

2018 年福建安井食品股份有限公司

**可转换公司债券 2018 年跟踪
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】跟踪第
【1524】号 01

债券简称：安井转债

债券剩余规模：5 亿元

债券到期日期：2024 年
7 月 12 日

债券偿还方式：对未转
股债券按年计息，每年
付息一次，附债券赎回
及回售条款

分析师

姓名：
陶明辉 张旻烁

电话：
021-51035670

邮箱：
taomh@pyrating.cn

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

2018 年福建安井食品股份有限公司可转换公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 09 月 10 日	2017 年 09 月 22 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对福建安井食品股份有限公司（以下简称“安井食品”或“公司”，证券代码“603345.SH”）及其 2018 年 7 月 12 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司品牌影响力不断提升，市场竞争力较强，营业收入和利润保持较快增长，且公司经营现金流表现较好，流动资金较为充足；同时我们也关注到，速冻产品生产和流通环节中的食品安全风险依然存在，若未来原材料价格持续上涨，将对公司利润产生不利影响，以及公司新建厂房能否达到预期效益尚待市场检验等风险因素。

正面：

- 公司品牌影响力不断提升，产能利用及产销情况较好，市场竞争力较强。公司经营“安井”品牌食品，随着“销地产”的生产基地建设模式逐步推进，“安井”品牌的影响力不断提升，2017 年及 2018 年 1-6 月，产能利用率分别为 107.30%和 105.01%，产销率分别为 97.47%和 103.41%，整体产销情况良好，在速冻食品行业具有较强的竞争力。
- 公司营业收入和利润保持较快增长。2017 年公司分别实现营业收入和利润总额 348,401.09 万元和 26,339.06 万元，较上年分别增长 16.27%和 13.98%；2018 年 1-6 月，公司分别实现营业收入和利润总额 194,738.76 万元和 18,696.32 万元，较上年同期分别增长 18.64%和 38.31%。

- **公司经营活动现金流表现较好，流动资金较为充足。**公司业务回款情况较好且预收款规模较大，2017年，公司经营收现比为1.18，经营活动现金净流入35,474.56万元，表现较好；截至2018年6月末，公司账面货币资金余额为58,917.18万元，资金受限比例为10.34%，流动资金较为充足。

关注：

- **速冻产品生产和流通环节中的食品安全风险依然存在。**作为速冻食品生产企业，公司对食品原料如鱼糜、肉类、粉类及其他辅料等无法完全管控，冷链储运和终端销售等工厂之外的流通环节温度波动导致食品安全无法完全杜绝；此外，若行业内突发“黑天鹅”事件，也会对公司业务产生不利影响。
- **若未来原材料价格持续上涨，将对公司利润产生不利影响。**公司生产成本中原材料占比接近80%，2017年以来鱼糜、大豆分离蛋白等主要原材料价格不断上涨，压缩了利润空间，未来若原材料价格持续上涨，将对公司的利润产生不利影响。
- **公司新建厂房能否达到预期效益尚待市场检验。**公司不断投资进行改扩建及新建厂房、生产线，已开工项目总投资额为14.60亿元，尚需投资8.84亿元，未来项目建成后能否实现预期效益尚待市场检验。

主要财务指标：

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	342,369.21	325,096.48	247,853.71	211,512.28
归属于母公司所有者权益合计（万元）	177,489.29	169,346.83	100,455.16	82,714.45
有息债务（万元）	57,069.18	32,472.42	33,968.60	31,189.83
资产负债率	48.16%	47.91%	59.47%	60.89%
流动比率	1.15	1.25	0.90	0.86
速动比率	0.63	0.71	0.38	0.39
营业收入（万元）	194,738.76	348,401.09	299,650.34	256,122.06
营业利润（万元）	17,705.64	25,192.41	21,046.07	13,630.21
利润总额（万元）	18,696.32	26,339.06	23,108.06	16,808.13
综合毛利率	26.64%	26.27%	27.12%	27.08%
总资产回报率	-	9.47%	10.40%	9.27%
EBITDA（万元）	24,883.43	36,757.78	32,379.99	23,955.16
EBITDA 利息保障倍数	65.68	46.56	41.74	22.51
经营活动现金流净额（万元）	2,486.23	35,474.56	21,666.49	37,728.03

资料来源：公司2013-2015年三年连审审计报告、2016-2017年审计报告及未经审计的2018年半年度财务报表，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年7月12日发行6年期5亿元¹公司债券，募集资金计划用于四川安井食品有限公司年产15万吨速冻食品生产线建设项目。根据公司提供的资料，截至2018年8月31日，本期债券募集资金使用情况如下：

表1 截至2018年8月31日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

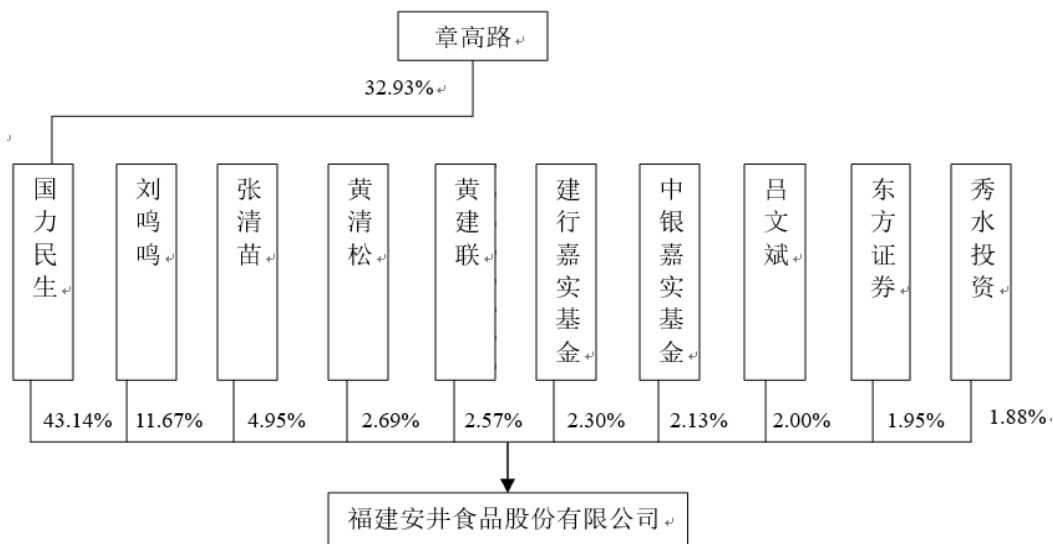
项目名称	拟使用募集资金	已使用募集资金
四川安井食品有限公司年产15万吨速冻食品生产线建设项目	50,000.00	11,818.38

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2017年1月，公司公开发行人民币普通股（A股）5,401万股（股票代码：603345.SH），每股面值人民币1元，增加股本5,401万元，上市后公司总股本增加至21,604万元。截至2018年6月末，公司注册资本21,604万元，实收资本为21,604万元，控股股东仍为新疆国力民生股权投资有限公司（以下简称“国力民生”），持股比例仍为43.14%，公司实际控制人仍为自然人章高路。

图1 截至2018年6月末公司前十名股东持股情况及产权控制关系



注：“建行嘉实基金”系“中国建设银行股份有限公司—嘉实新消费股票型证券投资基金”；“中银嘉实基金”系“中国银行股份有限公司—嘉实价值精选股票型证券投资基金”；“秀水投资”系“深圳秀水投资有限公司”。

资料来源：公司提供

¹ 扣除发行费用后，本期债券募集资金净额为48,735.00万元。

2017年11月，公司出资设立全资子公司湖北安井食品有限公司，注册资本10,000.00万元，主要经营速冻食品的制造加工，公司将其纳入2017年合并报表范围；截至2018年6月末，公司合并范围一级子公司共7家，详见附录五。

表2 2017年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
湖北安井食品有限公司	100.00%	10,000.00	食品加工生产	新设立

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司资产总额为325,096.48万元，归属于母公司的所有者权益合计169,346.83万元，资产负债率为47.91%；2017年度，公司实现营业收入348,401.09万元，利润总额26,339.06万元，经营活动现金流净额35,474.56万元。

截至2018年6月30日，公司资产总额为342,369.21万元，归属于母公司的所有者权益合计177,489.29万元，资产负债率为48.16%；2018年1-6月，公司实现营业收入194,738.76万元，利润总额18,696.32万元，经营活动现金流净额2,486.23万元。

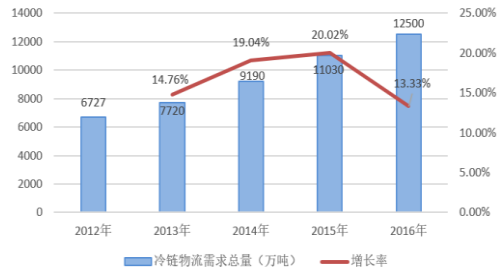
三、运营环境

国民经济快速发展及冷链物流的逐步完善，拉动速冻食品需求不断增加，速冻食品行业保持较快发展势头，但仍需关注食品安全风险

随着我国经济不断发展，居民的生活消费水平逐渐提高，加之城镇化进程的推进，城市生活节奏不断加快，速冻食品逐步得到消费者的认可，而全国消费市场的进一步扩大带动了浙江、广东等地区企业的强势介入，外围销售区域、全国化通道进一步打开和拓宽，价格水平逐步趋向大众化。

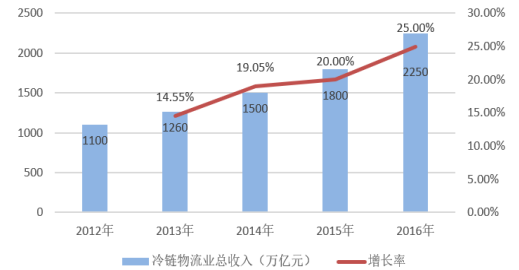
此外，冷链配送系统的完善程度也是影响速冻食品销售的主要因素之一。近年来，伴随着网购、物流行业的迅猛发展，我国冷链配送系统行业同时迎来快速增长。根据《中国冷链发展报告（2017）》，2016年我国冷链物流需求总量为12,500万吨，同比增长13.33%，2016年我国冷链物流总额为3.4万亿元，全年实现总收入2,250万亿元，同比增长25%。根据前瞻产业研究院发布的《冷链物流行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》最新统计数据显示，2018年中国冷链物流市场规模将近3,000亿元。预计到2020年，市场规模将达到近4,700亿元。其中，2017年中国冷链物流仓储市场规模约近4,800万吨，随着冷链物流市场的快速增长，预计2018年冷链物流仓储市场规模将超过5,200万吨。此外，2017年中国冷库容量超过4,800万吨，未来将保持稳定增长，预计到2018年，中国冷库容量将超过5,300万吨。

图2 2012-2016年我国冷链物流需求总量



资料来源：《中国冷链发展报告（2017）》，鹏元整理

图3 2012-2016年我国冷链物流总收入



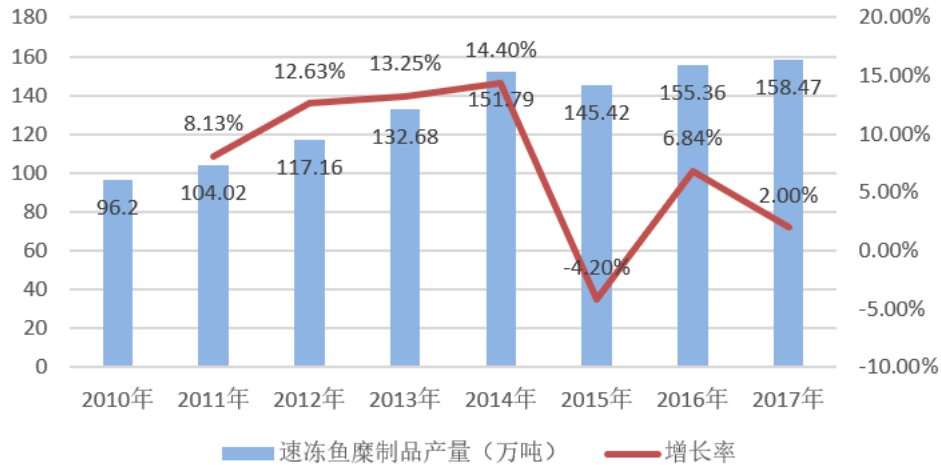
资料来源：《中国冷链发展报告（2017）》，鹏元整理

根据Wind数据，2016年我国速冻食品制造总投资额达303.74亿元，较上年同比大幅增长45.05%，全年速冻食品产量约为876.0万吨，2017年约为951.7万吨，2017年速冻食品行业的产值达到1,250亿元。在速冻食品中，速冻鱼糜制品、速冻肉制品和速冻面米制品成为最重要的品类，发展迅速。

随着企业生产工艺的改良、机器设备的更新换代、原料配方的改善，中国市场上的速冻米面制品品种大量丰富，品质得到大幅提升。同时，随着我国居民收入水平不断提高、生活节奏加快，我国速冻米面制品市场规模快速扩容。2005年我国速冻米面产量约为128.97万吨，2017年约为620.5万吨，2017年速冻米面制品行业的产值超过800亿元。2017年我国速冻米面食品行业需求量约618.5万吨，同比2016年的569.1万吨增长8.68%，增速较快。速冻米面制品市场规模较大，2016年以及2017年市场供给量分别为571.2万吨以及620.5万吨，需求量为569.1万吨以及618.5万吨，产销较为平衡。需求结构中，速冻汤圆以及速冻水饺占比最大，分别为31.6%以及30.8%，而粽子、面点以及馄饨占比分别为11.7%、14.7%、11.1%。

此外，近年我国速冻肉类和速冻鱼糜产业同样发展迅速，根据中国渔业统计年鉴数据，2017年鱼糜制品产量在158.47万吨左右，较上年同比增长2.00%。2017年我国肉制品产量为1,645万吨，其中低温肉制品产量为1,033万吨，而低温肉制品中，速冻肉制品所占份额近年来呈稳步增长态势，2010年我国速冻肉制品产量仅为21.3万吨，到2017年我国速冻肉制品产量增长至102.2万吨。

图4 2010-2017年我国速冻鱼糜制品产量情况



资料来源：农业部渔业渔政管理局网站，鹏元整理

我国速冻食品制品的快速发展大大便利了当前城市居民的快节奏生活，但同时我们也要关注到，近年我国食品安全事件频发，类似“双汇”、“三全”食品等遭到消费者投诉事件时有发生，随着食品安全与质量越来越得到人们与政府的关注，类似事件往往会对涉事企业乃至整个行业的发展带来重大不利影响。

速冻食品行业同质化竞争激烈，具备规模和经销渠道优势的企业有较强的竞争力，行业集中度或将进一步提高

速冻食品行业产品差异化程度较小，同质化竞争较为激烈。由于当前国内消费者品牌意识较为薄弱，小企业凭借稳定的客户关系、高性价比的产品抢占市场，而大企业则通过加大研发力度、推出差异化产品等方式逐渐占领连锁餐饮企业市场。速冻食品的定价取决于原料成本、市场竞争情况以及产品定位情况。在原料成本上升以及环保政策趋严的背景下，大企业借助规模优势来保持售价，而小企业则面临淘汰风险，市场集中度有望进一步提升。

当前国内速冻米面制品市场规模较大，2016年及2017年市场供给量分别为571.2万吨和620.5万吨，需求量分别为569.1万吨和618.5万吨，产销较为平衡。在产品需求结构中，速冻汤圆以及速冻水饺占比最大，分别为31.6%和30.8%，而粽子、面点及馄饨占比分别为11.7%、14.7%和11.1%。我国速冻米面制品成熟度较高，市场格局稳定；三全在收购龙凤后市占率达34%，成为速冻米面制品企业中的龙头，三全、思念以及湾仔码头以其接近70%的市占率总和奠定了三足鼎立的市场格局。

同时，速冻肉以及速冻鱼糜制品均属于初级农产品的下游深加工制品，行业集中程度较低；目前在速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主的火锅料制品市场，规模较大的主要经营企

业有安井食品、海欣食品股份有限公司（以下简称“海欣食品”）、海霸王（汕头）食品有限公司（以下简称“海霸王”）、山东惠发食品股份有限公司（以下简称“惠发股份”）、福建海壹食品有限公司（以下简称“海壹食品”）、福建升隆食品有限公司（以下简称“升隆食品”）等，未来龙头企业有望脱颖而出。

四、经营与竞争

公司主要从事火锅料制品（以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主）和速冻面米制品等速冻食品的研发、生产和销售，主要经营“安井”品牌速冻食品；2018年初，公司开始布局小龙虾产业，目前收入贡献较小。公司产品策略为以“火锅料制品为主、面米制品为辅”，随着产能的扩大以及新产品的不断研发并投入市场，加之公司营销渠道逐步完善，公司营业收入保持快速增长；2017年公司实现营业收入348,401.09万元，较上年增长16.27%；2018年1-6月，公司实现营业收入194,738.76万元，较上年同期增长18.64%。受2017年原材料价格上涨影响，各产品毛利率略有下滑，2018年上半年，部分产品毛利率有所回升，整体来看毛利率相对稳定。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

分产品	2018年1-6月		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
速冻面米制品	54,692.03	24.69%	92,586.07	26.88%	77,359.73	28.31%
速冻肉制品	56,645.34	26.88%	98,999.73	24.46%	90,464.47	24.86%
速冻鱼糜制品	70,652.62	26.20%	129,213.67	24.70%	110,717.86	25.49%
调理水产品制品	15.90	2.01%	392.88	1.40%	0.00	-
速冻其他制品	12,579.70	36.82%	26,701.62	39.27%	20,969.58	41.16%
其他	153.17	1.41%	507.12	0.97%	138.70	22.79%
合计	194,738.76	26.64%	348,401.09	26.27%	299,650.34	27.12%

资料来源：公司提供

公司产能有所增加，产能利用率保持较高水平，未来新生产基地建成后产能有望进一步扩大

公司目前有厦门、无锡、泰州、辽宁四个生产基地，另有位于四川省资阳市雁江区的生产基地正在建设中，其中无锡生产基地主要生产面米制品，其他三个生产基地主要生产鱼糜、肉制品和其他制品，厂房及所在土地为公司自有。公司产品主要有速冻鱼糜制品、速冻肉制品等火锅料制品以及速冻面米制品，各产品制作工艺及流程差异不大，其中速冻鱼糜制品、速冻肉制品等经常采用共线生产。

2017年，随着泰州新厂区建设工程二期及辽宁厂房二期工程主体完工后逐步投产，新释放产能4.2万吨，公司产品供应能力得到进一步提升。2017年及2018年1-6月的公司各生产基地设计产能合计分别为327,695.20吨和176,328.66吨，产能利用率分别达到107.30%和105.01%。公司生产模式是通过销售订单及销售预测安排生产计划，2017年及2018年1-6月产量分别为351,603.75吨和185,164.54吨，产销率分别达97.47%和103.41%，整体产销情况良好。

表4 公司主要产能情况

项目	2018年1-6月	2017年	2016年
设计产能（吨）	176,328.66	327,695.20	289,803.43
产量（吨）	185,164.54	351,603.75	310,581.52
产能利用率	105.01%	107.30%	107.17%
销量（吨）	191,475.78	342,699.44	302,688.96
产销率	103.41%	97.47%	97.46%
主营业务收入（万元）	194,585.59	347,893.97	299,511.64

资料来源：公司提供

公司在上交所主板上市后，对安井品牌的全国推广形成有力推动，公司市场竞争力得到一定提升。为消化不断增长的产品订单，公司着力进行原有生产基地的改扩建，并坚持“销地产”的生产基地建设模式，即在产品重要消费地建设新的生产基地。截至2018年6月末，公司在建的厂房项目有无锡7万吨厂区建设、本期债券募投项目四川安井食品有限公司年产15万吨速冻食品生产线建设项目、泰州安井新建年产16万吨速冻调制食品项目和辽宁立体库工程，项目计划总投资合计14.60亿元，已投资5.76亿元，尚需投资8.84亿元。未来随着新厂房建成投产，公司产能有望得到进一步扩大，但能否快速消化新增产能并实现预期效益尚待市场检验。

表5 截至2018年6月末在建生产厂房情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	设计产能（万吨）	工程进度
泰州安井新建年产16万吨速冻调制食品项目	53,398.18	45,447.26	7,950.92	16.00	一期已完工，二期主体完工，部分配套工程在建
四川安井食品有限公司年产15万吨速冻食品生产线建设项目	56,200.00	10,839.50	45,360.50	15.00	正在进行一期工程的土建
无锡7万吨厂区建设	35,000.00	21.43	34,978.57	7.00	勘探
辽宁立体库工程	1,400.00	1,324.22	75.78	-	土建完工，配套设备安装
合计	145,998.18	57,632.41	88,365.77	-	-

资料来源：公司提供

公司原材料供应渠道较为广泛，但2017年以来鱼糜的采购价格不断上涨，一定程度上影响了公司利润水平，需关注原材料价格的后续走势

公司主营业务的生产成本由原材料、人工成本、制造费用三项构成，原材料占比接近80%，公司的营业成本易受原材料的价格波动影响。

公司产品原材料主要有鱼糜、肉类、粉类、大豆分离蛋白、蔬菜、添加剂、调味品等。公司根据生产计划制定采购计划，其中，鱼糜、肉类、粉类、大豆分离蛋白等通用性的农产品根据需求批量采购或锁定价格，而蔬菜、添加剂、调味品等小额物料按照年度计划，结合销售订单、库存管理进行采购。在货款结算方面，有现款结算、信用账期30天及60天等。

表6 公司主要原材料采购情况（单位：万元、万元/吨）

项目名称	采购金额			平均采购单价		
	2018年1-6月	2017年	2016年	2018年1-6月	2017年	2016年
鱼糜	30,047.44	42,588.72	41,248.02	1.16	1.11	1.07
肉类	28,127.49	50,847.09	52,829.34	0.75	0.75	0.78
粉类	17,614.86	31,137.31	29,155.34	0.39	0.38	0.38
大豆分离蛋白	6,233.73	11,644.23	8,954.29	1.34	1.33	1.20
合计	82,023.52	136,217.35	132,186.99	-	-	-

资料来源：公司提供

由于公司原材料多采用批量采购模式，且随着业务规模扩大，采购量不断增加，对供应商有一定的议价能力，2017年，肉类采购价格有所下降，粉类采购价格较为稳定；但2017年以来，上游鱼糜产品及大豆分离蛋白价格出现整体上涨，一定程度上影响了公司利润；未来若原材料价格持续上涨，而公司产品价格不能及时调整，将对公司的利润产生不利影响。

公司原材料采购渠道较为广泛，供应较有保障。2017年及2018年1-6月，公司对前五名供应商的采购额分别占比15.63%、17.84%，整体较2016年有所降低，供应商较为分散。

表7 公司前五大供应商情况（单位：万元）

供应商名称	2018年1-6月采购额	占当期采购总额比例
第一名	8,177.14	7.53%
第二名	3,323.23	3.06%
第三名	3,205.95	2.95%
第四名	2,511.90	2.31%
第五名	2,146.31	1.98%
合计	19,364.53	17.84%
供应商名称	2017年采购额	占当期采购总额比例
第一名	8,040.25	4.41%

第二名	5,429.61	2.98%
第三名	5,332.14	2.92%
第四名	4,967.79	2.73%
第五名	4,722.67	2.59%
合计	28,492.46	15.63%
供应商名称	2016年采购额	占当期采购总额比例
第一名	10,454.42	6.09%
第二名	6,560.39	3.82%
第三名	5,439.58	3.17%
第四名	4,764.45	2.78%
第五名	4,519.59	2.63%
合计	31,738.43	18.49%

资料来源：公司提供

华东地区仍是公司产品销售的核心区域，“安井”品牌影响力不断提升，公司拥有较为广泛的销售渠道，客户集中度较低，有利于分散经营风险

公司目前已建立起覆盖全国多个城市的销售网络，公司营销中心下设 5 个分公司，37 个联络处和 6 个独立工作站。公司产品全部在国内销售，且华东地区仍是最核心销售区域，2017 年和 2018 年 1-6 月，华东区域销售占比分别达 55.96% 和 58.19%。此外，除了西北地区，公司在国内其他区域的销售规模较为均衡，随着公司“销地产”的生产基地建设模式逐步推进，“安井”品牌的影响力不断提升，未来公司四川基地建成投产后，西南地区的销售规模有望迎来较大增长。

表8 公司在国内各地区的销售收入和占比情况（单位：万元）

区域	2018年1-6月		2017年		2016年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
华东	113,313.75	58.19%	194,962.60	55.96%	173,606.27	57.94%
华北	18,805.82	9.66%	37,741.20	10.83%	28,687.36	9.57%
东北	16,014.74	8.22%	32,321.71	9.28%	25,830.68	8.62%
华南	15,671.40	8.05%	27,253.80	7.82%	23,980.10	8.00%
华中	15,766.04	8.10%	26,826.60	7.70%	21,899.20	7.31%
西南	10,368.92	5.32%	20,227.25	5.81%	18,377.93	6.13%
西北	4,798.09	2.46%	9,067.93	2.60%	7,268.80	2.43%
合计	194,738.76	100.00%	348,401.09	100.00%	299,650.34	100.00%

资料来源：公司提供

公司目前主要采取三种销售模式：经销商模式、商超模式和特通渠道模式。在经销商模式下，产品销售给经销商后，经销商再向一些规模较小的经销商（二批经销商）、区域

性的中小型商超及农贸市场等渠道进行销售，二批经销商则再通过农贸市场等零售终端渠道进行销售；经销商模式为公司最主要的销售渠道，2017年及2018年1-6月经销商模式销售额占比分别为84.66%和83.37%。商超模式是公司直接供货给以大型商超为主的零售商，特通渠道模式系将产品直接供货给酒店、餐饮等机构。

表9 营业收入分销售模式构成情况（单位：万元）

销售渠道	2018年1-6月		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
经销商	162,349.41	24.01%	294,953.23	23.91%	245,633.41	24.22%
商超	28,257.71	42.14%	44,780.52	42.63%	45,468.35	43.30%
特通	4,131.64	23.87%	8,667.34	22.03%	8,548.58	24.40%
合计	194,738.76	26.64%	348,401.09	26.27%	299,650.34	27.12%

资料来源：公司提供

经销商模式下，公司对经销商的销售为买断式销售，除质量原因外，不存在销售退回的情形，公司产品以华东地区为主面向全国销售，经销商数量众多，截至2018年6月末经销商数量为589个，且公司主要经销商合作年限在4年以上。

表10 公司经销商数量情况（单位：家）

年度	期初数量	本期增加量	本期减少量	期末数量
2018年1-6月	651	15	77	589
2017年	580	171	100	651
2016年	507	172	99	580

资料来源：公司提供

公司与经销商签订框架性购销协议，根据经销商的订单进行销售。在经销商管理方面，制定了经销商授信制度，通过对经销规模、合作年限、履约率、区域定位等重要指标对经销商进行考核，并根据考核结果给予经销商一定的信用额度，通常公司在与经销商签订的经销合同中约定淡季享受信用额度为合同销售额5%，旺季会上调信用额度至合同销售额的10%。在经评估和审批的授信额度以内，可以赊销货物，超过额度的必须支付预付款后方能继续发货，经销商回款的坏账风险相对较小；截至2018年6月底，公司存货-发出商品规模为3.89亿元，预收款项规模为3.99亿元。

公司存货-发出商品、预收款项规模相对较大，主要系公司采用“二次对账”所致。由于公司各类促销活动频率高且种类繁多，导致发货时暂时无法对价格进行确认，因此公司采用“二次对账”的方式对销售收入进行确认。首先，公司根据出库记录及客户签收确认的配货订单予以确认发出商品数量，作为第一次对账；其次，公司收到经销商确认回单后，一般于30日内核算相关促销折扣费用、计算最终销售价格，并与经销商确认后开票结算，最终确认销售收入，作为第二次对账。公司严格遵照合同约定与经销商进行销售对账

工作，但“二次对账”的收入确认模式使得公司收入确认周期较长，随着公司ERP系统的建设完善，促销计算逐步完成自动化，对账周期有进一步缩短的趋势，目前公司的平均“二次对账”周期为40~70天，且在确认当期折扣金额后进行收入金额的确认为，不存在先确认收入再冲减的情况。

2017年，公司各类产品产销量均保持增长，从产品销售单价来看，除速冻鱼糜制品外，其他主要产品价格均有所提高。

表11 公司主要分类产品产销量情况

产品类型	项目	2018年1-6月	2017年	2016年
速冻鱼糜制品	产量（吨）	64,346.81	121,300.25	103,870.68
	销量（吨）	64,897.66	117,412.64	101,020.16
	产销率	100.86%	96.80%	97.26%
	销售收入（万元）	70,652.62	129,213.67	110,717.86
	平均单价（万元/吨）	1.09	1.10	1.10
速冻肉制品	产量（吨）	43,825.86	87,360.43	81,416.08
	销量（吨）	48,487.89	85,380.37	81,119.32
	产销率	110.64%	97.73%	99.64%
	销售收入（万元）	56,645.34	98,999.73	90,464.47
	平均单价（万元/吨）	1.17	1.16	1.12
速冻面食制品	产量（吨）	57,460.53	105,841.14	93,805.32
	销量（吨）	59,975.18	103,082.85	90,753.30
	产销率	104.38%	97.39%	96.75%
	销售收入（万元）	54,692.03	92,586.07	77,359.73
	平均单价（万元/吨）	0.91	0.90	0.85
速冻其他制品	产量（吨）	19,531.34	37,101.93	31,489.44
	销量（吨）	18,108.95	36,659.79	29,796.18
	产销率	92.72%	98.81%	94.62%
	销售收入（万元）	12,579.70	26,701.62	20,969.58
	平均单价（万元/吨）	0.69	0.73	0.70

资料来源：公司提供

从整体销售规模来看，公司收入主要来自于经销商模式，但由于经销商数量多，单个经销商销售占比不大，而商超模式下，公司主要与大润发、沃尔玛等连锁超市合作，涉及超市网点较多，相对单个经销商来看采购额较大。从前五大客户情况来看，2017年及2018年1-6月，公司前五大客户销售收入占公司营业收入的比重分别为9.35%和10.00%，前三大客户较为稳定，公司客户集中度不高，有利于分散经营风险。

表12 公司前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	2018年1-6月销售额	占当期营业收入比例
第一名	6,128.34	3.15%
第二名	4,147.87	2.13%
第三名	3,187.57	1.64%
第四名	3,183.47	1.63%
第五名	2,824.51	1.45%
合计	19,471.76	10.00%
客户名称	2017年销售额	占当期营业收入比例
第一名	8,901.43	2.55%
第二名	7,213.91	2.07%
第三名	6,013.05	1.73%
第四名	5,436.86	1.56%
第五名	5,014.74	1.44%
合计	32,579.99	9.35%
客户名称	2016年销售额	占当期营业收入比例
第一名	8,319.28	2.78%
第二名	6,336.12	2.11%
第三名	5,382.11	1.80%
第四名	5,077.05	1.69%
第五名	4,667.37	1.56%
合计	29,781.94	9.94%

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告及未经审计的2018年半年度报表，报告均采用新会计准则编制。2017年公司合并报表范围新增湖北安井食品有限公司，截至2018年6月末，公司合并报表范围一级子公司共7家，详见附录五。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，流动资金规模较大，整体流动性较好

截至2017年末，公司总资产规模为325,096.48万元，较上年末增长31.16%，保持较快

的增速,主要系公司首次公开发行股票募资所致;2018年6月末,公司总资产继续增长5.31%至342,369.21万元。从资产结构来看,公司资产以流动资产为主,2018年6月末在总资产中的占比为53.40%。

表13 公司主要资产构成情况(单位:万元)

项目	2018年6月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	58,917.18	17.21%	51,974.54	15.99%	37,848.44	15.27%
应收账款	7,427.85	2.18%	11,471.92	3.53%	10,594.14	4.27%
存货	83,542.63	24.40%	80,386.56	24.73%	73,751.92	29.76%
其他流动资产	25,467.77	7.44%	40,290.22	12.39%	1,310.50	0.53%
流动资产合计	182,823.59	53.40%	187,017.16	57.53%	127,058.53	51.26%
可供出售金融资产	7,980.00	2.33%	0.00	-	0.00	-
固定资产	121,711.08	35.55%	114,973.43	35.37%	97,341.13	39.27%
在建工程	13,468.52	3.93%	8,675.38	2.67%	10,764.00	4.34%
无形资产	9,982.34	2.92%	8,809.24	2.71%	9,001.94	3.63%
非流动资产合计	159,545.62	46.60%	138,079.32	42.47%	120,795.18	48.74%
资产总计	342,369.21	100.00%	325,096.48	100.00%	247,853.71	100.00%

资料来源:公司2016-2017年审计报告及未经审计的2018年半年度报表,鹏元整理

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2018年6月末,公司货币资金账面金额达58,917.18万元,较2016年末大幅增长55.67%,主要系公司于2017年2月首次公开发行股票募集的资金到账所致,货币资金以银行存款为主,其中受限资金6,089.90万元,主要为银行承兑汇票保证金,资金受限比例为10.34%。公司应收账款主要为应收各商超的货款,2018年6月末余额为8,013.10万元,扣除坏账准备后账面价值为7,427.85万元,占总资产的2.18%,应收账款规模保持相对较小,主要因为公司最主要的经销商模式销售收入采取“二次对账”方式,应收账款主要来自于商超模式中应收的货款,账龄基本在1年以内;其中,2018年6月末应收账款前五名客户合计欠款余额4,214.40万元,占应收账款合计数的52.59%,较为集中,但考虑到与公司合作的商超多为具有一定规模的连锁商场或超市,应收账款回收风险相对较小。

公司存货规模较大,2018年6月末账面价值为83,542.63万元,较2016年末增长13.28%。存货主要以原材料和发出商品为主,随着经营规模增长,发出商品的数量随之增加,另外,为了应对原材料价格上涨,公司提前储备较多原材料。2018年6月末,存货中发出商品账面价值为38,861.23万元,占存货比重为46.52%,主要系在经销及特通渠道模式下,公司对销售收入实行“二次对账”,产生较多未确认收入的发出商品。需要关注的是,公司存货多为速冻食品,仓储条件要求较高,且食品保质期较短,若公司不能对存货进行有效管理,

导致存货过期或出现其他质量问题，将给公司生产经营带来负面影响。截至2018年6月末，公司其他流动资产账面余额为25,467.77万元，主要为公司利用闲置资金购买的银行理财产品24,000.00万元。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程和无形资产构成。截至2018年6月末，公司可供出售金融资产账面余额为7,980.00万元，系公司2018年1月收购洪湖市新宏业食品有限公司19%股权所致。2018年6月末，公司固定资产账面价值121,711.08万元，较2016年末增长25.04%，主要系无锡、泰州及辽宁等生产基地新建厂房，及生产设备增加所致。

公司在建工程主要系为扩大产能在建的生产厂区建设工程及改扩建工程，截至2018年6月末，账面价值为13,468.52万元。截至2018年6月末，公司无形资产账面价值9,982.34万元，主要系子公司四川安井食品有限公司及无锡华顺民生食品有限公司为建设生产基地购入的土地使用权。

总体来看，2017年以来公司资产规模保持增长，流动资金规模较大，整体资产流动性较好。

资产运营效率

公司整体经营效率较为稳定，但受发出商品规模较大影响，存货周转率仍较低

由于采用经销商销售模式且采用“二次对账”的销售确认方式，公司应收账款规模相对较小，随着销售收入的较快增长，2017年应收账款周转天数进一步缩短为11.40天。

公司业务模式为订单销售，一般在接到订单后进行原材料采购并组织生产，另外，由于公司采用“二次对账”模式，公司在货物发出后，先行以发出商品核算，待与客户对账后再确认为收入，导致公司存货中发出商品余额较大，存货周转率较低，2017年存货周转天数为108.01天。2017年，公司净营业周期略增加至37.19天，经营效率较为稳定。

2017年，公司流动资产周转天数增加21.74天至162.27天，主要是由于公司首次公开发行股票募集的资金到账后，利用闲置资金购买了较大规模的银行理财产品，拉长了流动资产的周转周期。受此影响，公司总资产周转率有所下滑，2017年总资产周转天数较上年增加20.07天。总体来看，公司资产营运能力较为稳定。

表14 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017年	2016年
应收账款周转天数	11.40	12.15
存货周转天数	108.01	109.16

应付账款周转天数	82.22	88.03
净营业周期	37.19	33.28
流动资产周转天数	162.27	140.53
固定资产周转天数	109.69	113.24
总资产周转天数	296.01	275.94

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入规模保持较快增长，毛利率略有波动，盈利能力较好

随着公司销售渠道的不断开拓，以及泰州、辽宁等生产基地新增产能的逐步释放，2017 年公司实现营业收入 348,401.09 万元，较上年增长 16.27%。由于 2017 年下半年以来鱼糜等原材料价格有所上涨，使得综合毛利率略有下滑；但同时，公司根据市场状况调整销售策略，2018 年上半年毛利率有所回升。

2017 年，公司“销地产”的生产基地建设模式逐步推进，生产规模得到进一步提升，使得期间费用率不断下降，2017 年及 2018 年 1-6 月分别为 18.51% 和 17.56%。2017 年及 2018 年 1-6 月公司计入当期损益的政府补助分别为 2,567.66 万元和 1,853.60 万元，对公司利润形成一定补充。

整体来看，2017 年公司营业收入规模保持较快增长，毛利率略有波动，盈利水平较好。

表 15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年
营业收入	194,738.76	348,401.09	299,650.34
其他收益	820.19	1,238.20	-
营业利润	17,705.64	25,192.41	21,046.07
营业外收入	1,043.06	1,191.43	2,246.26
利润总额	18,696.32	26,339.06	23,108.06
净利润	14,234.79	20,243.24	17,740.71
综合毛利率	26.64%	26.27%	27.12%
期间费用率	17.56%	18.51%	19.20%
总资产回报率	-	9.47%	10.40%
净资产收益率	-	15.01%	19.37%
营业收入增长率	18.64%	16.27%	17.00%
净利润增长率	37.40%	14.11%	38.23%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度报表，鹏元整理

现金流

公司主营业务回款能力较强，经营活动现金流表现较好

公司主要采用经销商模式销售，经销商订货金额若超过公司给予的信用额度，须预付相应款项，且公司对客户信用额度管控严格，因此公司账面有较多预收款项，2017年及2018年1-6月，公司经营收现比分别为1.18和1.17，主营业务现金生成能力较强。2017年，随着固定资产折旧费用增加，公司非付现费用继续增加至9,912.94万元。整体来看，2017年公司经营活动产生的现金流净额为35,474.56万元，表现较好。由于公司原材料进货高峰期为每年的11、12月份，账期一般在30天或60天，因此上半年会支出较大规模的货款，现金流净额相对全年规模较小；2018年1-6月，公司经营活动产生的现金流净额为2,486.23万元。

从投资活动来看，2017年公司投资活动资金支出主要用于新厂区厂房建设及机器设备购置，此外，公司运用闲置资金购买了较大规模的银行理财产品，投资活动现金流入主要为理财产品赎回的资金；2017年及2018年1-6月投资活动现金流分别净流出68,062.27万元和12,526.88万元，投资活动资金净流出规模较大。

筹资活动方面，2017年公司通过首次公开发行股票及银行借款等方式共筹集资金113,077.35万元，全年筹资活动现金净流入48,009.75万元，为公司新厂区建设等投资活动提供了有力支持。

随着公司不断新建、改扩建厂区以及增加生产线以扩充产能，未来公司投资活动支出或将维持较高水平；本期债券募集资金的到位将有效缓解公司的资金支出压力。

表16 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年
净利润	14,234.79	20,243.24	17,740.71
非付现费用	5,564.92	9,912.94	8,638.93
非经营损益	-361.49	-559.06	1,043.05
FFO	19,438.22	29,597.12	27,422.69
营运资本变化	-16,951.98	5,877.46	-5,756.20
其中：存货减少（减：增加）	-3,156.07	-6,649.32	-15,050.17
经营性应收项目的减少（减：增加）	-446.14	-466.93	-5,194.70
经营性应付项目的增加（减：减少）	-13,349.77	12,993.71	14,488.67
经营活动产生的现金流量净额	2,486.23	35,474.56	21,666.49
投资活动产生的现金流量净额	-12,526.88	-68,062.27	-24,728.68
筹资活动产生的现金流量净额	16,776.74	48,009.75	1,275.75
现金及现金等价物净增加额	6,746.02	15,422.72	-1,790.31
收现比	1.17	1.18	1.17

资料来源：公司2016-2017年审计报告及2018年半年度报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资本实力大幅增强，但负债规模持续增长，且流动负债占比较高，负债结构有待优化

2017年2月，公司通过首次公开发行股票共募集资金60,059.12万元，扣除相关费用后，实际可使用募集资金53,984.62万元，使得公司2017年末所有者权益大幅增长68.58%至169,346.83万元，公司资本实力得到大幅提升；随着盈余的累积，2018年6月末所有者权益进一步增加至177,489.29万元。截至2018年6月末，公司负债总额为164,879.92万元，较2016年末增长11.86%。由于所有者权益的大幅增长，2017年末公司产权比率大幅降至91.97%，公司资本对负债的覆盖程度有所提高，但整体仍处于较低水平。

表17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年6月	2017年	2016年
负债总额	164,879.92	155,749.66	147,398.55
所有者权益	177,489.29	169,346.83	100,455.16
产权比率	92.90%	91.97%	146.73%

资料来源：公司2016-2017年审计报告及未经审计的2018年半年度报表，鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2018年6月末流动负债在总负债中占比达96.10%。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和预收款项构成。截至2018年6月末，公司短期借款账面余额为39,887.84万元，较2016年末大幅增长131.92%，主要系公司2018年上半年为生产旺季储备资金、增加流动资金贷款所致。公司应付票据均为银行承兑汇票，2018年6月末账面价值为17,181.34万元。

公司应付账款主要为购买原材料、工程物资产生的应付货款，账期大多在一年以内；截至2018年6月末，应付账款账面余额为49,025.20万元，较2017年末减少17.85%，系部分应付款项到期支付所致。公司预收款项主要来自于经销商的预付货款，公司对经销商进行信用等级考评，给予不同程度的信用额度，经销商订货时，若订货金额超过信用额度，则必须先行支付相应款项；随着公司销售规模不断增加，加之采用“二次对账”的确认模式，公司预收款项规模较大，2017年末及2018年6月末预收款项账面金额分别为43,684.01万元和39,893.95万元，占总负债比重分别为28.05%和24.20%；2018年6月末预收款项账龄均在1年以内。

公司非流动负债主要为递延收益，均为收到的政府补助，截至2018年6月末，递延收益账面金额为6,214.27万元。

需要关注的是，公司流动负债占比高，但资金投入主要在固定资产方面，回收期限相对较长，存在期限错配，债务结构仍有待优化。

表18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年6月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	39,887.84	24.19%	17,000.00	10.91%	17,199.23	11.67%
应付票据	17,181.34	10.42%	15,472.42	9.93%	16,769.37	11.38%
应付账款	49,025.20	29.73%	59,678.83	38.32%	57,664.84	39.12%
预收款项	39,893.95	24.20%	43,684.01	28.05%	38,493.71	26.12%
流动负债合计	158,451.00	96.10%	149,491.73	95.98%	141,266.80	95.84%
递延收益	6,214.27	3.77%	6,043.28	3.88%	5,917.11	4.01%
非流动负债合计	6,428.92	3.90%	6,257.93	4.02%	6,131.75	4.16%
负债合计	164,879.92	100.00%	155,749.66	100.00%	147,398.55	100.00%
其中：有息负债	57,069.18	34.61%	32,472.42	20.85%	33,968.60	23.05%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度报表，鹏元整理

截至2018年6月末，公司有息负债规模为57,069.18万元，全部为短期负债，债务偿还均为一年以内，存在一定的短期偿债压力。2018年7月12日，公司成功发行本期债券，有息负债规模进一步增长。

从主要偿债指标来看，截至2017年末，公司资产负债率为47.91%，较2016年末有明显下降，主要系公司公开发行股票所致；2018年6月末，公司资产负债率小幅回升至48.16%；随着本期债券的成功发行，公司资产负债率或将进一步提升。2017年，公司流动比率有一定提升，水平尚可，但由于以发出商品为主的存货规模较大，速动比率仍然处在较低水平。2017年公司利润总额同比增长13.98%，使得公司2017年末EBITDA同比增长13.52%至36,757.78万元，同时息税前利润对利息的保障能力有所提升。总体来看，2017年公司短期偿债能力有所改善，长期偿债能力略有提升，但公司经营性净现金流对流动负债和总负债的覆盖程度较弱，公司仍面临一定的偿债压力。

表19 公司偿债能力指标

指标名称	2018年6月	2017年	2016年
资产负债率	48.16%	47.91%	59.47%
流动比率	1.15	1.25	0.90
速动比率	0.63	0.71	0.38
EBITDA（万元）	24,883.43	36,757.78	32,379.99
EBITDA 利息保障倍数	65.68	46.56	41.74
有息债务/EBITDA	2.29	0.88	1.05

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度报表，鹏元整理

六、评级结论

公司品牌影响力不断提升，市场竞争力较强；2017年及2018年上半年，公司营业收入和利润保持较快增长；此外，公司经营活动现金流表现较好，流动资金较为充足。

同时，我们也关注到，速冻产品生产和流通环节中的食品安全风险依然存在；若未来原材料价格持续上涨，将对公司利润产生不利影响；并且公司新建厂房能否达到预期效益尚待市场检验。

基于以上情况，鹏元维持本期债券信用等级为 AA-，维持公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年6月	2017年	2016年	2015年
货币资金	58,917.18	51,974.54	37,848.44	37,794.36
应收票据	50.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	7,427.85	11,471.92	10,594.14	8,596.68
预付款项	6,942.41	2,563.96	3,220.58	1,307.16
其他应收款	475.74	329.96	332.96	496.55
存货	83,542.63	80,386.56	73,751.92	58,691.62
其他流动资产	25,467.77	40,290.22	1,310.50	0.00
流动资产合计	182,823.59	187,017.16	127,058.53	106,886.37
可供出售金融资产	7,980.00	0.00	0.00	0.00
固定资产净额	121,711.08	114,973.43	97,341.13	91,167.34
在建工程	13,468.52	8,675.38	10,764.00	3,005.43
无形资产	9,982.34	8,809.24	9,001.94	7,333.77
商誉	105.96	105.96	105.96	105.96
长期待摊费用（递延资产）	2,025.63	2,021.36	1,087.21	1,044.65
递延所得税资产	1,935.83	1,916.18	1,103.65	1,200.90
其他非流动资产（其他长期资产）	2,336.27	1,577.78	1,391.29	767.86
非流动资产合计	159,545.62	138,079.32	120,795.18	104,625.92
资产总计	342,369.21	325,096.48	247,853.71	211,512.28
短期借款	39,887.84	17,000.00	17,199.23	17,256.26
应付票据	17,181.34	15,472.42	16,769.37	13,933.57
应付账款	49,025.20	59,678.83	57,664.84	49,132.25
预收款项	39,893.95	43,684.01	38,493.71	35,631.92
应付职工薪酬	4,476.96	6,052.87	5,907.72	4,296.92
应交税费	4,654.66	4,112.72	2,466.73	1,683.16
应付利息	45.98	38.50	38.34	46.31
其他应付款	3,285.07	3,452.39	2,726.85	2,171.39
流动负债合计	158,451.00	149,491.73	141,266.80	124,151.77
长期应付职工薪酬	214.65	214.65	214.65	214.65
递延收益	6,214.27	6,043.28	5,917.11	4,431.41
非流动负债合计	6,428.92	6,257.93	6,131.75	4,646.06
负债合计	164,879.92	155,749.66	147,398.55	128,797.84
实收资本（股本）	21,604.00	21,604.00	16,203.00	16,203.00
资本公积	59,512.80	59,512.80	10,929.18	10,929.18
盈余公积	5,515.40	5,515.40	4,858.55	3,890.39

未分配利润	90,857.09	82,714.63	68,464.43	51,691.88
归属于母公司所有者权益合计	177,489.29	169,346.83	100,455.16	82,714.45
所有者权益合计	177,489.29	169,346.83	100,455.16	82,714.45
负债和所有者权益总计	342,369.21	325,096.48	247,853.71	211,512.28

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
一、营业收入	194,738.76	348,401.09	299,650.34	256,122.06
减：营业成本	142,865.36	256,884.97	218,384.00	186,760.57
营业税金及附加	1,708.16	3,327.02	2,546.77	2,018.74
销售费用	25,588.81	49,030.71	42,449.58	40,209.70
管理费用	8,387.72	15,176.57	14,452.62	12,728.87
财务费用	225.82	290.85	628.59	875.79
资产减值损失	-243.35	283.72	142.72	-101.81
投资收益（损失以“-”号填列）	810.40	685.40	0.00	0.00
资产处置收益（损失以“-”号填列）	-131.21	-138.44	0.00	0.00
其他收益	820.19	1,238.20	0.00	0.00
二、营业利润	17,705.64	25,192.41	21,046.07	13,630.21
加：营业外收入	1,043.06	1,191.43	2,246.26	3,291.32
减：营业外支出	52.38	44.78	184.27	113.40
三、利润总额	18,696.32	26,339.06	23,108.06	16,808.13
减：所得税费用	4,461.53	6,095.82	5,367.35	3,973.77
四、净利润	14,234.79	20,243.24	17,740.71	12,834.35
五、归属于母公司所有者的净利润	14,234.79	20,243.24	17,740.71	12,834.35

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	227,605.76	411,660.17	349,352.49	314,572.78
收到其他与经营活动有关的现金	1,935.21	4,050.52	2,422.10	2,796.34
经营活动现金流入小计	229,540.96	415,710.68	351,774.60	317,369.12
购买商品、接受劳务支付的现金	160,979.85	261,951.48	226,134.42	185,862.30
支付给职工以及为职工支付的现金	30,330.44	51,507.56	44,597.86	39,344.50
支付的各项税费	14,245.61	27,435.89	24,151.03	22,942.23
支付其他与经营活动有关的现金	21,498.82	39,341.19	35,224.79	31,492.08
经营活动现金流出小计	227,054.73	380,236.12	330,108.11	279,641.10
经营活动产生的现金流量净额	2,486.23	35,474.56	21,666.49	37,728.03
收回投资收到的现金	108,000.00	134,000.00	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	810.40	685.40	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	16.49	22.75	45.58	19.66
投资活动现金流入小计	108,826.89	43,396.04	45.58	19.66
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	20,373.77	29,770.42	24,774.26	22,329.26
投资支付的现金	100,980.00	173,000.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	121,353.77	202,770.42	24,774.26	22,329.26
投资活动产生的现金流量净额	-12,526.88	-68,062.27	-24,728.68	-22,309.61
吸收投资收到的现金	0.00	60,059.12	0.00	0.00
取得借款收到的现金	35,787.84	52,426.13	55,599.23	75,162.15
收到其他与筹资活动有关的现金	355.00	592.10	2,116.46	1,323.05
筹资活动现金流入小计	36,142.84	113,077.35	57,715.69	76,485.19
偿还债务支付的现金	12,900.00	52,625.36	55,656.26	74,985.84
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6,463.86	6,282.52	783.69	1,046.32
支付其他与筹资活动有关的现金	2.24	6,159.71	0.00	0.00
筹资活动现金流出小计	19,366.10	65,067.60	56,439.94	76,032.16
筹资活动产生的现金流量净额	16,776.74	48,009.75	1,275.75	453.03
汇率变动对现金的影响	9.92	0.67	-3.87	-11.93
现金及现金等价物净增加额	6,746.02	15,422.72	-1,790.31	15,859.52

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
净利润	14,234.79	20,243.24	17,740.71	12,834.35
加：资产减值准备	-243.35	283.72	142.72	-101.81
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,307.66	8,781.39	7,805.01	5,420.48
无形资产摊销	145.68	276.49	280.72	261.68
长期待摊费用摊销	354.93	571.34	410.48	400.77
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	84.60	138.44	166.21	88.88
固定资产报废损失	15.03	11.60	0.00	0.00
财务费用	368.92	788.83	779.59	1,076.03
投资损失	-810.40	-685.40	0.00	0.00
递延所得税资产减少	-19.64	-812.53	97.25	-62.37
存货的减少	-3,156.07	-6,649.32	-15,050.17	-1,483.34
经营性应收项目的减少	-446.14	-466.93	-5,194.70	1,740.57
经营性应付项目的增加	-13,349.77	12,993.71	14,488.67	17,552.80
经营活动产生的现金流量净额	2,486.23	35,474.56	21,666.49	37,728.03
现金的期末余额	52,827.28	46,081.26	30,658.54	32,448.85
减：现金的期初余额	46,081.26	30,658.54	32,448.85	16,589.34
现金及现金等价物净增加额	6,746.02	15,422.72	-1,790.31	15,859.52

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016-2017 年审计报告及 2018 年半年度报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年6月	2017年	2016年	2015年
应收账款周转天数(天)	-	11.40	11.53	13.52
存货周转天数(天)	-	108.01	109.16	111.70
应付账款周转天数(天)	-	82.22	88.03	83.79
净营业周期(天)	-	37.19	32.66	41.43
流动资产周转天数(天)	-	162.27	140.53	140.57
固定资产周转天数(天)	-	109.69	113.24	104.62
总资产周转天数(天)	-	296.01	275.94	271.09
综合毛利率	26.64%	26.27%	27.12%	27.08%
期间费用率	17.56%	18.51%	19.20%	21.01%
总资产回报率	-	9.47%	10.40%	9.27%
FFO(万元)	19,438.22	29,597.12	27,422.69	19,918.01
营运资本变化(万元)	-16,951.98	5,877.46	-5,756.20	17,810.02
产权比率	92.90%	91.97%	146.73%	155.71%
资产负债率	48.16%	47.91%	59.47%	60.89%
流动比率	1.15	1.25	0.90	0.86
速动比率	0.63	0.71	0.38	0.39
EBITDA(万元)	24,883.43	36,757.78	32,379.99	23,955.16
EBITDA 利息保障倍数	65.68	46.56	41.74	22.51
有息债务(万元)	57,069.18	32,472.42	33,968.60	31,189.83

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度报表，鹏元整理

附录五 截至 2018 年 6 月 30 日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	所在地	持股 比例	业务性质	取得 方式
无锡华顺民生食品有限公司	25,000.00	江苏省无锡市	100%	食品加工生产	收购
无锡安井食品营销有限公司	1,200.00	江苏省无锡市	100%	食品批发零售	收购
泰州安井食品有限公司	36,049.38	江苏省泰州市	100%	食品加工生产	设立
香港安井食品有限公司	400 万美元	香港	100%	速冻食品销售及配套产业投资	设立
辽宁安井食品有限公司	25,000.00	辽宁省鞍山市	100%	食品加工生产	设立
四川安井食品有限公司	10,000.00	四川省资阳市	100%	食品加工生产	设立
湖北安井食品有限公司	10,000.00	湖北省潜江市	100%	食品加工生产	设立

资料来源：公司提供

附录六 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	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / ((本年所有者权益 + 上年所有者权益) / 2) * 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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 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 * 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据

附录七 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。