



2020年宏辉果蔬股份有限公司公开发行可 转换公司债券2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2020年宏辉果蔬股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次 评级	上次 评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
宏辉转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持宏辉果蔬股份有限公司（以下简称“宏辉果蔬”或“公司”，股票代码：603336.SH）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定，维持宏辉转债信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司果蔬产品供应链较完善，行业竞争优势保持较好；同时中证鹏元也关注到公司经营压力加重，面临应收账款坏账损失，汇兑损失对利润形成侵蚀，资本支出压力较大及短期偿付压力较大等风险因素。

未来展望

- 公司作为专业果蔬行业服务商，业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年6月14日

联系方式

项目负责人：林心平
linxp@cspengyuan.com

项目组成员：陈刚
cheng@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	15.91	15.95	15.11	10.83
归母所有者权益	11.05	10.92	10.71	8.73
总债务	4.25	4.32	3.74	1.65
营业收入	2.46	9.74	9.64	8.52
EBITDA 利息保障倍数	--	4.51	6.42	17.39
净利润	0.14	0.47	0.73	0.79
经营活动现金流净额	0.23	-0.18	0.24	0.25
销售毛利率	9.94%	10.52%	12.47%	15.48%
EBITDA 利润率	--	9.44%	11.69%	10.97%
总资产回报率	--	4.06%	6.57%	8.18%
资产负债率	30.19%	31.39%	28.94%	19.24%
净债务/EBITDA	--	4.54	2.14	1.53
总债务/总资本	27.66%	28.30%	25.82%	15.89%
FFO/净债务	--	17.24%	37.79%	59.83%
速动比率	1.94	1.94	2.35	1.89
现金短期债务比	0.19	0.18	0.87	0.28

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季报，中证鹏元整理

优势

- **公司果蔬产品供应链较完善，行业竞争优势保持较好。**公司作为专业的果蔬行业服务商，在汕头、烟台、上海、福建、广州、江西、天津等地建有初加工配送基地，配送能力较好，产品品种呈现多样化，下游客户主要为批发商、超市及电商等，销售渠道多元化，产品供应链优势保持较好。

关注

- **水果产品价格波动较大，公司经营压力上升。**公司主要销售产品为苹果、梨、柑桔橙等，产品价格易受天气、土壤、自然灾害等因素影响，水果产品具有反季节销售的特点，销售价格面临市场波动风险，2021年水果业务毛利率下滑1.69个百分点。公司存货主要为果蔬产品，受保质期、滞销等因素的影响，亦存在一定跌价损失风险。
- **公司应收账款增速较快，面临坏账损失风险。**公司下游客户主要为超市、批发商、电商等，2021年应收账款增速明显高于营业收入增幅，2021年末坏账准备余额0.29亿元；公司欠款客户分布相对分散，回款情况需加以关注。
- **汇兑损失对公司利润空间形成一定侵蚀。**海外销售收入占公司营业收入比重在16%左右，公司进口采购及外销面临汇率波动风险，2021年公司财务费用中的汇兑损失为398.05万元。
- **面临较大的短期债务偿付压力。**2021年末公司总债务规模持续上升，其中短期债务占比53%，现金短期债务比处于较低水平，短期偿付压力较大。
- **面临较大的资本支出压力。**公司不断扩张果蔬配送产能及新增业务规模，项目资金来源主要为自筹，尚需投入资金较多，考虑到公司经营规模相对较小，现金流转弱，面临资金压力较大。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	很小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	5
	经营规模	3		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和术	3		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	4
	经营效率	4		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	2		盈利状况	中
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	3	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		较小
		指示性信用评分			aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-5-21	张旻熳、秦风明	工商企业通用信用评级方法模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) ； 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2019-7-30	秦风明、刘书芸	企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0) ； 公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
宏辉转债	3.32	2.25	2021-5-21	2026-2-26

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年2月发行6年期3.32亿元可转换公司债券，计划其中2.33亿元用于广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目，0.99亿元用于补充流动资金。截至2021年末，宏辉转债募集资金专项账户余额为64.98万元。

三、发行主体概况

2021年公司名称、控股股东、实际控制人未发生变化。2021年43.20万元宏辉转债转换成公司股票4.46万股。截至2022年3月末，公司实收资本为4.39亿元，实际控制人仍为黄俊辉、郑幼文（两人系夫妻关系），持股比例合计50.54%，其中股票质押比例合计占其持有股份的39.98%。2021年公司新增粮油及食品业务收入。2021年公司合并范围新增3家子公司，注销1家，具体变动见下表。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
宏辉家家唛食品有限公司	100.00%	0.50	农副食品加工	设立
山东宏辉果蔬有限公司	100.00%	0.03	果蔬服务业	设立
深圳市鹰辉供应链有限公司	51.00%	0.10	供应链管理服务业	设立

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
陕西宏辉食品有限公司	100.00%	0.20	农副食品加工	注销

资料来源：公司2021年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济

持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

国内水果种植面积及产量保持稳定增长，但结构性矛盾仍存；2021年水果市场价格波动较大，果蔬服务企业经营面临压力

我国果园种植面积及水果产量规模保持稳定增长，但结构性矛盾仍存。根据统计局数据，2021年中国果园面积约为12,962千公顷，同比增长2.5%，广西壮族自治区、陕西及广东果园种植面积位于前列。受气候及天气影响，主要水果产地分化明显。其中，苹果及梨主要种植区集中于陕西、山东及河北等地。2021年国内水果产量为29,611万吨，同比增长3.2%。国内果蔬生产目前整体供给总量充足，但结构性矛盾突出：一方面温饱型农产品已经实现供需平衡甚至供过于求；另一方面又面临有效市场供给难以满足

需求升级、高端消费市场空间扩大的挑战。优质、绿色、高端、品牌果蔬供应不足，不能满足消费需求，低质低端农产品供大于求，产能过剩，难以适应日趋标准化的果蔬消费市场。此外，国内果蔬行业仍然面临采后商品化处理水平低、优质果蔬数量匮乏、果蔬深加工品种少、缺乏有效的行业管理与技术监督等问题。

水果产品价格受天气、土壤、自然灾害等因素影响较大，2021年总体呈V型走势，市场波动较大。以国内7种重点监测水果（富士苹果、鸭梨、巨峰葡萄等）平均批发价为例，水果批发价自2021年总体呈先抑后扬态势，其中3-9月市场价格出现明显回落主要原因有两点，一是季节性回落，其次疫情反复对果蔬流通及消费需求产生一定抑制。水果价格大幅波动将增加果蔬服务企业的经营管理难度：一方面，主要水果产品具有反季节销售的特点，即“产品收获季节集中采购，未来几个月至一年左右逐步投放市场”，由于市场行情不断变化，可能会出现水果价格下调及利润空间缩小。另一方面，由于水果下半年收获的品种较多，而水果消费旺季一般从5月份开始，导致各年末及一季度末存货较多，若居民消费倾向及消费习惯改变，可能会出现存货滞销，加之水果保质期的限制，果蔬经营企业将面临资产减值风险。

图1 2021年国内水果价格呈先抑后扬走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

果蔬行业销售渠道趋于多元化，电商平台介入带来线上交易规模快速增长，多渠道销售使得果蔬经营企业利润空间面临挤压

果蔬行业已成为万亿级的产业，果蔬产品逐渐成为人们日常生活不可或缺的必需品，并呈现高频的特征，交易规模不断扩大。目前国内果蔬市场基本形成以批发市场为主，以连锁超市、电商、微商、社区团购、短视频营销、直播带货等新模式为辅的多元化流通渠道格局。随着农产品流通体制不断深化改革，线上线下营销模式深度融合，消费者更习惯线上消费、线上交易，互联网巨头纷纷加码电商平台，加速果蔬流通企业向线上转移，果蔬行业的线上销售规模不断增长。受疫情反复影响，近年生鲜电商得到较大的认可，生鲜电商活跃用户、人均使用时长增加。根据Fastdata极数数据，2021年前三季度，生鲜电商交易额为2,396亿元，同比增长8.8%；2021年9月生鲜电商月活跃用户近七千万，且持续保持稳定增长态势。

电商为果蔬行业的发展带来机遇的同时也带来挑战，电商环境使得果蔬服务业竞争愈加激烈。由于

互联网平台营销价格信息透明，产品同质化严重，企业之间为了争夺流量，实施低价倾销战，导致产品供应不稳定，质量品质不稳定，利润空间进一步压缩。因此，具备产业链优势和技术优势的果蔬服务企业有望脱颖而出，通过提高配送能力保证产品质量，形成行业竞争优势，实现较快发展。

国家持续给予政策鼓励及支持，果蔬行业迎来较好发展机遇

近年来国家出台政策鼓励农产品流通行业发展，国家一号文件对农产品流通提出相关政策指导。2021年1月，中共中央、国务院发布关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见，指出加快实施农产品仓储保鲜冷链物流设施建设工程，推进田头小型仓储保鲜冷链设施、产地低温直销配送中心、国家骨干冷链物流基地建设等。2021年2月21日，中共中央、国务院发布了《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》，加快农业农村现代化，推进现代农业经营体系建设，支持农业产业化龙头企业创新发展、做大做强。此外，国家对从事果蔬流通的企业给予一定税收优惠，包括销售蔬菜产品免征增值税、从事农产品初加工所得免征企业所得税等。

五、经营与竞争

公司作为专业农产品服务商，品种涵盖全国各地及进口名优果蔬。2021年公司营业收入略有增长，其中水果销售收入占营业收入比重的94.88%，蔬菜销售收入减少系社区团购销售热度下滑所致。2021年公司新开拓粮油及食品业务，尚未形成规模，其他收入主要系冷冻食品收入增加影响。2021年公司销售毛利率同比下滑主要系水果市场价格回调以及折旧摊销增加所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
1、水果	92,433.96	10.78%	89,788.69	12.47%
苹果	36,446.30	9.91%	35,789.27	12.18%
梨	25,924.54	9.79%	24,370.02	10.25%
柑桔橙	13,865.50	13.63%	13,564.47	15.08%
葡萄	5,745.76	12.54%	3,510.36	16.50%
其他水果	10,451.86	11.53%	12,554.57	13.62%
2、蔬菜	1,869.78	5.61%	6,484.49	12.14%
3、粮油	427.83	-15.68%	0.00	-
4、食品	243.15	-14.50%	0.00	-
5、其他收入	2,451.35	11.56%	130.46	33.92%
合计	97,426.07	10.52%	96,403.64	12.47%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要产品水果产销量保持增长，蔬菜销售受线上社区团购降温下滑明显；公司产品仍以内销为主，批发商及商超仍为主流，粮油及食品业务处于市场开拓初期，市场收益有待观察

公司建立与采购基地、销售网络配套的初加工配送基地，覆盖面较广，在汕头、烟台、上海、福建、广州、江西、天津等地建有初加工配送基地。公司根据客户订单组织采购并安排生产，2021年公司水果产销量继续保持增长；受线上社区团购热度下降，公司蔬菜销售规模呈现大幅回落。

为扩大经营规模，拓展能发挥与主营业务协同的经营业务，2020年公司布局切入速冻食品和粮油产业，开展速冻食品的研发生产、销售、冷链仓储配送以及食用油脂的调和加工灌装业务。2021年广东家家唛速冻食品生产及配送项目已具备生产条件并达成预定可使用状态，公司新增粮油及食品销售收入。公司主要采用采购优质原油，通过调和加工、灌装等生产流程，最终制成成品食用植物油对外销售，品牌为“丰收哥”、“香家门”，产品品类有玉米油、花生油、特级初榨橄榄油、食用植物调和油等；速冻食品品牌为“丰收哥”，产品品类有速冻包点、速冻汤圆、速冻点心等。公司粮油及食品业务处于市场开拓阶段，销售规模尚小，毛利亏损。未来随着市场销售渠道的建立及初级加工基地的完善，公司粮油及食品销售规模有望扩大，但相关领域经营经验可能不足，未来实际收益情况有待观察。

表3 公司产销量情况（单位：吨）

类别	项目	2022年1-3月	2021年	2020年
水果	生产量	24,607.63	119,479.02	113,873.95
	销售量	24,629.17	119,424.87	114,117.23
	产销率	100.09%	99.95%	100.21%
蔬菜	生产量	622.72	3,266.87	19,122.66
	销售量	622.72	3,308.30	19,115.43
	产销率	100.00%	101.27%	99.96%
粮油	生产量	264.95	417.12	0.00
	销售量	252.46	333.25	0.00
	产销率	95.29%	79.89%	-
食品	生产量	220.41	149.51	0.00
	销售量	217.94	110.91	0.00
	产销率	98.88%	74.18%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品仍以内销为主，2021年内销收入占营业收入比重为83.27%，与上年基本持平。公司内销下游客户主要包括批发商、商超及电商等，批发商及其他仍占主导地位。受疫情防控及就近销售安排，2021年批发商及其他占内销比重为62.42%，比上年上升16.08个百分点；商超占内销比例12.80%，比上年下降11.58个百分点。近年公司不断扩展线上渠道客户，包含电商平台、社区团购平台等，但2021年社区团购热度降温，线上渠道销售规模占内销比例占比下滑至24.78%。海外销售收入占公司营业收入比重在16%左右，公司果蔬外销面临汇率波动风险，2021年公司财务费用中的汇兑损失为398.05万元。

表4 公司主营业务收入分布情况（单位：万元）

项目	2021年	2020年
----	-------	-------

	金额	占比	金额	占比
国内	79,081.24	83.27%	80,832.50	83.96%
国外	15,893.48	16.73%	15,440.68	16.04%

资料来源：公开资料、公司提供，中证鹏元整理

客户方面，2021年公司前五大客户销售金额合计占营业收入比重同比下降，客户集中度有所下滑。信用期限方面，一般国内大型超市等仍有既定的结算和付款期限，账期相对较短，线上客户与线下客户的账期基本持平。2021年因疫情影响，公司对国内部分客户账期有所延长。国外客户涉及长途运输、报关清关、结售外汇等手续需要时间相对较长，账期仍相对较长。

表5 公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	金额	占营业收入比例
2021	第一名	7,529.93	7.73%
	第二名	7,367.87	7.56%
	第三名	5,131.08	5.27%
	第四名	3,780.04	3.88%
	第五名	3,050.22	3.13%
	合计	26,859.14	27.57%
2020	第一名	9,611.80	9.97%
	第二名	8,005.38	8.30%
	第三名	5,402.27	5.60%
	第四名	4,913.68	5.10%
	第五名	2,472.21	2.56%
	合计	30,405.34	31.54%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品主要向农户采购，采购渠道较为稳定，但水果市场价格波动较大，可能会提升公司备货资金的紧张度

公司目前仍采用“公司+基地+农户”协议基地与“公司+农户”非协议基地相结合的模式，对苹果、梨、柑桔橙、葡萄等需求量较大的大宗商品以及部分蔬菜主要采用协议基地模式的形式进行采购；同时，公司与农户进行直接合作，采用“公司+农户”的非协议基地模式，主要采购性价比高的果蔬产品，满足内销超市客户的应季性要求，弥补协议基地果蔬品种单一的缺陷。水果方面，在北方重点采购苹果、梨、葡萄等，在南方重点采购柑桔、脐橙、芒果、荔枝等。公司采购点覆盖优势产区，加工配送点辐射国内主要市场。从采购情况看，向农户采购仍是公司的主要方式，2021年公司向其他企业采购金额占比上升，主要系通过采购多品种满足市场不同消费需求。

表6 公司采购情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比

农户采购	63,834.91	85.00%	69,891.39	88.56%
进口果蔬	1,134.60	2.00%	1,304.88	1.65%
合作社采购	2,725.04	4.00%	3,407.39	4.32%
其他企业采购	7,621.24	10.00%	4,320.02	5.47%
合计	75,315.79	100.00%	78,923.68	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要的采购水果包括苹果、梨、柑桔橙、葡萄，其中苹果和梨的采购规模占比较大。2021年公司苹果采购量较上年有所减少，主要系受种植收成影响。梨、葡萄的采购量较上年增长，主要系公司扩大产能、增加供给所致。2021年公司苹果、梨及葡萄采购单价较上年均有不同程度地回落，主要系受疫情影响及当期采购的具体品种较上年存在差异所致。水果产品受天气、土壤、自然灾害等因素影响较大，且公司采购价格、销售价格均主要依据市场定价，公司面临一定产品价格波动的风险。

表7 公司主要水果采购情况

类别	项目	2021年	2020年
苹果	采购金额（万元）	26,776.24	33,430.11
	采购量（吨）	46,937.13	53,744.58
	采购单价（元/公斤）	5.70	6.22
梨	采购金额（万元）	21,539.28	18,820.48
	采购量（吨）	44,978.63	36,521.10
	采购单价（元/公斤）	4.79	5.15
柑桔橙	采购金额（万元）	9,962.24	9,625.16
	采购量（吨）	16,734.65	16,091.44
	采购单价（元/公斤）	5.95	5.98
葡萄	采购金额（万元）	4,507.59	2,821.14
	采购量（吨）	5,607.59	2,631.53
	采购单价（元/公斤）	8.04	10.72

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司不断提升果蔬产品配送能力及开拓新业务，资本性支出压力较大；粮油及速冻食品业务为新进入领域，未来项目收益可能存在不确定性

公司主要在建项目包括广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目、马来西亚热带水果种植基地建设项目等。其中宏辉转债募投项目广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目计划总投资3.29亿元，主要为厂房、生产线、冷链配送车辆、宿舍楼和综合楼等配套设施的建设，并完善相关人员配置等，建成后主要用于各种果蔬的仓储、加工及配送。马来西亚热带水果种植基地建设项目主要用于以榴莲为主的热带水果种植。受疫情影响，该项目建设进度相对缓慢，以榴莲为代表的热带水果生长周期较长，销售市场面临不确定因素，在已投入资金较多背景下，未来是否实现预期收益存在不确定性。

广东家家唛速冻食品生产及配送项目及广州家家唛食用油加工灌装及配送项目主要用于粮油调和、

速冻食品的加工生产、储存及运输。公司拟投资建设宏辉果蔬粮油调和加工和速冻食品生产加工配送基地项目，投资金额约4.50亿元，建成后主要用于粮油调和、速冻食品、快速消费品的加工生产以及市场调节商品的储存及运输。粮油及食品为公司新业务领域，可能面临宏观政策调控、市场变化、经营管理等方面的不确定因素，项目经济效益可能不达预期。除宏辉转债募投项目外，其余项目资金来源主要为公司自筹，尚需投入资金较多，公司面临较大的资金压力。

表8 截至2021年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目	计划总投资	已投资	尚需投资
广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目	32,911.20	16,984.07	15,927.13
马来西亚热带水果种植基地建设项目	28,000.00	6,372.81	21,627.19
广东家家唛速冻食品生产及配送项目	7,000.00	2,889.51	4,110.49
广州家家唛食用油加工灌装及配送项目	3,000.00	526.6	2,473.40
宏辉果蔬仓储扩建工程	650.00	17.94	632.06
宏辉果蔬粮油调和加工和速冻食品生产加工配送基地项目	45,000.00	0.00	45,000.00
合计	116,561.20	26,790.93	89,770.27

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经亚太（集团）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2019-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模不断增长，货币资金规模偏小，存货及应收账款规模较大，占用大量营运资金，存在一定的跌价和坏账风险

2021年末公司货币资金较上年末大幅回落，主要系受支付工程设备款影响，受限货币资金为220.52万元。应收账款主要系下游的商超及果蔬经销商的款项，2021末应收账款余额中1年以内的占比96.96%，前五名应收对象款项占期末余额比重29.15%，坏账准备余额2,938.79万元。公司应收账款规模较大，且增速较快，主要应收对象为抗风险能力较弱的超市及经销商，在宏观经济下行压力加大的背景下，需持续关注回款风险。公司存货主要系储备的果蔬等，水果产品具有反季节销售特点，即旺季采购的水果部分将延迟投放市场，公司未对存货进行跌价准备处理，但考虑到存货主要为果蔬产品，受保质期、滞销等因素影响有损耗的可能，加之市场价格波动，存在一定跌价损失风险。

其他非流动金融资产仍主要对雪川农业发展股份有限公司的投资，2021年公司实现公允价值变动损

益197.71万元。公司固定资产主要为房屋建筑物、机器设备、运输设备和办公设备，2021年末账面价值同比上升主要系购入机器设备。账面价值878.83万元的广州正通厂房尚未办妥产权证书。公司在建工程主要系宏辉转债募投项目等。无形资产主要为土地使用权。整体来看，公司资产规模不断增长，但存货及应收账款规模较大，占据较多营运资金，存在一定的跌价和坏账风险。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.32	2.04%	0.23	1.46%	1.26	8.37%
应收账款	3.85	24.22%	4.22	26.49%	3.49	23.11%
存货	3.95	24.85%	3.62	22.68%	3.57	23.66%
流动资产合计	9.18	57.70%	9.29	58.26%	9.22	61.06%
固定资产	3.19	20.05%	3.22	20.19%	2.98	19.75%
在建工程	1.50	9.44%	1.37	8.60%	0.79	5.20%
无形资产	1.08	6.79%	1.09	6.83%	1.13	7.45%
其他非流动金融资产	0.57	3.58%	0.57	3.57%	0.55	3.64%
非流动资产合计	6.73	42.30%	6.66	41.74%	5.88	38.94%
资产总计	15.91	100.00%	15.95	100.00%	15.11	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季报，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入稳定增长，盈利水平有所下滑

公司为专业的果蔬服务商，2021年主要产品水果销售规模保持增长，带动营业收入保持稳定增长，蔬菜销售收入因社区团购热度减退下滑明显；销售毛利率受水果价格回调有所下滑。2021年公司计提信用减值损失增加，系当期应收款项坏账损失所致。受上述因素影响，2021年公司净利润同比减少，EBITDA利润率及总资产回报率均相应下降。

图 2 公司收入及利润情况（单位：亿元）

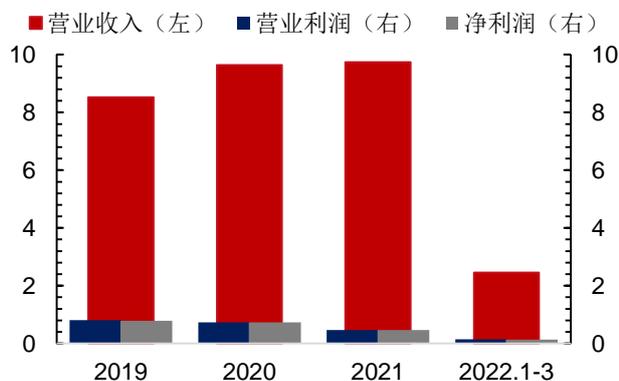
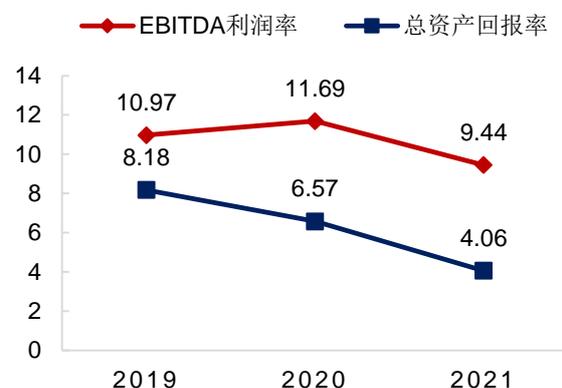


图 3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季报，中证鹏元整理

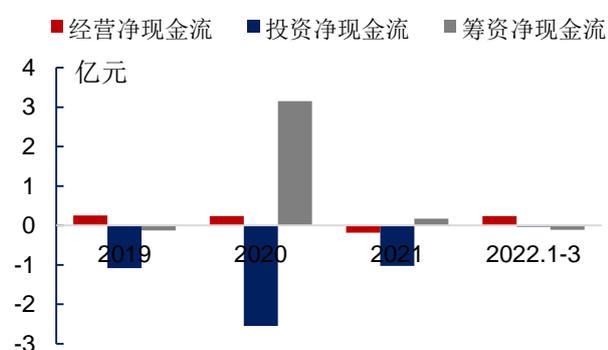
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营现金流转弱，面临较大资金压力

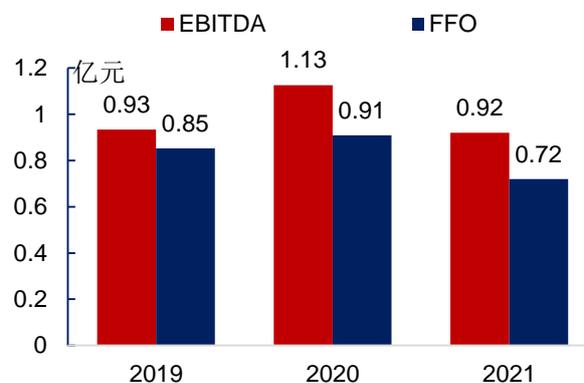
公司主营业务为果蔬产品销售，2021年增加进口冻肉、食品、粮油业务，经营活动现金转为净流出；购置机器设备等导致投资活动现金继续净流出。2021年公司通过银行借款使得筹资活动现金净流入。受经营产生的现金流转弱，2021年公司EBITDA及FFO均有所下滑。整体来看，公司经营现金流转弱，粮油及食品业务处于扩张期，账面货币资金不足，项目投资尚需投入较多资金，面临资金压力较大。

图 4 公司现金流结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季报，中证鹏元整理

图 5 公司 EBITDA 和 FFO 情况

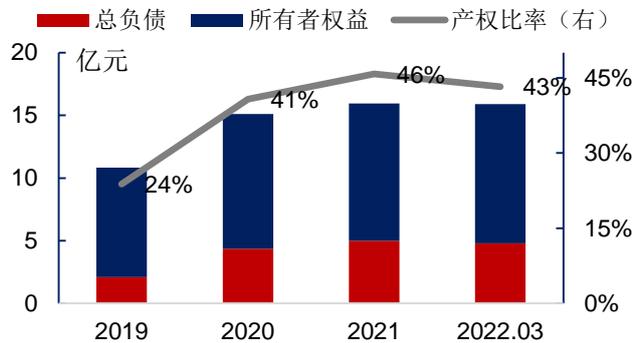


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

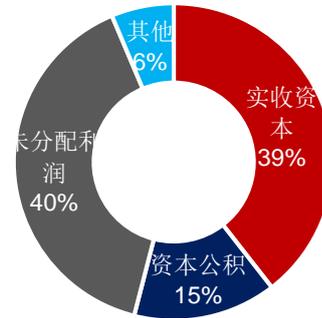
资本结构与偿债能力

公司杠杆水平上升，短期偿付压力加重

受经营积累，公司所有者权益规模略有增长，负债规模因短期借款增加继续上升。公司所有者权益中未分配利润占比 40%，结构稳定性欠佳。

图 6 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季报，中证鹏元整理

图 7 2022 年 3 月末公司所有者权益构成


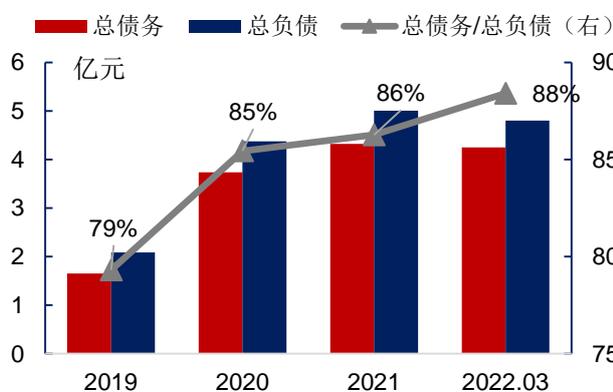
资料来源：公司未经审计的 2022 年 1 季报，中证鹏元整理

2021 年末短期借款均为保证借款。应付账款主要系应付货款及工程设备款。非流动负债主要系宏辉转债。公司总债务由短期借款及宏辉转债构成，债务结构相对稳定。

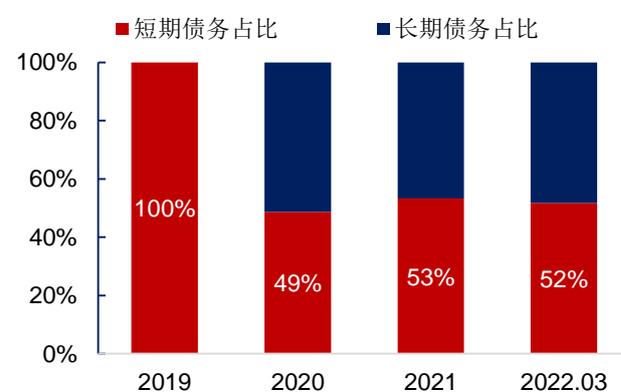
表 10 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.20	45.80%	2.30	45.95%	1.82	41.63%
应付账款	0.35	7.29%	0.39	7.78%	0.51	11.61%
流动负债合计	2.70	56.21%	2.93	58.54%	2.40	54.92%
应付债券	2.05	42.61%	2.02	40.32%	1.92	43.80%
非流动负债合计	2.10	43.79%	2.08	41.46%	1.97	45.08%
负债合计	4.80	100.00%	5.01	100.00%	4.37	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季报，中证鹏元整理

图 8 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季报，中证鹏元整理

图 9 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季报，中证鹏元整理

公司资产负债率有所上升，盈利对债务及利息的保障下降，FFO对净债务的覆盖程度下滑。流动性

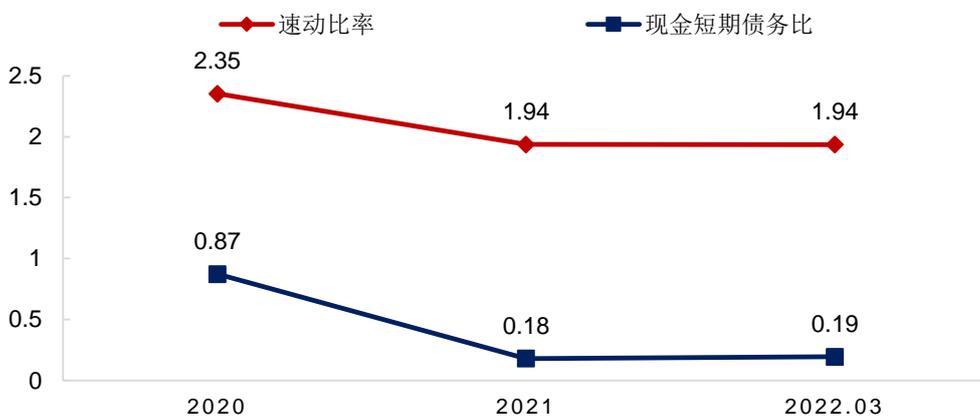
方面，公司现金短期债务比下滑至0.19，短期偿债能力较弱。公司采购季节需要支付大量资金用于购货，依赖银行短期借款来补充采购资金缺口，若销售回款不畅，短期偿债压力将加大。

表11 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	30.19%	31.39%	28.94%
净债务/EBITDA	--	4.54	2.14
EBITDA 利息保障倍数	--	4.51	6.42
总债务/总资本	27.66%	28.30%	25.82%
FFO/净债务	--	17.24%	37.79%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季报

图 10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季报

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自 2019 年 1 月 1 日至报告查询日（2022 年 4 月 20 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、抗风险能力分析

果蔬行业作为居民日常生活消费产品，市场种植规模及供需持续保持稳定增长，国家持续对农产品流通及现代化发展给予政策鼓励及支持。公司作为国内专业的果蔬服务商，初加工配送基地覆盖面广，产品品种多样化，采销渠道相对稳定，营业收入实现稳定增长。因行业特性，公司存货及应收账款占用较多资金，对外投资继续增加，短期偿付能力弱化，粮油及食品业务领域尚需投入资金较多，面临资金

缺口较大。

整体来看，公司抗风险能力尚可。

九、宏辉转债偿还保障分析

保证担保

实际控制人黄俊辉、郑幼文为宏辉转债提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，仍能为宏辉转债提供一定保障。

十、结论

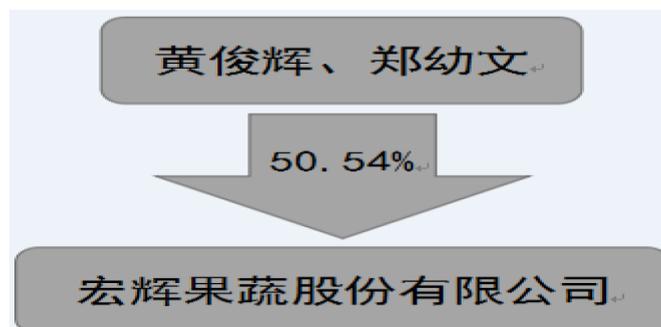
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持宏辉转债信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	0.32	0.23	1.26	0.45
应收账款	3.85	4.22	3.49	2.93
存货	3.95	3.62	3.57	3.20
流动资产合计	9.18	9.29	9.22	7.03
固定资产	3.19	3.22	2.98	1.47
非流动资产合计	6.73	6.66	5.88	3.79
资产总计	15.91	15.95	15.11	10.83
短期借款	2.20	2.30	1.82	1.65
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2.70	2.93	2.40	2.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	2.05	2.02	1.92	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	2.10	2.08	1.97	0.06
负债合计	4.80	5.01	4.37	2.08
总债务	4.25	4.32	3.74	1.65
归属于母公司的所有者权益	11.05	10.92	10.71	8.73
营业收入	2.46	9.74	9.64	8.52
净利润	0.14	0.47	0.73	0.79
经营活动产生的现金流量净额	0.23	-0.18	0.24	0.25
投资活动产生的现金流量净额	-0.03	-1.02	-2.54	-1.09
筹资活动产生的现金流量净额	-0.11	0.17	3.15	-0.12
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	9.94%	10.52%	12.47%	15.48%
EBITDA 利润率	--	9.44%	11.69%	10.97%
总资产回报率	--	4.06%	6.57%	8.18%
产权比率	43.25%	45.76%	40.73%	23.82%
资产负债率	30.19%	31.39%	28.94%	19.24%
净债务/EBITDA	--	4.54	2.14	1.53
EBITDA 利息保障倍数	--	4.51	6.42	17.39
总债务/总资本		28.30%	25.82%	15.89%
FFO/净债务	--	17.24%	37.79%	59.83%
速动比率	1.94	1.94	2.35	1.89
现金短期债务比	0.19	0.18	0.87	0.28

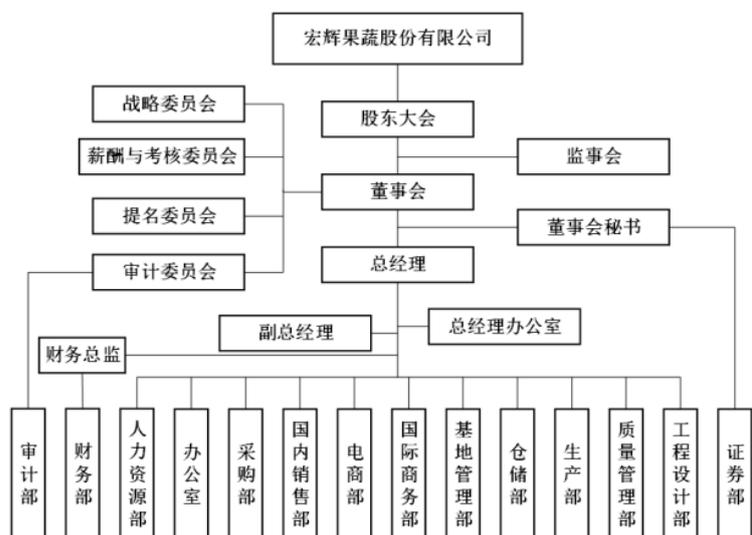
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月底）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

序号	子公司名称	注册资本	持股比例	性质
1	福建宏辉果蔬有限公司	1,400.00	100.00%	果蔬服务业
2	天津宏辉果蔬有限公司	11,041.10	100.00%	果蔬服务业
3	宏辉果蔬(香港)有限公司	-*	100.00%	果蔬服务业
4	烟台宏辉食品有限公司	1,158.78	100.00%	果蔬服务业
5	上海宏辉食品有限公司	11,415.88	100.00%	果蔬服务业
6	广州市正通物流有限公司	8,637.71	100.00%	果蔬服务业
7	江西宏辉果蔬有限公司	1,892.65	100.00%	果蔬服务业
8	广东宏辉食品有限公司	25,811.27	100.00%	果蔬服务业
9	井冈山中证焦桐扶贫产业基金(有限合伙)	5,100.00	98.04%	商务服务业
10	广东家家唛食品有限公司	1,000.00	100.00%	农副食品加工业
11	宏辉家家唛食品有限公司	5,000.00	100.00%	农副食品加工业
12	深圳市鹰辉供应链有限公司	1,000.00	51.00%	供应链管理服务业

注：*表示宏辉果蔬（香港）有限公司已办理完成第二次增资手续，增资后股本变更为 10 万港币、7,600.00 万元人民币。
 资料来源：公司 2021 年审计报告、国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
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)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 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%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

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。