根据中炬高新提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据中炬高新提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)					备注
				刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)	
深圳钜盛华股份有限公司	第一大股东 母公司	—	综合金融、战略投资、现代物流	631.56	763.16	526.14	31.16	-277.89	合并口径
中炬高新技术实业(集团)股份有限公司	本级	—	制造业	8.98	22.66	1.46	1.22	1.52	母公司口径
广东美味鲜调味食品有限公司	子公司	100.00	制造业	—	11.40	20.39	4.58	2.46	
广东厨邦食品有限公司	子公司	80.00	制造业	—	4.01	15.16	3.20	3.42	
广东中汇合创房地产有限公司	子公司	79.16	房地产开发	—	11.64	0.74	0.22	0.07	
中山中炬精工机械有限公司	子公司	75.00	制造业	0.02	0.48	0.75	0.59	0.19	
中山中炬森莱高技术有限公司	子公司	66.00	制造业	—	-0.07	—	-0.00	-0.00	

注：根据中炬高新 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理，主要子公司为注册资本 2,000 万元以上的。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	49.11	53.05	59.84	59.12
货币资金 [亿元]	4.41	2.41	3.97	6.25
刚性债务[亿元]	10.82	10.15	9.69	11.36
所有者权益 [亿元]	30.89	34.50	39.48	38.50
营业收入[亿元]	31.58	36.09	41.66	12.31
净利润 [亿元]	4.10	5.11	6.81	2.13
EBITDA[亿元]	6.76	7.99	9.80	—
经营性现金净流入量[亿元]	6.77	6.51	7.24	3.86
投资性现金净流入量[亿元]	-4.04	-5.71	-3.07	-1.36
资产负债率[%]	37.10	34.96	34.02	34.88
权益资本与刚性债务比率[%]	285.50	340.04	407.33	338.87
流动比率[%]	327.42	343.05	228.09	178.98
现金比率[%]	51.63	26.51	25.08	31.52
利息保障倍数[倍]	8.67	10.92	14.87	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	248.61	234.99	221.35	—
毛利率[%]	36.69	39.27	39.11	39.38
营业利润率[%]	14.80	16.93	19.17	20.32
总资产报酬率[%]	11.65	13.13	15.05	—
净资产收益率[%]	13.94	15.64	18.42	—
净资产收益率*[%]	13.64	15.26	18.01	—
营业收入现金率[%]	117.20	115.05	112.03	114.78
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	85.49	73.79	57.98	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	15.38	4.33	21.40	—
EBITDA/利息支出[倍]	10.65	13.01	17.15	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.62	0.76	0.99	—

注：表中数据依据中炬高新经审计的2016~2018年度及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。其中2016年数据采用2017年经追溯调整的期初数。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) +365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《食品饮料行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。