

青岛金王应用化学股份有限公司

2012 年公司债券 2017 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN 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>

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第
【103】号 01

债券剩余规模:
1 亿元

债券到期日期:
2017 年 12 月 19 日

债券偿还方式:
每年付息一次, 到期一
次还本, 存续期第 3 年
末附公司上调利率选择
权及投资者回售选择权

分析师

姓名:
李君臣 王贞姬

电话:
010-66216006

邮箱:
lijch@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

青岛金王应用化学股份有限公司 2012 年公司债券 2017 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	AA	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 5 月 25 日	2016 年 5 月 12 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对青岛金王应用化学股份有限公司(以下简称“青岛金王”或“公司”)及其 2012 年 12 月 19 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2017 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级上调为 AA, 发行主体长期信用等级上调为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司通过投资、并购涉足化妆品行业, 化妆品产业链日趋完善, 盈利逐步释放, 未来将是公司主要收入来源及利润增长点之一; 2016 年公司收入和利润大幅增长; 公司完成非公开发行股票, 资产负债率大幅降低。同时我们也注意到公司油品贸易利润微薄, 蜡烛市场规模较小且增长空间有限, 公司商誉规模较大, 若并入的子公司未来实际运营状况不及交易评估时的预期状态, 则公司商誉面临减值风险, 以及面临有息债务集中偿付压力等风险因素。

正面:

- 公司继续完善化妆品产业链布局, 化妆品业务盈利能力较强, 未来将成为公司主要收入来源及利润增长点之一。2016 年公司通过投资并购新增化妆品类子公司 22 家, 完成覆盖化妆品品牌运营、生产研发、线上和线下销售的化妆品全产业链布局。2016 年及 2017 年 1 季度化妆品业务分别实现收入 66,567.69 万元和 32,790.27 万元, 占营业收入的比重分别为 28.08%和 42.97%, 化妆品业务毛利率分别为 45.68%和 26.32%。
- 2016 年公司收入和利润大幅增长。2016 年公司实现营业总收入 237,099.63 万元, 同比增长 60.54%, 增长主要系化妆品业务扩张及油品贸易收入大幅增长所致,

公司实现利润总额 24,181.91 万元，同比增长 77.66%。

- **公司完成非公开发行股票，资本实力增强，资产负债率大幅降低。**2016 年公司通过非公开发行股票募集配套资金偿还银行贷款 18,000 万元，截至 2016 年末，公司总负债 96,046.19 万元，所有者权益为 192,383.33 万元，所有者权益同比增长 139.29%，资产负债率同比下降 24.78 个百分点至 33.30%。

关注：

- **公司油品贸易业务毛利率下降，盈利能力较弱，贸易业务客户集中度较高，易受主要客户经营状况影响。**2016 年由于公司提高油品贸易周转效率，导致公司油品贸易业务毛利率同比下降 0.99 个百分点，仅为 1.15%，2017 年 1 季度毛利率有所上升，但仅为 1.65%，盈利能力较弱。2016 年公司贸易业务前两大客户销售额占贸易业务总收入的比重为 42.70%，客户较为集中，易受主要客户经营状况影响
- **公司蜡烛业务增长空间有限。**公司蜡烛及工艺品以外销为主，2016 年外销比例为 98.00%，但欧美蜡烛消费市场规模较为稳定，增长空间有限。
- **公司资产中商誉价值占比较高，存在一定的减值风险。**截至 2016 年末，公司商誉账面价值为 66,474.46 万元，占资产总额的 23.05%，若并入的子公司未来实际运营状况不及交易评估时的预期状态，则公司商誉面临减值风险。
- **公司有息债务面临一定的集中偿付压力。**截至 2016 年末，公司有息债务总额为 62,142.23 万元，其中 2017 年需偿付 50,142.23 万元，公司面临一定的集中偿付压力。

主要财务指标：

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	338,618.48	288,429.52	191,798.33	122,753.67
归属于母公司所有者权益（万元）	179,445.03	175,882.39	76,189.49	63,052.21
有息债务（万元）	75,852.33	62,142.23	65,882.23	39,822.23
资产负债率	40.15%	33.30%	58.08%	48.45%
流动比率	1.81	2.04	1.35	1.76
速动比率	1.40	1.61	1.07	1.37
营业收入（万元）	76,313.38	237,099.63	147,688.84	122,351.00
营业利润（万元）	3,560.20	23,361.44	13,381.08	6,010.81
利润总额（万元）	3,714.79	24,181.91	13,611.56	5,925.24

综合毛利率	16.05%	20.57%	21.52%	14.83%
总资产回报率	-	11.67%	11.24%	7.06%
经营活动现金流净额（万元）	-14,511.13	-6,213.50	19,042.23	5,661.41
EBITDA（万元）	-	29,812.42	19,408.29	9,993.16
EBITDA 利息保障倍数	-	7.76	4.77	4.24

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1-3月财务报表，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可【2012】1613号文件核准，公司于2012年12月发行公司债券募集资金总额人民币2亿元，债券票面年利率为7.50%。本期债券起息日为2012年12月19日，按年计息，每年付息一次。2015年12月19日，投资者回售10,000.00万元，截至2017年3月31日，本期债券剩余规模10,000.00万元。募集资金中15,500.00万元用于偿还商业银行贷款，剩余部分用于补充公司流动资金，截至2017年3月31日，已经使用完毕。

二、发行主体概况

2016年公司控股股东以及实际控制人均未发生变化。截至2016年末，公司控股股东仍为青岛金王国际运输有限公司，实际控制人仍为自然人陈索斌。由于2016年公司非公开发行新股5,532.86万股购买上海月泮化妆品有限公司（以下简称“上海月泮”）40%股权及广州韩亚生物科技有限公司（以下简称“广州韩亚”）100%股权并募集配套资金，公司注册资本由32,191.66万元增加为37,724.52万元，控股股东持股数量保持不变，持股比例稀释至23.06%。截至2016年末，控股股东持有公司的股权已全部对外质押。2016年公司新增纳入合并范围的子公司22家，分别为上海月泮、广州韩亚、浙江金庄化妆品有限公司等公司（详见附录五）。

表 1 截至 2017 年 3 月 31 日前五大股东持股情况

股东名称	持股数量（股）	持股比例	持股增减变动情况（股）
青岛金王国际运输有限公司	86,999,013	23.06%	0
珠海新能联合投资合伙企业（有限合伙）	20,000,000	5.30%	20,000,000
佳和美资产管理有限公司	19,065,603	5.05%	-22,920,000
华夏基金—浦发银行—华夏基金—中植产投—定增 1 号资产管理计划	8,237,986	2.18%	8,237,986
全国社保基金四零三组合	8,211,180	2.18%	2,895,506
其他社会公众股	234,731,452	62.22%	0
合计	377,245,234	100.00%	-

资料来源：公司提供

截至2016年12月31日，公司资产总额为288,429.52万元，归属于母公司的所有者权益为175,882.39万元，资产负债率为33.30%；2016年公司实现营业收入237,099.63万元，利润总额24,181.91万元，经营活动现金净流出6,213.50万元。

截至2017年3月31日，公司资产总额为338,618.48万元，归属于母公司的所有者权益为

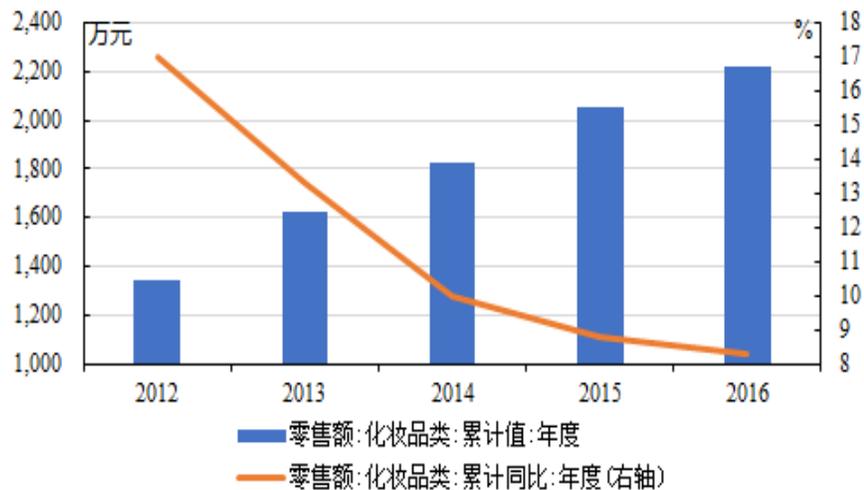
179,445.03万元，资产负债率为40.15%；2017年1季度公司实现营业收入76,313.38万元，利润总额3,714.79万元，经营活动现金净流出14,511.13万元。

三、运营环境

我国化妆品市场规模较大，需求以护肤品为主，消费渠道多元化；但2016年化妆品市场零售额增速继续放缓，行业集中度相对较低，市场竞争激烈

国家统计局公布的2016年全年社会消费品零售总额数据显示，2016年社会消费品零售总额为332,316亿元，同比增长10.4%。其中，化妆品零售总额为2,222亿元，同比增长8.3%，低于整体社会消费品零售总额增长速度，增速较上年回落0.5个百分点，也是自2012年以来增速的连续第五年回落。受整体经济增速放缓、消费外流现象突出等多种因素制约，2017年我国化妆品市场零售额增速或将进一步放缓。但另一方面，尽管近年来我国化妆品市场零售额增速变缓，相较于日本、美国低于2%的化妆品市场增速，我国仍是全球范围内化妆品增长最快速的地区之一，目前总市场规模为仅次于美国的全球第二大市场。随着人口结构变化、消费习惯的改变，未来我国化妆品市场发展将迎来一定契机。

图1 2012-2016年化妆品零售总额

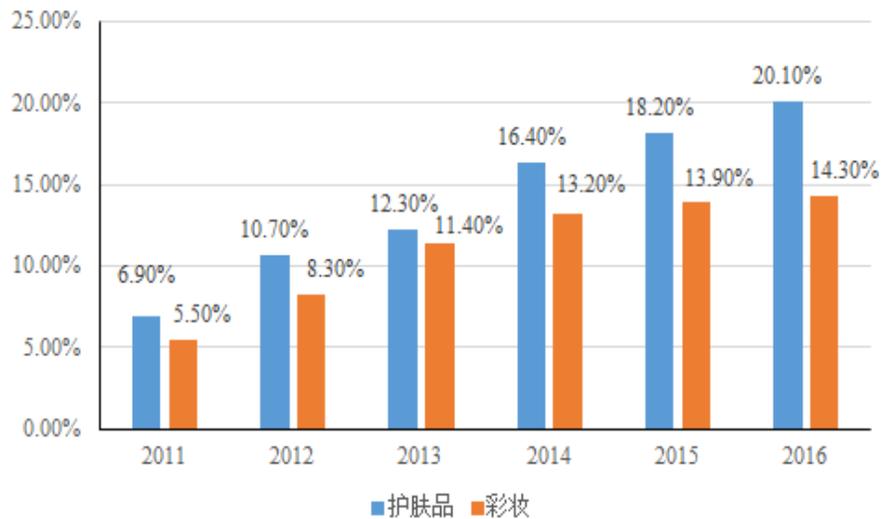


资料来源：国家统计局，鹏元整理

从供给来看，根据国家食药监总局数据，截止到2017年4月份，国内获得化妆品生产许可证的企业近4,000家，国产化妆品种类接近500,000种，国内化妆品生产企业数量众多。与此同时，海淘的兴起以及大批欧美、日韩品牌进军中国开拓市场，加剧了化妆品行业竞争的激烈程度。根据欧瑞咨询的统计数据，2015年我国化妆品前十大企业市场占有率仅占39.3%，且呈逐年下降趋势，而美国、韩国等化妆品主要市场前十大企业市场占有率均超过

50%，我国化妆品行业的集中度相对较低。化妆品前十大企业中，欧美、日韩跨国企业占据主要地位，国内企业仅有上海家化、珈蓝集团在列。但考虑到化妆品需求本身极具个性化特点，不同性别、年龄、皮肤、收入差异都会形成不同的消费诉求，跨国企业并不能满足所有需求，存在较大的个性化需求缺口，这为国内企业占据市场份额提供了契机。随着消费者消费理念的成熟、电商渠道的迅速发展，国内化妆品企业依靠本土化优势、精准品牌定位，市场占有率逐年提升。

图2 2011-2016年主要国产品牌市场份额变化



资料来源：360 化妆品网，<http://news.360xh.com/201705/08/33284.html>

从需求来看，国内化妆品市场消费以护肤用品、护发产品、彩妆为主。护肤用品是化妆品子类别中的主流产品，市场占比达到48%。护发产品作为基础日化产品，其未来增长空间有限。随着消费升级，未来化妆品竞争将更多集中于护肤用品、彩妆领域。消费渠道上，由于近年来我国信息基础设施建设步伐加快，电子商务配套物流行业不断完善，电商渠道因购物便捷、选择范围广、无地域限制等优势，销售额占比不断上升，成为继商超、百货后的第三大销售渠道。但考虑到传统商超、百货、专营店在体验、服务等方面的不可替代性，其占比虽然下降但具有一定刚性，化妆品消费渠道将保持多元化发展。

蜡烛市场需求以欧美为主，规模相对稳定，但增长空间有限

受宗教信仰、风俗文化和生活方式影响，欧美地区将蜡烛作为日常必需的快消品，其市场占全球蜡烛消费的70%以上。由于消费习惯和消费能力的原因，对于非欧美地区，工艺蜡烛及工艺品市场尚处于导入培育阶段，市场容量相对较小。由于欧美地区对蜡烛及相关制品的消费习惯和消费模式存在一定刚性需求，因此受宏观经济波动影响较小，蜡烛市场的规模相对稳定。但作为传统产业，全球蜡烛市场历经多年发展后市场规模已经比较成

熟，其总体的市场增长空间有限，全球整体蜡烛及相关工艺品市场需求将继续呈现稳定中有所增长的格局。另外，我国稍具规模的蜡烛生产制造企业多以出口为主，随着欧洲经济复苏，市场竞争加剧，加上劳动力成本上升，外销份额受到一定影响。

受需求低迷影响，2016年国内燃料油价格维持低位，但12月份价格大幅上涨；2016年石蜡价格的下降减轻了蜡烛及工艺品行业的成本压力

2016年1-8月燃料油价格维持低位，市场整体低迷。根据wind资讯数据显示，2016年以来，国内燃料油市场年初均价2,550元/吨，全年最低均价为2,227元/吨，2016年9月以来燃料油价格有所回升，尤其是12月价格涨幅较大，由当月初的2,590元/吨上涨至月末的3,350元/吨，上涨幅度高达29.34%，价格大幅上涨主要系国际原油价格持续上行以及国内燃料油库存低位所致。

图3 2015-2016年国内燃料油价格情况（单位：元/吨）



资料来源：wind，鹏元整理

2016年燃料油价格维持低位，需求低迷的原因主要有以下几点：

第一，国内经济增速放缓使得燃料油需求下滑。随着我国经济步入“新常态”，目前正面临经济增速放缓、产业结构调整及有效需求不足等困境，油料产品的下游企业（如炼油厂等）产能过剩现象普遍存在，对燃料油的需求下滑。

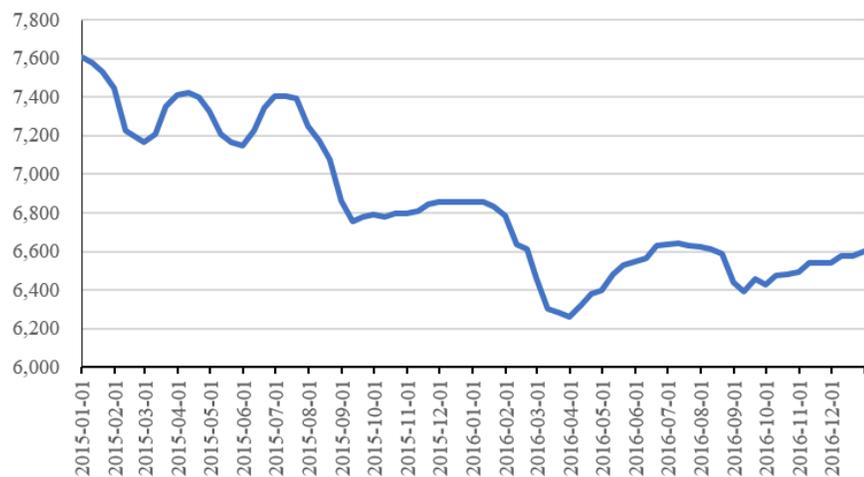
第二，原油双权放开降低地炼企业对燃料油需求。自2015年国家放开民企原油进口权与原油进口使用权以来，受成品油质量升级要求以及原油炼油性性价比优势，地炼企业纷纷转而使用进口原油进行生产。2016年我国原油进口量同比增长13.6%至3.81亿吨，原油进口量的增长，严重降低地炼企业对燃料油的需求。

第三，航运市场不景气、船用油新标准影响船用燃料油需求。2016年航运市场依旧低

迷，浙江远洋、韩进海运等海运巨头纷纷破产；同时2016年我国施行的船用油新标准对船用燃料油含硫量提出更高要求。航运巨头的破产以及船用油新标准的实施，都压抑了船用燃料油需求。

石蜡是蜡烛及工艺品最重要的原材料，其价格波动对蜡烛及工艺品的成本影响较大。石蜡是石油加工的副产品，受国际原油价格下降的影响，我国石蜡价格呈波动下降的态势，2016年底石蜡价格较上年同期下降3.78%，对蜡烛及工艺品生产企业来说，减轻了一定的成本压力。

图4 2015-2016年市场价:石蜡(58#半):全国价格变化(单位:元/吨)



资料来源: wind, 鹏元整理

四、经营与竞争

2016年公司在经营原有油品贸易及蜡烛及工艺品业务的同时，通过并购方式进一步涉足化妆品领域，当年公司实现营业总收入237,099.63万元，同比增长60.54%。其中油品贸易收入、蜡烛及工艺品业务收入及化妆品业务收入同比分别增长51.27%、3.21%和282.52%，占营业总收入的比重分别为47.87%、24.05%和28.08%，化妆品业务2017年1季度收入占营业总收入的比重提升至42.97%。毛利率方面，油品贸易毛利率同比下滑0.99个百分点至1.15%，盈利微薄；蜡烛及工艺品毛利率为29.84%，同比变化不大；2015年，化妆品业务因公司主要以自有品牌“肌养晶”等进行生产销售，毛利率高达83.07%，2016年新并购的浙江金庄化妆品有限公司、四川弘方化妆品有限公司等均为渠道经销商，其毛利率相对较低，导致化妆品业务毛利率同比下滑37.39个百分点至45.68%。整体而言，2016年公司营业收入大幅提升，虽然油品贸易收入毛利率下滑，但随着毛利率相对较高的化妆品业务收入

占比提升，公司综合毛利率变动不大，略有下滑。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年1-3月		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
油品贸易	34,564.93	1.65%	113,503.00	1.15%	75,032.03	2.14%
蜡烛及工艺品等	8,958.17	30.65%	57,028.94	29.84%	55,254.62	28.42%
化妆品	32,790.27	26.32%	66,567.69	45.68%	17,402.19	83.07%
合计	76,313.37	15.65%	237,099.63	20.57%	147,688.84	21.52%

资料来源：公司提供，鹏元整理

（一）油品贸易业务

油品贸易业务收入大幅增长，但毛利率下降，盈利能力较弱；贸易业务客户集中度较高，易受主要客户经营状况影响

公司油品贸易业务的初衷主要在于配合蜡烛及工艺品业务以更低的价格采购石蜡，初始时油品贸易业务的品种仅为石蜡，后来逐步发展为石蜡、燃料油、沥青、橡胶和其他石化产品并存的多品种贸易业务，近年来以石蜡、燃料油和沥青为主。目前公司油品贸易业务通过批发商模式进行，主要采用锁定上下游差价的闭口业务模式，公司经营亏损风险较小。

2016年公司油品贸易业务新设立上海汇茂石油化工有限公司燃料油细分产品增加以及化工原料细分产品业务增加，2016年两项业务贡献收入合计约2.8亿元，带动油品贸易业务收入同比大幅增长51.27%，实现113,503.00万元。其中公司燃料油贸易收入为60,376.30万元，同比增长77.97%，占当年贸易业务收入的比重为53.19%。公司油品贸易收入增幅较大，但因公司缩短回款周期，提高周转次数，收窄盈利空间，毛利率同比下降0.99个百分点至1.15%，对利润贡献有限，油品贸易业务盈利能力较弱。

表 3 公司油品贸易各品种收入情况（单位：万元）

年份	贸易品种	贸易收入	占比
2016年	燃料油	60,376.30	53.19%
	石蜡化工原料	30,797.01	27.13%
	沥青	17,479.96	15.40%
	其他	4,849.73	4.27%
	合计	113,503.00	100%
2015年	燃料油	33,924.99	45.21%
	石蜡化工原料	22,898.50	30.52%
	沥青	14,132.87	18.84%
	其他	4,075.66	5.43%

合计	75,032.03	100.00%
-----------	------------------	----------------

资料来源：公司提供

从贸易业务主要供应情况来看，2016年公司石蜡化工原料、燃料油及沥青主要供应商供应量占各自总体采购量的比重分别高达94.77%、78.87%及99.94%，公司采购集中度较高，集中采购有利于公司在采购方面增强其议价能力，与供应商形成稳定的合作关系。2016年公司贸易业务主要客户为淄博山河石油化工储运有限公司及中国长江航运集团南京油运股份有限公司，对两家客户的销售额合计为48,456.25万元，占贸易业务总收入的比重为42.70%，公司贸易业务客户仍较为集中，贸易业务收入易受主要客户经营状况影响。

表 4 2016 年公司油品贸易产品主要供应商情况（单位：万元）

项目	主要供应商	采购总价款	采购量占比
燃料油	中油海昇石油化工（大连）有限公司	46,692.82	70.63%
	河北鹏晟石油化工有限公司	5,736.8	9.84%
	东营市宝隆石油化工有限公司	3,473.08	8.18%
	南通川东石油公司	2,439.99	2.61%
	盘锦大兴沥青有限公司	2,339.66	3.51%
	合计	60,682.35	94.77%
石蜡化工原料	山东齐旺达石油化工有限公司	15,861.98	46.32%
	大庆市让胡路区翔宇经贸有限责任公司	3,700.05	10.80%
	淄博捷泰石油化工有限公司	3,069.51	8.96%
	大连恒泰基贸易有限公司	2,199.78	6.42%
	乌鲁木齐海达伟业石油化工有限公司有限责任公司	2,179.90	6.37%
	合计	27,011.22	78.87%
沥青	上海宣博石油化工有限公司	5,431.28	36.24%
	中油海化石油化工（大连）有限公司	5,272.23	32.76%
	中油海昇石油化工（大连）有限公司	2,981.27	18.12%
	恒百锐供应链管理股份有限公司	1,611.10	12.81%
	合计	15,295.88	99.94%

资料来源：公司提供

表 5 公司油品贸易主要客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售额	占贸易业务总收入比例
2016 年	淄博山河石油化工储运有限公司	31458.43	27.72%
	中国长江航运集团南京油运股份有限公司	16997.82	14.98%
	合计	48,456.25	42.70%
2015 年	淄博山河石油化工储运有限公司	27,512.30	36.67%
	江苏海德石化集团有限公司	7,303.49	9.73%

合计	34,815.79	46.40%
----	-----------	--------

资料来源：公司提供

（二）蜡烛及工艺品业务

公司蜡烛及工艺品业务经营稳中有升，产品以出口为主

经过多年发展，蜡烛销售市场已经较为成熟，2016年公司蜡烛及工艺品销售收入实现57,028.94万元，同比增长3.21%。受石蜡市场价格下降以及汇率变动影响，公司蜡烛及工艺品业务毛利率同比上升1.42个百分点至29.84%，2017年1季度，蜡烛及工艺品业务毛利率达到30.65%，综合来看，公司蜡烛及工艺品业务毛利率有所增长，经营规模稳中有升。

公司的生产基地主要集中在国内，海外的生产基地进行一部分产品的生产。2016年公司蜡烛及工艺品产能及产量保持不变，产能利用率仍为85.11%，销量与去年持平，产销率仍为90.00%。

表 6 公司蜡烛及工艺品产能及产销情况

项目	2016年	2015年
产能（吨）	47,000.00	47,000.00
产量（吨）	40,000.00	40,000.00
产能利用率	85.11%	85.11%
销量（吨）	36,000.00	36,000.00
产销率	90.00%	90.00%

资料来源：公司提供

公司蜡烛及工艺品仍然以销往国外为主，2016年外销比例为98.00%。从销售金额上看，2016年由于公司积极开展产品创新和自有品牌建设，公司蜡烛及工艺品在国外的销售额同比上升3.29%。国外销售额的上升导致公司2016年蜡烛及工艺品收入同比上升3.21%至57,028.94万元。

国内销售方面，2016年公司仍然采用直营、直供与电子商务等营销渠道的建设来拓展国内工艺蜡烛及工艺品市场，但国内需求较小，公司蜡烛及工艺品销售收入甚小，蜡烛及工艺品2016年国内销售收入为1,265.41万元。

表 7 公司蜡烛及工艺品分地区业务收入及占比情况（单位：万元）

区域	2016年		2015年	
	营业收入	占比	营业收入	占比
国内销售	1,265.41	2.00%	1,265.24	2.29%
国外销售	55,763.53	98.00%	53,989.38	97.71%
合计	57,028.94	100.00%	55,254.62	100.00%

资料来源：公司提供

公司蜡烛及工艺制品的前两位客户销售收入大幅下降的情况下，整体收入保持平稳增长，客户集中度有所改善。2016年公司前两大客户依然为RB（利洁时）和IKEA（宜家家居），两家客户采购的金额占公司蜡烛及工艺品销售收入的比重较上年下降14.44个百分点至35.91%。

表 8 公司蜡烛及工艺品主要客户（单位：万元）

客户	2016 年		2015 年	
	销售收入	在蜡烛及工艺品收入中占比	销售收入	在蜡烛及工艺品收入中占比
RB（利洁时）	12,322.20	23.61%	17,535.26	31.74%
IKEA（宜家家居）	6,421.91	12.30%	10,285.57	18.61%
合计	18,744.11	35.91%	27,820.83	50.35%

资料来源：公司提供

（三）化妆品业务

公司继续投资并购扩张化妆品业务，化妆品业务盈利能力较强，将成为公司收入及利润新的增长点；但并购产生的商誉账面价值较高，需关注公司商誉减值风险

2015年公司化妆品业务收入主要源自上海月沅，上海月沅主要经营模式是通过屈臣氏、万宁等线下化妆品连锁店销售肌养晶等自有品牌化妆品，该模式下公司化妆品业务对屈臣氏等销售渠道严重依赖，2016年公司通过非公开发行股票、并购等方式积极布局化妆品全产业链。

公司于2016年3月28日收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准青岛金王应用化学股份有限公司向张立海等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可【2016】576号）核准，并经中兴华会计师事务所出具《验资报告》验证确认，并于2016年5月25日公司完成在中国登记结算有限责任公司深圳分公司办理本次发行新增股份登记手续。本次非公开发行新增股份5,532.86万股，扣除发行费用后，实际募集资金净额为56,934.00万元。公司购买上海月沅剩余40%资产发行的股份价值总计为20,034.00万元，现金支付8,586.00万元；购买广州韩亚资产发行的股份价值总计为26,082.00万元，现金支付11,178.00万元。2016年4月18日上海月沅剩余40%股权和广州韩亚100%股权过户至公司，上海月沅及广州韩亚成为公司全资子公司；公司同时还并购、投资参股了多家化妆品类公司，以整合化妆品品牌运营、研发生产、线上及线下营销渠道全产业链。

表 9 2016 年公司新并购企业相关财务数据（单位：万元）

公司名称	成立时间	投资权益比例	总资产	净资产	2016 年收入	投资形成商誉价值
------	------	--------	-----	-----	----------	----------

云南弘美化妆品有限公司及子公司	2015.09.17	60%	4,354.39	3,834.19	5,259.55	3,017.68
山东博美化妆品有限公司	2016.01.05	60%	3,295.39	2,371.71	3,827.43	1,834.84
四川弘方化妆品有限公司	2016.01.12	60%	2,521.61	2,250.64	3,272.86	1,380.30
浙江金庄化妆品有限公司	2015.09.24	60%	9,723.91	6,574.72	10,556.26	4,475.17
安徽弘方化妆品有限公司	2016.02.14	60%	8,892.94	8,132.40	8,043.14	7,391.80
广州韩亚生物科技有限公司及其子公司	2011.05.31	100%	15,354.97	8,637.88	14,729.20	31,308.76
上海月泮化妆品有限公司	2014.06.19	100%	23,801.81	17,340.71	19,012.13	17,065.89
湖北晶盟化妆品有限公司	2016.06.20	51%	5,965.73	4,528.92	3,042.15	0.00
厦门金王化妆品有限公司	2016.08.01	51%	0.00	0.00	未发生业务	0.00
河南弘方化妆品有限公司	2016.08.29	51%	2,027.70	1,999.7	736.66	0.00
甘肃博文弘方商贸有限公司	2016.08.11	51%	4,075.60	3,473.33	1,034.21	0.00
宁夏博文弘方商贸有限公司	2016.09.30	100%	894.52	789.16	79.74	0.00
湖南弘方化妆品有限公司	2016.10.20	51%	1,218.46	1,210.69	91.66	0.00
浙江鸿承化妆品有限公司	2016.11.08	51%	200.00	199.71	未发生业务	0.00
温州弘方化妆品有限公司	2016.11.25	51%	0.00	0.00	未发生业务	0.00
青海弘方商贸有限公司	2016.11.08	100%	230.02	199.92	未发生业务	0.00
天津弘方化妆品有限公司	2016.11.14	51%	1,810.90	1,799.67	0.86	0.00
宁波金庄化妆品有限公司	2016.12.12	51%	600.00	600.00	未发生业务	0.00
合计	-	-	84,967.95	63,943.35	69,685.85	66,474.44

注：由于孙公司的重复计算和审计调整，根据公司提供的上表计算的2016年公司化妆品业务总收入大于年报数据

资料来源：公司提供

品牌运营上，广州韩亚是国内为数不多的彩妆为主、护肤一体的化妆品企业，拥有“蓝秀”、“LC”品牌资源；2016年广州韩亚实现营业收入14,729.20万元，营业利润3,904.61万元，净利润3,263.10万元。线上营销渠道方面，目前公司拥有杭州悠可化妆品有限公司（以下简称“杭州悠可”）37%股权，拟继续收购杭州悠可（UCO.com）剩余63%的股权（已于2017年5月3日获得中国证券监督管理委员会《关于核准青岛金王应用化学股份有限公司向杭州悠飞品牌管理合伙企业（普通合伙）等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》，证监会许可【2017】555号）；杭州悠可是一家化妆品品牌线上营销渠道运营商，其业务以代运营品牌天猫官方旗舰店、品牌官网为主，向唯品会、京东等线上经销商分销为辅，主要客户为理肤泉、雅思兰黛等一线品牌；2016年杭州悠可实现营业收入80,046.95万元，营业利润9,251.91万元，净利润7,045.44万元。线下营销渠道方面，上海月泮是一家化妆品品牌线下营销渠道运营商，主要通过屈臣氏、万宁等线下个人用品连锁店来销售肌养晶、美津植秀品牌；2016年上海月泮实现营业收入19,012.13万元，营业利润8,655.71万元，净利润

6,816.60万元。同时，公司还新增区域渠道经销商子公司18家，积极开展线下销售渠道资源整合。

公司通过投资扩张，化妆品业务销售已涵盖电商、商超、专营店、百货、CS、KA等多种渠道，目前线下渠道已经布局11个省份。随着渠道建设的推进，2016年公司第一大客户屈臣氏销售收入在化妆品收入中占比同比下降81.33个百分点，客户集中度过高风险得到缓解。

表 10 公司化妆品业务主要客户情况（单位：万元）

客户	2016年		2015年	
	销售收入	在化妆品收入中占比	销售收入	在化妆品收入中占比
屈臣氏	12,127.76	18.22%	17,535.26	99.55%
杭州知夏贸易有限公司	947.95	1.42%	-	-
合计	13,075.71	19.64%	17,535.26	99.55%

资料来源：公司提供

2016年及2017年1季度公司化妆品业务分别实现收入66,567.69万元和32,790.27万元，占当期营业收入的比重分别为28.08%和42.97%，同比分别增长282.52%和451.00%。同其他业务相比，公司化妆品业务毛利率相对较高，2016年及2017年1季度毛利率分别为45.68%和26.32%，2016年毛利率下降的主要原因在于公司原来纳入合并范围的化妆品公司仅有上海月沣一家，上海月沣通过OEM的方式经营自有品牌的毛利高，而2016年公司新增并购公司多是渠道代理商，本身没有自有品牌，且部分代理商经营日化产品，经营模式及经营产品的不同导致2016年度毛利率下降。2017年1季度毛利率下降的主要原因在于公司2016年底收购的化妆品渠道经销商人员、店面已经纳入到公司核算，导致营业成本上升，而由于业务上尚处于整合期导致该部分经销商的收入未完全体现在公司的营业收入中。

表 11 公司化妆品业务销售收入及毛利率情况

年份	销售收入		毛利率	
	上海月沣	其他化妆品子公司	上海月沣	其他化妆品子公司
2016年	19,012	47,556	79.37%	32.28%
2015年	17,402	0	83.07%	-

资料来源：公司提供

此外，公司通过参股杭州悠可、广州栋方日化有限公司（以下简称“广州栋方”），2016年获得投资收益3,465.09万元。随着公司新收购化妆品公司整合进度的加快，若2017年公司顺利完成收购杭州悠可，化妆品业务收入和利润规模将进一步增加。

表 12 公司对联营企业的投资收益明细（单位：万元）

项目	2016年	2015年
植萃集化妆品有限公司	80.00	-156.12
杭州悠可	2,606.81	1,324.73
广州栋方	778.28	691.85
合计	3,465.09	1,860.46

注：按权益法核算
 资料来源：公司提供

值得注意的是，根据北京中同华资产评估有限公司（以下简称“中同华评估”）出具的《青岛金王应用化学股份有限公司发行股份及支付现金购买上海月泮化妆品有限公司股权项目资产评估报告书》（以下简称“《上海月泮资产评估报告》”）（中同华评报字【2015】第1028号）以及《青岛金王应用化学股份有限公司发行股份及支付现金购买广州韩亚生物科技有限公司股权项目资产评估报告书》（以下简称“《广州韩亚资产评估报告》”）（中同华评报字【2015】第1029号），上海月泮40%股权评估增值63,680.23万元，评估增值率为785.35%；广州韩亚100%股权评估增值34,589.81万元，评估增值率为1,014.31%。公司并购上海月泮及广州韩亚溢价较高，账面形成较大规模的商誉，截至2016年末，公司商誉账面价值高达66,474.46万元，占总资产的比重为23.05%。广州韩亚出售方承诺广州韩亚2016-2018年度净利润分别为3,200.00万元、3,800.00万元和4,600.00万元，上海月泮承诺上海月泮2016-2018年度净利润分别为6,300.00万元、7,300.00万元和8,400.00万元，上述盈利数据为扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润，若未来广州韩亚、上海月泮实际运营状况不及交易评估时的预期状态，则公司将面临较大的商誉减值压力，进而带来资产减值风险。

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中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2016年审计报告以及未经审计的2017年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2016年公司新增纳入合并范围的子公司22家，分别为浙江金庄化妆品有限公司、四川弘方化妆品有限公司等公司，具体详见附录五。

表 13 近两年又一期纳入公司合并范围的子公司变动情况

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
合并子公司家数	33	33	11
其中：当年增加数	0	22	6
当年减少数	0	0	0

增加原因	-	新设成立及非同一控制下企业合并下	新设成立及非同一控制下企业合并
减少原因	-	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

资产结构与质量

2016年公司扩张迅速，资产规模大幅增长，其中商誉金额较大，需关注商誉减值风险

截至2016年末，公司资产规模为288,429.52万元，同比增长50.38%，主要系公司成功非公开发行股票，完成重大资产重组，当年取得上海月洋40%股权及广州韩亚100%股权，通过并购、设立等方式新增较多子公司所致。截至2017年3月底，公司资产规模进一步增加至338,618.48万元。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	金额	金额	占比
货币资金	60,782.93	17.95%	57,824.31	20.05%	45,573.22	23.76%
应收账款	51,356.52	15.17%	38,246.00	13.26%	27,490.40	14.33%
预付款项	33,336.39	9.84%	18,514.83	6.42%	12,882.92	6.72%
存货	46,737.49	13.80%	32,901.86	11.41%	25,301.01	13.19%
流动资产合计	205,918.78	60.81%	158,479.75	54.95%	120,093.30	62.61%
可供出售金融资产	13,852.50	4.09%	12,732.50	4.41%	10,772.50	5.62%
长期股权投资	26,520.64	7.83%	25,892.41	8.98%	23,564.33	12.29%
固定资产	16,814.59	4.97%	16,918.54	5.87%	16,539.21	8.62%
商誉	66,856.96	19.74%	66,474.46	23.05%	16,282.85	8.49%
非流动资产合计	132,699.70	39.19%	129,949.77	45.05%	71,705.03	37.39%
资产总计	338,618.48	100.00%	288,429.52	100.00%	191,798.33	100.00%

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1-3月财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项及存货构成。截至2016年末，公司货币资金为57,824.31万元，其中银行存款54,604.31万元，其他货币资金2,977.24万元，其他货币资金主要为银行承兑保证金和信用证保证金，其中使用受限制的金额为2,920.68万元。截至2016年末，公司应收账款账面余额38,246.00万元，同比增长39.12%，应收账款主要为应收销售货款，金额增长主要系合并范围扩大所致。从账龄来看，1年以内的应收账款占比98.20%，应收账款前五名占应收账款总额的比重为54.88%，应收账款较为集中，且公司应收账款已累计计提坏账准备329.84万元，公司应收账款存在一定的回收风险。截至2016年末，公司预付款项金额为18,514.83万元，主要为预付供应商的货款，同比增长43.72%，系公司合并范围扩大所致。截至2016年末，公司存货为32,901.86万元，主要为原材料、委

托加工物资和库存商品，其中原材料占比16.49%，委托加工物资占比3.48%，库存商品占比77.27%。贸易业务相关商品在库存商品中占比41.59%，贸易业务采用锁定上下游差价的闭口业务模式，风险较低。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产及商誉构成。截至2016年末，公司可供出售金融资产账面金额为12,732.50万元，主要为公司持有的青岛银行及捷玛计算机信息技术（上海）股份有限公司的股票。截至2016年末，公司长期股权投资账面金额为25,892.41万元，同比变化不大，主要为对杭州悠可、广州栋方的投资。截至2016年末，公司固定资产账面金额为16,918.54万元，同比变化不大，公司固定资产仍主要为房屋、生产设备等，2016年末公司5,923.63万元固定资产已用于借款抵押。截至2016年末，公司商誉账面金额为66,474.46万元，占总资产的比重为23.05%，主要系公司2016年对外并购形成，若未来并购标的不能完成业绩承诺，公司将会面临较大的商誉减值风险。

总体来看，2016年公司通过非公开发行股票及对外并购，资产规模大幅增长，但公司资产负债中应收账款规模较大，对公司资金形成一定占用且存在一定的回收风险，公司部分资产使用受限，资产流动性一般；同时公司商誉账面价值较大，需关注商誉减值风险。

资产运营效率

公司营业收入大幅增长，资产运营效率有所提升

2016年公司营业收入同比增长60.54%，应收账款同比增长39.13%，增幅小于收入增幅，使得公司应收账款周转天数有所下降。公司存货同比上升30.04%，营业成本同比上升62.48%，使得存货周转天数有所减少。公司应付账款同比下滑32.28%，但营业成本同比增加62.48%，导致公司应付账款周转天数同比减少。由于公司化妆品业务属于轻资产业务，并购后公司营业收入大幅增加，而资产增加有限，导致公司流动资产周转天数和固定资产周转天数出现较大下降。2016年因并购较多公司，公司新增商誉金额较大，同时预付供应商货款增加，在剔除商誉及预付款项的影响之后，公司总资产周转天数同比减少59.75天。整体来看，2016年公司净营业周期为77.33天，较上年缩短9.08天，公司资产运营效率有所提升。

表 15 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016年	2015年
应收账款周转天数	49.91	65.12
存货周转天数	55.63	63.14
应付账款周转天数	28.20	41.85

净营业周期	77.33	86.41
流动资产周转天数	211.49	231.47
固定资产周转天数	25.40	41.46
总资产周转天数	277.91	337.66

资料来源：公司2015-2016年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司业务扩张，收入大幅增长，利润规模提升

2016年公司实现营业总收入237,099.63万元，其中化妆品业务实现销售收入66,567.69万元，占营业总收入的比重同比提升16.54个百分点达到28.08%；公司油品贸易收入为113,503.00万元，同比增长51.27%；公司蜡烛及工艺品收入同比增长3.21%。公司营业总收入增长主要依托化妆品业务及油品贸易规模的扩大。2017年1季度，公司化妆品业务实现收入32,790.27万元，占营业总收入的比重达到42.97%，油品贸易业务收入为34,564.93万元，占营业收入的比重45.29%，公司蜡烛及工艺品收入8,958.17万元，占营业总收入的比重11.74%。

毛利率方面，2016年公司化妆品业务毛利率为45.68%，比上年同期减少37.39个百分点，主要是由于公司原来纳入合并范围的化妆品公司仅有上海月沅一家，上海月沅通过OEM的方式经营自有品牌的毛利高，而2016年公司新增并购公司多是渠道代理商，本身没有自有品牌，且部分代理商经营日化产品，经营模式及经营产品的不同导致2016年度毛利率下降。2016年公司油品贸易业务毛利率同比下滑0.99个百分点至1.15%，蜡烛及工艺品业务毛利率同比上升1.42个百分点至29.84%，变动不大。因化妆品业务毛利率下降较大，公司综合毛利率下降0.95个百分点至20.57%。综合来看，公司业务扩张，收入大幅增长，利润规模同比提升。

2016年公司合并报表范围增加，营业收入增幅大于期间费用增幅，使得期间费用率同比下降1.86个百分点至11.51%。同时公司获得4,085.47万元投资收益一定程度上夯实了公司利润，投资收益主要源于对杭州悠可、广州栋方及青岛银行的投资。

总体来看，2016年公司收入规模扩大，期间费用率降低，利润总额增加较多；公司化妆品业务盈利能力较强，将成为公司收入及利润新的增长点。

表 16 公司主要盈利指标

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
营业收入（万元）	76,313.38	237,099.63	147,688.84
投资收益（万元）	631.52	4,085.47	2,431.06

营业利润（万元）	3,560.20	23,361.44	13,381.08
营业外收入（万元）	155.18	890.36	377.03
利润总额（万元）	3,714.79	24,181.91	13,611.56
净利润（万元）	2,881.77	19,938.22	11,310.62
综合毛利率	16.05%	20.57%	21.52%
期间费用率	11.65%	11.51%	13.37%
营业利润率	4.67%	9.85%	9.06%
总资产回报率	-	11.67%	11.24%

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1-3月财务报表，鹏元整理

现金流

公司利润大幅增长，但并购导致营运资本增加，2016年公司经营活动现金流呈净流出状态，未来公司资金需求对筹资活动依赖较大

2016年在综合毛利率变动不大的情况下，公司营业收入大幅增长带动净利润同比增长76.28%至19,938.22万元，尽管公司非付现费用和非经营损益有所减少，最终公司FFO（经营所得现金）增加。因公司合并范围扩大，经营性应收项目及存货增加，公司支付较多经营性应付款，导致营运资本大幅增加，公司经营活动现金净流出6,213.50万元。

2016年公司投资活动现金流入及流出规模较大。投资活动现金流出为39,872.74万元，主要用于支付并购款及购买理财产品。投资活动现金流入主要源于投资收益。公司筹资活动现金流入主要源于银行借款和非公开发行股票，2016年通过非公开发行股票募集资金59,264.00万元，公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息。

公司对浙江金庄化妆品有限公司、山东博美化妆品有限公司、四川弘方化妆品有限公司、云南弘美化妆品有限公司、安徽弘方化妆品有限公司五家子公司的投资分五期付款，截至到2016年12月31日，公司未来需要支付的收购款项约为8,324.11万元。且公司若2017完成收购杭州悠可，需要支付现金对价32,817.42万元，后续资金需求对筹资活动较为依赖。

表 17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
净利润	2,881.77	19,938.22	11,310.62
非付现费用	-	1,836.68	2,249.82
非经营损益	-	-2,515.04	552.82
FFO（经营所得现金）	-	19,259.86	14,113.26
营运资本变化	-	-24,961.15	4,489.22
其中：存货的减少（减：增加）	-	713.04	-10,374.94
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-9,676.12	-7,404.22

经营性应付项目的增加（减：减少）	-	-15,998.07	22,268.39
经营活动产生的现金流量净额	-14,511.13	-6,213.50	19,042.23
投资活动产生的现金流量净额	-1,875.37	-37,000.35	-16,121.79
筹资活动产生的现金流量净额	19,372.95	55,746.85	23,693.64
现金及现金等价物净增加额	2,961.32	13,091.03	26,738.61

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1-3月财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率大幅下降，但有息债务集中到期，公司存在一定的集中偿付压力

公司2016年通过非公开发行股份并偿还银行贷款18,000万元，负债规模同比下降13.78%，所有者权益同比增长139.29%，截至2016年末，公司总负债为96,046.19万元，所有者权益为192,383.33万元。截至2016年末，公司产权比率为49.92%，所有者权益对债务的保障程度较好。

表 18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	135,961.51	96,046.19	111,399.19
其中：流动负债	113,736.23	77,871.11	88,805.96
非流动负债	22,225.28	18,175.09	22,593.23
所有者权益	202,656.97	192,383.33	80,399.14
产权比率	67.09%	49.92%	138.56%

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1-3月财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、其他应付款、应交税费和一年内到期的非流动负债构成。截至2016年末，公司短期借款账面金额为23,200.00万元，占总负债的比重为24.16%，全部为保证借款。截至2016年末，公司应付票据账面金额为6,717.60万元，全部为银行承兑汇票。截至2016年末，公司应付账款账面金额为11,914.99万元，应付账款主要为应付供应商的采购款。截至2016年末，公司预收款项账面余额为4,803.54万元。截至2016年末，公司其他应付款为3,806.36万元，主要为往来借款。截至2016年末，公司应交税费账面金额为4,381.70万元。截至2016年末，公司一年内到期的非流动负债账面金额为21,942.23万元，占总负债比重高达22.85%，公司一年内到期的非流动负债全部为有息债务。

公司非流动负债主要由长期借款构成。截至2016年末，公司长期借款金额为17,000.00万元，占总负债的比重为17.70%，其中质押借款9,000.00万元，质押物为上海月泮60%股权，保证借款8,000.00万元。

表 19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	32,895.09	24.19%	23,200.00	24.16%	44,000.00	39.50%
应付票据	6,124.60	4.50%	6,717.60	6.99%	12,232.90	10.98%
应付账款	27,536.79	20.25%	11,914.99	12.41%	17,594.06	15.79%
预收款项	12,808.61	9.42%	4,803.54	5.00%	8,583.96	7.71%
其他应付款	7,865.45	5.79%	3,806.36	3.96%	3,813.05	3.42%
应交税费	3,196.55	2.35%	4,381.70	4.56%	1,011.24	0.91%
一年内到期的非流动负债	21,957.23	16.15%	21,942.23	22.85%	0.00	0.00%
流动负债合计	113,736.23	83.65%	77,871.11	81.08%	88,805.96	79.72%
长期借款	21,000.00	15.45%	17,000.00	17.70%	12,000.00	10.77%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	9,882.23	8.87%
非流动负债合计	22,225.28	16.35%	18,175.09	18.92%	22,593.23	20.28%
负债合计	135,961.51	100.00%	96,046.19	100.00%	111,399.19	100.00%
有息债务	75,852.33	55.79%	62,142.23	64.70%	65,882.23	59.14%

注：公司反映应付票据不会产生利息，上述有息债务核算未包含应付票据

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1-3月财务报表，鹏元整理

因短期借款规模减少，公司有息债务同比有所下降，截至2016年末公司有息债务总额为62,142.23万元，占总负债的比重为64.70%；公司有息债务规模仍相对较大，且集中在2017年偿付，公司存在一定的集中偿付压力。

表 20 截至 2017 年 3 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年及以后
短期借款	32,895	0	0	0
一年内到期的非流动负债	21,957	0	0	0
长期借款	2,400	4,800	4,000	7,000
合计	57,252	4,800	6,800	7,000

注：因四舍五入，公司提供资料与计算所得存在细微差异

资料来源：公司提供

从各项偿债指标来看，截至2016年末，公司资产负债率为33.30%，同比下降24.78个百分点，所有者权益对债务的保障程度较好。公司流动比率和速动比率较上年有所增加，公司短期偿债能力尚可。受经营业绩上升影响，公司EBITDA及EBITDA利息保障倍数大幅增长，EBITDA对有息债务的覆盖能力增强。总体来看，公司偿债能力有所改善。

表 21 公司偿债能力指标

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	40.15%	33.30%	58.08%
流动比率	1.81	2.04	1.35

速动比率	1.40	1.61	1.07
EBITDA（万元）	-	29,812.42	19,408.29
EBITDA 利息保障倍数	-	7.76	4.77
有息债务/EBITDA	-	2.08	3.39

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1-3月财务报表，鹏元整理

六、评级结论

2016年公司并购新增并表化妆品类子公司22家,完成覆盖化妆品品牌运营、生产研发、线上和线下销售的化妆品全产业链布局，化妆品业务盈利能力较强，未来将成为公司收入主要来源及利润增长点之一；2016年公司收入和利润大幅增长；公司完成非公开发行股票，资本实力增强，资产负债率大幅降低。

同时我们也注意到，公司油品贸易毛利率下降，盈利能力较弱，贸易业务客户集中度较高，易受主要客户经营状况影响；蜡烛业务增长空间有限；公司商誉价值较高，若并入的子公司未来实际运营状况不及交易评估时的预期状态，公司商誉将面临一定的减值风险；公司有息债务集中于2017年到期，面临一定的集中偿付压力。

基于以上分析，鹏元上调公司主体长期信用等级为AA，上调本期债券信用等级为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	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	60,782.93	57,824.31	45,573.22	16,682.00
应收票据	283.57	208.00	0.00	2,000.00
应收账款	51,356.52	38,246.00	27,490.40	25,939.16
预付款项	33,336.39	18,514.83	12,882.92	8,341.62
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	9,446.56	4,213.79	2,303.76	916.92
存货	46,737.49	32,901.86	25,301.01	15,358.41
其他流动资产	3,974.84	6,570.96	6,541.99	590.08
流动资产合计	205,918.78	158,479.75	120,093.30	69,828.19
可供出售金融资产	13,852.50	12,732.50	10,772.50	5,200.00
长期股权投资	26,520.64	25,892.41	23,564.33	26,539.45
固定资产	16,814.59	16,918.54	16,539.21	17,474.42
在建工程	3,586.03	3,586.03	3,036.03	2,121.88
无形资产	3,065.52	1,860.19	1,163.56	1,257.50
商誉	66,856.96	66,474.46	16,282.85	0.00
长期待摊费用	440.09	190.63	40.01	94.02
递延所得税资产	600.60	699.79	306.53	238.21
非流动资产合计	132,699.70	129,949.77	71,705.03	52,925.48
资产总计	338,618.48	288,429.52	191,798.33	122,753.67
短期借款	32,895.09	23,200.00	44,000.00	8,000.00
应付票据	6,124.60	6,717.60	12,232.90	5,605.00
应付账款	27,536.79	11,914.99	17,594.06	9,352.87
预收款项	12,808.61	4,803.54	8,583.96	1,146.05
应付职工薪酬	965.26	975.60	1,453.32	618.81
应交税费	3,196.55	4,381.70	1,011.24	2,337.33
应付利息	368.58	129.08	117.43	53.42
其他应付款	7,865.45	3,806.36	3,813.05	541.90
一年内到期的非流动负债	21,957.23	21,942.23	0.00	12,000.00
流动负债合计	113,736.23	77,871.11	88,805.96	39,655.38
长期借款	21,000.00	17,000.00	12,000.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	9,882.23	19,822.23
递延所得税负债	1,225.28	1,175.09	711.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	22,225.28	18,175.09	22,593.23	19,822.23

负债合计	135,961.51	96,046.19	111,399.19	59,477.61
股本	37,724.52	37,724.52	32,191.66	32,191.66
资本公积	75,281.60	75,260.58	1,582.71	1,582.71
其他综合收益	3,333.59	2,488.91	482.42	-3,597.49
盈余公积	7,417.89	6,609.37	5,778.12	5,115.53
未分配利润	55,687.43	53,799.00	36,154.58	27,759.80
归属于母公司所有者权益合计	179,445.03	175,882.39	76,189.49	63,052.21
少数股东权益	23,211.93	16,500.94	4,209.64	223.84
所有者权益合计	202,656.97	192,383.33	80,399.14	63,276.06
负债和所有者权益总计	338,618.48	288,429.52	191,798.33	122,753.67

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1-3月财务报表，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、营业收入	76,313.38	237,099.63	147,688.84	122,351.00
减：营业成本	64,065.66	188,326.91	115,910.39	104,204.11
营业税金及附加	308.63	1,505.77	560.70	587.40
销售费用	4,777.85	13,503.05	9,661.74	4,704.29
管理费用	3,156.94	10,551.58	7,294.87	5,992.91
财务费用	952.25	3,234.91	2,787.03	2,196.61
资产减值损失	123.37	701.43	524.09	434.46
加：投资收益（损失以“-”号填列）	631.52	4,085.47	2,431.06	1,779.59
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	3,465.09	1,860.46	1,619.59
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	3,560.20	23,361.44	13,381.08	6,010.81
加：营业外收入	155.18	890.36	377.03	85.64
减：营业外支出	0.60	69.89	146.55	171.20
其中：非流动资产处置损失	0.00	47.92	21.42	26.18
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	3,714.79	24,181.1	13,611.56	5,925.24
减：所得税费用	833.01	4,243.69	2,300.94	1,006.19
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	2,881.77	19,938.22	11,310.62	4,919.06
归属于母公司所有者的净利润	2,494.94	18,533.78	9,057.36	4,905.40
少数股东损益	386.83	1,404.44	2,253.26	13.65

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1-3月财务报表，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014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	80,400.22	256,549.71	174,699.13	122,459.33
收到的税费返还	1,071.85	5,561.09	4,889.67	3,065.10
收到其他与经营活动有关的现金	15,657.11	4,231.29	692.09	5,683.80
经营活动现金流入小计	97,129.19	266,342.09	180,280.89	131,208.23
购买商品、接受劳务支付的现金	88,168.82	229,680.86	133,142.76	106,956.00
支付给职工以及为职工支付的现金	4,406.85	15,814.46	11,357.24	6,863.89
支付的各项税费	3,307.87	7,739.29	8,464.41	2,370.11
支付其他与经营活动有关的现金	15,756.78	19,320.98	8,274.24	9,356.82
经营活动现金流出小计	111,640.32	272,555.58	161,238.66	125,546.82
经营活动产生的现金流量净额	-14,511.13	-6,213.50	19,042.23	5,661.41
二、投资活动产生的现金流量：				
取得投资收益收到的现金	0.00	1,477.23	570.59	160.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	2.92	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	24.66	352.25	116.80	649.77
投资活动现金流入小计	24.66	2,872.39	687.39	809.77
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,441.04	2,500.81	861.47	2,978.79
投资支付的现金	0.00	400.00	11,713.93	24,643.08
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	4,233.77	4,233.77	0.00
投资活动现金流出小计	1,900.04	39,872.74	16,809.18	27,621.87
投资活动产生的现金流量净额	-1,875.37	-37,000.35	-16,121.79	-26,812.09
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	6,323.00	58,019.91	0.00	0.00
取得借款收到的现金	17,401.01	62,500.00	62,500.00	25,503.42
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	4,479.17	1,091.41	0.00
筹资活动现金流入小计	19,986.45	146,699.08	63,591.41	25,503.42
偿还债务支付的现金	0.00	88,000.00	36,500.00	14,001.17
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	613.51	2,952.23	3,271.77	4,239.46
支付其他与筹资活动有关的现金	5,836.70	126.00	126.00	66.00
筹资活动现金流出小计	613.51	90,952.23	39,897.77	18,306.63
筹资活动产生的现金流量净额	19,372.95	55,746.85	23,693.64	7,196.78
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-25.12	558.02	124.52	22.05
五、现金及现金等价物净增加额	2,961.32	13,091.03	26,738.61	-13,931.85

加：期初现金及现金等价物余额	57,913.07	41,812.60	15,074.00	29,005.84
六、期末现金及现金等价物余额	60,874.38	54,903.63	41,812.60	15,074.00

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1-3月财务报表，鹏元整理

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	19,938.22	11,310.62	4,919.06
加：资产减值准备	-666.16	524.09	434.46
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,487.85	1,571.98	1,570.33
无形资产摊销	141.85	99.73	75.76
长期待摊费用摊销	157.27	54.01	63.48
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-1.92	21.42	0.00
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	47.92	0.00	26.18
财务费用（收益以“-”号填列）	1,983.87	3,030.45	1,724.45
投资损失（收益以“-”号填列）	-4,085.47	-2,431.06	-1,779.59
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-207.51	-68.00	37.17
存货的减少（增加以“-”号填列）	713.04	-10,374.94	11,089.41
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-9,676.12	-7,404.22	-10,145.18
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-15,998.07	22,268.39	-2,354.11
其他	0.00	439.75	0.00
经营活动产生的现金流量净额	-6,213.50	19,042.23	5,661.41
2. 现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	54,903.63	41,812.60	15,074.00
减：现金的期初余额	41,812.60	15,074.00	29,005.84
现金及现金等价物净增加额	13,091.03	26,738.61	-13,931.85

资料来源：公司2015-2016年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
资产负债率	40.15%	33.30%	58.08%	48.45%
有息债务（万元）	75,852.33	62,142.23	65,882.23	39,822.23
流动比率	1.81	2.04	1.35	1.76
速动比率	1.40	1.61	1.07	1.37
期间费用率	11.65%	11.51%	13.37%	10.54%
营业利润率	4.67%	9.85%	9.06%	4.91%
应收账款周转天数	-	49.91	65.12	65.59
存货周转天数	-	55.63	63.14	72.35
应付账款周转天数	-	28.20	41.85	30.83
净营业周期	-	77.33	86.41	107.11
流动资产周转天数	-	211.49	231.47	229.49
固定资产周转天数	-	25.40	41.46	52.70
总资产周转天数	-	277.91	383.37	345.06
营运资本变化（万元）	-	-24,961.15	4,489.22	-1,409.88
产权比率	67.09%	49.92%	138.56%	94.00%
综合毛利率	16.05%	20.57%	21.52%	14.83%
总资产回报率	-	11.67%	11.24%	7.06%
EBITDA（万元）	-	29,812.42	19,408.29	9,993.16
EBITDA 利息保障倍数	-	7.76	4.77	4.24
有息债务/EBITDA	-	2.08	3.39	3.98

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1-3月财务报表，鹏元整理

附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	是否新增纳入
青岛金王国际贸易有限公司	6,320.00 万元	100%	货物及技术进出口贸易	否
青岛保税区金王贸易有限公司	3,000.00 万元	100%	国际贸易及转口贸易	否
宝旌国际有限公司	1,860.00 万美元	100%	新型工艺蜡烛及其他工艺品的研发、生产和销售	否
香港景隆实业有限公司	1.00 万港元	100%	产品销售、贸易代理	否
青岛五月花品牌管理有限公司	500.00 万元	100%	品牌管理	否
上海月泮化妆品有限公司	2,800.00 万元	60%	化妆品销售	否
青岛金王产业链管理有限公司	10,000.00 万元	100%	化妆品产业链管理	否
上海汇茂石油化工有限公司	200.00 万元	100%	贸易	否
上海弘方化妆品有限公司	100.00 万元	100%	化妆品销售、管理	否
芮泮贸易（上海）有限公司	100.00 万元	100%	化妆品销售	否
上海艾伦巨特化妆品有限公司	100.00 万元	100%	化妆品销售	否
云南弘美化妆品有限公司	1,583.28.00 万元	60%	化妆品销售	是
四川雅彦化妆品有限公司	1,000.00 万元	60%	化妆品销售	是
浙江金庄化妆品有限公司	2,249.88 万元	60%	化妆品销售	是
浙江鸿承化妆品有限公司	2,500.00 万元	51%	化妆品销售	是
宁波金庄化妆品有限公司	2,000.00 万元	51%	化妆品销售	是
温州弘方化妆品有限公司	2,500.00 万元	51%	化妆品销售	是
四川弘方化妆品有限公司	1,039.86 万元	60%	化妆品销售	是
山东博美化妆品有限公司	1,543.21 万元	60%	化妆品销售	是
安徽弘方化妆品有限公司	3,986.50 万元	60%	化妆品销售	是
湖北晶盟化妆品有限公司	5,000.00 万元	51%	化妆品销售	是
湖南弘方化妆品有限公司	5,000.00 万元	51%	化妆品销售	是
厦门金王化妆品有限公司	900.00 万元	51%	化妆品销售	是
河南弘方化妆品有限公司	2,000.00 万元	51%	化妆品销售	是
甘肃博文弘方商贸有限公司	850.00 万元	51%	化妆品销售	是
宁夏博文弘方商贸有限公司	800.00 万元	51%	化妆品销售	是
青海弘方商贸有限公司	200.00 万元	51%	化妆品销售	是
安徽弘志化妆品有限公司	700.00 万元	51%	化妆品销售	是
广州韩亚生物科技有限公司	2,260.00 万元	100%	生物技术的研发、开发；批发；批发和零售贸易	是
广州雅诗生物制品有限公司	1,490.54 万元	100%	生物制品和洗发护发，护肤类研发、销售本公司产品	是
广州中海化妆品有限公司	501.00 万元	100%	化妆品的批发、零售、研发	是
广州蓝秀网络科技有限公司	100.00 万元	100%	商品批发贸易、计算机技术开	是

			发、技术服务	
天津弘方化妆品有限公司	5,000.00 万元	51%	化妆品销售	是

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转天数	$360/[营业收入*2/(本年固定资产总额+上年固定资产总额)]$
	应收账款周转天数	$360/[营业收入*2/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)]$
	存货周转天数	$360/[营业成本*2/[(期初存货+期末存货)]]$
	流动资产周转天数	$360/[营业收入*2/(本年流动资产总额+上年流动资产总额)]$
	应付账款周转天数	$360/[营业成本*2/[(期初应付账款余额+期末应付账款余额)]]$
	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
	总资产周转天数	$360/[营业收入*2/[(本年资产总额-本年商誉-本年预付款+上年资产总额-上年商誉-上年预付款)]]$
	营运资本的变化	存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加
盈利能力	综合毛利率	$(营业收入-营业成本)/营业收入\times 100\%$
	净资产收益率	$净利润/((本年所有者权益+上年所有者权益)/2)\times 100\%$
	总资产回报率	$(利润总额+计入财务费用的利息支出)/((本年资产总额+上年资产总额)/2)\times 100\%$
	期间费用率	$(管理费用+销售费用+财务费用)/营业收入\times 100\%$
	营业利润率	营业利润/营业收入
现金流	非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+固定资产报废损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产的减少+递延所得税负债的增加
	FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
	营运资本变化	存货减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目增加
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
	产权比率	负债总额/所有者权益
	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。