

黑牛食品股份有限公司

**2012 年 2.7 亿元公司债券
(第一期) 2013 年跟踪信用评级报告**



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

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

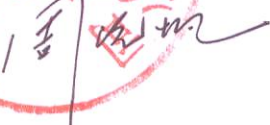
本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：/ 

 鹏元资信评估有限公司
PENG YUAN 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>

黑牛食品股份有限公司

2012 年 2.7 亿元公司债券（第一期）2013 年

跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：57 个月

债券剩余规模：2.7 亿元

评级日期：2013 年 06 月 28 日

首次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券期限：60 个月

债券规模：2.7 亿元

评级日期：2012 年 12 月 07 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 18 日发行的 2.7 亿元公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的 2013 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。

主要财务指标：

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
总资产（万元）	158,019.31	144,435.25	135,699.17
归属于母公司所有者权益（万元）	136,320.02	131,558.68	122,611.42
资产负债率	13.73%	8.92%	9.64%
流动比率	3.59	7.13	8.57
营业收入（万元）	76,287.34	85,720.49	63,954.85
利润总额（万元）	7,343.42	13,690.74	10,678.85
综合毛利率	34.34%	34.68%	33.10%
总资产回报率	4.95%	9.77%	-
经营活动净现金流（万元）	1,509.27	5,206.73	2,596.96
EBITDA（万元）	10,786.06	15,853.99	12,719.59
EBITDA 利息保障倍数	78.35	-	50.56

资料来源：公司审计报告

正面：

- 跟踪期内，随着公司投建的生产线逐步投产，产能规模进一步扩大；
- 公司债务规模不大，资产负债率低，资金状况良好，债务偿还能力较强。

关注：

- 跟踪期内，公司整体营业收入有所下降，盈利水平下滑；
- 跟踪期内，公司主要产品产销率有所下滑；
- 跟踪期内，公司整体产能进一步扩大，但产能利用率有所下降；
- 公司在建项目产能规模大，其能否实现预期效益尚需市场检验；
- 经营活动现金流生成能力下滑，并且受运营资金支出的影响，经营活动现金流呈现下降趋势。

分析师

姓名：夏荣尧 王一峰

电话：0755—82872532

邮箱：xiary@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

公司于2013年2月16日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。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。公司于2013年3月18日以5.80%的票面利率发行了黑牛食品股份有限公司2012年公司债券（第一期）（网上发行代码为“101694”，简称为“12黑牛01”），发行总额为2.7亿元。截至2013年3月21日止，公司债券募集资金总额共计人民币2.7亿元，扣除承销佣金及保荐佣金等发行费用合计人民币302.40万元，实际募集资金净额为人民币26,697.60万元。

本次债券存续期为5年期，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。本期债券采用单利按年计息，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。截至2013年3月31日，本期债券尚无需还本付息。

本期债券用于偿还银行贷款以及补充流动资金，截至2013年3月31日，募集资金尚未使用。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人无变化。公司注册资本增加主要由资本公积转增所致；控股股东持股比例由2011年末的47.19%变更为2012年末的46.86%；截至2012年末公司实际控制人林秀浩持有的46.86%股份中已质押的比例为67.36%。

表 1 跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人变更情况

项目	截至 2012 年 12 月 31 日	截至 2011 年 12 月 31 日
公司名称	黑牛食品股份有限公司	黑牛食品股份有限公司
注册资本	314,339,090.00 元	240,300,000.00 元
实收资本	314,339,090.00 元	240,300,000.00 元
控股股东	林秀浩	林秀浩
控股股东持股比例	46.86%	47.19%
实际控制人	林秀浩	林秀浩

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司新增合并范围内的子公司 1 家，具体情况如下表所示。

表 2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（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
黑龙江黑牛农庄农产品有限公司	100%	1,000.00	水稻、玉米、杂粮收购。豆类种植、经销。	新设

资料来源：公司提供

截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额为 158,019.31 万元，归属于母公司的所有者权

益为 136,320.02 万元，资产负债率为 13.73%；2012 年度，公司实现营业收入 76,287.34 元，利润总额 7,343.42 万元，经营活动现金流净额 1,509.27 万元。

三、经营与竞争

跟踪期内，受行业增速下滑以及公司自身进行产品结构调整影响，整体收入规模有所下降

跟踪期内，公司主营业务收入出现下滑，公司 2012 年实现主营业务收入 76,287.34 万元，同比下降了 10.94%，具体来看，液态饮品收入增长 13.56%；豆奶粉、麦片同比下降 26.63%、21.25%。

2012 年全国饮料行业在经历了多年的高速增长后期后，增速有所下滑。公司近年实施做大做强大豆蛋白饮品的发展战略，加强液态饮品的生产规模以及销售力度，2012 年公司液态饮品收入增长至 32,603.85 万元，同比增长 13.56%，增速较上年同期的 201.03%大幅下降。

麦片和芝麻糊等固态产品方面，一方面受宏观经济下滑以及行业调整的影响，随着水奶在全国的普及、居民收入的提升和消费升级、生活节奏的加快，以豆奶粉和麦片为主的冲调类饮品有下滑的趋势；二是根据市场变化，公司积极调整产品结构，加强经销商管理，对经销商发货进行了一定程度的控制，以清理渠道库存，导致 2012 年主要固态产品收入有所下降，其中，豆奶粉、麦片收入下降 26.63%和 21.25%。

表 3 2011-2012 年公司主营业务收入构成（单位：万元）

项 目	2012 年		2011 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
液态饮品	32,603.85	34.32%	28,710.03	35.09%
豆奶粉	32,361.00	34.14%	44,104.64	34.24%
麦片	8,065.26	35.45%	10,241.53	35.19%
芝麻糊	1,756.09	31.77%	1,710.05	36.31%
核桃粉	676.87	37.16%	736.66	37.64%
其他	824.27	35.44%	155.97	34.70%
合计	76,287.34	34.34%	85,658.88	34.71%

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内，受行业调整影响以及公司自身经营战略调整的影响，公司收入规模下降。

跟踪期内，公司整体产销率有所下降，华中地区以及西南地区销售占比提升

跟踪期内，受行业增速下滑影响以及公司自身进行产品结构调整的影响，公司主要产品的产销率有所下降，具体来看，液态饮品、豆奶粉、麦片等的产销率分别下降了 1.36 个百分点、2.72 个百分点、5.58 百分点，但整体产销情况仍然较好。

表 4 公司各类产品的产销率情况

产品	2012 年	2011 年
----	--------	--------

液态饮品	90.96%	92.32%
豆奶粉	96.57%	99.29%
麦片	96.20%	101.78%
芝麻糊	93.66%	99.16%
核桃粉	98.40%	104.73%

资料来源：公司提供

公司产品主要通过两种模式销售，一种是通过经销商分销的经销模式，另一种是公司根据市场操作需要，直接供货给商超的直营模式。在上述两种销售模式中，以经销模式为主，并通过分销批发，将产品覆盖到广泛的终端。公司建立了覆盖全国的销售网络，从销售区域来看，东北地区、华东地区和华东地区是公司的主要销售区域。跟踪期内，除华中地区以及西南地区销售收入取得增长以外，其他地区都有所下降；从占比来看，华中地区以及西南区的占主营业务收入的比重均有所提升。华中地区销售实现增长主要是安徽双蛋白液态豆奶一期工程投产，导致该区域液态饮品销售增长所致；西南地区销售收入主要是公司在西南地区拓展力度加大，取得了较好的销售业绩，公司拟在成都设立子公司并投建新的生产线，未来西南区域的销售收入有望进一步提升。

表 5 公司主营业务收入分地区构成（单位：万元）

地区	2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比
东北地区	10,941.61	14.34%	13,478.11	15.73%
华北地区	3,114.05	4.08%	6,673.20	7.79%
华东地区	21,558.65	28.26%	25,511.13	29.78%
华南地区	1,826.29	2.39%	2,970.91	3.47%
华中地区	24,411.83	32.00%	21,293.38	24.86%
西北地区	4,597.34	6.03%	8,187.58	9.56%
西南地区	9,837.57	12.90%	7,544.57	8.81%
合计	76,287.34	100.00%	85,658.88	100.00%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司多个生产线项目投产，产能规模提升，但产能利用率有所下降；公司在建生产线将进一步扩大产能规模，有利于将来提升相应区域的竞争力，但各项目能否实现预期收益尚需时间检验

2010 年公司上市融资为实施做大做强大豆蛋白饮品（饮料）的发展战略提供了良好的资金支持，公司投建了安徽双蛋白液态豆奶一期工程、二期工程等多个生产线新建或改扩建工程。

表 6 截至 2012 年末公司投建的生产线情况

项目名称	产品	资金来源	总投资（万元）	已投资（万元）	设计产能（吨/年）	投产（预计投产）日期
安徽双蛋白液态豆奶二期项目	液态饮品	募集资金	13,930.00	14,209.41	64,362.24	2012.9.30

苏州双蛋白液态奶工程项目	液态饮品	募集资金	15,500.00	7,290.71	40,000	2013.12.31
广州黄埔大豆多肽饮品项目	液态饮品	募集资金及利息8,000万元，其余自筹	29,800.00	6,637.85	90,000	2014.6.30
揭东豆奶粉生产线技改扩产项目	豆奶粉	募集资金	2,999.80	2,995.12	7,200	2012.9.30
汕头复合麦片扩产项目	麦片	募集资金	4,999.50	5,136.26	6,660	2012.9.30
芝麻糊扩产项目	芝麻糊	募集资金	3,500.00	3,455.44	4,500	2012.12.31
合计	-	-	70,729.30	39,724.79	-	-

注：表中募集资金为 IPO 募集资金。

资料来源：公司提供

跟踪期内，随着安徽双蛋白液态豆奶二期工程投产等多个项目逐步形成投产（其中二期工程为部分投产），公司的部分产品产能有了显著的增长（见下表），然而受宏观环境以及公司自身经营战略调整的影响，公司新增产能消化受限，主要产品产能利用率明显下降。

表 7 公司产品产销情况

产品	项目	2012 年	2011 年
液态饮品	产能（吨/年）	81,887.90	49,706.78
	产量（吨）	83,312.89	71,208.88
	其中：自产（吨）	71,189.00	46,996.54
	委外加工（吨）	12,123.89	24,212.34
	销量（吨）	75,784.70	65,739.87
	产能利用率	85.45%	94.55%
豆奶粉	产能（吨/年）	47,585.00	37,736.00
	产量（吨）	26,116.35	35,276.49
	销量（吨）	25,219.29	35,025.82
	产能利用率	54.88%	93.48%
麦片	产能（吨/年）	11,700.00	8,100.00
	产量（吨）	5,789.45	7,499.28
	销量（吨）	5,569.27	7,632.85
	产能利用率	49.48%	92.58%
芝麻糊	产能（吨/年）	1,200.00	1,200.00
	产量（吨）	1,136.74	1,186.53
	销量（吨）	1,064.68	1,176.53
	产能利用率	94.73%	98.88%
核桃粉	产能（吨/年）	450.00	450.00
	产量（吨）	343.48	391.06
	销量（吨）	337.97	409.57
	产能利用率	76.33%	86.90%

注：产能=设计年产能*投产月数/12。

资料来源：公司提供

截至 2012 年末，公司在建的苏州双蛋白液态奶工程项目以及广州黄埔大豆多肽饮品项目尚需投资 31,371.44 万元，预计于 2013-2014 年逐步投产，将进一步增强公司的经营规模以及区域的竞争能力。我们也关注到，近期受食品饮料行业增速下滑的影响，公司各类产品

销售收入增速均有所回落，豆奶粉、麦片、芝麻糊等产品销售收入出现负增长，产能利用率明显下降，而公司近年完成的生产线使得公司的产能扩张迅速，并且在建项目将使产能进一步提升，届时公司产品产能能否得以充分利用，投建项目能否达到预期效益尚需市场检验。

跟踪期内，原材料价格保持上涨态势，不利于公司控制生产成本

公司产品成本中原材料是主要的构成要素，液态饮品、豆奶粉、麦片的成本中原材料占比均在 80% 以上，具体见下表，因而原材料价格的变动对公司成本的影响很大。

表 8 公司主要产品中直接材料占成本的比例

产品	2012 年	2011 年
液态饮品	81.87%	90.33%
豆奶粉	81.60%	85.60%
麦片	90.63%	91.24%

资料来源：公司提供

跟踪期内，除了白糖价格有所下降以外，公司主要原材料大豆、面粉、淀粉和花生酱的价格均总体上呈增长趋势，不利于公司生产成本的控制。2012 年，受大豆等原材料价格持续上涨的影响，公司营业成本较 2011 年同期增长 10.54%。

表 9 2011-2012 年公司主要原材料采购价格变动情况（单位：元/吨）

原材料	2012 年	2011 年
大豆	4,231.02	4,051.81
白糖	5,543.97	6,312.77
面粉	2,412.61	2,350.16
淀粉	2,613.92	2,612.22
花生酱	14,943.28	14,009.68

资料来源：公司提供

公司在扩大市场份额、加强市场推广等方面加大投入，费用有所增加，对公司的盈利能力造成了一定的负面影响

公司 2012 年的费用投入增加明显，整体期间费用率同比提高了 5.61 个百分点。销售费用方面，受行业整体下滑的影响，公司加大费用投入，销售费用率为 18.36%，同比提高 2.52 个百分点；管理费用方面，公司加大了人才引进力度，同时新投放产能折旧增加较多，全年管理费用率为 7.05%，同比提高 2.38 个百分点；财务费用方面，由于募集资金的使用，利息收入同比大幅减少，导致财务费用率同比提高 0.72 个百分点。

表 10 2011-2012 年期间费用情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	金额	费用率	金额	费用率
销售费用	14,008.67	18.36%	13,580.09	15.84%
管理费用	5,377.53	7.05%	4,005.54	4.67%
财务费用	-698.78	-0.92%	-1,399.55	-1.63%
合计	18,687.42	24.50%	16,186.08	18.88%

资料来源：公司提供

四、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经大华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2011 年度审计报告以及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 2012 年度审计报告，公司财务报表均采用新准则编制。跟踪期内，公司新增合并范围内的子公司 1 家，即黑龙江黑牛农庄农产品有限公司。

财务分析

跟踪期内，公司的资产有所增长，但收入规模及盈利能力有所下降，致使经营活动现金流生成能力也出现下滑

截至 2012 年末，公司的总资产为 158,019.31 万元，同比增长 9.40%。由于汕头复合麦片扩产项目以及安徽双蛋白液态豆奶二期项目等项目投产转固，非流动资产占比有所提升。

公司流动资产主要由货币资金、预付账款和存货构成。公司货币资金较为充裕，截至 2012 年末不存在质押、冻结，或有潜在收回风险的款项；货币资金同比下降 23.46%，主要系上市募投项目投入所致。预付款项主要为预付的原材料款、设备款和土地款，同比下降 20.86%主要是货款结算所致。存货同比增长 31.69%，一方面缘于公司产能扩张，新增了原材料储备所致，截至 2012 年底，存货中原材料占比 57.08%，另一方面是因为各项产品的产销率有所下降所致，如若未来存货的价格出现波动，将给公司带来一定的风险。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产和其他非流动资产构成。固定资产同比增长 35.87%，主要系安徽液态豆奶二期杨凌年产 1.5 万吨豆奶粉项目、汕头复合麦片扩产项目、芝麻糊扩建项目等转固定资产所致，公司目前在建项目将使得固定资产规模将持续增长，进一步提升公司的产能规模。在建工程在跟踪期内有所下降主要系多个项目转固所致。无形资产主要为土地，截至 2012 年底，无形资产中土地占比 99.40%，2012 年公司无形资产增加主要系公司拟建项目购入土地使用权所致。截至 2012 年末，其他非流动资产增加 7,642.56 万元，主要是预付工程及设备款增加所致。

整体来看，公司的资产规模有所增长，由于上市募投项目的投入使得非流动资产逐年提升。

表 11 公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	46,608.89	29.50%	60,891.51	42.16%
预付款项	7,777.70	4.92%	9,828.00	6.80%
存货	17,353.34	10.98%	13,177.10	9.12%
流动资产合计	74,903.27	47.40%	84,490.73	58.50%

固定资产	52,952.51	33.51%	38,973.05	26.98%
在建工程	9,622.21	6.09%	12,398.63	8.58%
无形资产	12,610.02	7.98%	8,372.38	5.80%
其他非流动资产	7,642.56	4.84%	0.00	0.00%
非流动资产合计	83,116.04	52.60%	59,944.52	41.50%
资产总计	158,019.31	100.00%	144,435.25	100.00%

资料来源：公司提供

收入方面，公司固态产品 2012 年总收入为 4.3 亿元，同比下降 25%；液态产品收入为 3.3 亿元，同比增长 14%，增速大幅下降，未来公司收入情况以及新投产项目的效益情况有待观察。

从期间费用来看，2012 年销售费用率为 18.36%，同比增加了 2.52 个百分点，主要是由于公司加强了市场推广等方面的投入；管理费用率为 7.05%，同比提高 2.38 个百分点，主要是由于加大了人才引进力度和新投放产能折旧增加；财务费用率同比提高 0.72 个百分点，主要是由于募集资金的使用，利息收入同比大幅减少。以上因素综合作用使得期间费用率大幅提升，公司的盈利水平受到进一步拖累。

表 12 公司盈利能力主要指标（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年
营业收入	76,287.34	85,720.49
营业利润	7,036.63	12,985.49
利润总额	7,343.42	13,690.74
净利润	5,527.41	10,282.27
综合毛利率	34.34%	34.68%
期间费用率	24.50%	18.88%
总资产回报率	4.95%	9.77%

资料来源：公司提供

由于跟踪期公司净利润下滑，现金生成能力下降，并且由于营运资金支出规模增加，公司的经营活动现金净流入规模大幅下降，营运资金支出增加：一是公司为储备原材料导致存货持续增加；二是近年食品饮料行业市场竞争加剧，为了扩大市场销售规模，公司在市场拓展方面的付现费用也相应增加；三是为增强产品的市场竞争力，公司以经销方式销售产品的比例相对提高，在宏观经济增速放缓的影响下，公司销售回款的速度有所放缓。

跟踪期内，公司生产线投资支出仍然较大，投资活动现金流为较大规模的净支出，截至 2012 年底，公司在建的苏州双蛋白液态奶工程项目以及广州黄埔大豆多肽饮品项目尚需投资 31,371.44 万元，未来公司仍将保持较大规模的投资活动现金支出，资金主要来源于上市募集或超募资金，已落实来源，根据公司的经营情况，在建项目资金需求预计能得到较好的满足。

表 13 现金流情况表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
净利润	5,527.41	10,282.27
加：非付现费用	3,337.49	2,163.86

非经营损益	-22.88	-81.78
FFO	8,842.02	12,364.35
加：营运资本变化	-7,792.73	-7,157.61
其中：存货减少（减：增加）	-4,176.24	-5,362.77
经营性应收项目的减少（减：增加）	-6,376.38	-3,144.70
经营性应付项目增加（减：减少）	2,759.89	1,349.86
其他	459.99	0.00
经营活动现金流量净额	1,509.27	5,206.73
投资活动的现金流量净额	-24,452.60	-30,249.27
筹资活动产生的现金流量净额	8,660.71	-1,335.00
现金及现金等价物净增加额	-14,282.62	-26,377.54

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司新增短期借款 10,000 万元，总负债增加，截至 2012 年末增至 21,699.28 万元，负债规模不大。公司的负债分布于短期借款、应付账款、其他非流动负债，有息债务体现为短期借款，规模较小。公司于 2013 年 3 月 18 日发行的 2.7 亿元公司债券，使得有息债务规模增加。

表 14 公司负债主要构成

（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	10,000.00	46.08%	0.00	0.00%
应付账款	6,194.99	28.55%	5,698.07	44.25%
预收款项	3,082.95	14.21%	5,594.80	43.45%
流动负债合计	20,836.91	96.03%	11,855.62	92.07%
其他非流动负债	862.38	3.97%	1,020.96	7.93%
非流动负债合计	862.38	3.97%	1,020.96	7.93%
负债合计	21,699.28	100.00%	12,876.57	100.00%

资料来源：公司提供

截至 2012 年末，公司资产负债率低，流动比率、速动比率以及 EBITDA 利息保障倍数表现良好，同时公司资金较为充裕，债务偿还能力较强。

表 15 公司主要偿债能力指标

项目	2012 年	2011 年
资产负债率	13.73%	8.92%
流动比率	3.59	7.13
速动比率	2.76	6.02
EBITDA（万元）	10,786.06	15,853.99
EBITDA 利息保障倍数	78.35	-

资料来源：公司提供

五、评级结论

跟踪期内，随着公司投建的生产线逐步投产，产能规模进一步扩大，液态饮品销售收入有所增长；公司债务规模不大，资产负债率低，债务偿还能力较强。我们也关注到，受食品

饮料行业增速下滑影响，公司液态品收入增速有所下降，并且受到冲调类产品销售不景气以及公司自身经营调整的影响，公司主要产品产销情况未达到公司的预期，整体收入下滑，盈利能力以及经营活动现金流也呈现下降趋势；目前公司在建项目将进一步扩大产能规模，其能否实现预期效益尚需市场检验。公司在跟踪期内在扩大市场份额、加强市场推广等方面加大投入，费用有所增加，对公司的盈利能力造成了一定的负面影响。

基于以上情况，鹏元维持发行人主体长期信用等级 AA 和本期债券信用等级 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	2012 年	2011 年	2010 年
货币资金	46,608.89	60,891.51	87,269.05
应收账款	915.45	398.61	596.69
预付款项	7,777.70	9,828.00	6,456.03
应收利息	48.40	0.00	0.00
其他应收款	278.42	195.50	22.51
存货	17,353.34	13,177.10	7,814.33
其他流动资产	1,921.08	0.00	0.00
流动资产合计	74,903.27	84,490.73	102,158.61
固定资产	52,952.51	38,973.05	20,759.71
在建工程	9,622.21	12,398.63	4,402.13
无形资产	12,610.02	8,372.38	8,140.25
递延所得税资产	288.72	200.47	238.47
其他非流动资产	7,642.56	0.00	0.00
非流动资产合计	83,116.04	59,944.52	33,540.56
资产总计	158,019.31	144,435.25	135,699.17
短期借款	10,000.00	0.00	0.00
应付账款	6,194.99	5,698.07	2,580.87
预收款项	3,082.95	5,594.80	7,718.67
应付职工薪酬	720.62	501.91	321.49
应交税费	211.75	-415.99	916.36
应付股利	14.99	0.00	0.00
其他应付款	611.61	476.82	386.83
流动负债合计	20,836.91	11,855.62	11,924.22
其他非流动负债	862.38	1,020.96	1,163.54
非流动负债合计	862.38	1,020.96	1,163.54
负债合计	21,699.28	12,876.57	13,087.75
实收资本(或股本)	31,433.91	24,030.00	13,350.00
资本公积金	70,563.85	76,315.83	86,995.83
盈余公积金	1,331.54	1,256.53	932.75
未分配利润	32,990.72	29,956.32	21,332.84
归属于母公司所有者权益合计	136,320.02	131,558.68	122,611.42
所有者权益合计	136,320.02	131,558.68	122,611.42
负债和所有者权益总计	158,019.31	144,435.25	135,699.17

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
营业总收入	76,287.34	85,720.49	63,954.85
营业收入	76,287.34	85,720.49	63,954.85
营业总成本	69,250.71	72,735.00	54,027.07
营业成本	50,091.10	55,989.49	42,787.34
营业税金及附加	439.66	558.83	420.54
销售费用	14,008.67	13,580.09	7,785.46
管理费用	5,377.53	4,005.54	3,691.32
财务费用	-698.78	-1,399.55	-642.09
资产减值损失	32.52	0.61	-15.49
营业利润	7,036.63	12,985.49	9,927.78
加：营业外收入	369.86	805.25	828.97
减：营业外支出	63.07	100.00	77.90
其中：非流动资产处置净损失	57.99	0.00	0.00
利润总额	7,343.42	13,690.74	10,678.85
减：所得税	1,816.01	3,408.48	2,578.10
净利润	5,527.41	10,282.27	8,100.75
归属于母公司所有者的净利润	5,527.41	10,282.27	8,100.75

附录三-1 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
销售商品、提供劳务收到的现金	84,589.80	95,317.28	72,021.82
收到其他与经营活动有关的现金	1,008.80	1,976.73	1,522.91
经营活动现金流入小计	85,598.60	97,294.01	73,544.73
购买商品、接受劳务支付的现金	59,389.39	67,523.66	51,378.40
支付给职工以及为职工支付的现金	7,292.71	4,837.39	3,995.29
支付的各项税费	8,088.23	9,257.55	7,550.00
支付其他与经营活动有关的现金	9,318.99	10,468.68	8,024.09
经营活动现金流出小计	84,089.33	92,087.29	70,947.77
经营活动产生的现金流量净额	1,509.27	5,206.73	2,596.96
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	862.49	199.94	35.99
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	94.46	209.00
投资活动现金流入小计	862.49	294.40	244.99
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	25,315.09	30,543.67	10,235.13
投资活动现金流出小计	25,315.09	30,543.67	10,235.13
投资活动产生的现金流量净额	-24,452.60	-30,249.27	-9,990.14
吸收投资收到的现金	1,191.94	0.00	87,136.50
取得借款收到的现金	10,000.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	11,191.94	0.00	87,136.50
偿还债务支付的现金	0.00	0.00	12,500.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,522.33	1,335.00	251.58
支付其他与筹资活动有关的现金	8.90	0.00	551.39
筹资活动现金流出小计	2,531.23	1,335.00	13,302.96
筹资活动产生的现金流量净额	8,660.71	-1,335.00	73,833.54
现金及现金等价物净增加额	-14,282.62	-26,377.54	66,440.35
期初现金及现金等价物余额	60,891.51	87,269.05	20,828.70
期末现金及现金等价物余额	46,608.89	60,891.51	87,269.05

附录三-2 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
净利润	5,527.41	10,282.27	8,100.75
加：资产减值准备	32.52	0.61	-15.49
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,068.18	1,981.74	1,609.52
无形资产摊销	236.79	181.51	179.64
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-72.29	-119.78	-14.07
财务费用	137.67	0.00	251.58
递延所得税资产减少	-88.26	38.00	-9.50
存货的减少	-4,176.24	-5,362.77	-2,868.33
经营性应收项目的减少	-6,376.38	-3,144.70	-1,937.83
经营性应付项目的增加	2,759.89	1,349.86	-2,699.30
其他	459.99	0.00	0.00
间接法-经营活动产生的现金流量净额	1,509.27	5,206.73	2,596.96
现金的期末余额	46,608.89	60,891.51	87,269.05
减：现金的期初余额	60,891.51	87,269.05	20,828.70
间接法-现金及现金等价物净增加额	-14,282.62	-26,377.54	66,440.35

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
现金流	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

附录五 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

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。

（二）债务人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 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

（三）展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

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

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

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。