

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。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

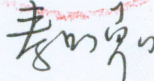
本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

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。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

好想你枣业股份有限公司 2014 年 不超过 5 亿元（含）公司债券信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过人民币 5 亿元（含）

债券期限：5 年

评级日期：2014 年 03 月 05 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对好想你枣业股份有限公司（以下简称“好想你枣业”或“公司”）本次拟发行的不超过5亿元（含）公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA，该等级反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级是鹏元基于对公司的运营环境、经营状况、财务实力等因素综合评估确定的。

主要财务指标：

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年	2010 年
资产总计（万元）	169,420.86	158,552.00	159,997.94	75,327.03
所有者权益合计（万元）	130,725.29	127,405.33	119,576.57	27,897.83
资产负债率	22.84%	19.64%	25.26%	62.96%
流动比率	3.86	5.40	4.47	1.34
速动比率	2.42	2.85	2.95	0.28
营业收入（万元）	23,689.08	89,654.72	78,476.98	65,705.54
营业利润（万元）	3,345.25	9,448.03	9,872.76	9,035.69
营业外收入（万元）	168.44	1,215.70	2,376.67	1,666.90
利润总额（万元）	3,511.13	10,423.05	12,166.09	10,115.88
综合毛利率	38.50%	31.94%	27.24%	26.58%
总资产回报率	-	7.01%	11.53%	18.85%
EBITDA（万元）	-	14,377.65	15,739.87	12,944.29
EBITDA 利息保障倍数	-	14.43	9.79	9.85
经营活动产生的现金流量净额（万元）	5,912.50	3,591.96	5,202.08	-4,135.35

资料来源：公司提供

正面:

- 公司集“种植、冷藏保鲜、科技研发、生产加工、销售、观光旅游”于一体的红枣产业链不断完善，竞争实力不断增强；
- 公司销售网络布局较完备，华中地区区域优势明显，电子商务销售渠道近年来发展迅速；
- 公司综合毛利率不断提升，资产负债率水平较低，所有者权益对负债的保障程度较高。

关注:

- 公司作为食品生产加工企业，面临一定的食品安全风险；
- 异常的气候现象对我国枣树种植业影响较大，公司的原材料收购量及收购均价存在一定的波动性；
- 公司产品定位的转型，将对公司的销售产生一定的影响；
- 公司产品商超销售渠道对营运资金存在一定的占用，且随着该渠道销售规模的增长，营运资金占用规模将呈扩大趋势；
- 公司在建及拟建项目较多，同时考虑土地购置款等，需投入资金规模较大，存在一定的资金压力；
- 公司资产中原材料规模较大，面临一定的价格下跌风险；
- 公司存货周转较慢，整体资产运营效率逐渐降低；
- 期间费用率的较快增长导致公司盈利水平存在一定的波动性；
- 公司经营活动现金流存在一定的波动性，不能覆盖投资活动所需，对外部融资存在一定的依赖性。

分析师

姓名：王晨 李飞宾

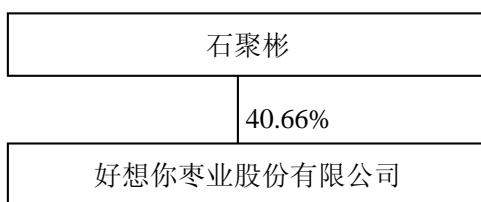
电话：010-66216006

邮箱：wangch@pyrating.cn

一、发行主体概况

公司前身为1992年11月17日成立的郑州市新郑县奥星食品厂，经济性质为乡办集体企业，1997年8月改制为私营企业河南省新郑奥星实业有限公司（以下简称“奥星公司”），注册资本200万元。后经过多次增资，2009年6月25日奥星公司注册资本达到5,300万元。2009年7月25日，奥星公司整体改制变更设立好想你枣业股份有限公司，2009年11月30日公司增加注册资本至5,520万元。2011年5月公司首次公开发行人民币普通股1,860万股，2011年5月20日，公司股票在深圳证券交易所上市交易，股票代码为002582。2012年4月27日公司以资本公积转增股本，注册资本增至14,760万元。截止2013年3月末，公司注册资本为14,760万元，其中境内自然人石聚彬持有公司40.66%的股份，为公司控股股东。公司产权及控制关系如图1所示：

图1 截至2013年3月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

截至2013年3月末，公司前十名股东情况如下表所示。

表1 截至2013年3月末公司前十名股东持股情况

股东名称	股东性质	持股数量 (万股)	持股比例
石聚彬	境内自然人	6,000.94	40.66%
王新才	境内自然人	472.80	3.20%
常国杰	境内自然人	472.80	3.20%
孙明相	境内自然人	418.24	2.83%
石聚领	境内自然人	409.16	2.77%
张五须	境内自然人	409.16	2.77%
中国农业银行—交银施罗德成长股票证券投资基金	其他	403.49	2.73%
中国农业银行—中邮核心成长股票型证券投资基金	其他	370.83	2.51%
全国社保基金一一零组合	其他	350.25	2.37%
中国农业银行—中邮核心优选股票型证券投资基金	其他	233.84	1.58%
合计	-	9,541.51	64.62%

资料来源：公司提供

公司主要从事红枣系列产品的研发、生产和销售。截至 2013 年 03 月 31 日，公司资产总额为 16.94 亿元，归属于母公司所有者权益为 13.07 亿元，资产负债率为 22.84%。2012 年度公司实现营业收入 8.97 亿元，利润总额 1.04 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 0.36 亿元。

二、本期债券概况

债券名称：好想你枣业股份有限公司 2014 年度公司债券；

发行总额：不超过 5 亿元（含），一次性发行；

债券期限：5 年；附第 3 年末投资者回售选择权、公司上调票面利率选择权；

债券利率及还本付息方式：本期债券存续期前 3 年的票面利率固定不变，在本期债券存续期内第 3 年末，如公司行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券在债券存续期后 2 年的票面利率为债券存续期前 3 年票面年利率加上上调基点，在债券存续期后 2 年固定不变，若公司未行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券在债券存续期后 2 年票面利率仍维持原有票面利率不变；本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息；

公司上调票面利率选择权：公司在本期债券第 3 个计息年度付息日前的第 20 个交易日，在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否上调本期债券票面利率以及上调幅度的公告，公司有权决定是否在本期债券存续期的第 3 年末上调本期债券后 2 年的票面利率；

投资者回售选择权：公司发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券第 3 个计息年度付息日将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给公司。本期债券第 3 个计息年度付息日即为回售支付日，公司将按照深圳证券交易所和债券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。公司第一次发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告之日起 3 个交易日内，行使回售权的债券持有人可通过指定的交易系统进行回售申报，债券持有人的回售申报经确认后不能撤销，相应的公司债券份额将被冻结交易；回售申报期不进行申报的，则视为放弃回售选择权，继续持有本期债券并接受上述关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的决定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，全部用于补充流动资金。

四、运营环境

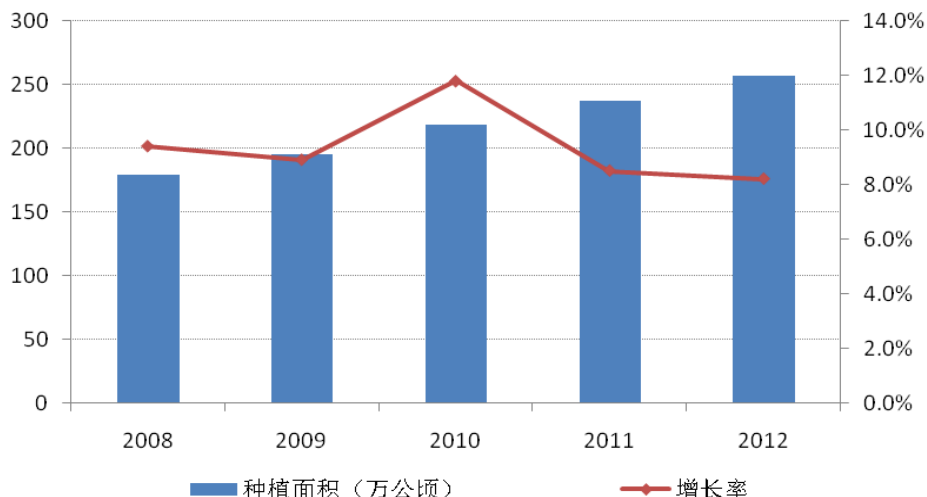
近年来，我国红枣种植面积与产量保持较快增长，新疆凭借得天独厚的自然条件，种植面积与产量均跃居全国首位，但异常的气候现象会对我国枣树种植业产生潜在威胁

中国作为枣的原产国，拥有全世界95%以上的枣树资源，在世界红枣行业中占据领导地位。红枣作为“五果”（桃、李、梅、杏、枣）之一，在中国种植历史悠久，营养价值高且易于种植，是集药、食、补功能为一体的滋补果品。

枣树的适应性强，无论在含盐碱量较大的海滨湿地，还是在干旱的丘陵瘠谷地带，或是在大多数乔木不能正常生长的条件下，枣树均表现出了较强的生命力。近年来，枣树以其抗逆性强、早果速丰、管理容易、营养丰富以及可兼顾农民增加经济收入和国家改善生态环境双重效益等独特优势，成为我国经济林发展中一个新的热点，在农业产业结构调整、西部大开发、退耕还林和出口创汇中发挥着越来越重要的作用。

在国家农业产业政策的支持下，各主产枣区发挥当地枣资源优势，扩大优质枣品种种植面积。同时，随着下游消费者对枣产品营养保健功能认知的不断加深，消费需求不断增长，也带动了上游枣树的种植。根据中国农业统计年鉴和各省份统计年鉴资料，我国枣树面积由2008年的179万公顷，增长到2012年种植面积约256万公顷，年均复合增长率为9.4%。

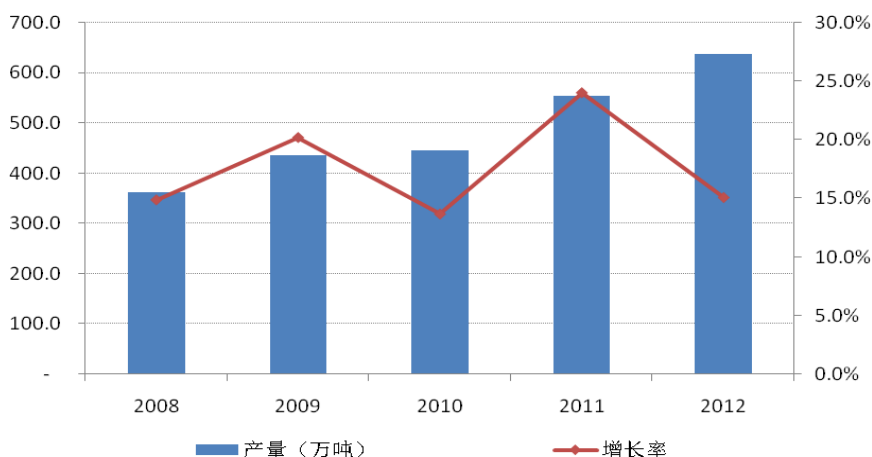
图2 2008-2012年中国枣种植面积情况



资料来源：中国农业统计年鉴&赛迪顾问

伴随着我国枣树种植面积的持续增长、产品结构和种植技术的改良以及病虫害防控手段的逐步提升，我国枣树亩产单产不断增加，红枣产量增长较快，2008-2012年，我国红枣产量由363.4万吨增至637.7万吨，年复合增长率达到15.1%。

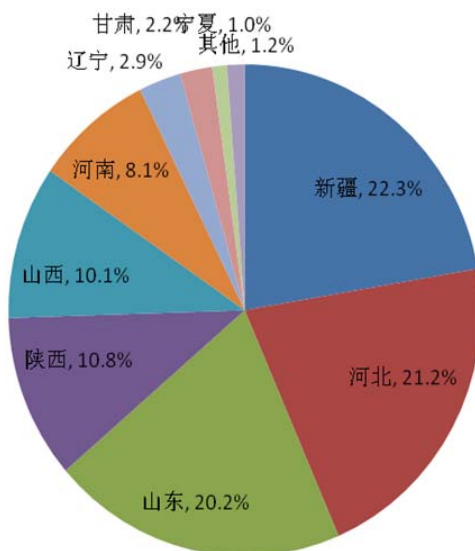
图3 2008-2012年中国红枣产量情况



资料来源：中国农业统计年鉴&赛迪顾问

从产量分布来看，红枣产量大省包括河北、山东、陕西、山西、河南等，这五大传统省份红枣产量占我国红枣总产量的比重分别达到21.2%、20.2%、10.8%、10.1%和8.1%。此外，随着我国枣树种植规模向西北地区转移，新疆正凭借其得天独厚的自然条件优势成为中国和世界上最大的优质红枣种植基地，红枣产量增长迅速，跃居全国第一位，占我国红枣总产量的22.3%。

图4 2012年中国红枣产量分布情况

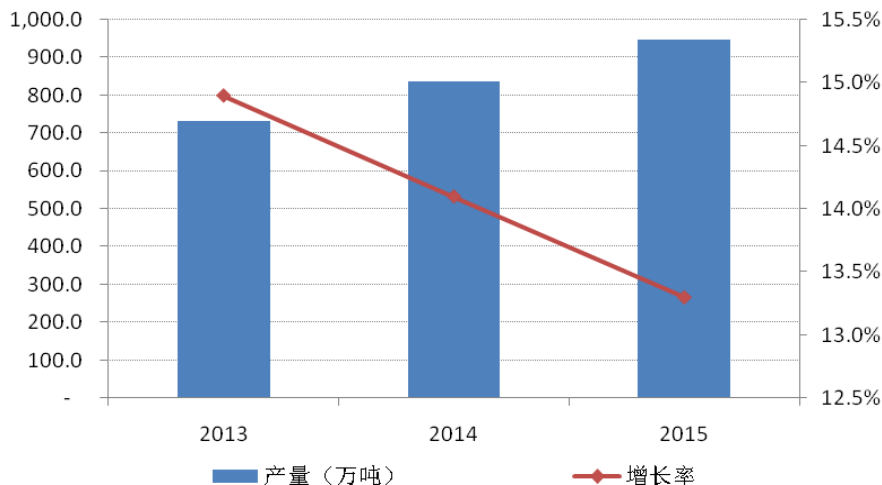


资料来源：赛迪顾问

随着我国枣树种植的技术水平和管理水平的不断提升，以及各地通过实现品种更新换代和结构调优，普及标准化和绿色化栽培，提升了枣树的质量和结果率。未来几年，中国枣树种植业将会保持继续增长。据赛迪顾问预测，随着枣树培栽技术的进步及培栽面积的扩大，

中国枣产量还将保持继续增长，2013-2015年我国枣产量预计将由732.7万吨增长至947.2万吨，复合增长率为13.7%。

图5 2013-2015年中国红枣产量预测



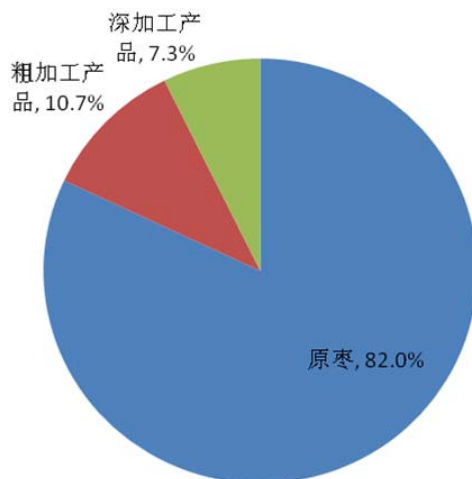
资料来源：赛迪顾问

近年来，随着我国气候异常现象的频发，枣树的种植业受到了严重的影响。严重的干旱会导致枣树的部分叶片提前脱落，造成枣果的生长发育缺少正常的养分供给，此外，干旱之后的大范围降雨又可能造成枣锈病的大面积发生；暖冬现象会使枣树的休眠时间不足，造成枣树生长异常，同时也会加大枣树病虫害的发生概率；频繁的沙尘暴天气严重影响枣树的开花授粉受精，进而影响枣树的产量；此外，严寒和冰雹等恶劣天气也会对早熟的枣树品种的种植带来不良影响。这些气候异常现象均会对我国枣树种植业产生潜在的威胁。

近年来我国枣产品市场发展较快，深加工产品占比不断提高；流通与商超为主要销售渠道，电子商务增长迅速；在需求增长的带动下，我国枣产品市场将保持持续增长

随着我国经济的发展以及人民生活质量的提高，健康养生的需求不断提高，红枣作为营养丰富的养生类食品，近年来发展较快。2008-2012年，我国枣产品市场规模由202.3亿元增长至360.9亿元，年复合增长率为15.6%，从枣产品结构上看，我国枣产品市场分为原枣、粗加工产品和深加工产品。蜜饯等属于粗加工产品，枣片、枣饮料、枣粉等属于深加工产品。中国枣产品市场产品结构基本保持稳定，加工产品，尤其是深加工产品的比重不断增加。原枣在市场上所占比例从2008年的86.1%下降到2012年的82.0%；粗加工产品占比由2008年的9.4%上升到2012年的10.7%；深加工产品占比由2008年的4.5%上升到2012年的7.3%。

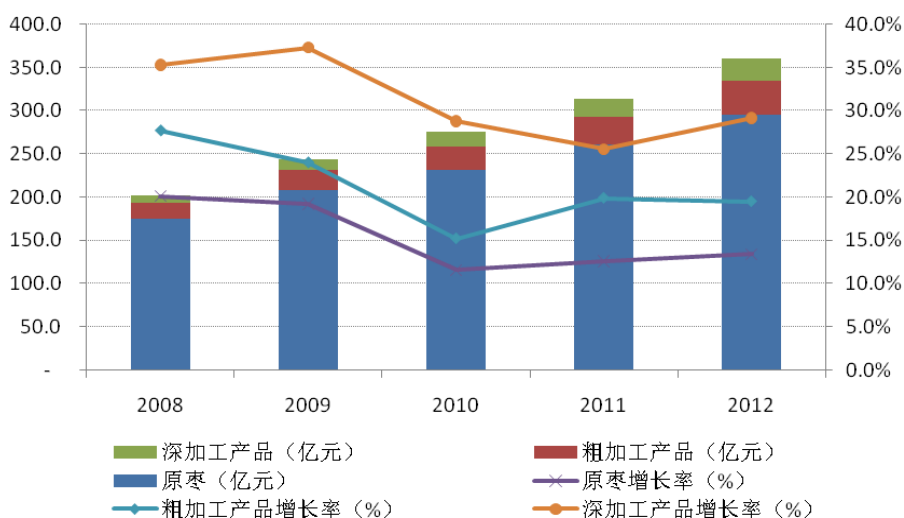
图6 2012年中国枣产品市场构成



资料来源：赛迪顾问

近年来我国原枣、粗加工产品和深加工产品均保持较快的增长速度，相比较而言，深加工产品市场规模的增长速度最快。2008-2012年，我国原枣销售额由174.2亿元增长至296.0亿元，年复合增长率为14.2%；粗加工产品销售额由18.9亿元增长至38.6亿元，年复合增长率为19.5%；深加工产品销售额由9.2亿元增长至26.3亿元，年复合增长率为30.0%。

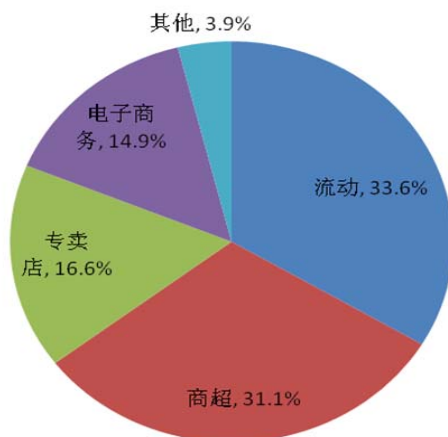
图7 2008-2012年中国枣产品市场规模情况



资料来源：赛迪顾问

从销售渠道上看，2012年流通和商超两大渠道仍占红枣产品销售渠道的大部分份额，占比分别为33.6%和31.1%；专卖店销售模式的占比为16.6%；红枣电子商务则是随着互联网的发展而迅速发展起来的新型销售模式，增长速度最快，2012年占比达到14.9%。

图8 2012年中国枣产品市场销售渠道构成



资料来源：赛迪顾问

未来随着我国居民消费水平的持续提高，在红枣产业技术水平不断提高和龙头企业的带动效应下，红枣市场需求将保持不断增长，我国的枣产品市场规模也将保持持续增长。据赛迪顾问预测，2013-2015年我国枣产品市场销售额预计将由411.7亿元增长至527.1亿元，年复合增长率为13.2%。

红枣加工行业的集中度较低，拥有红枣种植基地的大型企业竞争力较强，各主要厂商均具备自身的竞争优势

目前，在我国各红枣产区均有数量众多的红枣产品加工企业，国内从事红枣加工行业的企业有上千家，但我国红枣加工行业的集中度不高，众多企业规模较小，产品加工技术较为落后。伴随着红枣加工行业的较快发展，一批大型企业纷纷向产业链上游延伸，增强对上游原材料的控制力度，其中包括好想你枣业股份有限公司、和田昆仑山枣业有限公司、山东鼎力枣业食品集团有限公司、新疆叶河源果业股份有限公司和山西天骄生物集团有限公司等。这些企业均建立了自己的红枣种植基地，原材料供应较为稳定，竞争力较强。

从红枣市场主要厂商的竞争力来看，好想你枣业股份有限公司以红枣全产业链为依托，集“红枣种植、冷藏保鲜、科技研发、生产加工、产品销售、观光旅游”于一体，产品定位于中高端市场，创新的采购模式、较完备的销售网络及专业的研发团队有助于增强其竞争力；和田昆仑山枣业有限公司与新疆叶河源果业股份有限公司占据新疆红枣产地优势，产品以原枣类为主；山东鼎力枣业食品集团有限公司和山西天骄生物集团有限公司等则瞄准不同客户需求，走差异化竞争路线，在枣产品加工细分领域，如枣饮品、枣保健品等市场具有一定的竞争优势。

五、公司治理

公司治理结构比较完善，运作较为规范

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和《深圳证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》及其他有关法律、法规的规定运作，明确了股东大会、董事会、监事会和管理层之间的职责范围，公司日常运作也基本能够按照相关的法规和公司内部控制进行。

公司股权结构较集中，截至 2013 年 3 月末，控股股东石聚彬持有公司 40.66% 的股份，为公司的实际控制人；公司前十大股东合计持有公司 64.62% 的股份。股权的相对集中增强了公司股东的决策效率及对管理层的监控力度，但这样的股权结构在一定程度上降低了中小股东参与股东大会的积极性，使公司的股东大会对中小股东的保障程度较弱。

公司与实际控制人在业务、人员、资产、机构、财务等方面完全分开，具有独立完整的业务及自主经营能力。同业竞争方面，公司与控股股东和实际控制人石聚彬之间不存在同业竞争。

公司董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名，人员构成合理。公司董事会负责决定公司的经营计划和投资方案等，须受到公司监事会的监督，下设立专门委员会，包括董事会战略委员会、董事会审计委员会、董事会薪酬与考核委员会与董事会提名委员会，分别在公司战略发展、审计、薪酬考核与人员提名等方面履行各自职责。近两年公司独立董事均能出席董事会会议，未出现缺席现象，并对公司各事项进行审核并出具了独立董事意见。

公司监事会由 5 名监事组成，监事会依法独立地对公司财务以及公司董事、经理及其他高管人员履行职责的合法性、合规性进行监督。

公司管理层在董事会的领导下负责经营管理实务，同时接受监事会的监督。公司制定了《董事、监事、高级管理人员薪酬与绩效考核管理制度》，建立了较完善的绩效考评体系，高级管理人员的绩效考核由公司董事会薪酬与考核委员会负责，绩效年薪以其年度签订的目标责任书为基础，并与公司年度经营情况相挂钩。

公司重视维护投资者关系，专人接听投资者电话咨询，接待投资者来访，接受投资者实地调研。信息披露方面，公司制定了《信息披露管理制度》和《年报披露重大差错责任追究制度》，透过不同的渠道和发布方式及时向投资者及股东传达与公司业务运作有关的资料，保证信息披露的真实、准确、完整、及时和公平。

六、经营与竞争

公司主营业务收入来源于包括健康情枣、精品红枣、枣片、枣干、蜜饯系列、金丝去核枣和其他类枣产品的销售收入。受近年来人民生活水平的提高与枣产品市场规模的扩大，公司主营业务收入保持稳定增长，2010-2012年公司主营业务收入年复合增长率为16.71%。

表2 近三年又一期公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2013年一季度		2012年		2011年		2010年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
健康情枣	11,711.74	39.62%	41,737.62	33.29%	35,081.56	24.93%	35,878.12	24.91%
精品红枣	5,277.31	40.13%	16,425.36	38.64%	17,841.77	34.59%	10,455.02	31.98%
枣片	1,235.94	34.68%	5,381.37	27.74%	5,914.28	28.18%	4,589.96	27.66%
枣干	425.32	42.15%	1,941.24	37.35%	2,522.84	27.67%	3,439.87	30.47%
蜜饯系列	690.22	37.88%	3,424.34	36.23%	4,112.61	35.57%	3,781.02	29.33%
金丝去核枣	369.19	26.52%	1,287.32	18.34%	1,962.22	18.01%	1,255.56	12.98%
其他	3,934.99	35.62%	19,039.68	27.72%	10,547.73	23.86%	6,117.53	25.31%
合计	23,644.71	38.60%	89,236.93	32.74%	77,983.00	27.72%	65,517.07	26.59%

资料来源：公司提供

公司产品定位于“个人休闲、家庭休闲、商务休闲”，主要走休闲食品路线。健康情枣与精品红枣是公司主要的系列产品，其中健康情枣定位于家庭自用，精品红枣偏向高端，适用于礼品。上述两种产品是近年来公司收入的主要来源，其中健康情枣2010-2012年及2013年一季度销售占比分别为54.76%、44.99%、46.77%和49.53%，自2011年以来占比呈上升趋势；枣片、枣干、蜜饯类的加工产品销售占比合计分别为18.03%、16.09%、12.04%和9.95%，呈下滑趋势，主要系公司客户以中高端客户为主，其饮食习惯近年来更注重健康养生，原枣产品更受客户青睐，加工类枣产品的销售因此受到一定影响。此外，包括饮品、枣粉和木本粮等在内的其他类产品销售占比稳步提升，2010-2012年及2013年一季度分别为9.34%、13.53%、21.34%和16.64%。

近年来公司集“种植、冷藏保鲜、科技研发、生产加工、销售、观光旅游”于一体的红枣产业链不断完善，受益于此，公司主营业务毛利率增长稳定

公司在红枣行业具有较强的研发能力和产业链优势。截止2013年3月31日，公司研发项目合计达46项，其中开发红枣新产品项目达25项，投入规模较大的项目包括养生红枣饮的研究、木本粮项目、红枣珍工艺技术研究、低糖枣酱研制等；研发项目中增加红枣产品功能或提高性能的项目为11项，其中投入规模较大的包括红枣色素关键技术项目、低温超微粉碎制取木本粮营养米关键技术研究及示范项目与好七粉工艺技术改造项目等。此外，公司姜枣营卫颗粒的研究、酶解-膜分离耦合生产红枣多糖等研发成果获得了河南省科学技术成果。公司研发项目投入保持在相当的规模上，2012年及2013年一季度，公司研发投入金额分别达到

2,601.41万元和785.63万元，占同期公司营业收入的比重分别为2.90%和3.75%。

随着公司研发项目的不断开展，公司拥有的专利技术不断增多，截止2013年3月31日，公司已取得专利171项，其中发明专利15项，获得授权专利61项；在申请专利50项，其中发明专利7项。同时，公司拥有多项注册商标，截止2013年3月31日，公司已取得注册商标402项，其中“好想你”、“枣博士”均荣获中国驰名商标，境外注册商标16项；在申请商标108项。此外，公司还获得了一系列的荣誉，包括农业部、发改委等部委认定的农业产业化国家重点龙头企业；国家发改委、科学技术部等部委认定的红枣行业唯一的国家级“企业技术中心”。

公司在不断开展研发项目的同时，红枣产业链也逐步延伸，由“生产、销售”延伸至“种植、冷藏保鲜、科技研发、生产加工、销售、观光旅游”等，呈综合发展态势。公司在河南和新疆分别自建2,000亩左右和6,000亩左右原料基地。公司在全国主要红枣种植区建立了生产基地，目前生产基地已由河南新郑扩展到河南新郑、河北沧州、新疆若羌、新疆阿克苏四个地区。公司在上述生产基地均有自建冷库，用于原材料的冷藏保鲜，保存期在1-3年内。此外，公司销售渠道逐渐完善，在传统优势专卖店的基础之上，近年来公司不断推进商场渠道和电子商务渠道，目前已初具规模。

得益于公司在原材料种植、生产加工、销售等红枣产业链上的不断延伸，近年来公司主营业务毛利率不断提高，2010-2012年及2013年一季度公司主营业务毛利率分别为26.59%、27.72%、32.74%、38.60%，增长趋势稳定。

在食品安全方面，公司始终对食品安全严格要求。公司于2003年12月通过了ISO9001：2000质量管理体系认证，于2009年12月通过了ISO9001：2008国际质量管理体系认证复审。公司按医药行业GMP（良好生产操作规范）的要求建立了十万级净化车间，制定了GMP制度，对员工的个人卫生、操作规范、生产环境、基础设施做了明确的规定并要求在实施过程中进行检查。尽管如此，作为一家食品生产加工企业，仍面临一定的食品安全风险。

意向性协议收购模式为公司原材料收购的主要模式，红枣供应量及品质会受极端天气等影响，公司原材料的收购量与收购均价存在一定的波动性

公司在2009年之前采用市场化自由收购模式。2009年之后，意向性协议收购模式成为了公司的主要收购模式。意向性收购协议主要针对种植面积大，红枣质地优良的种植农户，具体是指在红枣成熟前一段时间内，公司收购人员即深入全国主要产枣区，与当地的红枣种植大户签订红枣收购的意向性协议，同时支付一定数额的收购订金，保证公司在价格相同的情况下具有优先收购权，收购时红枣价格随行就市，以质论价。若农户违约则必须赔偿一定数

额的违约金，并退还订金。但该种模式需提前支付定金，会加重公司的财务负担，且该协议只有在价格相同时才具有优先收购权，若竞争对手采取高价收购的政策，意向性协议的优先权就失效。

近年来随着公司原料基地建立，红枣科技示范园模式将成为公司另一种主要原材料收购模式。公司河南省2,000亩原料基地和新疆6,000亩左右原料基地均为红枣科技示范园，公司通过租赁农村土地承包经营权方式取得土地，公司科研人员单独或与科研单位及红枣专家合作，引进新技术、培育枣树新品种，并向枣农推广，与枣农达成合作种植的关系，公司支付一定的预付款，未来示范园内的红枣收购由公司统一安排，收购价格随行就市，以质论价。公司原料基地的建立将为公司保证足额优质红枣的供应，提升公司对原料控制与议价能力，同时产生一定的示范带动作用，但上述原料基地近两年才建设完成，大部分枣树尚未达到结果期，因此目前公司原料基地对公司原材料的供应水平较低。

公司原材料收购时间集中于红枣的收获季节，具体为每年的9-11月，其余时间公司会根据实际需求安排临时的收购计划。公司主要的原材料品种包括健康大枣、金丝鲜枣、新疆骏枣、沧州小枣、山西干枣和新郑大枣，其中健康大枣和金丝鲜枣为公司主要收购品种。受公司产品结构变化与天气原因影响，公司部分原材料收购量及价格波动性较大。2012年新郑红枣受天气原因影响，产量与品质出现一定程度的下滑，故当年新郑红枣收购量有所下降。因公司产品结构升级转型，新疆骏枣需求量有所提高，相应的采购量也不断上升。受山西干枣系列产品滞销影响，公司山西干枣收购量下降幅度较大。由于不是集中的收购期，2013年第一季度公司红枣收购量较少。从原材料价格趋势上来看，近年来健康大枣和金丝鲜枣收购价格逐年下降，2010-2012年年均下降幅度分别为10.98%和21.89%；剩余四种主要原材料价格存在一定的波动性，其中新疆骏枣收购时间较晚，一般在收购季之后的次年年初，受2010年自然灾害影响，新疆骏枣水分偏大，品质较差，故2011年新疆骏枣收购均价较低；2011年新疆骏枣品质上升，市场价格增长较快，故2012年公司的收购均价大幅增长；2013年一季度新疆骏枣收购均价受市场价格下降影响有所回落。2012年沧州小枣产量增长幅度较大，相应的公司收购均价所有下滑。山西干枣及新郑大枣的收购均价变化属正常的市场波动。公司原材料价格波动主要集中于新疆骏枣、沧州小枣、山西干枣和新郑大枣，但由于采用上述原材料生产的产品规模占公司总产品规模的比重不大，且随着公司自有原料基地的成熟结果，未来公司盈利水平受到的影响不大。

从收购区域上看，公司原材料收购主要集中于新疆、河北、山西、河南等地，其中新疆和河北为公司的主要原材料收购地。随着公司新疆原料基地的建立，2012年新疆原料收购量

增长较快；河北的原料收购量保持相对稳定；山西和河南的原料收购量下降幅度较大，2012年所占原材料收购总量的比重较小。

表3 近三年又一期公司原材料收购分布情况（单位：吨）

收购区域	2013年一季度	2012年	2011年	2010年
新疆	1,126.22	15,275.83	10,795.14	11,849.94
河北	159.33	5,163.18	5,558.93	4,849.23
山西	26.01	179.24	627.22	874.57
河南	-	168.17	662.04	2,088.85
其他	-	-	71.20	494.34
合计	1,311.56	20,786.42	17,714.52	20,156.93

资料来源：公司提供

此外，公司枣产品的包装费用也占据原材料采购的相当比重。2012年公司前五大产品包装供应商成本合计为4,898.43万元，占公司当期采购总额的比重为7.67%；2013年一季度公司前五大产品包装供应商成本合计为1,109.97万元，占公司当期采购总额的比重为22.50%，增长幅度较大，主要原因是一季度公司红枣采购规模较小，相应的包装费用占比有所上升。

表4 2012年及2013年1-3月公司前五大供应商情况（单位：万元）

2013年一季度			2012年		
供应商名称	采购金额	占比	供应商名称	采购金额	占比
潮安县天和印务有限公司	432.44	8.77%	中牟县美林包装责任有限公司	1,372.11	2.15%
东莞兴鹏塑胶包装有限公司	181.06	3.67%	潮安县天和印务有限公司	1,205.34	1.89%
江苏徐州苏北工艺制盖有限公司	180.18	3.65%	东莞市兴鹏塑胶包装有限公司	1,118.47	1.75%
天津市新雅印刷有限公司	161.39	3.27%	郑州瑞特彩印有限公司	744.23	1.16%
深圳市彩美设计包装制品有限公司	154.90	3.14%	江苏徐州苏北工艺制盖有限公司	458.28	0.72%
合计：	1,109.97	22.50%	合计：	4,898.43	7.67%

资料来源：公司提供

生产加工方面，随着生产基地的建设，公司产能在2012年已达到1.6万吨。公司生产加工的管理模式正由“以产定销”向“以销定产”转变，具体的，对不同产品制定合理的库存量，接到新订单后以库存销售，同时开工生产以补充库存至合理水平。2010-2012年及2013年一季度，公司主要产品产值¹合计分别为67,369.09万元、80,400.71万元、80,087.50万元和20,522.24万元。受我国宏观经济增速放缓影响，2012年公司产品消费需求增长缓慢，故当年公司产品产值变化不大。从具体产品来看，公司产品产值以健康情枣为主，2012年及2013

¹ 公司产品产值以出厂价统计。

年一季度占比分别为50.50%和52.81%。近年来随着消费者养生需求的提高，原枣产品更受青睐，加工类枣产品需求因此受到了一定影响，公司枣片、枣干、蜜饯系列产值占比分别从2010年的7.03%、5.13%和5.62%下降到5.26%、2.51%和3.33%，下降趋势明显。

表5 近三年又一期公司主要产品产值情况（单位：万元）

项目	2013年一季度	2012年	2011年	2010年
健康情枣	10,838.79	40,441.78	36,179.74	37,184.30
精品红枣	3,938.54	14,676.41	17,849.67	11,146.89
枣片	1,079.62	5,084.07	6,540.53	4,737.44
枣干	515.44	2,041.95	2,015.87	3,456.63
蜜饯系列	683.81	3,649.02	4,404.39	3,788.05
金丝去核枣	224.97	883.45	1,485.58	1,383.25
其他	3,241.07	13,310.82	11,924.93	5,672.53
合计	20,522.24	80,087.50	80,400.71	67,369.09

资料来源：公司提供

公司销售网络布局较完备，华中地区区域优势明显，近年来电子商务销售渠道发展迅速，毛利水平较高，但商超销售渠道对公司营运资金存在一定的占用，且产品定位的转型将对公司产品销售产生一定的影响

2012年以来，公司产品定位与营销渠道均面临转型。此前，公司产品一直定位于高端商务与家庭礼品，但受国内经济增速放缓与节约意识树立的影响，公司主营业务收入增速降幅较大，2010-2012年公司主营业务收入增速分别为61.66%、19.03%和14.43%。因此，公司正积极推进产品定位的转型，由“商务与家庭礼品”向“个人休闲、家庭休闲、商务休闲”食品转型。随着产品定位的转型，公司产品销售将受到一定的影响。

营销渠道转型方面，公司上市之前，一直以专卖店为主要销售渠道，而未重视商超等其他销售渠道的建立，随着枣产品市场的不断变化，单一的专卖店销售渠道略显不足，公司产品的销量受到了一定影响。因此，公司正积极推进营销渠道的转型，努力拓展其他销售渠道，其中，其中商超渠道与电子商务渠道为公司销售渠道新的发展方向。截止2013年3月31日，公司已在郑州、北京、江苏、湖南、湖北、浙江、广东、福州、重庆、上海等地设立了11家销售子公司，主要职责为开设直营店与建设销售网络。在销售管理方面，公司实行以地区管理为主，渠道管理为辅。

专卖店渠道一直是公司的优势所在，公司专卖店主要分为直营店和加盟店，截止2013年3月31日，公司专卖店分布在全国近300个城市，达到2,222家，其中直营店158家，加盟店2,064家。公司在河南省内具备区域优势，专卖店及直营店的数量最多；此外，公司专卖店

主要集中于广东、浙江、江苏等沿海省份和湖南、湖北两省。公司对直营店实施统一管理，绩效考核。加盟店则收取少量品牌保证金，其中最高的AAA等级加盟保证金为1万元，最低等级的加盟商保证金为3万元。

表6 截止2013年3月31日公司专卖店情况

地区	专卖店数量（家）	其中:直营店数量（家）
河南省	348	103
广东省	229	-
浙江省	179	11
湖北省	152	10
湖南省	142	13
江苏省	133	15
其他	1,039	6
合计	2,222	158

资料来源：公司提供

商超方面，公司以上海、北京、郑州和武汉为试点城市，打造样板市场，截止2013年3月31日，公司进场KA（重要零售客户）门店达734家，全国范围内已进入沃尔玛、家乐福等主要商超终端。公司商超销售渠道需先铺货后收款，回款周期平均为3个月，此种结算模式占用了公司部分营运资金，目前规模尚可，截止2013年3月末公司应收账款占公司营运资金的比重为14.87%。未来随着公司商超渠道销售规模的增长，该渠道占用公司营运资金的规模将呈扩大趋势。

公司2011年开始涉及电子商务销售渠道，目前公司已在天猫、京东、亚马逊等主要电子商务平台网站开设旗舰店，此外，还与部分网络店铺建立了分销合作关系。经过整合提升后，公司电子商务销售渠道发展迅速，且毛利率水平较高，主要系公司产品网络销售价格比出厂价较高所致。2012年公司电子商务渠道实现营业收入2,896.28万元，较2011年增长683.38%，毛利率为39.04%；2013年一季度公司电子商务渠道实现营业收入580.82万元，毛利率为51.13%，较2012年增长12.1个百分点。

销售货款的结算上，公司针对直销与分销采取不同的信用政策。直销客户多为个人或团购客户，公司未设置严格的信用政策，允许团购客户赊销，但赊销规模较小。分销方式下，公司对经销商进行信用等级评定并设定对应的信用额度，依据不同的信用额度向经销商进行赊销，同时在销售旺季时将经销商的信用额度适当上浮以保障销售。

从公司主营业务收入区域分布情况来看，得益于公司在华中地区的区域优势和完善的销售渠道，华中地区的主营业务收入占公司主营业务收入的比重较高，2010-2012年及2013年

一季度，华中地区主营业务收入分别为36,000.46万元、47,318.60万元、54,609.77万元和14,324.96万元，占公司主营业务收入的比重分别为54.95%、60.68%、61.20%和60.58%。

表7 近三年又一期公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2013 年一季度		2012 年		2011 年		2010 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
华中	14,324.96	60.58%	54,609.77	61.20%	47,318.60	60.68%	36,000.46	54.95%
华东	4,849.51	20.51%	16,697.05	18.71%	15,387.03	19.73%	16,371.27	24.99%
华南	1,312.31	5.55%	5,676.28	6.36%	4,882.53	6.26%	4,774.19	7.29%
华北	1,646.70	6.96%	5,553.16	6.22%	6,086.96	7.81%	4,296.83	6.56%
东北	444.10	1.88%	1,887.61	2.12%	1,455.95	1.87%	1,573.08	2.40%
西南	348.07	1.47%	1,365.20	1.53%	1,777.93	2.28%	1,702.47	2.60%
西北	85.57	0.36%	402.04	0.45%	448.14	0.57%	400.06	0.61%
境外	52.67	0.22%	149.54	0.17%	256.15	0.33%	398.71	0.61%
电子商务	580.82	2.46%	2,896.28	3.25%	369.71	0.47%	-	-
合计	23,644.71	100.00%	89,236.93	100.00%	77,983.00	100.00%	65,517.07	100.00%

资料来源：公司提供

从下游客户集中度来看，公司枣产品下游客户集中度较低，2013年一季度公司前五大客户销售金额占公司营业收入总额的比重为14.98%，较2012年增长0.62个百分点，基本保持稳定。

表8 2012年及2013年1-3月公司前五大客户情况（单位：万元）

2013 年一季度			2012 年		
客户名称	金额	占比	客户名称	金额	占比
郑州机场枣乡情商贸有限公司	1,430.96	6.04%	郑州机场枣乡情商贸有限公司	4,704.16	5.25%
郑州市枣团圆商贸有限公司	757.85	3.20%	新郑市和谐枣业商贸有限公司	3,261.06	3.64%
新郑市和谐枣业商贸有限公司	653.16	2.75%	深圳市好想你干货销售有限公司	1,896.29	2.12%
深圳市好想你干货销售有限公司	364.21	1.54%	郑州市枣团圆商贸有限公司	1,722.05	1.92%
郑州一休商贸有限公司	343.60	1.45%	上海市御枣缘商贸有限公司	1,280.50	1.43%
合计	3,549.78	14.98%	合计	12,864.06	14.36%

资料来源：公司提供

公司在建及拟建项目较多，同时考虑土地购置款等，存在资金压力；此外，公司在财政补贴和税收优惠方面得到了政府的大力支持

截止2013年3月末，公司主要在建项目为新郑加工基地年产4,400吨红枣系列产品深加工

建设项目、信息中心和若羌二期工程项目等，其中新郑加工基地年产4,400吨红枣系列产品深加工建设项目建筑工程部分计划投资额为4,467.95万元²，已投资3,429.76万元，预计2013年底可达到预定可使用状态；信息中心和若羌二期工程项目分别计划投资1,866.95万元和1,825.00万元，截止2013年3月末已投资额分别为1,274.14万元和1,395.45万元，预计完工日期均为2013年6月底。

未来公司计划建设中国红枣城项目，该项目位于河南省新郑市中原食品工业园，规划面积42平方公里，总投资26,434.00万元，计划完工时间为2015年底。该项目建设内容主要包括工业、商业和农业三项，其中工业主要建设标准化厂房区、冷库仓储区、红枣产品研发检测中心等，建筑面积106万平方米；商业主要建设红枣综合交易市场，交易摊位1,000个，建筑面积126,000平方米；农业主要建设黄帝文化养生园、古枣树保护园、百果园三个现代生态旅游农业项目。

公司在建及拟建项目较多，截止2013年3月末，公司资金缺口为28,497.56万元，缺口尚可，但考虑到中国红枣城项目的土地购置款等，公司将面临一定的资金压力。

表9 截至2013年3月31日公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设内容	计划总投资	已投资
在建项目：			
若羌二期工程项目	若羌干鲜果一条街、生产车间、研发中心	1,825.00	1,395.45
新郑加工基地年产 4400 吨红枣系列产品深加工建设项目	十一车间	2,436.48	694.14
	十二车间		686.11
	十三车间		695.53
	专家公寓	2,031.47	676.99
	技术中心		676.99
十号车间二楼东部净化工程	车间净化装修	123.00	120.00
信息中心	信息中心	1,866.95	1,274.14
阿克苏污水处理建设	阿克苏污水处理站	213.00	213.00
拟建项目：			
中国红枣城 ³	车间、厂房、配套设施等	26,434.00	-
合计	-	34,929.90	6,432.34

资料来源：公司提供

近年来公司持续受到政府补贴，2010-2012年公司收到的政府补贴分别为1,644.30万元、

² 该项目为公司上市募投项目，承诺投资额为 16,663.76 万元，包含建设投资和流动资金投资，建设投资又包含建筑工程费、设备购置费、安装工程费，由于只有建筑工程费计入在建工程项目，故此处投资额仅为建筑工程费。

³ 该项目计划总投资仅包括建设投资，不包括土地款。

1,947.60万元和1,200.54万元，其中与资产相关的政府补助分别为378.82万元、664.63万元和559.89万元，与收益相关的政府补助分别为1,265.48万元、1,282.98万元和640.65万元。

根据《中华人民共和国增值税暂行条例》，公司销售枣等自产农产品可免征增值税；公司出口枣产品享受“免、抵、退”税政策，退税率为5%；2008年7月1日，经主管税务机关河南省新郑市地方税务局新村中心税务所批准，依据《中华人民共和国企业所得税法》及实施条例规定，自2008年1月1日起，公司农产品初加工项目免征企业所得税。

七、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2010-2012年经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的合并审计报告，以及公司提供的2013年一季度未经审计的合并财务报表，公司报表均按照新会计准则编制。2012年，公司分别出资设立好想你枣业湖北有限公司、好想你（湖南）商贸有限公司、好想你（浙江）商贸有限公司、好想你枣业江苏有限公司、郑州奥星实业有限公司、好想你广东商贸有限公司、好想你枣业（福州）有限公司和重庆好想你商贸有限公司，并将上述公司纳入合并报表范围。

资产构成与质量

近年来公司资产规模实现较快增长，以流动资产为主，但原材料规模较大，面临一定的价格下跌风险

近年来，随着公司经营规模不断扩大，公司资产规模增加较快，2010-2012年公司总资产规模年复合增长率为45.08%。截至2013年3月31日，公司资产总额为16.94亿元。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，截至2013年3月31日，流动资产占总资产的比重为60.78%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货构成。截止2012年末，公司货币资金由现金和银行存款构成。公司应收账款主要为应收郑州机场枣乡情商贸有限公司、新郑市和谐枣业商贸有限公司、上海市御枣缘商贸有限公司等公司货款，应收账款集中度较低，截止2012年末，公司应收账款前五名合计占应收账款总额的12.46%，公司应收账款中账龄在1年以内的应收账款占比为97.25%，账龄较短，公司对应收账款已计提坏账准备。公司

预付款项包括预付的尚未提供服务的营销咨询费与管理咨询费、预付的房租与包装费等。公司存货主要包括原材料、库存商品、包装物等，其中原材料规模较大，截止2012年末原材料账面价值为43,415.95万元，占公司资产总额的27.38%，主要原因为公司每年9-11月集中一次性收购全年所需原材料，而生产加工是全年进行。公司原材料的一次性收购占用资金较大，且未来面临一定的价格下跌风险。

表10 近三年又一期公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013年3月		2012年		2011年		2010年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	44,845.03	26.47%	41,516.21	26.18%	72,471.17	45.30%	5,570.35	7.39%
应收账款	11,345.69	6.70%	9,010.33	5.68%	5,907.94	3.69%	2,995.39	3.98%
预付款项	6,820.03	4.03%	2,090.55	1.32%	4,663.02	2.91%	1,193.56	1.58%
存货	38,421.43	22.68%	48,425.58	30.54%	42,918.35	26.82%	39,866.09	52.92%
流动资产合计	102,966.82	60.78%	102,723.69	64.79%	126,274.31	78.92%	50,559.61	67.12%
固定资产	25,118.80	14.83%	25,453.11	16.05%	19,960.37	12.48%	18,300.90	24.30%
在建工程	7,253.76	4.28%	6,526.26	4.12%	5,554.69	3.47%	1,560.04	2.07%
生产性生物资产	3,460.34	2.04%	3,424.96	2.16%	2,300.39	1.44%	1,709.94	2.27%
无形资产	3,273.92	1.93%	3,308.92	2.09%	2,453.26	1.53%	2,561.25	3.40%
其他非流动资产	22,298.70	13.16%	11,843.03	7.47%	-	-	-	-
非流动资产合计	66,454.04	39.22%	55,828.31	35.21%	33,723.63	21.08%	24,767.42	32.88%
资产总计	169,420.86	100.00%	158,552.00	100.00%	159,997.94	100.00%	75,327.03	100.00%

资料来源：公司提供

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、生产性生物资产、无形资产和其他非流动资产构成。公司固定资产主要包括房屋及建筑物、枣产品加工所用机械设备和运输工具等，截止2012年末公司固定资产账面价值为25,453.11万元，较2011年末增长27.52%，主要系阿克苏保鲜库等在建工程转入所致，公司阿克苏2、3号保鲜库及阿克苏3、4号车间尚在办理当中，此外，截止2012年末公司已有账面价值为4,392.08万元的固定资产用于公司借款抵押担保，占固定资产账面价值的比重为17.26%。公司在建工程主要为技术中心及专家公寓楼、信息中心、枣产品加工所用生产车间及机器设备等，资金来源包括上市所募集资金、贷款及自筹。公司生产性生物资产均为公司所拥有的枣树。公司无形资产主要包括土地使用权和商标权等，截止2012年末，公司土地使用权和商标权账面价值分别为2,497.10万元和538.92万元。公司其他非流动资产包括预付土地款和投资款，其中预付土地款规模为10,343.03万元，主要为公司购买新郑市国有土地使用权所预付的土地出让金8,200万元，剩余部分为公司开设或收购直营店所预付款项；投资款为公司于2012年12月14日和2012年12月24日分别投资500万

元和1,000万元设立郑州树上粮仓商贸有限公司和上海枣开心商贸有限公司，上述两个公司成立时间分别为2013年1月14日和2013年1月17日。

整体来看，近年来公司资产规模实现较快增长，以流动资产为主，但原材料规模较大，面临一定的价格下跌风险。

资产运营效率

公司存货周转较慢，整体资产运营效率逐渐降低

公司直销方式下允许团购客户赊销，但赊销规模较小。分销方式下，不同信用等级的经销商享有不同的信用额度，公司依据不同的信用额度向经销商进行赊销。随着市场竞争的加剧，公司为增强竞争力，适当放宽了经销商的信用额度，并在销售旺季时将经销商的信用额度适当上浮以保障销售，同时公司正加大力度发展商超销售渠道，前期铺货占用资金较大，因此公司应收账款逐年递增，应收账款周转天数也逐渐增加。公司存货规模较大，主要为原材料，因此近年来公司存货周转天数一直保持在较高水平。

存货周转天数的较高水平导致公司净营业周期较长，公司的资金营运压力较大。2011年由于公司上市导致货币资金大幅增加，故当年公司流动资产周转天数快速增长。近年来公司固定资产周转率变化不大，固定资产运营效率较为稳定。2010-2012年，公司总资产周转天数分别为332.26天、539.76天和639.55天，增长速度较快。整体来看，随着公司应收账款与存货等规模的较快增长，公司整体资产运营效率逐渐降低。

表11 近三年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2012年	2011年	2010年
应收账款周转天数	29.95	20.42	13.81
存货周转天数	269.47	260.97	230.96
应付账款周转天数	21.51	19.42	19.28
净营业周期	277.91	261.97	225.49
流动资产周转天数	459.76	405.60	214.79
固定资产周转天数	91.18	87.76	82.39
总资产周转天数	639.55	539.76	332.26

资料来源：公司提供

盈利能力

公司营业收入与综合毛利率保持稳定增长，但期间费用率的较快增长导致公司盈利水

平存在一定的波动性

2010-2012年，公司主营业务收入占营业收入的比重均超过99%，营业收入几乎全部来源于主营业务收入，主营业务突出，公司主营业务收入主要来源于枣产品的销售收入。受益于人民生活质量与健康养生需求的提高，近年来公司营业收入规模保持稳定增长，2010-2012年公司营业收入年复合增长率为16.81%。健康情枣与精品红枣销售收入是公司主营业务收入的主要来源，近年来的占比均在65%之上，但比重正在不断下降，随着新郑红枣、饮品冲调、木本粮等种类产品销售收入的快速增长，其他类产品占公司主营业务收入比重不断提高。

近三年又一期公司综合毛利率水平保持稳定增长，主要系公司红枣全产业链优势降低营业成本所致。然而公司期间费用率上涨较快，主要系公司生产经营规模扩大、人员薪酬增长、新设销售子公司优化销售网络、发展战略和内部管理咨询以及加大企业品牌宣传投入所致。受此影响，公司营业利润增长较缓，2010-2012年公司营业利润年复合增长率仅为2.26%，其中2012年公司营业利润有所下滑，较2011年下降4.30%，为9,448.03万元。此外，近年来公司持续享受到政府补助和税收优惠，2010-2012年公司合计收到政府补贴收入4,792.44万元，规模较大；公司销售枣等自产农产品免征增值税，且公司农产品初加工免征企业所得税，公司整体税率较低。

整体来看，公司营业收入与综合毛利率保持稳定增长，但期间费用率的较快增长导致公司盈利水平存在一定的波动性。

表12 近三年又一期公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
营业收入	23,689.08	89,654.72	78,476.98	65,705.54
营业利润	3,345.25	9,448.03	9,872.76	9,035.69
营业外收入	168.44	1,215.70	2,376.67	1,666.90
利润总额	3,511.13	10,423.05	12,166.09	10,115.88
净利润	3,319.96	10,042.77	11,251.26	9,412.76
综合毛利率	38.50%	31.94%	27.24%	26.58%
期间费用率	24.03%	20.87%	14.31%	12.51%
总资产回报率	-	7.01%	11.53%	18.85%

资料来源：公司提供

现金流

公司经营活动现金流存在一定的波动性，不能覆盖投资活动所需，未来仍需通过外部融资渠道筹集资金以缓解资金压力

近年来公司净利润水平较为稳定，公司现金生成能力的稳定性也较好，2010-2012年公司FFO分别为12,276.31万元、14,335.17万元和14,069.33万元，年复合增长率为7.05%。

近年来公司经营活动产生的现金流量存在一定的波动性。2010年由于存货规模的大幅增长，导致公司经营活动产生的现金流表现为净流出。2011年尽管公司经营性应收项目增长迅速，但收益于存货增长规模的大幅缩小与经营性应付项目的较快增长，当年公司经营活动表现为现金净流入。受制于公司存货与经营性应收项目的持续增长，2012年公司经营活动现金净流入规模有所下降。

近年来公司投资活动现金流入规模较小，随着业务规模的扩大，公司新建生产车间与购置机械设备等长期资产规模较大，且2011年公司上市后，阿克苏加工基地年产3,600吨红枣系列产品深加工建设项目和新郑加工基地年产4,400吨红枣系列产品深加工建设项目投入较大，故近年来公司投资活动产生的现金流持续表现为净流出。

近年来公司筹资活动现金流入主要为吸收投资和银行借款，2011年公司通过IPO募集资金导致当年筹资活动产生的现金净流入规模较大。2012年公司取得银行借款规模较小，而偿还债务支付的现金规模较大，故筹资活动产生的现金流表现为净流出。

总体而言，公司经营活动现金流存在一定的波动性，尚不足以覆盖投资活动所需，未来仍需通过外部融资渠道筹集资金以缓解资金压力。

表13 近三年公司现金流指标（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
净利润	10,042.77	11,251.26	9,412.76
非付现费用	3,445.80	2,308.19	1,607.26
非经营损益	580.77	775.73	1,256.29
FFO	14,069.33	14,335.17	12,276.31
营运资本变化	-10,477.37	-9,133.10	-16,411.65
其中：存货的减少（减：增加）	-5,507.23	-3,052.26	-17,837.00
经营性应收项目的减少（减：增加）	-4,367.23	-13,466.76	-1,195.94
经营性应付项目的增加（减：减少）	-602.91	7,385.92	2,621.28
经营活动产生的现金流量净额	3,591.96	5,202.08	-4,135.35
投资活动产生的现金流量净额	-21,069.81	-10,675.28	-7,337.33
筹资活动产生的现金流量净额	-13,477.11	72,375.39	15,151.62
现金及现金等价物净增加额	-30,954.96	66,900.81	3,680.59

资料来源：公司提供

资本结构与财务安全性

公司资产负债率水平较低，所有者权益对负债的保障程度较高

近年来公司负债规模出现了一定幅度的下降。截止2013年3月末，公司负债总额为38,695.57万元，为2010年末的81.59%。公司负债主要由流动负债构成，截止2013年3月末，公司流动负债占负债总额的比重为68.98%。同时，随着公司IPO与未分配利润的增加，公司所有者权益增长较快，截止2013年3月末，公司所有者权益合计为130,725.29万元，是2010年末的4.69倍。受益于公司较低的负债规模，公司产权比率不高，截止2013年3月末公司产权比率为29.60%，所有者权益对负债的保障程度较高。

表14 近三年年公司资本结构（单位：万元）

项目	2013年3月	2012年	2011年	2010年
负债合计	38,695.57	31,146.67	40,421.37	47,429.20
其中：流动负债	26,690.53	19,023.14	28,258.69	37,863.08
非流动负债	12,005.05	12,123.53	12,162.69	9,566.13
所有者权益合计	130,725.29	127,405.33	119,576.57	27,897.83
产权比率	29.60%	24.45%	33.80%	170.01%

资料来源：公司提供

公司流动负债主要由短期借款、应付账款和预收款项构成。截止2012年末，公司短期借款全部为抵押借款，抵押物为公司房屋与土地，评估价值为22,258.59万元。公司应付账款主要为应付供应商包装款、原辅料采购款及小部分工程设备采购款，公司应付账款账龄在一年以内的占比为94.09%。公司预收款项主要为预收客户货款，账期全部为一年以内。

公司非流动负债包括长期借款和其他非流动负债。公司长期借款分为抵押借款和保证借款，其中抵押借款规模为2,563.00万元，保证借款规模为4,579.64万元。其他非流动负债全部为递延收益，是公司取得的各类与资产相关的政府补助，2012年公司新收到1,551.19万元与资产相关的政府补助，同时共确认559.89万元与资产相关的政府补助为营业务收入。

表15 近三年公司主要负债构成（单位：万元）

项目	2013年3月		2012年		2011年		2010年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	21,000.00	54.27%	11,000.00	35.32%	20,000.00	49.48%	28,800.00	60.72%
应付账款	2,584.68	6.68%	3,739.26	12.01%	3,552.13	8.79%	2,609.40	5.50%
预收款项	1,661.67	4.29%	1,942.57	6.24%	2,402.55	5.94%	4,686.03	9.88%
流动负债合计	26,690.53	68.98%	19,023.14	61.08%	28,258.69	69.91%	37,863.08	79.83%
长期借款	7,142.64	18.46%	7,142.64	22.93%	8,173.09	20.22%	6,206.90	13.09%
其他非流动负债	4,862.41	12.57%	4,980.90	15.99%	3,989.60	9.87%	3,359.23	7.08%
非流动负债合计	12,005.05	31.02%	12,123.53	38.92%	12,162.69	30.09%	9,566.13	20.17%
负债合计	38,695.57	100.00%	31,146.67	100.00%	40,421.37	100.00%	47,429.20	100.00%

资料来源：公司提供

近年来，公司资产负债率保持在较低水平，截止2013年3月末，公司资产负债率为22.84%。近三年又一期，公司有息债务分别为35,006.90万元、28,409.54万元、18,142.64万元和28,142.64万元，规模尚可，偿债压力不大。近年来公司流动比率和速动比率存在一定的波动性，目前整体水平尚可，EBITDA利息保障倍数水平较高，截止2012年末为14.43，债务偿付保障能力较好。

表16 近三年公司偿债能力指标

项目	2013年3月	2012年	2011年	2010年
资产负债率	22.84%	19.64%	25.26%	62.96%
流动比率	3.86	5.40	4.47	1.34
速动比率	2.42	2.85	2.95	0.28
EBITDA(万元)	-	14,377.65	15,739.87	12,944.29
EBITDA 利息保障倍数	-	14.43	9.79	9.85

资料来源：公司提供

八、本期债券条款分析

（一）本期债券偿还计划

本期债券拟发行规模不超过人民币5亿元，在存续期内每年付息一次，到期支付本金及最后一期利息，同时附第3年末公司上调票面利率选择权、投资者回售选择权，公司发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券第3个计息年度付息日将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给公司。

（二）本期债券偿债资金来源与主要偿债风险

本期债券的偿债资金将主要来源于公司日常经营所产生的现金流。2010-2012年度及2013年1-3月，公司营业收入分别为65,705.54万元、78,476.98万元、89,654.72万元和23,689.08万元；归属于母公司所有者的净利润分别为9,412.76万元、11,251.26万元、10,042.77万元和3,319.96万元；经营活动产生的现金流量净额分别为-4,135.35万元、5,202.08万元、3,591.96万元和5,912.50万元；2010-2012年公司EBITDA分别为12,944.29万元、15,739.87万元和14,377.65万元。公司较好的盈利能力可为本期债券本息的偿还提供一定保障。但我们也关注到，受期间费用率较快增长的影响，公司盈利水平存在一定的波动性，同时公司经营活动现金流也有所波动，且行业竞争不断加剧，公司正进行产品定位转型，将对公司的销售产生一定影响。

公司可通过其他途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿还。首先，公司可通过流动资产变现来补充偿债资金，截至 2013 年 3 月末，公司流动资产为 102,966.82 万元。在公司现金流量不足的情况下，可以通过加大应收账款催收力度与变现存货来获得必要的偿债资金支持。但同时我们也关注到应收款项的催收难度与存货变现存在的折价情况。其二，公司可通过外部融资渠道筹集应急偿债资金，截至 2013 年 3 月末，公司获得中国农业发展银行新郑市支行、中信银行郑州分行、新郑市农村商业银行、浦发银行郑州分行等银行共 92,000 万元贷款授信额度，其中已使用的授信额度为 10,000 万元，尚未使用的授信额度为 82,000 万元，但也应关注因公司经营状况变化等原因而未达到用信条件的可能。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项 目	2013年3月	2012年	2011年	2010年
流动资产：				
货币资金	44,845.03	41,516.21	72,471.17	5,570.35
应收账款	11,345.69	9,010.33	5,907.94	2,995.39
预付款项	6,820.03	2,090.55	4,663.02	1,193.56
其他应收款	1,078.26	1,184.19	313.84	934.22
存货	38,421.43	48,425.58	42,918.35	39,866.09
其他流动资产	456.38	496.83	-	-
流动资产合计	102,966.82	102,723.69	126,274.31	50,559.61
非流动资产：				
长期股权投资	552.00	552.00	552.00	473.40
固定资产	25,118.80	25,453.11	19,960.37	18,300.90
在建工程	7,253.76	6,526.26	5,554.69	1,560.04
生产性生物资产	3,460.34	3,424.96	2,300.39	1,709.94
无形资产	3,273.92	3,308.92	2,453.26	2,561.25
长期待摊费用	4,317.59	4,441.35	2,726.06	113.79
递延所得税资产	178.92	278.69	176.86	48.11
其他非流动资产	22,298.70	11,843.03	-	-
非流动资产合计	66,454.04	55,828.31	33,723.63	24,767.42
资产总计	169,420.86	158,552.00	159,997.94	75,327.03
流动负债：				
短期借款	21,000.00	11,000.00	20,000.00	28,800.00
应付账款	2,584.68	3,739.26	3,552.13	2,609.40
预收款项	1,661.67	1,942.57	2,402.55	4,686.03
应付职工薪酬	717.64	1,304.32	363.56	727.57
应交税费	326.05	585.27	-7.33	558.69
应付股利	-	-	-	143.23
其他应付款	400.48	451.72	1,711.32	338.16
一年内到期的非流动负债	-	-	236.45	-
流动负债合计	26,690.53	19,023.14	28,258.69	37,863.08
非流动负债：				
长期借款	7,142.64	7,142.64	8,173.09	6,206.90
其他非流动负债	4,862.41	4,980.90	3,989.60	3,359.23
非流动负债合计	12,005.05	12,123.53	12,162.69	9,566.13
负债合计	38,695.57	31,146.67	40,421.37	47,429.20
所有者权益：				
股本	14,760.00	14,760.00	7,380.00	5,520.00
资本公积	83,548.61	83,548.61	90,928.61	11,310.61

盈余公积	3,764.79	3,764.79	2,550.50	1,311.42
未分配利润	28,651.89	25,331.93	18,717.46	9,754.08
外币报表折算差额	-	-	-	1.72
归属于母公司所有者权益合计	130,725.29	127,405.33	119,576.57	27,897.83
所有者权益合计	130,725.29	127,405.33	119,576.57	27,897.83
负债和所有者权益总计	169,420.86	158,552.00	159,997.94	75,327.03

附录二 利润表（单位：万元）

项 目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
一、营业总收入	23,689.08	89,654.72	78,476.98	65,705.54
其中：营业收入	23,689.08	89,654.72	78,476.98	65,705.54
二、营业总成本	20,358.83	80,294.49	68,724.20	56,715.28
其中：营业成本	14,569.48	61,015.66	57,100.18	48,238.22
营业税金及附加	96.05	341.56	258.23	166.79
销售费用	3,266.75	10,615.77	5,377.71	2,818.67
管理费用	2,024.04	8,430.95	5,139.98	3,884.30
财务费用	402.50	-335.00	713.37	1,514.64
资产减值损失	-	225.55	134.72	92.67
投资收益（损失以“-”号填列）	15.00	87.80	119.99	45.43
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	3,345.25	9,448.03	9,872.76	9,035.69
加：营业外收入	168.44	1,215.70	2,376.67	1,666.90
减：营业外支出	2.56	240.68	83.34	586.70
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	3,511.13	10,423.05	12,166.09	10,115.88
减：所得税费用	191.17	380.29	914.83	703.13
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	3,319.96	10,042.77	11,251.26	9,412.76
归属于母公司所有者的净利润	3,319.96	10,042.77	11,251.26	9,412.76
六、每股收益：				
（一）基本每股收益（元）	0.22	0.68	0.85	1.71
（二）稀释每股收益（元）	0.22	0.68	0.85	1.71
七、其他综合收益	-	-	-1.72	1.65
八、综合收益总额	3,319.96	10,042.77	11,249.54	9,414.41
归属于母公司所有者的综合收益总额	3,319.96	10,042.77	11,249.54	9,414.41

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项 目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010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	24,065.03	102,485.47	83,194.35	76,226.27
收到其他与经营活动有关的现金	816.03	1,762.37	4,349.76	3,358.40
经营活动现金流入小计	24,881.06	104,247.84	87,544.11	79,584.68
购买商品、接受劳务支付的现金	10,281.70	72,953.26	60,537.96	68,723.44
支付给职工以及为职工支付的现金	3,905.40	12,243.68	9,185.70	5,623.66
支付的各项税费	1,488.51	4,450.51	4,034.19	3,302.36
支付其他与经营活动有关的现金	3,292.96	11,008.43	8,584.18	6,070.56
经营活动现金流出小计	18,968.56	100,655.88	82,342.03	83,720.02
经营活动产生的现金流量净额	5,912.50	3,591.96	5,202.08	-4,135.35
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	-	-	12.00	-
取得投资收益收到的现金	15.00	87.80	68.25	45.20
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	13.57	521.28	125.93
收到其他与投资活动有关的现金	-	1,551.19	-	-
投资活动现金流入小计	15.00	1,652.56	601.53	171.13
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	13,641.80	21,222.37	11,186.81	7,408.46
投资支付的现金	-	1,500.00	90.00	100.00
投资活动现金流出小计	13,641.80	22,722.37	11,276.81	7,508.46
投资活动产生的现金流量净额	-13,626.80	-21,069.81	-10,675.28	-7,337.33
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	1,500.00	-	82,379.00	-
取得借款收到的现金	26,000.00	11,000.00	42,400.00	46,299.00
筹资活动现金流入小计	27,500.00	11,000.00	124,779.00	46,299.00
偿还债务支付的现金	16,000.00	21,266.90	48,997.36	28,900.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	456.88	3,210.21	2,800.25	2,247.38
支付其他与筹资活动有关的现金	-	-	606.00	-
筹资活动现金流出小计	16,456.88	24,477.11	52,403.61	31,147.38
筹资活动产生的现金流量净额	11,043.12	-13,477.11	72,375.39	15,151.62
四、汇率变动对现金的影响	-	-	-1.37	1.65
五、现金及现金等价物净增加额	3,328.82	-30,954.96	66,900.81	3,680.59

附录三-2 现金流量补充资料（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
净利润	10,042.77	11,251.26	9,412.76
加：资产减值准备	225.55	134.72	92.67
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,447.26	1,940.16	1,387.87
无形资产摊销	151.81	131.44	121.88
长期待摊费用摊销	621.18	101.86	4.85
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	36.05	-375.85	-1.26
财务费用	734.35	1,400.31	1,341.81
投资损失	-87.80	-119.99	-45.43
递延所得税资产减少	-101.83	-128.75	-38.83
存货的减少	-5,507.23	-3,052.26	-17,837.00
经营性应收项目的减少	-4,367.23	-13,466.76	-1,195.94
经营性应付项目的增加	-602.91	7,385.92	2,621.28
经营活动产生的现金流量净额	3,591.96	5,202.08	-4,135.35
现金的期末余额	41,516.21	72,471.17	5,570.35
减：现金的期初余额	72,471.17	5,570.35	1,889.76
现金及现金等价物净增加额	-30,954.96	66,900.81	3,680.59

附录四 截至 2012 年末公司纳入合并报表范围内的子公司情况

子公司全称	注册资本 (万元)	持股比例	经营范围
新疆若羌好想你枣业发展有限责任公司	2,800.00	100%	许可经营项目：水果制品（水果干制品）蜜饯（分装）红枣加工。一般经营项目：红枣销售、仓储、种植，红枣技术推广服务。
新疆好想你创新农业投资有限公司	5,500.00	100%	许可经营项目：红枣种植、加工、销售。一般经营项目：干鲜果品、农副土特产品、炒货的销售。
好想你枣业（北京）有限公司	1,100.00	100%	许可经营项目：零售预包装食品。一般经营项目：销售土产品。
新疆大枣树农林有限公司	3,000.00	100%	一般经营项目：农作物的种植，农林新技术的研发推广及技术咨询服
郑州好想你枣业商贸有限公司	2,500.00	100%	零售预包装食品
好想你枣业湖北有限公司	800.00	100%	预包装食品批发兼零售。
好想你（湖南）商贸有限公司	600.00	100%	预包装食品、散装食品批发兼零售，农产品、日用品、建材、五金交电、电子产品、酒店用品的销售。
好想你（浙江）商贸有限公司	1,000.00	100%	许可经营项目：批发、零售：预包装食品兼散装食品；一般经营项目：批发、零售：百货、日用品；服务：非医疗性健康咨询。其他无需报经审批的一切合法项目。
好想你枣业江苏有限公司	600.00	100%	许可经营项目：预包装食品兼散装食品批发与零售。
郑州奥星实业有限公司	800.00	100%	文化艺术交流、市场推广宣传；广告策划；生物技术研发；日用百货零售；企业咨询管理服务；房屋租赁。
好想你广东商贸有限公司	1,000.00	100%	初级农产品、日用品、建材、五金交电、电子产品、酒店用品的销售。
好想你枣业（福州）有限公司	200.00	100%	批发兼零售预包装食品兼散装食品
重庆好想你商贸有限公司	120.00	100%	批发、零售：日用百货、农副产品、装饰材料、办公用品、包装材料、服装、服饰、卫生洁具、橡胶制品、皮革制品、床上用品、家具、鞋帽、化妆品、纺织品、工艺美术品、塑料制品、五金交电、家居饰品、金属材料、润滑油、机电设备、钢材、水泥、电子产品、电线电缆、电动工具、家用电器、通讯器材、陶瓷制品、化工原料及产品、计算机及配件、办公设备、玩具
沧州好想你枣业有限公司	2,600.00	100%	蜜饯、水果制品（水果干制品）制造；农副土特产销售；货物或技术的进出口业务

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产报酬率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	流动资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初流动资产} + \text{期末流动资产}) / 2]$
	存货周转率(次)	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率 (次)	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款}) / 2]$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	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	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障 倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

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发行主体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，在受评债券存续期内发行主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。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，本评级机构将依据发行主体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，并决定是否调整发行主体信用等级。

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发行主体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（www.pyrating.cn）公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。