

黑牛食品股份有限公司

2016 年不定期跟踪信用评级报告



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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【1】号 02

增信方式：连带责任保
证担保

担保主体：华夏幸福基
业控股股份公司

债券偿还方式：每年付
息一次，到期一次还本，
附第 3 年末发行人上调
票面利率选择权和投资
者回售选择权

分析师

姓名：
林丽霞 林心平

电话：
0755-82871596

邮箱：
linlx@pyrating.cn

评级日期：
2016 年 01 月 20 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

黑牛食品股份有限公司 2016 年不定期跟踪信用评级报告

发行主体本次信用等级 A+ 评级展望 负面

发行主体上次信用等级 AA 评级展望 负面

存续债券评级结果：

债券简称	本次信用等级	上次信用等级	剩余规模	到期日期
12 黑牛 01	AA+	AA	2.7 亿元	2018-03-18

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对黑牛食品股份有限公司（以下简称“黑牛食品”或“公司”）及相关债券的 2016 年度不定期跟踪评级结果为：发行主体长期信用等级下调为 A+，评级展望维持为负面，12 黑牛 01 债信用等级上调为 AA+。该评级结果是考虑到华夏幸福基业控股股份公司（以下简称“华夏控股”）追加的保证担保有效地提升了 12 黑牛 01 债的安全性；同时我们也关注到了公司 2015 年以来营收规模与毛利率均有所下降，经营亏损加大，实际控制人及高管团队变更可能影响其经营稳定性等风险因素。

正面：

- 华夏控股追加的保证担保有效地提升了 12 黑牛 01 债的安全性。华夏控股为 12 黑牛 01 债追加了无条件不可撤销的连带责任保证担保，近年其收入规模与利润水平较快提高，鹏元综合评定其主体长期信用等级为 AA+，有效地提升了 12 黑牛 01 债的安全性。

关注：

- 2015 年三季度报营收规模与毛利率均有所下降，经营亏损加大。2015 年 1-9 月，公司营业收入较上年同期下降了 18.26%，综合毛利率下降了 22.73 个百分点；同时，新品宣传推广等销售费用较快增加，营业利润亏损 1.5 亿元，加大了其经营压力。
- 实际控制人及高管团队变更可能影响公司经营稳定性。公司实际控制人与高管团队发生变更，其战略及主营业务可能发生变化；同时，若实际控制人与现任高管不能较快地适应公司文化及较好地进行经营调整，将影响其经营的稳定性。

- **重大资产处置形成一定的当期损失，且若回收资金未能有效利用将降低其经营效益。**2015年12月，公司以低于被处置子公司净资产（或相关资产净值）的起拍价转让了全资子公司陕西黑牛食品工业有限公司（以下简称“陕西黑牛”）100%股权、黑牛食品（苏州）有限公司（以下简称“苏州黑牛”）100%股权、辽宁黑牛食品工业有限公司（以下简称“辽宁黑牛”）100%股权以及黑牛食品（广州）有限公司（以下简称“广州黑牛”）、安徽省黑牛食品工业有限公司（以下简称“安徽黑牛”）部分生产设备，将形成一定金额的当期损失；同时，因公司对主要产品全部或部分生产线进行了处置，若回收资金未能得到有效利用，其经营效益将有所下降。

主要财务指标：

项目	2015年9月	2014年	2013年	2012年
总资产（万元）	190,394.72	217,574.38	179,932.83	158,019.31
所有者权益合计（万元）	120,963.23	137,196.64	136,280.75	136,320.02
有息债务（万元）	43,119.07	51,136.57	26,740.63	10,000.00
资产负债率	36.47%	36.94%	24.26%	13.73%
流动比率	1.32	1.39	4.42	3.59
速动比率	0.99	1.01	3.46	2.76
营业收入（万元）	33,329.47	58,334.41	69,715.63	76,287.34
营业利润（万元）	-14,990.64	-803.79	1,308.26	7,036.63
利润总额（万元）	-15,546.68	1,477.92	2,289.14	7,343.42
综合毛利率	12.21%	39.04%	35.30%	34.34%
总资产回报率	-	1.78%	2.23%	4.95%
EBITDA（万元）	-	8,331.89	7,963.92	10,786.06
EBITDA 利息保障倍数	-	3.61	5.37	78.35
经营活动现金流净额（万元）	-1,530.74	-234.22	11,218.17	1,509.27

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年季报，鹏元整理

一、不定期跟踪启动原因

（一）实际控制人变更

根据公司于2015年11月7日披露的《关于实际控制人拟变更的提示性公告》，公司原实际控制人林秀浩先生于2015年11月6日与西藏知合资本管理有限公司（以下简称“知合资本”）签署《股份转让协议》，将其持有的5,094.56万股公司股份（占总股本的10.85%）出让给知合资本，且不可撤销地授权知合资本（或知合资本指定的第三方）作为其另行持有的8,905.44万股公司股份（占总股本的18.97%，以下简称“授权股份”）唯一的、排他的代理人，就授权股份全权代表其按公司章程行使权利；为担保股份出让和表决权授予的执行，林秀浩先生同意将授权股份质押给知合资本。

截至2015年11月14日，授权股份已在中国证券登记结算有限公司深圳分公司办理完成质押登记手续；此外，公司于2015年12月2日发布《关于股东协议转让公司股份完成过户登记暨公司控制权发生变更的提示性公告》，5,094.56万股股份的转让过户手续已于2015年11月30日办理完毕。截至2015年12月末，知合资本在公司拥有权益的股份达到29.82%，成为公司拥有单一表决权的最大股东，王文学成为公司新的实际控制人。

（二）高管团队更换

公司先后于2015年10月28日、2015年12月2日分别发布了《关于副董事长、总经理辞职的公告》、《关于董事、独立董事、证券事务代表辞职的公告》，因个人原因吴迪年先生辞去公司副董事长、总经理职务；林秀浩先生辞去公司董事长、战略规划委员会召集人、代行总经理职务；黄树忠先生辞去董事、董事会秘书、审计委员会委员职务；何玉龙先生辞去董事、财务总监职务；陈茹女士辞去董事职务。上述人员辞职后将不再担任公司任何其他职务。

2015年12月，公司2015年第四次临时股东大会决议通过补选程涛、孟庆林、李伟敏、朱洲、金亮为公司第三届董事会非独立董事；补选严杰、郑建明、周清杰为公司第三届董事会独立董事；补选杨阳、徐雅薇为公司第三届监事会监事。公司第三届董事会第十五次会议选举程涛先生担任公司董事长职务，并代行董事会秘书职责直至正式聘到董事会秘书为止；通过聘任金亮先生为公司总经理、孟庆林先生为公司财务总监的议案。

（三）公司 2015 年三季度报大幅亏损

2015年1-9月，由于液态奶、豆奶粉等原有产品销售业绩下滑且新品预调鸡尾酒销售量未达预期，公司营业收入同比下滑18.26%至33,329.47万元；同时，产能利用率下降等因素使得原有产品毛利率出现不同程度的下滑，且新产品的推出带来期间费用率的明显上升（由上年同期的35.94%上升至56.32%），致使公司净利润出现15,920.44万元的大幅亏损。

（四）重大资产处置

公司于2015年12月2日召开第三次临时股东大会，审议通过“以公开拍卖方式转让全资子公司陕西黑牛100%股权、苏州黑牛100%股权、辽宁黑牛100%股权与转让广州黑牛、安徽黑牛部分生产设备”以及“提请股东大会授权董事会全权处理拍卖后续事宜”的议案。根据公司2015年12月23日发布的《关于拍卖子公司股权和设备的交易进展公告》，公司于2015年12月11日就上述标的物进行公开拍卖，拍卖结果均以起拍价成交；截至2015年12月22日，上述标的物的买受人已按规定时间付清全部拍卖价款，且已与公司及相关子公司分别签署了《股权转让协议》和《设备转让协议》。

（五）华夏控股为 12 黑牛 01 债追加担保

公司于2015年12月2日召开了12黑牛01债2015年第一次债券持有人会议，各位债券持有人同意华夏控股为12黑牛01债提供全额无条件不可撤销的连带责任担保，并要求公司于会议结束后十个工作日内办妥担保事项。2015年12月14日，公司与华夏控股签署了《担保协议书》，约定华夏控股为12黑牛01债提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

针对上述事项，鹏元启动12黑牛01债的2016年度不定期跟踪程序。通过相关人员访谈、资料查阅等方式，重点对公司自上一次评级（2015年5月6日）以来相关事件对其整体经营状况的影响作跟踪分析。

二、事项分析

公司实际控制人变更可能使其原有业务发生变化，且高管团队的更换对其经营产生一定影响

截至2015年12月末，知合资本直接持有公司5,094.56万股股份（占总股本的10.85%），并受托行使公司8,905.44万股股份（占总股本的18.97%）的表决权，合计拥有权益股份达到29.82%，成为公司拥有单一表决权的最大股东，王文学成为公司新的实际控制人。

公司目前主要从事大豆及谷类营养饮品的研发、生产和销售业务，知合资本主要从事

投资管理业务，其实际控制人控制的企业主要从事投资管理业务、房地产开发业务、智慧城市业务等。自2015年11月7日发布《关于实际控制人拟变更的提示性公告》后，公司近期通过公开拍卖方式转让了部分从事饮品生产业务的子公司股权和设备，其主营业务及剩余的饮品相关资产未来可能发生调整。若公司转让部分子公司股权和设备回收的资金未能进行有效地投入新增业务或其他投资，其资产运营效率与未来业务发展可能受到不利影响。

此外，公司高管作为公司战略的主要制定者和执行者，高管人员的稳定关系着其业务发展的好坏。2015年10月以来，公司总经理、董事长、财务总监等高层管理人员相继离职，不利于公司原有战略的执行与原有业务的开展；并且，新任董事长、总经理在原有业务运营上需要一定的适应期限，可能影响原有业务的运作成果与效率。但是，从另一角度来看，公司原有业务收入规模有所缩减，盈利能力逐年下降；同时，实际控制人的下属控制企业、新任董事长与总经理均在投资管理、房地产开发等业务中经验丰富，若公司进入相应领域则可能有利于其未来业务的开拓与经营绩效的提升。

公司产品销量不达预期，产能利用率下降，营收与毛利率下滑，主业明显亏损

2015年1-9月，公司原有的液态饮品、豆奶粉、麦片等产品销量较上年有所下滑，同时部分产品销售价格也有所下降，使得销售收入均出现一定幅度的下滑。其中，除液态饮品外，豆奶粉、麦片等其他产品的下降幅度均超过30%。此外，2014年12月推出市场的预调鸡尾酒销量不达预期，2015年1-9月仅销售1,090.10吨，实现销售收入为2,291.94万元。总体而言，由于原有产品与新品的销量不达预期，部分产品销售价格也有所下滑，公司2015年1-9月实现营业收入33,329.47万元，较上年同期下降了18.26%。

表 1 2015 年 1-9 月公司各类产品收入、利润及其与上年同期比较（单位：吨、万元）

项 目	2015 年 1-9 月			2014 年 1-9 月			同比增减	
	销量	销售收入	毛利率	销量	销售收入	毛利率	收入	毛利率
液态饮品	37,277.03	14,916.21	15.24%	46,522.94	17,931.25	36.77%	-16.81%	-21.53%
豆奶粉	7,218.45	8,510.27	11.79%	8,543.95	13,797.79	32.86%	-38.32%	-21.07%
麦片	2,705.96	3,657.25	24.25%	3,327.97	5,370.34	35.38%	-31.90%	-11.13%
芝麻糊	744.19	1,149.16	24.46%	1,077.28	2,013.07	35.51%	-42.92%	-11.05%
核桃粉	470.48	913.9	25.47%	598.13	1,325.36	38.50%	-31.05%	-13.03%
含酒饮料	1,090.10	2,291.94	70.32%	-	-	-	-	-
其他	-	1,890.74	-117.26%	-	338.60	-1.51%	-	-
合计	-	33,329.47	12.21%	-	40,776.41	34.94%	-18.26%	-23.03%

注：1、其他主要包括少量的原材料、包装材料处置等收入；2、收入比较指较上年同期的增减幅度，毛利率比较指较上年同期的增减数值。

资料来源：公司提供

公司新老产品销售不达预期，使得各类产品的产能利用率均有所下降。其中，除核桃

粉及液态饮品外，其他产品的产能利用率均在 30% 以下，新品预调鸡尾酒的产能利用率仅为 5.78%。新老产品产能利用率的下降及销售均价的下滑带来各类产品毛利率的下降，其中，液态饮品、豆奶粉的毛利率分别下降 21.53 个百分点和 21.07 个百分点，使得公司 2015 年 1-9 月综合毛利率下降了 22.73 个百分点至 12.21%。同时，新品宣传推广等销售费用的较快增加带来期间费用的上升，使得公司 2015 年 1-9 月营业利润亏损 14,990.64 万元，加剧了其经营压力。

表 2 2015 年 1-9 月公司各类产品产能利用情况（单位：吨）

项 目	产量	年产能	产能利用率	
			2015 年 1-9 月	2014 年
液态饮品	33,360.53	85,157.90	52.23%	59.75%
豆奶粉	6,607.45	37,647.00	23.40%	24.90%
麦片	2,422.67	12,762.00	25.31%	41.74%
芝麻糊	641.07	4,350.00	19.65%	39.97%
核桃粉	375.05	450	111.13%	228.58%
预调酒	1,040.00	24,000.00	5.78%	-

注：1、2015 年 1-9 月产能利用率=当期产量/（年产能*9/12）；2、核桃粉生产线与芝麻糊生产线可以共用生产设备，故核桃粉产能利用率较高。

资料来源：公司提供

公司重大资产处置形成一定金额的当期损失，若回收资金能有效利用将有利于其经营效益的提升

出于战略调整需要，公司于 2015 年 12 月以公开拍卖方式转让了全资子公司陕西黑牛 100% 股权、苏州黑牛 100% 股权、辽宁黑牛 100% 股权以及广州黑牛、安徽黑牛部分生产设备，合计拍卖价款 35,712.18 万元，处置资产明细及拍卖价格见下表。

表 3 子公司资产拍卖及其截至 2015 年 9 月末的情况（单位：万元）

子公司	注册资本	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润	拍卖价格	评估清算值
苏州黑牛	15,500.00	24,616.69	14,561.12	1,538.25	-686.36	-770.99	12,361.78	6,371.24
辽宁黑牛	2,200.00	49,772.16	16,689.31	0.00	-136.83	77.42	9,328.15	918.34
陕西黑牛	13,000.00	13,568.68	13,494.77	5,242.20	-255.76	-226.07	8,286.54	8,286.54
广州黑牛	8,000.00	26,862.70	7,545.33	0.00	-153.74	-154.32	3,824.78	3,269.04
安徽黑牛	15,500.00	36,114.00	33,359.05	14,706.90	-173.98	-158.74	1,910.93	1,633.27

注：1、广州黑牛、安徽黑牛拍卖标的为部分生产设备，上表中的拍卖价格与评估清算值仅就其拍卖的生产设备而言，该拍卖生产设备 2015 年 9 月末的资产账面净值分别为 9,791.44 万元、2,794.39 万元；2、上述 5 项资产的评估清算值均来自广东中广信资产评估有限公司出具的相关评估报告，评估基准日均为 2015 年 9 月 30 日。其中，苏州黑牛、辽宁黑牛、陕西黑牛全部权益的评估减值率分别为 56.23%、94.54%、34.36%。

资料来源：公司提供

截至 2015 年 9 月末，苏州黑牛、辽宁黑牛、陕西黑牛的净资产（所有者权益）分别为 14,561.12 万元、16,689.31 万元和 13,494.77 万元，广州黑牛、安徽黑牛处置的生产设备的资

产净值分别为9,791.44万元、2,794.39万元。上述资产的拍卖价格与其2015年9月末净资产（或资产净值）相比，均有不同程度的折价。其中，广州黑牛生产设备拍卖的折价率最高，达到60.94%。因此，公司上述重大资产处置形成一定金额的当期损失，将加大其2015年的亏损程度。但是，从另一角度看，重大资产处置主要涉及液态饮品、豆奶粉以及预调酒的生产线，该等产品近年产能利用率均处于较低水平，公司及时调整战略，对上述资产进行处置并回收资金，若回收资金能有效利用将有利于其未来经营效益的提升。

表 4 重大资产处置后各类产品产能对比（单位：吨/年）

产品名称	液态饮品	豆奶粉	麦片	芝麻糊	核桃粉	预调酒
处置前	85,158	37,647	12,762	4,350	450	24,000
处置后	81,888	15,857	12,762	4,350	450	0
产能变化	-3,270	-21,790	0	0	0	-24,000

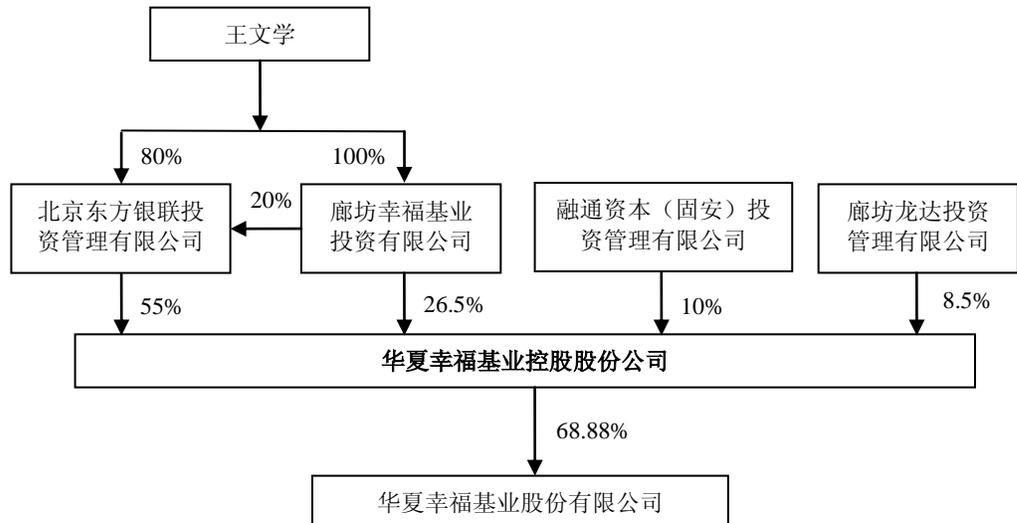
资料来源：公司提供

华夏控股提供的无限连带责任担保有效地提升了12黑牛01债的安全性

华夏控股是公司实际控制人王文学实际控制的公司，其于2015年12月14日与公司签署了《担保协议书》，约定为12黑牛01债提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保期限为12黑牛01债存续期及到期之日起两年，担保范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

华夏控股成立于1998年7月10日，前身是廊坊市华夏房地产开发有限公司，由王文学和廊坊市融通物资贸易有限公司共同出资设立，初始注册资本200万元，其中王文学持股比例为80%。后经多次增资及股权变更、股份制改革，截至2015年6月末注册资本10.50亿元，控股股东为北京东方银联投资管理有限公司，实际控制人为王文学，股权结构如下。

图 1 截至 2015 年 6 月 30 日华夏控股股权结构



资料来源：华夏控股提供，鹏元整理

华夏控股本部不负责具体业务运营，其营业收入全部来源于旗下核心子公司华夏幸福基业股份有限公司（以下简称“华夏幸福”，2011年完成借壳上市）。华夏幸福主要从事产业新城开发建设和城市地产开发业务，其中产业新城开发建设包含土地整理、基础设施建设、产业发展服务、园区住宅配套及综合服务等业务。近年华夏幸福不断拓展园区的开发建设，先后投资开发运营环北京区域的固安工业园区、大厂潮白河工业园区、怀来京北生态新区，环上海区域的无锡园区、镇江园区、嘉善园区，沈阳城市群的苏家屯园区等，其中环北京的固安工业园区、大厂潮白河工业园区、怀来京北生态新区开发较早，园区较为成熟。随着园区基础设施日益完善，招商引资规模和力度不断增大，入园企业落地投资额将持续增长，华夏幸福产业新城开发建设收入较快增长，由2012年的102.71亿元上升至2014年的236.74亿元，年均复合增长率为51.82%；2015年1-6月实现收入129.94亿元，同比增长25.45%。截至2015年6月末，华夏幸福已签订25个园区委托开发协议或合作协议，受托开发区域1,936.13平方公里。随着京津冀一体化的推进，尤其北京政府即将东迁通州、环球影城落地通州、大兴首都新机场的筹建，环北京区域产业新城建设将不断提速，为华夏幸福的业务发展提供持续推力，但考虑到其产业新城开发建设不断拓展，且园区建设前期投资规模较大，若资金回流不达预期或外部融资环境发生变化，其将面临较大的资金压力。此外，其城市地产开发业务收入亦有所增长，为营业收入提供重要补充。总体来看，近年华夏幸福营业收入增长较快，2012-2014年的年均复合增长率达到49.20%，2015年1-6月同比增长48.23%，实现营收168.72亿元。

表 5 华夏控股营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2015年6月		2014年		2013年		2012年		
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	
产业新城开发建设	园区住宅配套	52.64	29.50%	158.07	28.50%	130.88	27.15%	65.96	36.08%
	产业发展服务	45.20	95.86%	35.68	96.89%	23.65	97.55%	15.46	95.60%
	土地整理	28.01	13.03%	26.32	14.34%	20.53	28.98%	20.60	25.45%
	基础设施建设	0.35	37.14%	14.32	38.62%	9.90	21.31%	-	-
	物业管理服务	0.25	-	1.63	-	1.11	16.22%	0.33	48.48%
	综合服务	3.49	36.96%	0.72	13.89%	0.44	27.27%	0.36	30.56%
城市地产开发	37.68	2.68%	27.30	23.46%	23.39	19.62%	17.13	22.01%	
其他	1.10	-	4.81	24.32%	0.70	-	0.93	3.23%	
营业收入	168.72	37.97%	268.86	35.77%	210.60	33.81%	120.77	39.65%	

资料来源：华夏控股提供，鹏元整理

从盈利能力来看，近年华夏控股综合毛利率有所波动，但波动幅度不大。其中，2013年的下降主要系土地成本上升使得园区住宅配套和城市地产开发业务毛利率下降所致，

2014年以来随着毛利率较高的产业新城服务收入比重的提高而逐步回升。近年其期间费用随着有息债务的快速增加有所上升，但营收规模的扩张使得期间费用率相对平稳。华夏控股投资收益近年有所上升，主要是理财收益及委托他人管理的资产收益。受益于营收规模的扩大、毛利率的相对平稳与投资收益的增加，其营业利润由2012年的19.83亿元快速上升至2014年的44.68亿元，但总资产回报率受负债规模扩张的影响逐年下降。随着利润的积累和债务规模的扩张，其总资产由2012年末的472.90亿元快速上升至2015年6月末的1,510.45亿元，但资产负债率处于较高水平，近年均在87%以上。华夏控股近年产业新城开发建设和土地整理支出较大，存货周转速度相对缓慢，其主要通过住宅配套销售回笼部分资金，近年经营活动持续表现为较大的现金净流出，且流出规模不断扩大，对外部融资的依赖较大，在建项目的未来开发建设仍面临较大的资金压力。

表 6 华夏控股主要财务指标

项目	2015年6月	2014年	2013年	2012年
总资产（万元）	15,104,489.36	12,147,507.44	7,875,398.57	4,729,015.23
归属于母公司所有者权益（万元）	667,324.05	500,952.63	316,862.76	215,301.39
有息债务（万元）	5,755,354.29	4,160,011.73	2,292,145.32	1,162,175.66
资产负债率	88.58%	87.11%	88.97%	91.25%
存货周转天数（天）	-	1,379.76	1,114.91	1,307.65
流动比率	1.25	1.21	1.28	1.36
营业收入（万元）	1,687,224.37	2,688,554.85	2,105,975.51	1,207,695.13
投资收益（万元）	23,023.75	11,191.53	4,242.42	608.09
营业利润（万元）	396,937.75	446,833.73	290,847.30	198,331.12
利润总额（万元）	400,676.30	445,424.24	290,809.16	198,727.21
综合毛利率	37.97%	35.77%	33.81%	39.65%
总资产回报率	12.38%	26.85%	33.42%	31.63%
EBITDA（万元）	-	518,605.02	348,100.19	233,141.73
EBITDA 利息保障倍数	-	1.67	2.01	2.80
经营活动现金流净额（万元）	-593,000.12	-703,965.88	-399,356.37	-214,499.20

资料来源：华夏控股提供，鹏元整理

总体而言，近年华夏控股积极发展产业新城开发建设业务，近年营业收入与利润水平快速提升；同时，政府鼓励采用PPP模式加速城市建设与开发，为其未来业务发展提供一定契机。但是，其园区开发与土地整理等支出规模较大，经营活动持续表现为较大的现金净流出，对外部融资的依赖较大，有息债务不断攀升，面临较大的开发资金压力与偿债压力。经鹏元综合评定，华夏控股主体长期信用等级为AA+，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效地提升了12黑牛01债的安全性。

三、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年度审计报告以及未经审计的2014年、2015年三季报，财务报表均采用新准则编制。2013年数据采用2014年年初数，2015年三季报的合并范围无变化。

公司盈利能力减弱，主业出现较大亏损，资产处置对其经营产生一定影响；负债规模有所缩减，公司流动资产占比下降，但资产处置款项的回收有利于其流动性的提升

2015年1-9月，受液态奶、豆奶粉等原有产品销量下降及预调鸡尾酒等新产品销量不达预期的因素影响，公司营业收入比上年同期较快下降18.26%至3.33亿元，其中第三季度的营收同比下降了45.60%，下降幅度较大。

从盈利能力来看，公司产品产销量的缩减带来产能利用率的下降，使得各产品毛利率明显下降，综合毛利率由2014年的39.04%下降至2015年1-9月的12.21%，较上年同期的34.94%也较快下降，削弱了其盈利能力。同时，预调鸡尾酒等新产品的宣传推广及促销带来公司销售费用的增加，使得2015年1-9月其期间费用率上升至56.32%，进一步侵蚀了公司的利润水平，致使其主业出现较大幅度的亏损。2015年1-9月，公司净利润达到1.59亿元的亏损。

表 7 近年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015年1-9月	2014年1-9月	2014年	2013年
营业收入	33,329.47	40,776.41	58,334.41	69,715.63
营业利润	-14,990.64	-1,060.80	-803.79	1,308.26
营业外净收入	-556.04	1,372.72	2,281.71	980.88
利润总额	-15,546.68	311.93	1,477.92	2,289.14
净利润	-15,920.44	250.74	1,228.87	1,457.08
综合毛利率	12.21%	34.94%	39.04%	35.30%
期间费用率	56.32%	35.94%	39.00%	32.59%
其中：销售费用率	33.58%	20.38%	23.45%	22.14%
总资产回报率	-	-	1.78%	2.23%

注：2014年公司确认政府补助8,894.93万元，其中含辽宁黑牛原厂区搬迁补偿款8,286.44万元。

资料来源：公司2014年审计报告及未经审计的2014年、2015年三季报，鹏元整理

2015年公司实际控制人及发展战略发生变更，并于12月处置了部分子公司股权与设备，原有产品产能下降，若无相应资产注入则原有业务收入将有所缩减；同时，若公司处置资产回收的款项未能得到有效利用，公司主业的盈利能力将受到一定的负面影响。

公司主业的亏损对所有者权益形成一定的侵蚀，2015年9月末所有者权益下降至12.10亿元，较2014年末减少了11.83%。随着部分银行借款的到期偿付，公司的有息债务、负债总额有所下降。由于负债规模及所有者权益均有所下滑，公司资产负债率较上年末变动不大；同时，流动资产与流动负债同时缩减，公司流动比率、速动比率也基本与上年末持平。

表 8 近年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015年9月	2014年	2013年
负债总额	69,431.49	80,377.74	43,652.08
所有者权益	120,963.23	137,196.64	136,280.75
资产负债率	36.47%	36.94%	24.26%
流动比率	1.32	1.39	4.42
速动比率	0.99	1.01	3.46

资料来源：公司2014年审计报告及未经审计的2015年三季度报，鹏元整理

从负债构成来看，2015年1-9月，公司偿付了部分短期借款，使得有息债务余额2015年9月末下降至4.31亿元，较上年末有所缩减，其他有息债务余额变动不大。由于原有产品及新产品产销量不达预期，2015年9月末公司应付账款、预收款项均有所下降。

表 9 近年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015年9月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8,150.00	11.74%	14,575.78	18.13%	0.00	0.00%
应付账款	6,396.08	9.21%	8,050.93	10.02%	6,805.22	15.59%
预收款项	1,765.81	2.54%	2,854.49	3.55%	5,749.79	13.17%
一年内到期的非流动负债	4,000.00	5.76%	4,000.00	4.98%	0.00	0.00%
流动负债合计	23,754.93	34.21%	34,095.39	42.42%	16,201.66	37.12%
长期借款	4,126.00	5.94%	5,763.00	7.17%	0.00	0.00%
应付债券	26,843.07	38.66%	26,797.79	33.34%	26,740.63	61.26%
专项应付款	14,171.49	20.41%	13,593.56	16.91%	0.00	0.00%
非流动负债合计	45,676.55	65.79%	46,282.35	57.58%	27,450.42	62.88%
负债合计	69,431.49	100.00%	80,377.74	100.00%	43,652.08	100.00%
其中：有息债务	43,119.07	62.10%	51,136.57	63.62%	26,740.63	61.26%

注：有息债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券。

资料来源：公司2014年审计报告及未经审计的2015年三季度报，鹏元整理

由于主业亏损对所有者权益的侵蚀以及负债规模的缩减，公司资产总额较2014年末下降了12.49%至2015年9月末的19.04亿元。从结构上看，流动资产占比明显下降。2015年9月末，货币资金余额主要因有息债务的偿付而下降；预付款项及存货余额随着公司产品产销量的下降而减少；无形资产余额因收到政府退回辽宁土地使用权款项及地块差价款项而

明显减少；应收账款余额上升主要由于2015年实行给予优质客户一定账期等促销政策所致；其他科目变动不大。

表 10 近年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015年9月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9,479.87	4.98%	15,214.38	6.99%	41,196.18	22.90%
应收账款	6,037.16	3.17%	4,688.18	2.15%	1,465.53	0.81%
预付款项	2,021.00	1.06%	8,880.46	4.08%	8,199.45	4.56%
存货	7,882.22	4.14%	13,163.08	6.05%	15,524.85	8.63%
其他流动资产	4,391.05	2.31%	3,535.50	1.62%	2,636.02	1.47%
流动资产合计	31,414.59	16.50%	47,437.67	21.80%	71,562.72	39.77%
固定资产	68,212.28	35.83%	67,959.91	31.24%	68,862.18	38.27%
在建工程	22,094.14	11.60%	20,252.85	9.31%	17,045.05	9.47%
无形资产	27,335.43	14.36%	41,000.61	18.84%	20,612.17	11.46%
其他非流动资产	38,841.75	20.40%	40,168.85	18.46%	1,519.83	0.84%
非流动资产合计	158,980.13	83.50%	170,136.71	78.20%	108,370.11	60.23%
资产总计	190,394.72	100.00%	217,574.38	100.00%	179,932.83	100.00%

资料来源：公司 2014 年审计报告及未经审计的 2015 年三季报，鹏元整理

2015年12月，因实际控制人变更对公司战略发生影响，公司对部分子公司股权与部分设备进行公开拍卖转让，转让价款合计35,712.18万元，截至2015年12月23日买受人已按规定时间付清全部拍卖价款。资产处置价款的回收提升了公司资产的流动性，但若该款项未得到有效的利用，将影响其资产运用效率。

四、评级结论

2015年以来，公司产品销量不达预期且新品宣传推广使得销售费用较快增加，三季报出现较大的亏损；同时，公司实际控制人及高管团队发生变更，并转让了部分子公司100%股权与设备，处置了产能利用率较低的产品生产线，发展战略和主营业务可能发生变化，对其未来经营状况及效益产生一定影响。此外，其实际控制人王文学先生下属控股企业华夏控股为12黑牛01债追加了无条件不可撤销的连带责任保证担保。

基于以上情况，鹏元将发行主体长期信用等级下调为A+，评级展望维持为负面，12黑牛01债信用等级上调为AA+。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年9月	2014年	2013年
货币资金	9,479.87	15,214.38	41,196.18
应收票据	42.50	0.00	0.00
应收账款	6,037.16	4,688.18	1,465.53
预付款项	2,021.00	8,880.46	8,199.45
其他应收款	1,560.80	1,956.06	2,540.69
存货	7,882.22	13,163.08	15,524.85
其他流动资产	4,391.05	3,535.50	2,636.02
流动资产合计	31,414.59	47,437.67	71,562.72
长期股权投资	2,000.00	0.00	0.00
固定资产	68,212.28	67,959.91	68,862.18
在建工程	22,094.14	20,252.85	17,045.05
无形资产	27,335.43	41,000.61	20,612.17
递延所得税资产	496.53	754.48	330.88
其他非流动资产	38,841.75	40,168.85	1,519.83
非流动资产合计	158,980.13	170,136.71	108,370.11
资产总计	190,394.72	217,574.38	179,932.83
短期借款	8,150.00	14,575.78	0.00
应付账款	6,396.08	8,050.93	6,805.22
预收款项	1,765.81	2,854.49	5,749.79
应付职工薪酬	514.76	848.97	863.86
应交税费	637.46	1,640.45	793.58
应付利息	843.90	1,235.40	1,235.40
其他应付款	1,446.93	889.37	753.80
一年内到期的非流动负债	4,000.00	4,000.00	0.00
流动负债合计	23,754.93	34,095.39	16,201.66
长期借款	4,126.00	5,763.00	0.00
应付债券	26,843.07	26,797.79	26,740.63
专项应付款	14,171.49	13,593.56	0.00
递延收益-非流动负债	536.00	128.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	709.79
非流动负债合计	45,676.55	46,282.35	27,450.42
负债合计	69,431.49	80,377.74	43,652.08
实收资本(或股本)	46,945.95	31,297.30	31,297.30
资本公积金	54,483.87	70,132.52	70,132.52

盈余公积金	1,703.97	1,703.97	1,446.84
未分配利润	17,829.45	34,062.86	33,404.10
归属于母公司所有者权益合计	120,963.23	137,196.64	136,280.75
所有者权益合计	120,963.23	137,196.64	136,280.75
负债和所有者权益总计	190,394.72	217,574.38	179,932.83

资料来源：公司 2014 年审计报告及未经审计的 2015 年三季度报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年1-9月	2014年1-9月	2014年	2013年
一、营业总收入	33,329.47	40,776.41	58,334.41	69,715.63
营业收入	33,329.47	40,776.41	58,334.41	69,715.63
二、营业总成本	48,320.11	41,837.21	59,138.20	68,407.38
其中：营业成本	29,259.38	26,529.63	35,558.53	45,108.48
营业税金及附加	243.49	468.48	643.50	500.40
销售费用	11,192.85	8,310.06	13,678.84	15,438.29
管理费用	5,696.67	5,023.85	7,097.51	6,169.13
财务费用	1,881.01	1,319.72	1,972.26	1,114.03
资产减值损失	46.71	185.46	187.56	77.04
三、营业利润	-14,990.64	-1,060.80	-803.79	1,308.26
加：营业外收入	577.90	9,682.91	10,647.23	988.89
减：营业外支出	1,133.94	8,310.19	8,365.52	8.01
其中：非流动资产处置净损失	78.47	7,681.50	7,653.11	3.99
四、利润总额	-15,546.68	311.93	1,477.92	2,289.14
减：所得税	373.76	61.19	249.05	832.06
五、净利润	-15,920.44	250.74	1,228.87	1,457.08
归属于母公司所有者的净利润	-15,920.44	250.74	1,228.87	1,457.08

资料来源：公司 2014 年审计报告及未经审计的 2014、2015 年三季度报

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2015年1-9月	2014年1-9月	2013年	2012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	35,909.46	38,020.40	61,311.48	82,253.89
收到的税费返还	0.00	11.27	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	978.39	274.65	975.98	1,151.34
经营活动现金流入小计	36,887.86	38,306.31	62,287.46	83,405.23
购买商品、接受劳务支付的现金	18,717.36	24,406.80	34,383.44	46,676.33
支付给职工以及为职工支付的现金	7,915.55	6,849.45	9,231.97	8,049.69
支付的各项税费	4,644.65	5,764.22	7,277.19	5,874.15
支付其他与经营活动有关的现金	7,141.04	6,161.53	11,629.07	11,586.89
经营活动现金流出小计	38,418.60	43,182.00	62,521.68	72,187.06
经营活动产生的现金流量净额	-1,530.74	-4,875.69	-234.22	11,218.17
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	0.00	0.00	1,200.00	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	8,108.16	10.41	2,513.85	20.57
收到其他与投资活动有关的现金	6,795.84	23,080.00	21,880.00	0.00
投资活动现金流入小计	14,904.00	23,090.41	25,593.85	20.57
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5,898.76	71,064.04	73,062.82	31,424.37
投资支付的现金	2,000.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	14.50	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	7,913.26	71,064.04	73,062.82	31,424.37
投资活动产生的现金流量净额	6,990.74	-47,973.63	-47,468.96	-31,403.80
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	363.00	22,638.78	29,338.78	4,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	10,060.25	0.00	0.00	93.70
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	26,697.60
筹资活动现金流入小计	10,423.25	22,638.78	29,338.78	30,791.30
偿还债务支付的现金	13,575.78	0.00	5,000.00	14,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,982.24	2,055.60	2,567.39	1,201.16
支付其他与筹资活动有关的现金	5,059.73	0.00	50.00	817.21
筹资活动现金流出小计	21,617.76	2,055.60	7,617.39	16,018.38
筹资活动产生的现金流量净额	-11,194.51	20,583.18	21,721.39	14,772.92
四、现金及现金等价物净增加额	-5,734.51	-32,266.14	-25,981.79	-5,412.71
期初现金及现金等价物余额	15,214.38	41,196.18	41,196.18	46,608.89

期末现金及现金等价物余额	9,479.87	8,930.04	15,214.38	41,196.18
--------------	----------	----------	-----------	-----------

资料来源：公司 2014 年审计报告及未经审计的 2014、2015 年季报

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年
净利润	1,228.87	1,457.08
加：资产减值准备	187.56	77.04
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,199.94	3,848.35
无形资产摊销	602.46	343.26
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	6,125.60	-0.37
固定资产报废损失	1.95	0.00
财务费用	2,051.57	1,483.17
递延所得税资产减少	-423.61	-42.15
存货的减少	2,361.77	1,828.49
经营性应收项目的减少	-4,406.08	-4,155.66
经营性应付项目的增加	-12,164.26	6,111.47
其他	0.00	267.49
经营活动产生的现金流量净额	-234.22	11,218.17

资料来源：公司 2014 年审计报告

附录四 截至2015年9月末纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
揭阳市黑牛食品工业有限公司	4,200	100%	固态饮品生产经营
辽宁黑牛食品工业有限公司	2,200	100%	固态饮品生产经营
沈阳市黑牛投资有限公司	800	100%	项目投资管理
安徽省黑牛食品工业有限公司	15,500	100%	饮料（蛋白饮料类、其他饮料类）加工、销售
陕西黑牛食品工业有限公司	13,000	100%	固态饮品生产经营
黑牛食品（苏州）有限公司	15,500	100%	饮料（蛋白饮料类、其他饮料类）、其他酒（配制酒）加工、生产
黑牛食品（广州）有限公司	8,000	100%	食品生产经营（生产线筹建中）
黑龙江黑牛农庄农产品有限公司	1,000	100%	农产品收购
黑牛食品营销有限公司	20,000	100%	批发业
广州市达奇生物科技有限公司	800	100%	货物进出口、生物技术开发服务、酒类批发
宁波达奇酒业有限公司	500	100%	预包装食品（含酒类）的批发兼零售

注：广州市达奇生物科技有限公司原名为广州市创源生物科技有限公司。
 资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/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	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	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）
资本结构及财务安全性	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	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

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。