

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【81】号 01

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

债券剩余规模：1.52 亿
元

债券到期日期：2018 年
3 月 18 日

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：
袁媛 王一峰

电话：
0755-82872724

邮箱：
yuanyan@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

黑牛食品股份有限公司 2012 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	A	A+
评级展望	负面	负面
评级日期	2016 年 05 月 09 日	2016 年 01 月 20 日

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”）及其 2013 年 3 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 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下调为 A，评级展望维持为负面，并将公司长期主体信用等级及本期债券信用等级移出信用评级观察名单。该评级结果是考虑到公司实际控制人旗下资产较多，若未来实际控制人利用公司作为平台整合优质资产，可能有助于公司新业务的开拓与经营绩效的提升，且华夏幸福基业控股股份公司（以下简称“华夏控股”）的保证担保有效地提升了本期债券的安全性；同时我们也关注到软饮料行业景气度持续下降，公司营业收入与毛利率均有所下降，受重大资产处置与期间费用高企影响，2015 年公司巨额亏损等风险因素。

正面：

- 华夏控股的保证担保仍可有效地提升本期债券的安全性。华夏控股近年收入规模与利润水平较快提升，经鹏元综合评定其主体长期信用等级为 AA+，由其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的安全性。
- 实际控制人旗下资产较多，若未来实际控制人利用公司作为平台整合优质资产，可能有助于公司新业务的开拓与经营绩效的提升。

关注:

- **行业景气度持续下降，市场竞争激烈。**受消费结构升级、消费者偏好逐步改变等因素影响，软饮料行业景气度持续下降；同时，行业内现存企业众多，行业竞争加剧。
- **公司营收规模与毛利率均有所下滑，2015 年陷入大额亏损。**受消费结构升级、公司产品相对老化竞争力下降、品牌渠道优势不足及产品降价销售共同影响，2015 年公司营业收入同比下降 26.20%，综合毛利率下降了 29.33 个百分点。
- **公司主业未来不确定较大。**公司实际控制人从业经历与公司现有主业无交集，重大资产处置后尚无新资产注入，公司未来主业存在较大不确定性。
- **重大资产处置形成一定的当期损失，若回收资金未能有效利用将降低其经营效益。**2015 年 12 月，公司处置了部分子公司的股权和设备，形成 37,762.29 万元当期损失，对公司利润造成重大负面影响；若回收资金未能得到有效利用，公司经营效益可能持续下降。
- **期间费用高企侵蚀公司利润。**受广告宣传费、管理费等期间费用增长及营业收入下降双重影响，2015 年期间费用率大幅提升至 66.22%，期间费用的高企侵蚀了公司的利润空间。

主要财务指标:

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产 (万元)	99,569.90	122,689.05	217,574.38	179,932.83
归属于母公司所有者权益合计 (万元)	71,327.36	72,725.71	137,196.64	136,280.75
有息债务 (万元)	20,173.11	32,008.41	51,136.57	26,740.63
资产负债率	28.36%	40.72%	36.94%	24.26%
流动比率	1.65	1.94	1.39	4.42
速动比率	1.36	1.73	1.01	3.46
营业收入 (万元)	7,024.99	43,050.78	58,334.41	69,715.63
营业利润 (万元)	-1,452.99	-53,157.67	-803.79	1,308.26
利润总额 (万元)	-1,394.10	-63,257.08	1,477.92	2,289.14
综合毛利率	20.74%	9.71%	39.04%	35.30%
总资产回报率	-	-35.78%	1.78%	2.23%
EBITDA (万元)	-	-54,678.17	8,331.89	7,963.92
EBITDA 利息保障倍数	-	-18.09	3.61	5.37
经营活动现金流净额 (万元)	-6,934.51	6,416.89	-234.22	11,218.17

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季报，鹏元整理

一、发行主体存续债券本息兑付及募集资金使用情况

2013年2月16日，公司获得中国证券监督管理委员会证监许可【2013】162号文核准公开发行面值不超过53,000万元的公司债券。根据核准文件，该公司债券采取分期发行的方式，其中首期发行债券面值为2.7亿元，剩余部分自中国证监会核准发行之日起二十四个月内发行完毕。2013年3月18日，公司发行了上述批准的公司债券（第一期）（简称为“12黑牛01”），发行总额为2.7亿元，扣除承销佣金及保荐佣金后实际募集资金净额为人民币26,697.60万元。

本期债券为5年，采用单利按年计息，不计复利。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。发行时票面利率为5.80%，债券存续期内前3年固定不变，第3年末发行人选择上调票面利率100个基点，即本期债券存续期后2年的票面利率固定为6.80%。

本期债券用于偿还银行贷款以及补充流动资金，截至2016年3月31日已使用完毕。根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的债券回收申报数据，在债券存续期第3年末，本期债券有效回售申报数量1,175,569张，回收金额为11,755.69万元（不含利息）。跟踪期内，公司按时支付了本期债券第三期利息。

表1 截至2016年3月31日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金金额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2014.3.18	27,000.00	0.00	1,566.00	27,000.00
2015.3.18	27,000.00	0.00	1,566.00	27,000.00
2016.3.18	27,000.00	11,755.69	1,566.00	15,244.31

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

公司实际控制人变更可能使其原有业务发生变化，公司未来主业存在较大不确定性；若实际控制人利用公司作为平台整合优质资产，可能有助于公司新业务的开拓与经营绩效的提升

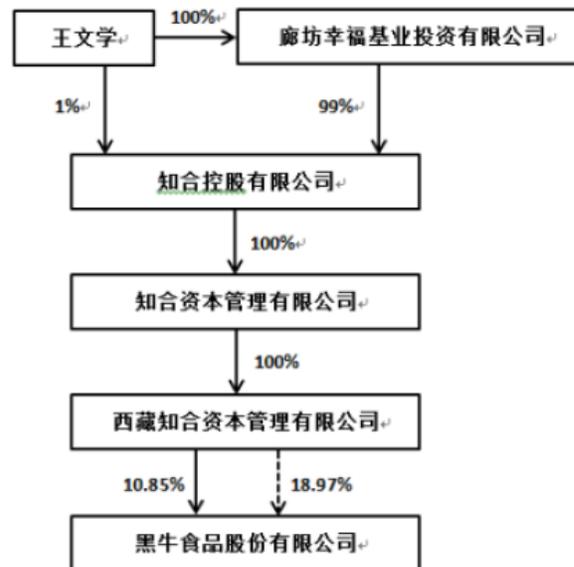
（1）实际控制人变更

2015年11月6日，公司原控股股东兼实际控制人林秀浩与西藏知合资本管理有限公司（以下简称“西藏知合”）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%）作价4.22亿元出让给西藏知合，且不可撤销地授权西藏知合（或西藏知合指定的第三方）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，林秀浩同意将授权股份质押给西藏知合。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。2015年11月30日，上述5,094.56万股股份的

转让过户手续已办理完毕。截至2015年末，西藏知合持有公司10.85%股份，同时拥有18.97%股份对应的表决权，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。

王文学旗下资产较多，如华夏幸福基业股份有限公司、九通基业科技发展有限公司、九通基业科技发展有限公司等，公司实际控制人的下属控制企业、公司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，若未来实际控制人利用公司作为平台整合优质资产，可能有助于公司新业务的开拓与经营绩效的提升。

图1 截至2015年末公司与实际控制人之间的产权及控制关系方框图



资料来源：公司提供

（2）高管团队变更

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》，因个人原因吴迪年辞去公司副董事长、总经理职务；林秀浩辞去公司董事长、战略规划委员会召集人、代行总经理职务；黄树忠辞去董事、董事会秘书、审计委员会委员职务；何玉龙辞去董事、财务总监职务；陈茹辞去董事职务。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；通过聘任金亮为公司总经理、孟庆林为公司财务总监的议案。

截至2015年末，西藏知合对黑牛食品延续之前的管控模式，并沿用原经营管理团队，对下属各子公司实行垂直管理。

（3）公积金转增股本

根据2014年公司股东大会决议，以权益分派股权登记日2015年5月19日股本为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增5股，公积金转股15,648.65万元。截至2015年末，公司累计发行股本46,945.95万股，注册资本为46,945.95万元。

（4）重大资产处置及资产划转

2015年12月，公司以公开拍卖的方式，转让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，并转让黑牛食品（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，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》。

表2 子公司资产拍卖情况（单位：万元）

子公司	注册资本	评估基准日净资产	拍卖价格
苏州黑牛	15,500.00	14,561.12	12,361.78
辽宁黑牛	2,200.00	16,689.31	9,328.15
陕西黑牛	13,000.00	13,494.77	8,286.54
广州黑牛	8,000.00	7,545.33	3,824.78
安徽黑牛	15,500.00	33,359.05	1,910.93
合计	54,200.00	85,649.58	35,712.18

注：评估基准日均为2015年9月30日。

资料来源：公司提供

2015年11月2日，公司注册汕头市黑牛实业有限公司（以下简称“黑牛实业”），注册资本100万元。2015年12月7日，公司第三届董事会第十四次会议审议通过《关于母公司资产与其债权债务、劳动力划转至全资子公司的议案》，将名下全部资产及其相关联的债权债务（不含本期债券）、劳动力一并划转给黑牛实业，转让按账面净值划转，不改变相关资产原有的实质性经营活动。

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，西藏知合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。公司以公开拍卖的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。但同时，我们也注意到，公司实际控制人过往不曾涉足饮品行业，其从业经验与公司现有主业并无交集；公司重大资产处置后尚无新资产注入，未来主业发展方向不明确。

2015年公司纳入合并范围的子公司较上期增加1个，系新设立的黑牛实业；减少6个，分别为陕西黑牛、苏州黑牛、辽宁黑牛、沈阳市黑牛投资有限公司、广州市达奇生物科技有限公司、宁波达奇酒业有限公司，均系重大资产处置所致。

截至2015年12月31日，公司资产总额为122,689.05万元，归属于母公司的所有者权益为72,725.71万元，资产负债率为40.72%；截至2016年3月31日，公司资产总额为99,569.90万元，归属于母公司的所有者权益为71,327.36万元，资产负债率为28.36%；2015年度，公司实现营业收入43,050.78万元，利润总额-63,257.08万元，经营活动现金流净额6,416.89万元。

三、运营环境

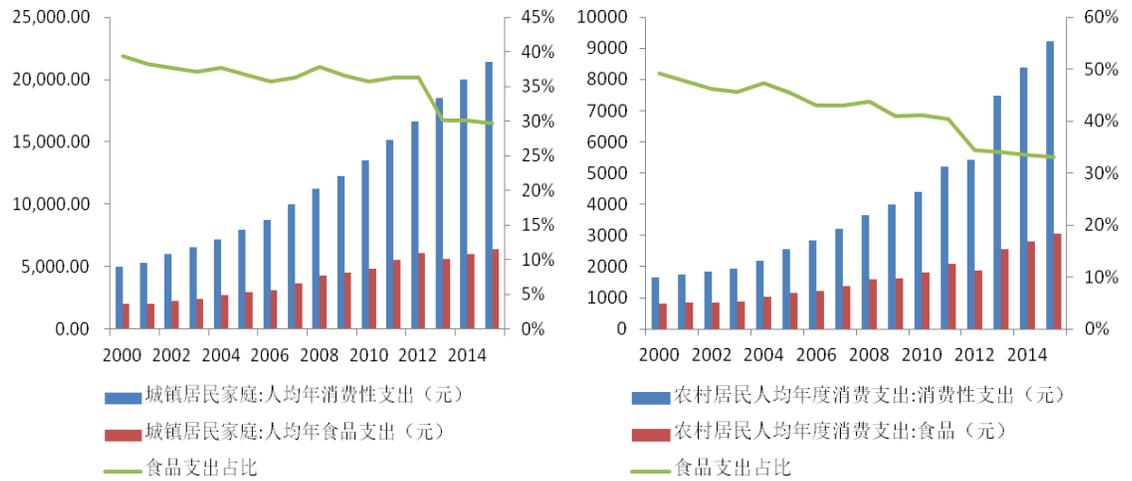
消费市场平稳较快增长，但受消费结构升级影响，食品等传统消费占比逐年下降

2015年随着中国经济发展进入新常态，消费市场继续保持平稳较快增长，2015年我国社会消费品零售总额300,931亿元，比上年增长10.7%，扣除价格因素，实际增长10.6%，其中商品零售额268,621亿元，增长10.6%。2015年居民人均消费支出15,712元，比上年增长8.4%，实际增长6.9%。其中，城镇居民人均消费支出21,392元，增长7.1%，实际增长5.5%；农村居民人均消费支出9,223元，增长10.0%，实际增长8.6%。

但随着国民收入的进一步提高，我国消费升级逐渐从商品消费驱动转向服务消费驱动，从传统消费驱动转向新兴消费驱动，且中高速增长居民收入为消费结构升级提供了有力支持。随着收入水平的提高，中国城镇居民食品、衣着、家庭设备用品等传统消费占比逐渐下降，食品等快消品行业景气度有所下滑。

图2 我国城镇居民食品消费占比情况

图3 我国农村居民食品消费占比情况



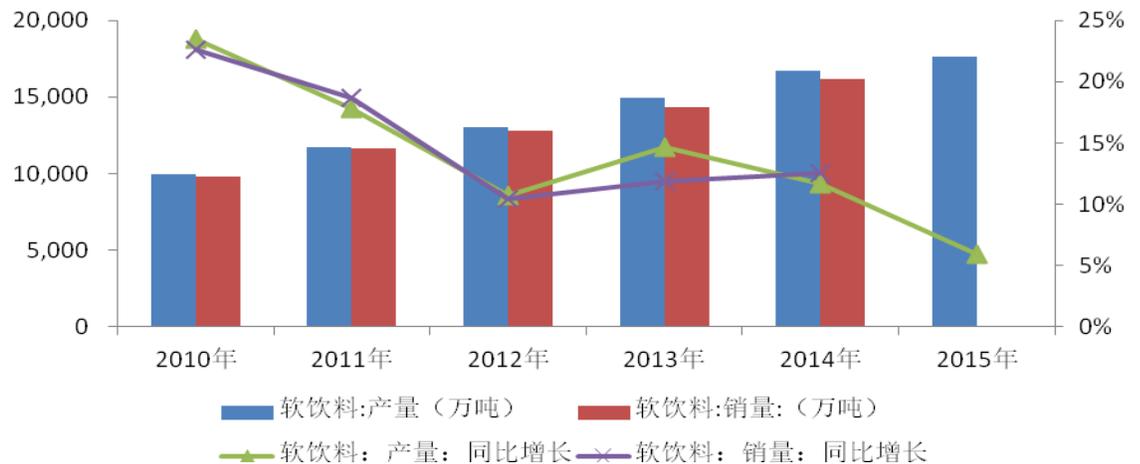
数据来源: Wind资讯, 鹏元整理

数据来源: Wind资讯, 鹏元整理

软饮料行业景气度下滑, 产销量增速放缓, 业内竞争加剧, 产品毛利率和盈利能力有所下降

根据国家统计局已公布的数据显示, 2015年我国软饮料行业产量为17,661.10万吨, 同比增长5.90%, 增速较2014年下滑5.83个百分点。2015年1-9月, 软饮料行业实现销量13,029.6万吨, 同比增长4.07%; 软饮料产销率同比下滑1.1个百分点, 截至2015年9月末, 库存比年初增长28.3%, 国内整体软饮料需求度有所降低。

图4 2010-2015年我国软饮料行业产销量情况



资料来源: 国家统计局, 鹏元整理

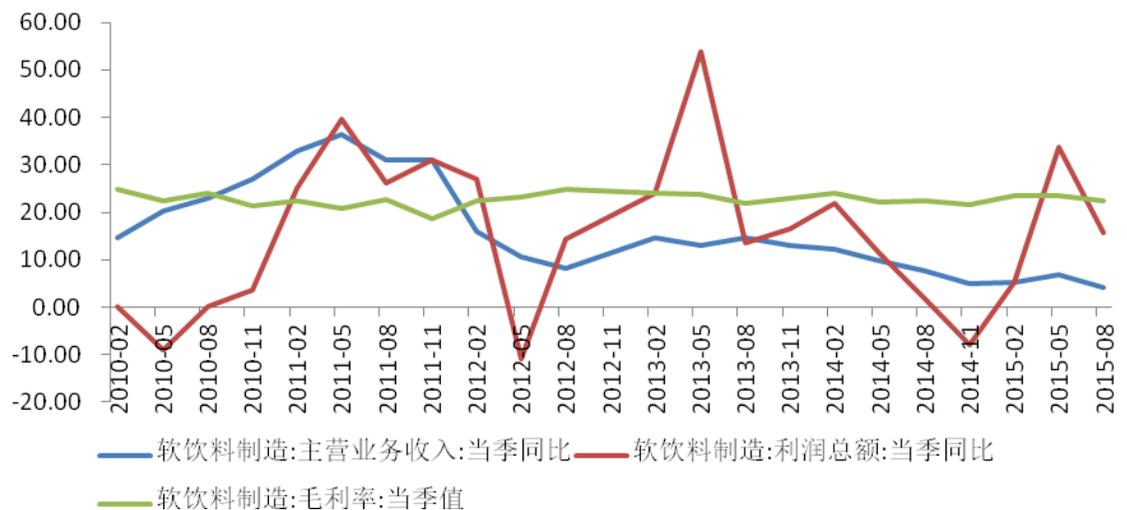
图5 2010-2015年9月份我国软饮料行业产销率及库存变化情况



资料来源：国家统计局，鹏元整理

另外，软饮料行业企业数量众多，2014年含乳饮料和植物蛋白饮料的企业单位数量为246个，行业集中度不高，市场竞争日趋激烈，产品价格主要呈下降趋势。2015年，软饮料制造业主营业务收入增速持续放缓，并在四季度出现了环比负增长。行业内现存企业发展水平差异较大，高端化、品牌化和集中化会成为未来软饮料行业的发展趋势，这将对行业内公司的品牌、渠道、质量控制、产品研发和资金等方面提出更高的要求。

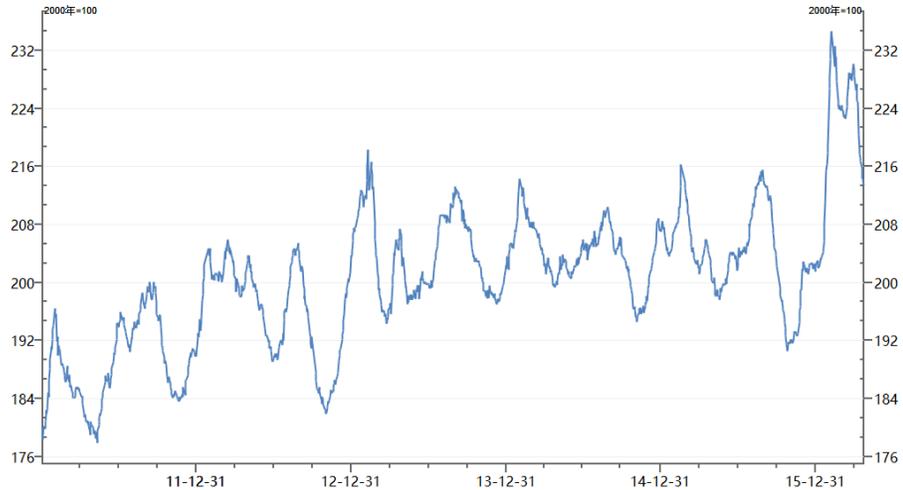
图6 2010年至2015年末我国软饮料制造行业收入与利润情况（单位：%）



资料来源：国家统计局，鹏元整理

农产品价格易受当年的种植面积、气候条件、市场供求以及国际期货市场价格等因素的影响，2015年，我国农产品批发价格指数持续震荡，并在2016年初迅速拔高，原材料价格的波动将会对软饮料行业毛利率有所影响。

图7 近年我国农产品批发价格指数



资料来源：国家统计局，鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事大豆及谷类营养饮品的研发、生产和销售业务，主要产品包括豆奶粉、豆浆粉、复合营养麦片、燕麦片、芝麻糊、核桃粉等固态营养冲调饮品及核桃乳、花生牛奶和“黑牛仔仔”、“多溢添”、“G能加”等乳酸菌饮品。近年来公司业绩持续下滑，主要是因为受居民收入提升和消费升级影响，饮料行业在经历了多年的高速增长后增速有所放缓，同时就公司层面而言，公司产品结构相对老化，品牌与渠道优势不突出，产品竞争力有所下降，原有的产品未能有效激发市场购买需求，售价和销量双双下降。2014年12月，公司新产品TAKI预调鸡尾酒正式上市销售，该项目公司投入了大量的资源，但受销售渠道、品牌影响力等因素制约，2015年销量远逊预期，对公司业绩产生了较大负面影响。

2015年公司全年实现营业收入43,050.79万元，同比下降26.20%，其中，液态奶、豆奶粉、麦片收入分别同比下滑21.13%、39.05%和34.43%，TAKI预调鸡尾酒实际销售情况不佳，2015年实现年销售收入2,463.10万元，毛利率同比下降10.82个百分点。2015年末，公司全资子公司黑牛营销将广州达奇（包含其子公司宁波达奇）100%股权以1元的价格转让给自然人陈耿程，至此公司退出鸡尾酒业务。

表3 2014-2015 年公司产品收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项 目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
液态奶	17,953.65	15.93%	22,764.67	40.17%
豆奶粉	12,185.60	21.59%	19,993.06	38.32%

麦片	5,277.73	26.17%	8,049.46	31.54%
芝麻糊	1,764.75	19.64%	3,080.78	39.97%
核桃粉	1,259.11	26.99%	2,095.88	41.78%
含酒饮料	2,463.10	65.91%	1,692.37	76.73%
其他产品	31.08	29.02%	0.00	-
其他业务收入	2,115.77	-236.84%	658.19	3.94%
合计	43,050.78	9.71%	58,334.41	39.04%

资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

公司收入主要分为两部分核算，其中主营业务收入用来核算自产产品销售收入，其他业务收入用来核算代加工产品等。2015年公司采用折价销售的方式销售了大量产品，因促销力度较大，2015年产品毛利率大幅下降；另外，2015年公司处置了部分质量过期的原材料、已经下线产品的包装物及更换包装后停用的包装物，导致其他业务收入毛利率大幅下降至-236.84%。

表4 2014-2015 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项 目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	40,935.01	22.45%	57,676.22	39.44%
其他业务收入	2,115.77	-236.84%	658.19	3.94%
合计	43,050.78	9.71%	58,334.41	39.04%

资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

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，主业亏损明显

2015年公司无新增产能，受宏观环境及公司自身经营战略调整等因素影响，2015年公司各类产品的产量均有所下滑，其中除豆奶粉因部分生产线被处置，产能下降导致产能利用率上升外，各类产品的产能利用率均有不同幅度的下滑。

2015年11月公司实际控制人变更后，公司战略有所调整。2015年12月起，公司陆续处置了陕西、苏州、辽宁子公司的股权和广州、安徽子公司的部分设备，以转让广州达奇股权的方式退出鸡尾酒业务，子公司黑龙江黑牛注销手续正在办理过程当中，广州在建的黄埔大豆多肽饮品项目已停滞，截至2015年末，广州基地6.5万平方米土建工程已基本完工，公司暂时不计划安装机械设备，后期可能会转向物业出租方面发展。2016年公司在揭阳子公司厂区新建麦片、芝麻糊生产车间，并将原位于汕头的生产线逐步转移至揭阳，公司现有产能主要分布在揭阳、安徽子公司，其中揭阳子公司主要负责固态饮品的生产，安徽子公司负责液态饮品的生产。考虑到汕头厂房设备搬迁所需的工作内容繁杂，涉及到揭阳新厂房的建设和新员工招募等，实际产能的恢复需耗费一定的时间，上述重大调整可能会影响到公司主业的业绩表现。

表5 2014-2015 年公司产品生产情况

产品	项目	2015年	2014年
液态饮品	产能(吨/年)	81,887.90	81,887.90
	产量(吨)	41,949.36	51,025.41
	其中:自产(吨)	37,582.85	48,926.62
	委外加工(吨)	4,366.51	2,098.79
	产能利用率	45.90%	59.75%
豆奶粉	产能(吨/年)	30,977.00	50,987.00
	产量(吨)	11,891.43	12,694.12
	产能利用率	38.39%	24.90%
麦片	产能(吨/年)	12,762.00	12,762.00
	产量(吨)	3,912.51	5,326.44
	产能利用率	30.66%	41.74%
芝麻糊	产能(吨/年)	4,350.00	4,350.00
	产量(吨)	1,138.96	1,738.57
	产能利用率	26.18%	39.97%
核桃粉	产能(吨/年)	450.00	450.00
	产量(吨)	660.25	1,028.60
	产能利用率	146.72%	228.58%

注1: 产能=设计年产能*投产月数/12, 受重大资产处置影响, 豆奶粉产能有所下降, 2015年公司无新增产能。

注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。

注3: 2015年12月预调鸡尾酒生产线均被处置, 上表未统计该类产品数据。

资料来源: 公司提供

公司产品结构相对老化, 品牌与渠道优势不突出, 同时受让利促销政策影响, 产品销量和平均售价均有所下滑; 受部分原材料价格上涨影响, 公司生产成本上升, 主要产品毛利率大幅下跌

自2014年5月公司恢复以乡镇为主要渠道的销售策略及对以传统乡镇渠道为主的经销商促销政策后, 2015年公司渠道策略、销售政策均未发生重大变化, 但加大了产品促销力度。截至2015年末, 公司经销商数量约450户, 固态产品经销商主要分布于东北、华北、华东地区, 液态产品经销商主要分布于华中、华南地区。同时, 针对市场需求, 公司新产品研发持续推进, 2016年4月份黑牛磨坊(核桃芝麻黑豆粉、红枣枸杞葛根粉)已推出市场。

从市场表现来看, 公司产品结构相对老化, 品牌与渠道优势不突出。2015年公司对主要产品进行降价促销, 降价幅度在15%至57%不等, 但让利促销仍未能成功挽救公司产品销量, 2015年公司各大产品销量较上年均表现为不同程度的下滑, 其中液态饮品、豆奶粉销量分别同比下降8.94%和4.03%, 公司产品未来业绩具有较大不确定性。

表6 2014-2015年公司产品销售情况(单位: 吨、元/吨)

项目	2015年			2014年		
	产销率	销量	销售均价	产销率	销量	销售均价

液态饮品	116.92%	49,046.45	3,660.54	105.56%	53,862.20	4,226.46
豆奶粉	104.63%	12,441.86	9,794.03	102.13%	12,964.94	15,420.87
麦片	110.07%	4,306.49	12,255.29	96.38%	5,133.41	15,680.53
芝麻糊	115.11%	1,311.01	13,461.00	98.54%	1,713.25	17,982.08
核桃粉	115.02%	759.43	16,579.67	96.15%	988.95	21,192.98

资料来源：公司提供

原材料仍然是公司的成本主要构成部分，核桃粉、麦片、芝麻糊、含酒饮料的成本中原材料占比均在80%以上，原材料价格的波动对公司成本的影响很大。受产量下降影响，原材料等可变成本占比上升，2015年白糖、花生酱采购均价较上年有所上涨，大豆、面粉采购均价有所下降，但整体来看，公司生产成本上升，对毛利率产生一定负面影响。

表7 公司主要产品中原材料占营业成本的比例

产品	2015年	2014年
液态饮品	79.97%	69.02%
豆奶粉	72.26%	77.96%
麦片	94.65%	87.86%
芝麻糊	94.65%	91.08%
核桃粉	98.02%	92.47%
含酒饮料	85.48%	82.20%

资料来源：公司提供

表8 2014-2015年公司主要原材料采购价格变动情况（单位：元/吨）

原材料	2015年	2014年	同比增长
大豆	4,649.99	4,873.25	-4.58%
白糖	4,489.79	4,158.46	7.97%
面粉	2,761.20	2,805.26	-1.57%
淀粉	0.00	2,584.00	-100.00%
糖浆 75 度	3,050	2,990	2.01%
花生酱	13,165.48	10,505.72	25.32%

注：2015年公司豆奶粉配方变更，以成品糖浆 75 度替换原“淀粉+成品糖浆 75 度”的配方。

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2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季报，报告均采用新会计准则编制。2015年公司合并财务报表范围的主体共7户（见附录五），与上期相比，增加1户，减少6户。

资产结构与质量

受重大资产处置影响，公司资产规模大幅减少，2015年末公司资产以货币资金、房屋及建筑物和土地使用权为主，资产质量一般

受处置陕西黑牛、苏州黑牛、辽宁黑牛全部股权和广州黑牛、安徽黑牛部分生产设备影响，公司资产规模大幅减少。截至2016年3月末，公司总资产余额为99,569.90万元，较2014年末减少54.24%。从结构上来看，受处置子公司股权和设备影响，公司机器设备和土地使用权有所减少，2015年末非流动资产占比下降至64.24%，2016年3月回购部分本期债券，总资产规模减少导致非流动资产占有有所回升。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货组成。2015年公司收到了子公司股权和设备的处置款项，货币资金规模有所增加。截至2015年末，公司货币资金为34,419.44万元，其中882万元银行承兑汇票保证金流动性受限。2016年3月末货币资金减少主要系回购部分本期债券所致。应收账款和预付款项较上年末均大幅下降，均系处置上述资产所致。截至2015年末，公司应收账款账面价值991.06万元，账龄均在一年以内，其中前五名欠款方应收合计295.96万元，占应收账款期末余额的28.37%。2015年末预付款项为983.89万元，前五名预付对象预付款项合计571.05万元。受公司战略调整和业绩下降影响，公司减少了商品库存量，同时受处置子公司股权影响，2016年3月末存货规模较2014年末下降72.71%。

表9 2014-2016年3月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	12,866.11	12.92%	34,419.44	28.05%	15,214.38	6.99%
应收账款	542.41	0.54%	991.06	0.81%	4,688.18	2.15%
预付款项	620.47	0.62%	983.89	0.80%	8,880.46	4.08%
存货	3,592.07	3.61%	4,757.20	3.88%	13,163.08	6.05%
流动资产合计	20,681.41	20.77%	43,878.29	35.76%	47,437.67	21.80%
固定资产	36,007.92	36.16%	36,528.81	29.77%	67,959.91	31.24%
在建工程	15,469.24	15.54%	14,830.60	12.09%	20,252.85	9.31%
无形资产	24,968.21	25.08%	25,114.37	20.47%	41,000.61	18.84%
其他非流动资产	416.73	0.42%	306.36	0.25%	40,168.85	18.46%
非流动资产合计	78,888.49	79.23%	78,810.76	64.24%	170,136.71	78.20%
资产总计	99,569.90	100.00%	122,689.05	100.00%	217,574.38	100.00%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季报，鹏元整理

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。受处置资产影响，固定资产、在建工程、无形资产均大幅减少，2015年末，固定资产中73.63%为房屋及建筑物，无形资产中99.05%为土地使用权。2014年公司将预付给沈阳市财政局及沈阳市土地储备中心东陵（浑南新区）分中心的土地价款计入其他非流动资产，因辽宁黑牛股权已转让，2015

年其他非流动资产规模大幅缩减。

总体来看，受重大资产处置影响，公司资产规模大幅减少，公司资产以货币资金、房屋及建筑物和土地使用权为主，资产质量一般。

资产运营效率

2015年公司处置了部分低效产能后，净营业周期有所缩短，资产运营效率有所上升

2015年12月，公司处置陕西黑牛、苏州黑牛、辽宁黑牛全部股权，导致公司应收账款、应付账款、存货等科目在2015年底规模迅速缩小，公司资产运营效率指标数据可比性较差。

从实际情况来看，公司产品销售以经销模式为主，结算方式上主要为款到发货，因此公司货款回收速度较快。2015年公司各类产品销量均不达预期，为减少经营风险缩减了商品库存量，导致存货周转速度有所提升。合并范围减少及公司经营状况不利影响导致公司原材料采购量同比有所下降，应付账款周转速度有所增加。

受处置子公司股权和设备影响，公司固定资产和总资产规模均有所缩减，但营业收入下降幅度较大，导致流动资产、固定资产、总资产周转率有所下滑。2015年末公司处置掉部分低效产能后，资产运营效率有所提升。

表10 2014-2015年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015年	2014年
应收账款周转天数	23.75	18.99
存货周转天数	82.98	145.22
应付账款周转天数	69.27	75.20
净营业周期	37.46	89.01
流动资产周转天数	381.80	367.19
固定资产周转天数	436.88	422.19
总资产周转天数	1,422.68	1,226.57

资料来源：公司2014-2015年审计报告，鹏元整理

表11 2015年同业部分上市公司运营效率比较

证券简称	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率
深深宝 A	0.31	3.78	1.62
承德露露	1.25	1,994.15	8.21
黑牛食品	0.25	15.16	4.34
维维股份	0.50	27.66	1.09

资料来源：Wind资讯

盈利能力

公司收入规模和盈利能力有所下降，重大资产处置形成的当期损失和期间费用对公司利润侵蚀显著，2015年公司严重亏损

2015年公司液态饮品、豆奶粉、麦片等产品销量和销售价格均有所下滑，2014年12月份新推出的预调鸡尾酒销量不达预期，导致公司营业收入有所下降。2015年，公司实现营业收入4.31亿元，同比下降26.20%。从重大资产处置后公司盈利情况来看，2016年1-3月公司实现营业收入7,024.99万元，同比下降58.11%，营业利润为-1,452.99万元，公司经营状况持续恶化。

投资损失系2015年12月公司处置了辽宁黑牛、陕西黑牛、苏州黑牛的全部股权所致，其中处置陕西黑牛导致投资损失4,208.92万元，处置苏州黑牛导致投资损失7,977.14万元，处置辽宁黑牛导致投资损失15,106.78万元。营业外支出系处置广州黑牛、安徽黑牛部分设备所致。重大资产处置形成的当期损失大大侵蚀了公司利润。

受液态饮品、豆奶粉售价大幅下降影响，2015年综合毛利率下滑至9.71%，受广告宣传费、管理费等期间费用增长及营业收入下降双重影响，2015年期间费用率也大幅提升至66.22%，期间费用对营业利润的侵蚀很明显。

整体而言，公司收入规模和盈利能力有所下降，重大资产处置形成的当期损益和期间费用对公司利润侵蚀显著，2015年公司严重亏损。

表12 2014-2016年3月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年
营业收入	7,024.99	43,050.78	58,334.41
投资损失	0.00	-28,752.24	0.00
营业利润	-1,452.99	-53,157.67	-803.79
营业外支出	44.25	10,782.94	8,365.52
利润总额	-1,394.10	-63,257.08	1,477.92
净利润	-1,398.35	-64,157.96	1,228.87
综合毛利率	20.74%	9.71%	39.04%
期间费用率	41.08%	66.22%	39.00%
总资产回报率	-	-35.78%	1.78%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季报，鹏元整理

表13 2015年同业部分上市公司盈利能力比较

证券简称	综合毛利率（%）	销售净利率（%）	净资产收益率（%）
深深宝A	26.84	-12.70	-3.70
承德露露	43.49	17.31	31.16
黑牛食品	9.71	-149.03	-61.14
维维股份	32.92	1.78	3.83

资料来源：Wind资讯

现金流

重大资产处置盘活了公司资金，重大资产处置后公司主业现金生成能力依然较差

2015年，随着收入规模的下降，公司“销售商品、提供劳务收到的现金”与“购买商品、接受劳务支付的现金”均有所缩减，但由于后者缩减幅度更大，且2015年支付税费的减少，导致经营活动现金流表现远好于上年同期。从2016年1-3月经营活动现金流状况来看，重大资产处置后企业经营业务现金生成能力仍然较差。

投资活动方面，2015年公司处置子公司股权流入25,546.53万元，处置广州黑牛、安徽黑牛部分机器设备流入14,757.96万元，导致投资活动现金流大幅流入，但该类收入资金不具备可持续性。筹资活动方面，公司还归还了大量银行借款，导致筹资活动净流出23,406.49万元。

处置产能利用率较低水平的部分生产线有利于公司盘活资金，但重大资产处置后，公司经营业务现金生成能力依然较差。

表14 2014-2016年3月公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年
经营活动现金流入小计	5,967.82	57,528.52	62,287.46
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	5,790.05	56,373.77	61,311.48
经营活动现金流出小计	12,902.34	51,111.63	62,521.68
其中：购买商品、接受劳务支付的现金	7,024.28	25,023.21	34,383.44
支付其他与经营活动有关的现金	2,352.32	11,258.07	11,629.07
经营活动产生的现金流量净额	-6,934.51	6,416.89	-234.22
投资活动现金流入小计	22.72	41,305.62	25,593.85
其中：收到其他与投资活动有关的现金	0.00	1,001.12	21,880.00
投资活动现金流出小计	1,169.19	5,992.96	73,062.82
其中：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,169.19	14,757.96	73,062.82
投资活动产生的现金流量净额	-1,146.47	35,312.66	-47,468.96
筹资活动产生的现金流量净额	-12,590.36	-23,406.49	21,721.39
现金及现金等价物净增加额	-20,671.34	18,323.06	-25,981.79

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季报，鹏元整理

资本结构与财务安全性

受重大资产处置及归还银行借款影响，公司负债规模有所缩减，短期债务压力有所缓解，公司对长期债务的偿还能力取决于未来的经营效益能否提升

2015年受公司大幅亏损影响，所有者权益有所减少，截至2015年末，公司所有者权益合计72,725.71万元，同比下降46.99%。受公司归还借款及业务规模缩减影响，2015年末公司负债规

模也同比下降37.84%，2016年3月投资者回售11,755.69万元本期债券后，公司负债规模进一步缩小。从结构上来看，公司非流动负债占比有所下降，公司短期偿债压力有所减小。

表15 2014-2016年3月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
负债总额	28,242.55	49,963.34	80,377.74
所有者权益	71,327.36	72,725.71	137,196.64
负债与所有者权益比率	39.60%	68.70%	58.59%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季报，鹏元整理

2016年3月末，公司长期借款（含一年内到期部分）和短期借款有所减少，主要系公司归还部分银行借款所致。受处置子公司股权影响和业绩持续下滑，应付账款、预收账款规模也有所缩减。2015年末应付账款中79.84%为应付材料款，预收账款全部系预收货款。专项应付款系辽宁黑牛生产基地的土地及厂房被征收而收到的拆迁补偿款，因公司已转让辽宁黑牛的全部股权，拆迁补偿款同辽宁黑牛股权一并被转让。

2015年公司偿还了大量银行借款，导致有息债务规模有所减少，2016年3月，投资者回售11,755.69万元本期债券，公司有息债务规模进一步减小，短期偿债压力有所缓解。

表16 2014-2016年3月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5,000.00	17.70%	5,150.00	10.31%	14,575.78	18.13%
应付账款	3,900.81	13.81%	6,908.82	13.83%	8,050.93	10.02%
预收款项	2,761.49	9.78%	5,661.21	11.33%	2,854.49	3.55%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	0.00	0.00%	4,000.00	4.98%
流动负债合计	12,561.43	44.48%	22,592.93	45.22%	34,095.39	42.42%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	5,763.00	7.17%
应付债券	15,173.11	53.72%	26,858.41	53.76%	26,797.79	33.34%
专项应付款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	13,593.56	16.91%
非流动负债合计	15,681.11	55.52%	27,370.41	54.78%	46,282.35	57.58%
负债合计	28,242.55	100.00%	49,963.34	100.00%	80,377.74	100.00%
其中：有息债务	20,173.11	71.43%	32,008.41	64.06%	51,136.57	63.62%

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2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季报，鹏元整理

表17 截至2015年12月31日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2016年	2017年	2018年
本金	16,764.10	0.00	15,244.31

资料来源：公司提供

出于战略调整需要，公司处置了部分子公司股权和资产以回收资金，导致2015年末流动比

率、速动比率等短期偿债能力指标表现有所好转，但受巨额亏损影响，EBITDA大幅下降，公司对长期债务的偿还能力取决于未来的经营效益能否提升。

表18 2014-2016年3月公司偿债能力指标

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
资产负债率	28.36%	40.72%	36.94%
流动比率	1.65	1.94	1.39
速动比率	1.36	1.73	1.01
EBITDA（万元）	-	-54,678.17	8,331.89
EBITDA 利息保障倍数	-	-18.09	3.61

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季报，鹏元整理

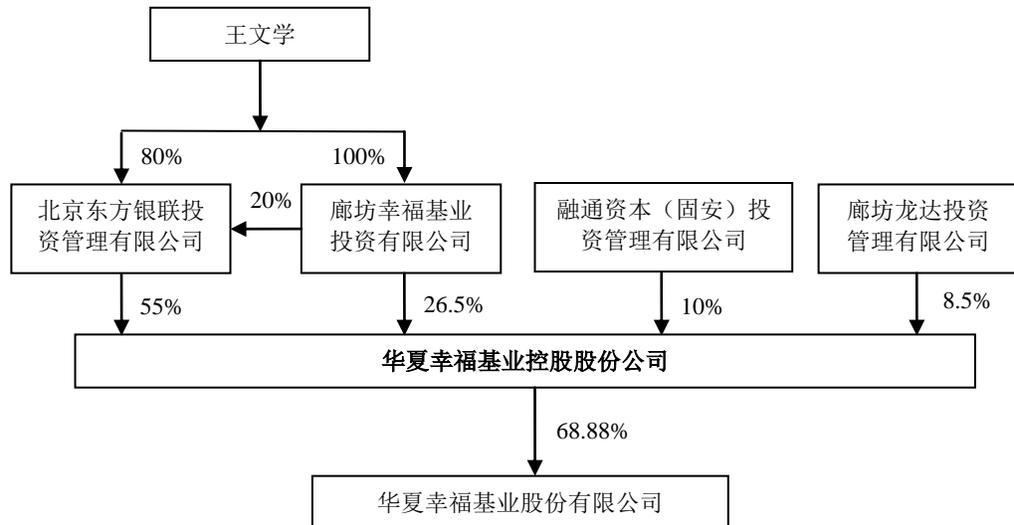
六、债券偿还保障分析

华夏控股提供的无限连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的安全性

2015年12月14日，公司与华夏控股签署了《担保协议书》，约定华夏控股为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保期限为本期债券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。

华夏控股是公司实际控制人王文学实际控制的公司，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 8 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 20 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 21 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仍可有效提升本期债券的安全性。

八、评级结论

2015年软饮料行业景气度持续下降，行业内现存企业众多，竞争加剧。公司产品结构相对老化，品牌与渠道优势不突出，同时受公司让利促销政策影响，产品销量、售价均有所下滑，主业亏损明显。2015年底公司实际控制人及高管团队发生重大变化，经营战略调整后公司处置了部分子公司股权和设备，形成了大额当期损益，同时期间费用高企持续侵蚀利润，公司陷入巨额亏损。

公司实际控制人旗下资产较多，若未来实际控制人利用公司作为平台整合优质资产，可能有助于公司新业务的开拓与经营绩效的提升；同时，华夏控股为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的安全性。

基于以上情况，鹏元将发行主体长期信用等级下调为A，本期债券信用等级维持为AA+，评级展望维持为负面，并将公司长期主体信用等级及本期债券信用等级移出信用评级观察名单。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
流动资产：				
货币资金	12,866.11	34,419.44	15,214.38	41,196.18
应收票据	0.00	26.23	0.00	0.00
应收账款	542.41	991.06	4,688.18	1,465.53
预付款项	620.47	983.89	8,880.46	8,199.45
其他应收款	581.58	307.74	1,956.06	2,540.69
存货	3,592.07	4,757.20	13,163.08	15,524.85
其他流动资产	2,478.78	2,392.73	3,535.50	2,636.02
流动资产合计	20,681.41	43,878.29	47,437.67	71,562.72
非流动资产：				
长期股权投资	2,014.53	2,014.53	0.00	0.00
固定资产	36,007.92	36,528.81	67,959.91	68,862.18
在建工程	15,469.24	14,830.60	20,252.85	17,045.05
无形资产	24,968.21	25,114.37	41,000.61	20,612.17
递延所得税资产	11.85	16.10	754.48	330.88
其他非流动资产	416.73	306.36	40,168.85	1,519.83
非流动资产合计	78,888.49	78,810.76	170,136.71	108,370.11
资产总计	99,569.90	122,689.05	217,574.38	179,932.83
流动负债：				
短期借款	5,000.00	5,150.00	14,575.78	0.00
应付账款	3,900.81	6,908.82	8,050.93	6,805.22
预收款项	2,761.49	5,661.21	2,854.49	5,749.79
应付职工薪酬	213.30	643.92	848.97	863.86
应交税费	78.88	1,347.39	1,640.45	793.58
应付利息	34.38	1,235.40	1,235.40	1,235.40
其他应付款	572.57	1,646.19	889.37	753.80
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	4,000.00	0.00
流动负债合计	12,561.43	22,592.93	34,095.39	16,201.66
非流动负债：				
长期借款	0.00	0.00	5,763.00	0.00
应付债券	15,173.11	26,858.41	26,797.79	26,740.63
专项应付款	0.00	0.00	13,593.56	0.00
递延收益-非流动负债	508.00	512.00	128.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	709.79

非流动负债合计	15,681.11	27,370.41	46,282.35	27,450.42
负债合计	28,242.55	49,963.34	80,377.74	43,652.08
所有者权益(或股东权益):				
实收资本(或股本)	46,945.95	46,945.95	31,297.30	31,297.30
资本公积金	54,483.87	54,483.87	70,132.52	70,132.52
盈余公积金	1,703.97	1,703.97	1,703.97	1,446.84
未分配利润	-31,806.42	-30,408.08	34,062.86	33,404.10
归属于母公司所有者权益合计	71,327.36	72,725.71	137,196.64	136,280.75
所有者权益合计	71,327.36	72,725.71	137,196.64	136,280.75
负债和所有者权益总计	99,569.90	122,689.05	217,574.38	179,932.83

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
一、营业总收入	7,024.99	43,050.78	58,334.41	69,715.63
营业收入	7,024.99	43,050.78	58,334.41	69,715.63
二、营业总成本	8,477.98	67,456.20	59,138.20	68,407.38
营业成本	5,568.30	38,871.07	35,558.53	45,108.48
营业税金及附加	34.92	330.95	643.50	500.40
销售费用	1,254.33	14,931.72	13,678.84	15,438.29
管理费用	1,246.33	11,280.50	7,097.51	6,169.13
财务费用	385.18	2,297.23	1,972.26	1,114.03
资产减值损失	-11.07	-255.26	187.56	77.04
加：投资净收益	0.00	-28,752.24	0.00	0.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	14.53	0.00	0.00
四、营业利润	-1,452.99	-53,157.67	-803.79	1,308.26
加：营业外收入	103.14	683.53	10,647.23	988.89
减：营业外支出	44.25	10,782.94	8,365.52	8.01
其中：非流动资产处置净损失	0.00	10,469.45	7,653.11	3.99
五、利润总额	-1,394.10	-63,257.08	1,477.92	2,289.14
减：所得税	4.25	900.88	249.05	832.06
六、净利润	-1,398.35	-64,157.96	1,228.87	1,457.08
归属于母公司所有者的净利润	-1,398.35	-64,157.96	1,228.87	1,457.08

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013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	5,790.05	56,373.77	61,311.48	82,253.89
收到其他与经营活动有关的现金	177.77	1,154.75	975.98	1,151.34
经营活动现金流入小计	5,967.82	57,528.52	62,287.46	83,405.23
购买商品、接受劳务支付的现金	7,024.28	25,023.21	34,383.44	46,676.33
支付给职工以及为职工支付的现金	1,720.96	9,549.65	9,231.97	8,049.69
支付的各项税费	1,804.76	5,280.69	7,277.19	5,874.15
支付其他与经营活动有关的现金	2,352.32	11,258.07	11,629.07	11,586.89
经营活动现金流出小计	12,902.34	51,111.63	62,521.68	72,187.06
经营活动产生的现金流量净额	-6,934.51	6,416.89	-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	22.72	14,757.96	2,513.85	20.57
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	25,546.53	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	1,001.12	21,880.00	0.00
投资活动现金流入小计	22.72	41,305.62	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	1,169.19	3,992.96	73,062.82	31,424.37
投资支付的现金	0.00	2,000.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	1,169.19	5,992.96	73,062.82	31,424.37
投资活动产生的现金流量净额差额(合计平衡项目)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动产生的现金流量净额	-1,146.47	35,312.66	-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	5,000.00	5,513.00	29,338.78	4,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	882.00	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	5,882.00	5,513.00	29,338.78	30,791.30
偿还债务支付的现金	16,905.69	24,701.78	5,000.00	14,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,566.00	3,186.23	2,567.39	1,201.16
支付其他与筹资活动有关的现金	0.67	1,031.49	50.00	817.21
筹资活动现金流出小计	18,472.36	28,919.49	7,617.39	16,018.38
筹资活动产生的现金流量净额差	0.00	0.00	0.00	0.00

额(合计平衡项目)				
筹资活动产生的现金流量净额	-12,590.36	-23,406.49	21,721.39	14,772.92
四、现金及现金等价物净增加:				
现金及现金等价物净增加额	-20,671.34	18,323.06	-25,981.79	--5,412.71

资料来源: 公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	-64,157.96	1,228.87	1,457.08
加：资产减值准备	-255.26	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	4,711.55	4,199.94	3,848.35
无形资产摊销	1,477.82	602.46	343.26
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	10,365.96	6,125.60	-0.37
固定资产报废损失	100.56	1.95	0.00
财务费用	2,389.54	2,051.57	1,483.17
投资损失	28,752.24	0.00	0.00
递延所得税资产减少	738.39	-423.61	-42.15
存货的减少	8,405.88	2,361.77	1,828.49
经营性应收项目的减少	12,340.69	-4,406.08	-4,155.66
经营性应付项目的增加	1,547.51	-12,164.26	6,111.47
其他	0.00	0.00	267.49
经营活动产生的现金流量净额	6,416.89	-234.22	11,218.17

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度报

附录四 主要财务指标表

项目	2016年3月	2015年	2014年
有息债务（万元）	20,173.11	32,008.41	51,136.57
资产负债率	28.36%	40.72%	36.94%
流动比率	1.65	1.94	1.39
速动比率	1.36	1.73	1.01
综合毛利率	20.74%	9.71%	39.04%
总资产回报率	-	-35.78%	1.78%
EBITDA（万元）	-	-54,678.17	8,331.89
EBITDA 利息保障倍数	-	-18.09	3.61
应收账款周转天数	-	23.75	18.99
存货周转天数	-	82.98	145.22
应付账款周转天数	-	69.27	75.20
净营业周期（天）	-	37.46	89.01
流动资产周转天数	-	381.80	367.19
固定资产周转天数	-	436.88	422.19
总资产周转天数	-	1,422.68	1,226.57
期间费用率	41.08%	66.22%	39.00%
负债与所有者权益比率	39.60%	68.70%	58.59%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季报，鹏元整理

附录五 截至2015年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	子公司类型	级次	持股比例	表决权比例	主营业务
揭阳市黑牛食品工业有限公司	全资子公司	2	100%	100%	固态饮品生产经营
安徽省黑牛食品工业有限公司	全资子公司	2	100%	100%	饮料（蛋白饮料类、其他饮料类）加工、销售
黑牛食品（广州）有限公司	全资子公司	2	100%	100%	食品生产经营
黑龙江黑牛农庄农产品有限公司	全资子公司	2	100%	100%	农产品收购
黑牛食品营销有限公司	全资子公司	2	100%	100%	批发业
汕头市黑牛实业有限公司	全资子公司	2	100%	100%	食品生产、销售

资料来源：公司2015年审计报告

附录六 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+1年内到期的非流动负债
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

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。