

广州市浪奇实业股份有限公司

2018 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100008】

评级对象: 广州市浪奇实业股份有限公司 2018 年度第一期短期融资券

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/A-1/2019 年 03 月 01 日

首次评级: AA/稳定/A-1/2018 年 06 月 01 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	2.45	2.69	3.67	3.53
刚性债务	18.31	14.29	18.11	32.42
所有者权益	11.21	18.11	18.64	19.12
经营性现金净流入量	-0.67	-5.80	-1.93	-0.04
合并口径数据及指标:				
总资产	35.30	41.70	48.13	64.46
总负债	24.28	23.85	29.73	45.68
刚性债务	18.35	15.52	21.15	33.40
所有者权益	11.01	17.85	18.40	18.78
营业收入	75.70	98.49	118.11	88.11
净利润	0.30	0.39	0.34	0.19
经营性现金净流入量	-0.41	-6.95	-1.60	-0.61
EBITDA	1.04	1.13	1.28	-
资产负债率[%]	68.80	57.20	61.77	70.87
权益资本与刚性债务 比率[%]	60.03	115.04	87.01	56.22
流动比率[%]	111.61	141.56	135.88	123.90
现金比率[%]	12.66	13.33	15.89	8.90
利息保障倍数[倍]	2.00	3.07	1.99	-
净资产收益率[%]	2.72	2.70	1.86	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-1.92	-29.42	-6.07	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-2.33	-30.03	-6.07	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.94	4.33	2.71	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.07	0.07	-
担保方数据(合并口径):				
所有者权益合计	53.95	69.21	73.10	-
担保放大倍数	3.89	2.82	2.64	-
累积担保代偿率[%]	0.09	0.12	0.08	-

注:根据广州浪奇经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第三季度财务数据整理、计算;担保方数据已审计。

分析师

刘佳 liujia@shxsj.com

覃斌 qb@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对广州市浪奇实业股份有限公司(简称广州浪奇、发行人、该公司或公司)及其发行的 2018 年度第一期短期融资券的跟踪评级反映了 2018 年下半年以来广州浪奇在品牌、产业链、股东支持等方面继续保持优势,同时也反映了公司在行业竞争、原材料价格波动、盈利及即期偿债等方面继续面临压力。

主要优势:

- **自有品牌在区域内认知度较高。**广州浪奇以日用洗涤产品的生产销售为核心业务。通过多年经营,公司在华南地区拥有一定的市场地位,自有品牌在区域内具有较高认知度。
- **产业链延伸。**广州浪奇不断扩大洗涤行业上游的石油衍生品加工贸易业务规模。随着产业链的延伸,公司整体抗风险能力有所加强。
- **融资能力较强。**广州浪奇作为上市公司,融资渠道多样,同时未使用授信额度较充裕,部分土地使用权具有较高市场价值,能为即期债务提供良好的偿付保障。
- **控股股东的支持。**控股股东广州轻工计划拟将所持优质资产注入广州浪奇,目前公司已和广州轻工签订了百花香料、华糖食品的股权转让协议。本次交易有利于拓宽公司业务范围,实现业务的协同发展,谋求新的盈利增长点。
- **担保增信持续有效。**本期短期融资券由广东省融资再担保有限公司(简称“广东再担保”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。目前,该担保持续有效。跟踪期内,广东再担保信用质量稳定。

主要风险:

- **日化行业市场竞争激烈。**广州浪奇所属的日用洗涤品行业处于产业成熟期,市场供大于求,行业竞争激烈。

- 盈利能力较弱。受产品促销力度加大以及人工、运输成本上涨等因素影响，广州浪奇综合毛利率整体呈下滑态势，整体盈利能力较弱。
- 原材料价格波动风险。广州浪奇目前采购的原料仍以石油衍生品为主。在国际石油价格频繁波动的形势下，公司盈利的稳定性不足。
- 短期刚性债务规模较大，即期债务偿付压力大。广州浪奇刚性债务规模持续扩大，且债务集中于均为短期刚性债务，即期偿债压力较大。
- 应收账款规模大，存在较大的坏账风险。随着工业品贸易业务的扩张，广州浪奇应收账款规模快速增长，目前占总资产的比例超 50%，存在较大的坏账风险。
- 收购资产的相关风险。广州浪奇近期收购的百花香料和华糖食品经营规模较小，盈利能力一般，评估值均有不同程度的增值，存在一定的溢价风险。此外，合计 6.18 亿元的交易对价主要通过银行融资筹措，将增加公司的债务压力。

➤ 未来展望

通过对广州浪奇及其发行的上述短券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述短券还本付息安全性高，并给与上述短券 A-1 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



广州市浪奇实业股份有限公司 2018 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照广州市浪奇实业股份有限公司 2018 年度第一期短期融资券（简称 18 浪奇 CP001）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据广州浪奇提供的未经审计的 2018 年前三季度财务报表及相关经营数据，对广州浪奇的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司最新于 2017 年 3 月在中国银行间债券市场交易商协会成功注册了 4.2 亿元中期票据发行额度，有效期至 2019 年 3 月 28 日。公司 2017 年以来银行间债券市场注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司 2017 年以来注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
17 浪奇 CP001	2.00	365 天	5.32	2017 年 4 月	4.2 亿元/2017 年 3 月	已到期兑付
18 浪奇 CP001	2.50	365 天	6.77	2018 年 8 月		未到期

资料来源：广州浪奇

该公司短期融资券所募集的资金均用于偿还银行贷款，或补充短期经营性流动资金。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。我国产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳的同时增长压力加大，宏观政策向稳增长倾斜且正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深

化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，消费者物价水平普遍上升。美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强劲，但增长动能已有所减弱，房地产和资本市场已开始调整，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力；欧盟经济缓慢复苏，欧洲央行货币政策正常化初现端倪，英国央行近十年来再度加息，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险是影响欧盟经济复苏的重要因素；日本经济复苏放缓，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础脆弱，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，大多在增长乏力情况下为应对货币贬值、通货膨胀而被动收紧货币政策；印度经济增长加快，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；俄罗斯、巴西经济复苏随着大宗商品价格下跌而面临挑战；南非经济增长依旧低迷，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

我国就业情况良好、消费者物价水平上涨略有加快，产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳，但受内外部因素短期内集中发酵影响，经济景气度回落，供需两端同时走弱，经济增长压力加大。我国消费新业态继续快速增长，而汽车消费负增长拖累整体消费增速下降明显，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长，而社会团体消费受去杠杆影响较大；创新驱动及前期产能利用率的提升推动制造业投资持续回升，土地购置支出支撑房地产投资较快增长，而基建投资增长大幅放缓导致固定资产投资增速下降至历史低位，随着基建补短板的力度和节奏加快，整体固定资产投资有望探底企稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易战对出口的影响将集中体现，非消费品领域面临的出口压力相对较大。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益整体仍较好，但将随着工业品价格的回落有所放缓，同时存在经营风险上升的可能。房地产调控因城施策、分类指导，市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

随着国内经济增长压力加大及面临的外部环境日趋复杂，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策的协同性明显提升，正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策取向更加积极，减税降费和基建补短板力度不断加大，在扩大内需及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府债务置换基本完成，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务

风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性操作的同时逆周期调节力度加大，政策的独立性和灵活性提升，市场流动性合理充裕，但政策传导效果有待提升。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“逆全球化”突起的情况下，我国依然坚持继续扩大改革开放，外商投资准入进一步放松，金融业对外开放步伐明显加快，“引进来”和“走出去”并重，正在构建开放型经济新体制。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量明显扩大，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济因内外因素面临的增长压力加大，但有望在各类宏观政策协同合力下得到对冲。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

日用洗涤行业属于民生行业，其景气程度与居民收入水平的关联度较大。随着我国城镇化进程的加快，行业具有较大的发展空间。由于日用洗涤产品价格上升空间有限，原料价格的波动对行业整体盈利状况的影响较大。我国日用洗涤行业已处于成熟产业阶段，市场竞争激烈，品牌集中度高。

A. 行业概况

作为民生类行业，日用洗涤行业的发展受国民收入水平影响较大。随着经济和社会的不断发展，我国居民人均可支配收入稳步提高，从2015年的2.20万元增至2017年的2.60万元，名义增长9.10%，扣除价格因素实际增长7.49%，近三年的平均复合增长率为8.74%。根据国家统计局初步测算，2018年全国居民人均可支配收入2.82万元，名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%；其中，城镇居民人均可支配收入39,251元，比上年名义增长7.8%，扣除价格因素实际增长5.6%；农村居民人均可支配收入14,617元，比上年名义增长

8.8%，扣除价格因素实际增长 6.6%。

在城乡居民人均收入水平不断提高的带动下，我国洗涤用品行业的生产规模亦不断扩大，但增长幅度逐步下降。根据国家统计局数据，2017 年国内合成洗涤剂产量为 1,265.10 万吨，同比增长 12.40%，近五年年均递增率为 5.28%，低于“十二五”期间年均递增率 8.68%。2018 年 1-11 月我国合成洗涤剂累计产量 900.19 万吨，同比下降 2.61%；其中合成洗衣粉产量为 325.91 万吨，同比下降 4.25%。根据中国洗涤用品工业协会信息统计中心统计，近五年肥(香)皂产量一直在 88~90 万吨波动。2017 年肥(香)皂产量约 90 万吨左右，近五年年均递增率为 0.56%，低于“十二五”期间年递增率 2.04%。

图表 2. 2011 年以来我国合成洗涤及肥（香）皂产量情况（单位：万吨）¹

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
合成洗涤剂	851.1	887.7	1,029.8	1,228.7	1,264.4	1,299.14	1,265.1
其中：洗衣粉	373.4	420.9	448.4	468.3	444.8	446.27	442.00
液体洗涤剂	477.7	466.8	581.4	760.4	819.8	852.87	823.10
肥（香）皂	83	82	88	90	90	91	90

资料来源：国家统计局，中国洗涤用品工业协会

我国洗涤用品主要采用市场调节的定价机制，但作为民生产品，其产品定价会受到当地政府部门不同程度的干预。同时，鉴于洗涤用品市场竞争激烈，因此产品价格上升空间有限。

日用洗涤行业为日化行业的子行业，生产原料多为石油衍生品。2015 年，原油价格虽在上半年有所回调，但下半年开始继续下挫，价格由年初的 50 美元/桶左右跌至年底的 30 美元/桶左右。2016 年以来，随着石油需求有所回暖，加之主要石油输出国同意减产，原油价格逐步回升，至 2018 年 10 月初原油价格已升至 84 美元/桶的高点，随后掉头向下，持续下滑至 12 月末的 52 美元/桶。综合来看，2018 年前三季度的原油价格处在上涨通道，第四季度呈下滑走势，但平均的价格仍高于 2017 年，原油价格走高对日化行业的成本构成较大压力。短期看，因美国对伊朗的制裁和委内瑞拉形势的紧张将使全球原油供应趋紧，原油价格有上涨的预期；从长远看，国际原油价格大幅波动的可能性大，日用洗涤行业企业仍将面临较大的成本控制压力。

¹ 2017 年合成洗涤剂产量已由国家统计局公布，但明细科目中洗衣粉、液体洗涤剂和肥（香）皂产量系预估数值。

图表 3. 近年 OPEC 一揽子原油价格（单位：美元/桶）



资料来源：Wind 资讯

B. 政策环境

2016 年 8 月，中国洗涤用品工业协会出台《中国洗涤用品行业发展第十三个五年（2016-2020 年）规划》（简称“规划”），规划提出“到 2020 年，浓缩（高效）洗衣粉占洗衣粉总量的比重达到 20%，衣用液体洗涤剂占衣用洗涤剂总量的比重达到 60%，浓缩（高效）液体洗涤剂占液体洗涤剂总量的比重达到 20%”。截至 2017 年末，我国衣用液体洗涤剂所占比重约 35% 左右，浓缩液体洗涤剂更是不足 10%，而距十三五规划年限只剩不到三年，可见我国液体洗涤剂市场空间巨大。随着我国洗涤剂工业的发展，浓缩型液体洗涤剂的市场份额会进一步加大，浓缩型液体洗涤剂将成为我国洗涤剂工业的重要组成部分。

C. 竞争格局/态势

我国洗涤用品行业经过几十年的发展，目前已处于成熟产业阶段，市场饱和度高，存在产能过剩情况。从产能的区域分布情况来看，目前主要分布于华东、华南地区，其中广东、浙江、安徽、上海、山东五省的产能集中了全国近七成的总产能，其中广东省占了三成以上。2017 年广东省合成洗涤剂产量 315.14 万吨，占全国总产量的 24.91% 左右，紧随其后的是四川、浙江和安徽。此外，由于洗涤用品制造行业准入门槛低，以代工形式经营的中小型厂商数量众多，行业具有一定的整合空间。

珠三角日化产业生产基地形成了包括包装材料、原料生产与供应、产品研发、物流配送等一系列生产与销售网络，产业聚集效应已经凸现。日化企业在规模、品牌、成本、供应链长度等几个决定市场成败的因素之间找到了动态平衡点，形成了多角度的市场竞争优势。大中小企业共生体系稳定而发达，造就了优势明显的产业配套能力和完整的产业链。目前珠三角地区形成的日化民族品牌包括立白、浪奇、蓝月亮、飘影、澳雪、雅倩、蒂花之秀、采诗、好迪、拉芳等。

与珠三角企业相比，长三角日化企业更注重打造品牌，上海、杭州、南京、

苏州等大城市具有科研开发力量强大、行业自律性较高、市场环境相对规范等特点。长三角企业在注重产品质量、诚信经营打造品牌基础的同时，通过广告、公益事业、行业展会提升品牌美誉度，形成拉动销售的辅助手段。目前长三角地区日化品牌包括上海家化、白猫集团、纳爱斯等企业。

目前我国洗涤用品市场的品牌集中度较高，且市场份额较大的品牌均属于广州立白企业集团有限公司、纳爱斯集团有限公司、广州蓝月亮实业有限公司、宝洁公司和联合利华公司这五家企业。目前立白、雕牌、蓝月亮、汰渍及奥妙（分属于上述五家公司）的市场份额合计超过 60%。从国内市场看，广州浪奇的行业排名在第 7、8 位左右，市场份额相对有限。

D. 风险关注

行业产能过剩，重复建设严重。日化行业粗放式发展问题突出，无论是洗涤用品产品行业，还是与之配套的原料行业均存在产能过剩、重复建设严重的问题。其一，部分洗涤用品产品企业盲目扩大生产规模，导致行业产能严重过剩，不少中小企业靠 OEM 代工维持生计，严重缺少自主品牌，发展前景不容乐观；其二，主要原料产能严重过剩，市场竞争日益加剧使得原料供应商利润空间越来越小，原料如石油、油脂等价格却大幅波动，使大多数原料生产厂商面临经营困难的风险，新一轮的行业洗牌在所难免。各家企业需要在产品的高质化、差异化方面更加努力，通过技术创新，调整产品结构，提升企业竞争力。

产品同质化严重，质量良莠不齐，行业非理性竞争依然存在。经过多年发展，我国洗涤用品产品门类已经相对比较齐全，基本能够满足消费者不断升级的需求，近年来消费者对洗涤用品的市场满意度在快消品中一直名列前茅。然而，目前市场上产品同质化现象仍较为严重，产能过剩导致激烈的市场竞争。个别企业为追求利润最大化而采取短视行为，加上众多社会资本的涌入，加剧了市场竞争，也使得产品质量良莠不齐，影响了行业的健康可持续发展。加强创新、产品结构调整和升级，实现差异化、可持续化发展，是企业摆脱恶性竞争、步入良好发展轨道的必然之路。

产品结构亟待调整和升级。我国洗涤用品产品结构近年来已得到较好发展，但与欧美日等先进国家相比仍存在一定的差距，主要体现在：(1)中低档产品比例仍然偏大；(2)浓缩化进展不大，国外发达国家基本实现了洗涤剂的浓缩化，而我国目前浓缩产品的比例很低；(3)传统的洗涤用品发展较快，但专用的功能性洗涤用品发展仍处于起步阶段，品种数量和质量都不能满足消费者和用户的要求，市场覆盖率也不高。

2. 业务运营

该公司以日用洗涤产品的生产和销售为核心业务，并不断向上游石油衍生品加工、贸易业务进行扩张。通过多年经营，公司自有品牌在华南地区具有一定知名度和市场地位。目前，南沙基地和韶关基地生产经营较为稳定，辽阳基

地投入试生产。但是由于市场竞争激烈，公司主业盈利能力偏弱。近期公司收购了控股股东持有的百花香料和华糖食品，业务范围将得以扩宽，对公司产生一定的产业链协同效应，但百花香料和华糖食品盈利能力一般，后续业绩有待观察。

跟踪期内，该公司仍以日用洗涤产品的生产和销售为核心业务，产品分为民用和工业贸易两大类。公司民用产品包括洗衣粉、液体洗涤剂及肥皂，一半用于自有品牌产品的销售，一半作为 OEM 代工产品售往其他洗涤品企业。公司工业贸易涉及的化工品全部为洗涤品制造所需的中间品或原材料，包括烷基苯磺酸钠 (LAS)、脂肪醇聚氧乙烯醚硫酸钠 (AES)、脂肪酸甲酯磺酸钠 (MES) 等表面活性剂（统称“磺化产品”）和直接用于贸易的化工原料。近年来公司逐步向产业链上游延伸，积极介入上游化工原料的研发、生产、购销贸易及石油衍生品加工业务。经过多年来的拓展，目前公司已构建了以广州南沙生产基地为核心，中部有韶关浪奇，北部有辽宁浪奇，其他地区寻求与合作伙伴合作的配套合理的全国性生产体系布局。化工品贸易业务是公司现代服务业务的重要组成部分，公司一直致力于日化产业链的构建和优化工作，通过对上下游资源的不断优化整合，以全产业链应对市场竞争，实现公司业务可持续拓展。

图表 4. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
日化行业	华南	规模/成本/技术/品牌等

资料来源：广州浪奇

该公司为进一步强化在日化上下游产业链的整合协同，并推动大消费产业布局，增强公司的持续盈利能力，拟以支付现金的方式购买控股股东广州轻工工贸集团有限公司（简称“广州轻工”）持有的广州百花香料股份有限公司（简称“百花香料”）97.42%股权及广州市华侨糖厂（简称“华侨糖厂”）、广州轻工持有的广州华糖食品有限公司（简称“华糖食品”）100%股权。该交易目前已签订转让协议（具体内容见后面的运营规划/经营战略部分）。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-9 月
营业收入合计	75.70	98.49	118.11	88.11
其中：核心业务营业收入	75.58	98.37	117.97	87.98
在营业收入中所占比重（%）	99.83	99.87	99.88	99.85
其中：民用产品	18.03	13.63	7.12	4.59
在核心业务收入中所占比重（%）	23.86	13.85	6.03	5.21
工业产品	57.55	84.74	110.85	83.15

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-9 月
在核心业务收入中所占比重 (%)	76.14	86.15	93.97	94.36
毛利率 (%)	3.72	3.07	2.82	5.20
其中：民用产品 (%)	10.80	11.81	18.42	3.47
工业产品 (%)	1.40	1.57	1.73	2.94

资料来源：广州浪奇

近年来，由于日化行业产品竞争激烈，该公司民用产品收入规模逐年萎缩，2015-2017 年及 2018 年 1-9 月分别为 18.03 亿元、13.63 亿元、7.12 亿元和 4.83 亿元。但是随着工业产品贸易收入逐年增加，公司营业收入规模快速扩大，2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司实现营业收入 75.70 亿元、98.49 亿元、118.11 亿元和 88.11 亿元。

A. 原材料采购

该公司采购物料以皂粒、烷基苯、脂肪醇等化工原料为主。除部分烷基苯需从国外进口（主要是从韩国进口，付款后 2 周内到货），其他原料均在国内采购（付款后 1 周内到货）。随着公司向上游石油衍生品加工、贸易业务的扩张力度不断加大，近两年采购金额快速增长，2017 年达 83.38 亿元，其中前五大供应商的采购金额占 54.02%。2018 年前三季度，公司采购金额为 76.11 亿元，其中前五大供应商的采购金额占比为 48.90%。2018 年以来，公司供应商的分散度有所下降，但仍处在较高水平。

图表 6. 近三年一期原材料采购情况

原料名称	采购量 (万吨)				采购金额 (亿元)			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
烷基苯	3.85	4.53	4.37	2.58	3.19	3.28	3.57	2.10
脂肪醇	2.57	2.56	3.40	1.33	1.81	1.89	3.70	1.39
聚氧乙烯醚								
脂肪醇	0.33	1.05	2.52	0.21	0.25	1.43	3.53	0.21
皂粒	2.48	2.75	3.95	1.56	1.33	1.39	2.36	0.84
液碱	13.41	11.01	2.77	3.70	1.17	0.98	0.43	0.55
纯碱	2.31	4.65	5.78	2.63	0.30	0.61	1.17	0.44
硫磺	1.61	1.81	1.79	3.41	0.17	0.12	0.15	2.20
其他	81.61	106.92	142.72	99.11	43.91	48.29	68.47	68.38
合计	108.16	135.26	167.30	114.53	52.14	57.99	83.38	76.11

资料来源：广州浪奇

B. 产品生产

该公司民用产品大部分由自有生产基地生产，小部分委托其他加工厂（该部分产品多在广东省外销售）生产。截至 2018 年 9 月末，公司位于南沙、韶关和辽阳的 3 个生产基地在产或在建（具体产能见图表 7），而位于广州市天河区黄埔大道 128 号的原广州基地因被列入“退二”的拆迁范围（根据穗发改工[2008]39 号文），已按要求停产并完成了拆迁准备工作，但目前尚未被收储。

图表 7. 截至 2018 年 9 月末生产基地布局情况

所在地	基地简称	涉及（子）公司	（设计）年产能
广东省韶关市	韶关基地	韶关浪奇有限公司	洗衣粉 6 万吨、磺化产品 2 万吨、液体洗涤剂 1 万吨。
广州市南沙区	南沙基地	广州浪奇日用品有限公司	洗衣粉 20 万吨、液体洗涤剂 20 万吨、磺化产品 2.3 万吨。
辽宁省辽阳市	辽阳基地	辽宁浪奇实业有限公司	洗衣粉 10 万吨/年、液体洗涤剂 10 万吨/年、化妆品 1 万吨/年。

资料来源：广州浪奇

南沙基地位于广州市南沙区小虎岛，由广州浪奇日用品有限公司负责经营。该基地生产线 2013 年 7 月投产，至 2017 年末液洗生产线、洗衣粉生产线和磺化生产线均已达产。目前南沙基地洗衣粉生产线年产能约 20 万吨/年；液体洗涤剂生产线年产能 20 万吨/年；磺化产品最大产能达到 2.3 万吨/年。南沙基地设备自动化程度高，但因折旧等成本较高，短期内对利润不会产生明显的提振作用。韶关基地位于广东省韶关市，由全资子公司韶关浪奇有限公司负责经营，目前经营状况良好。辽阳基地位于辽宁省辽阳市，目前在建。由于该基地大量使用原广州基地的生产设备，因此总投资规模不大，仅为 0.82 亿元，截至 2018 年 9 月末已累计投资约 0.61 亿元。目前，辽阳基地的建设基本完成，液洗车间于 2018 年第四季度设备调试完成并投入试生产，洗衣粉车间将于 2019 年初试运行。

该公司洗涤产品种类较多，但生产工艺大致可以概括为：混合表面活性剂和助洗剂（溶剂）、添加香精等辅料、溶解搅拌、灌装（成型）、封装入库。由于在生产过程中会有废水及废气产生，公司各生产基地均配置了处理设施，保证其达到国家排放标准。目前韶关基地拥有一套废水生物处理设施和两套废气处理器，废水处理能力为 400 吨/日；废气处理能力为 23,380 立方米/小时。南沙基地已获得广州市环保局《关于广州浪奇日用品有限公司小虎岛建设项目环境影响报告书的批复》（穗环管影[2009]27 号），并按其所列的建设内容、规模、地点进行项目建设。

C. 销售

公司产品主要销往华南地区，近几年华南地区销售收入占销售总额的比例均保持在 50% 以上。在客户集中度方面，2017 年公司前五大客户的销售额占营业收入的 29.06%，均为长期合作对象。通过多年经营，公司旗下的“高富力”、“浪奇”、“天丽”、“万丽”等多个自有品牌在华南地区具有一定的市场

认知度。在自有品牌产品的销售模式上，公司结合了传统经销渠道和现代零售渠道，两种渠道的销售额比例约为 3:1。目前公司的长期合作经销商超过 250 余家，经销网络主要分布于二、三线城市及乡镇地区，部分长期合作的优质经销商能获得一定的信用额度，平均回款期在 30 天左右。公司零售渠道合作对象以大型超市为主，回款期约为 45 天。除了传统销售渠道，公司 2013 年以来还通过天猫旗舰店等电子商务平台大力推进网络营销，促进业务增长。在 OEM 代工产品的结算方式上，公司均采用款到发货的模式。总体而言，公司对销售回款的管理较为严格，能有效控制坏账风险。

2018 年以来，该公司完善产品结构，使高盈利的厕漂产品销售额大幅增长；主动开拓国资系统专购渠道，专供渠道营业收入大幅增长；新增磺化产品制造与销售。2018 年 1-9 月，民用产品销售收入为 4.83 亿元。因原材料价格上涨，民用产品毛利率下降，盈利压力增大。

图表 8. 近三年一期公司民用产品产销情况（万吨、亿元）

产品名称	自有品牌销量				自有品牌销售额			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
洗衣粉	1.70	1.32	1.50	0.97	0.80	0.59	0.67	0.33
液体洗涤剂	8.12	4.25	4.25	3.78	2.64	2.56	2.20	1.63
肥皂	0.17	0.13	0.14	0.01	0.25	0.19	0.19	0.02
合计	9.98	5.70	5.90	4.76	3.69	3.02	3.07	1.98
产品名称	OEM 销量				OEM 销售额			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
洗衣粉	1.08	9.9	13.43	1.15	0.15	2.26	3.54	2.61
液体洗涤剂	1.41	6.77	6.11	1.13	0.36	1.37	1.22	0.24
肥皂	0.02	0.02	0.05	0.01	0.02	0.03	0.008	0.004
合计	2.51	16.69	19.59	2.29	0.53	3.66	4.77	2.854

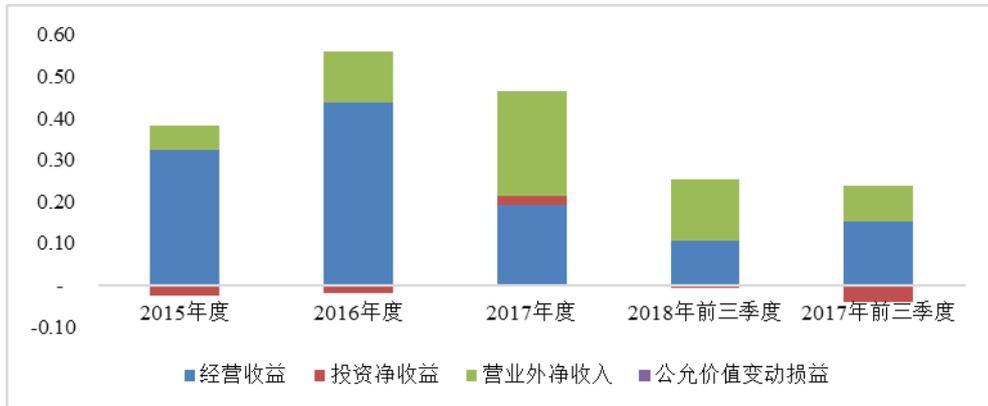
资料来源：广州浪奇

工业品贸易方面，该公司主要依托广东奇化化工交易中心股份有限公司（简称“奇化化工”）进行贸易销售，利用奇化网²等现代化电子商务平台进行交易。奇化网交易品种包括化工原料和农化产品。公司工业产品贸易主要分为以购定销和以销定购两种模式，其中对于部分采购金额大、跌价风险高的产品公司会预收 20% 的保证金，同时工业产品采用少量多次的采购方式规避存货跌价风险。贸易回款方面，公司对下游客户的应收款账期控制在 180 天内。公司重点拓展 24 度棕榈油、工业级三聚磷酸钠、脂肪酸甲酯等各类原料化工产品业务，同时推进产品的线下交易向线上的转化。依托其平台优势，公司工业产品收入快速增长，2015-2017 年及 2018 年前三季度工业产品实现收入 57.55 亿元、84.74 亿元、110.85 亿元和 83.15 亿元。工业贸易利润稀薄，近三年一期毛利率分别为 1.40%、1.57%、1.76% 和 2.94%。2018 年以来，随着原油价格的持续上涨，化工原材料价格上涨较快，公司工业产品贸易的利润空间有所扩大。

² 奇化网于 2014 年 2 月正式上线，为化工企业提供线上产品交易、资讯、科研、仓储、物流等服务。

(2) 盈利能力

图表 9. 公司盈利来源结构



资料来源：根据广州浪奇所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利来源主要是经营收益，2017年起公司获得一定规模的财政补贴使营业外净收入³对盈利形成重要补充。2015-2017年，公司经营收益分别为0.32亿元、0.44亿元和0.19亿元。公司主业盈利能力较平稳，近三年营业毛利分别为2.82亿元、3.03亿元和3.33亿元。一方面由于日化产品竞争加剧，另一方面由于原料成本、人工成本、运输成本增长较大，公司主业毛利率持续弱化，近三年分别为3.72%、3.07%和2.82%。

图表 10. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015年度	2016年度	2017年度	2018年前三季度	2017年前三季度
营业收入合计（亿元）	75.70	98.49	118.11	88.11	82.82
毛利（亿元）	2.82	3.03	3.33	4.58	4.15
期间费用率（%）	3.07	2.29	2.46	4.90	4.71
其中：财务费用率（%）	0.47	0.24	0.50	0.65	0.48
全年利息支出总额（亿元）	0.35	0.26	0.47	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	-	-	-	-	-

资料来源：根据广州浪奇所提供数据整理。

随着该公司在产能扩建和技术研发上的投入逐年增加，公司期间费用呈现逐年增长的趋势。2015-2017年，公司期间费用合计分别为2.32亿元、2.25亿元和2.90亿元，期间费用率分别为3.07%、2.29%和2.46%。其中近三年销售费用分别为1.09亿元、1.20亿元和1.30亿元，尤其是在运费和促销费上的支出占比大；同期，管理费用控制得当，近三年分别为0.88亿元、0.82亿元和1.01亿元；财务费用方面，随着融资规模的扩大，公司财务费用增长，近三年分别为0.36亿元、0.24亿元和0.59亿元。

³ 根据《企业会计准则第16号—政府补助》（2017），与日常经营活动相关的政府补助调整至其他收益，但本报告中仍将其归类为营业外收入。

图表 11. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
投资净收益（亿元）	-0.03	-0.02	0.02	-0.01	-0.04
其中：理财产品（亿元）	-	-	-	-	-
对联营企业和合营企业的投资收益 （亿元）	-0.03	-0.02	0.02	-0.01	-0.04
营业外净收入（亿元）	0.07	0.12	0.26	0.15	0.09
其中：政府补助（亿元）	0.06	0.12	0.26	0.14	0.09
公允价值变动损益（亿元）	-	-	-	-	-

资料来源：根据广州浪奇所提供数据整理。

近三年，该公司参股企业经营业绩波动较大，导致投资收益随之变化。但是，公司每年都能够获得一定的政府补助，作为主营业务的补充。2015-2017 年公司每年获得的营业外收入分别为 0.07 亿元、0.12 亿元和 0.26 亿元，主要是与研发或者技改相关的补贴。同期，公司净利润分别为 0.30 亿元、0.39 亿元和 0.34 亿元。2015-2017 年总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.17%、2.08% 和 2.09% 以及 2.72%、2.70% 和 1.86%。

2018 年前三季度，该公司实现营业收入 88.11 亿元，同比增长 6.39%。由于管理费用和财务费用同比大幅增长，导致期间费用率比上年同期提升 0.20 个百分点至 4.91%。得益于财政补助的增加，同期公司实现净利润 0.19 亿元，同比增长 41.89%。

(3) 运营规划/经营战略

未来 3 年，该公司的投资将针对辽宁基地的收尾建设工作，以及资产收购事宜。其中辽宁基地收尾工作所需资金少，将主要依靠自有或自筹资金进行；资产收购计划所需资金规模较大，拟采用现金收购方式，对公司的资金调配形成较大的压力。

2018 年 4 月，该公司发布公告称将进行资产重组，拟以发行股份方式购买百花香料、华糖食品、智盛（惠州）石油化工有限公司（简称“智盛惠州”）、天津天智精细化工有限公司（简称“天津天智”）、江苏盛泰化学科技有限公司（简称“江苏盛泰”）的全部或部分股权，并募集配套资金。由于与交易方在转让标的的股权转让比例及交易对价等条款方面未达成一致，公司于 2018 年 7 月 4 日公告称，决定终止发行股份购买资产并募集配套资金事项，改为采用现金方式继续推进收购百花香料 97.42% 股权、华糖食品 100% 股权的相关事项。2018 年 9 月 12 日公司公告称，公司拟以人民币 18,788.53 万元收购广州轻工持有的百花香料 97.42% 股权，拟以人民币 42,962.32 万元收购华侨糖厂、广州轻工持有的华糖食品 100% 股权。2018 年 9 月 21 日，收购百花香料 97.42% 股权、华糖食品 100% 股权的交易议案相关资产的评估获得广州轻工评估备案，交易议案于 2018 年 9 月 28 日获公司临时股东大会审议通过。2018 年 9 月 29

日公司发布公告称，公司与广州轻工、华侨糖厂就百花香料 97.42% 股权、华糖食品 100% 股权签署了《股权转让协议》，各方正在积极推进股权交割有关事宜，争取尽快完成股权交割及工商变更等手续。根据公司对深交所关注函的回复，交易对价的支付安排如下：拟于协议生效日起 5 个工作日内支付交易价格的 30%，即 18,525.26 万元；协议生效当年 12 月 31 日前支付交易对价的 21%，即 12,967.68 万元；于协议生效一年内支付交易对价剩余 49%，即 30,257.92 万元。若此次交易完成，将拓宽该公司的业务范围，但也增大了公司的资金压力。新世纪评级将持续关注该项交易进展。

百花香料是新三板上市公司（代码：835774.OC），2017 年末资产总额为 3.63 亿元，所有者权益为 1.53 亿元，2017 年实现营业收入 5.63 亿元，净利润 0.16 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-0.03 亿元，于 2018 年 3 月 31 日的股权全部权益评估值为 19,286.11 亿元，评估增值 36.30%。百花香料是一家综合性的香料香精公司，主营业务是天然香料、合成香料、各种香型的香精设计、研发、生产和销售及工业原料的贸易，产品广泛应用于食品、日化、烟草、医药和饲料等行业。目前百花香料与芬美意、IFF、高砂、无限极、浪奇、健力宝、皇爷食品等众多国内外知名公司建立了稳定的合作关系。

华糖食品模拟合并报表 2017 年末资产总额 67,022.21 万元，资产净额 31,552.96 万元；2017 年度营业收入 141,897.67 万元，净利润 1,929.48 万元，于 2018 年 3 月 31 日的股权全部权益评估值为 42,962.32 万元，评估增值 40.74%。华糖食品专注于精制糖和果味啤酒饮料的生产及销售。华糖食品的糖类产品主要包括红棉牌精制白砂糖和优级白砂糖，2017 年白砂糖产量已超过 17 万吨，长期为红牛（RED BULL）、玛氏（MARS）、雀巢（NESTLE）等跨国大型食品厂和知名食品企业供应高端原料糖，是国内领先的精制糖生产企业。华糖食品的饮料产品包括果味饮料和果味啤酒，拥有广氏、双喜、五羊、白云、金樽、镇海楼等啤酒和饮料品牌，其中以啤酒为基础的菠萝香型饮料“广氏菠萝啤”，在华南地区深受消费者青睐，产品曾获评“广州十大手信”、“广东老字号”等荣誉称号。

此外，该公司于 2018 年 9 月 12 日公告称，拟转让江苏琦衡农化科技有限公司（简称“琦衡农化”）25% 股权。公司于 2014 年 12 月完成琦衡农化 25% 股权的收购，交易对价 1.98 亿元。根据公司与琦衡农化签订的《投资补偿协议》中约定，琦衡农化 2014-2018 年预测公司投资收益分别为 2,577 万元、2,875 万元、3,502 万元、3,978 万元和 5,237 万元，若未达业绩指标预测数，须由琦衡农化的第一大股东王健在承诺期限内进行差额补偿。自公司投资琦衡农化以来，其每年业绩均未达预测数，公司已累计收到投资补偿款约 1.14 亿元，其中，2013 年补偿款 710.68 万元；2014 年补偿款 2,058.06 万元；2015 年补偿款 2,604.99 万元；2016 年补偿款 3,169.58 万元；2017 年补偿款 2,900.19 万元。琦衡农化的主营业务为农业中间体产品的生产和销售，2018 年 6 月末资产总额为 101,123.45 万元、负债总额为 71,546.68 万元、净资产为 29,576.77 万元，2018 年 1-6 月营业收入为 25,913.35 万元、营业利润为

868.45 万元和净利润为 789.89 万元（以上数据未经审计）。公司转让与主业关联度相对不高的业务，有助于公司集中资源发展主业，亦可实现投资成本的回收。

管理

跟踪期内，该公司产权状况、治理结构、组织架构、管理人员等方面均未发生重大变动。公司收购百花香料 97.42% 股权、华糖食品 100% 股权的交易形成关联交易。

跟踪期内，该公司产权状况未发生变化，控股股东仍为广州轻工，实际控制人仍为广州市国有资产监督管理委员会。截至 2018 年 9 月末，广州轻工持有公司 18,850.81 万股，持股比例为 30.04%。公司产权状况详见附录一。

跟踪期内，该公司治理结构、组织结构及管理人员均未发生重大变动，公司组织架构详见附录二。公司具备独立面向市场自主经营的能力，对其拥有或使用的资产有充分的支配权。公司人事及管理制度完整独立，机构设置独立于股东，设有专门独立的财务会计核算部门、拥有独立的核算体系和管理制度。

该公司收购百花香料 97.42% 股权、华糖食品 100% 股权的交易方广州轻工为公司控股股东，华侨糖厂为广州轻工实际控制的企业，根据《深圳证券交易所股票上市规则》的相关规定，广州轻工、华侨糖厂为公司关联方，本次交易构成关联交易。交易对价根据评估值确定。

跟踪期内，根据该公司提供的 2019 年 1 月 29 日《企业信用报告》所载，公司本部无不良贷款和欠息记录。经查国家信用信息公示系统，跟踪期内公司本部及主要子公司不存在行政处罚记录，亦未被列入经营异常名录及严重违法失信企业名单。

财务

跟踪期内，公司经营规模扩张，营运资金需求增长，面临一定的流动资金压力。公司已积累较大的即期偿债压力，但公司融资渠道通畅，且经营性现金回笼情况良好，可为即期债务的偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

立信会计师事务所有限公司对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，执行 2017 年财务部发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政

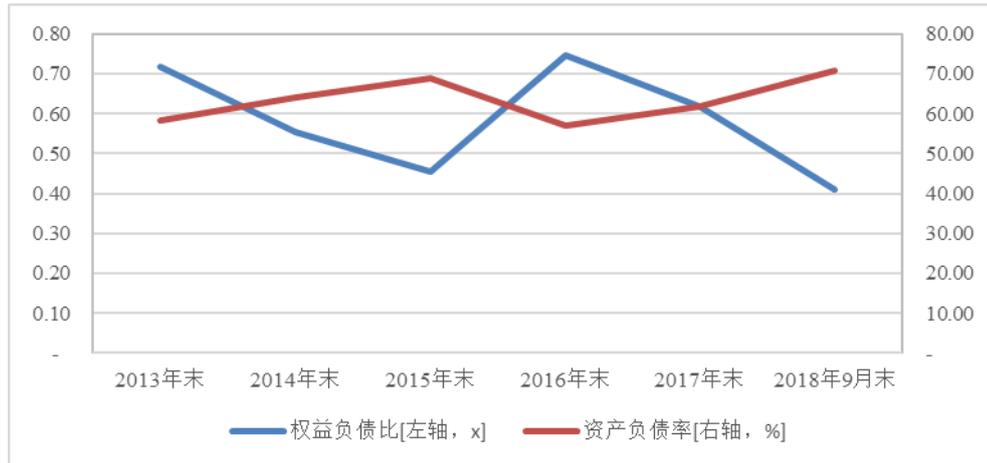
府补助》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》。

截至 2018 年 9 月末，该公司纳入合并范围的一级子公司 3 家，二级子公司 3 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 12. 公司财务杠杆水平变动趋势



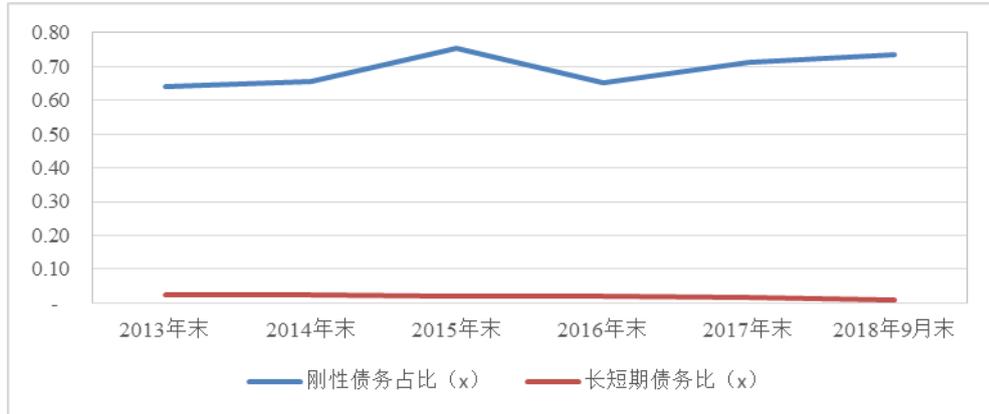
资料来源：根据广州浪奇所提供数据绘制。

为了满足经营规模扩张带来的资金需求，近年来该公司债务规模持续扩大，2015-2017 年末及 2018 年 9 月末公司负债总额分别为 24.28 亿元、23.85 亿元、29.73 亿元和 45.68 亿元。近三年一期末公司资产负债率分别为 68.80%、57.20%、61.77% 和 70.87%。其中 2016 年公司非公开发行股票完成，募集资金净额 6.35 亿元，公司资产负债率随之降低。2018 年以来，公司主业持续拓展，同时为资产重组筹措资金，公司负债总额显著增加，资产负债率随之上升。

近年来该公司通过多年经营积累和定向增发，权益资本实力不断增强，2015~2017 年末及 2018 年 9 月末公司所有者权益分别为 11.01 亿元、17.85 亿元、18.40 亿元和 18.78 亿元。2017 年末公司所有者权益中，实收资本和资本公积合计达 15.87 亿元，占 86.27%，权益资本结构稳定性尚可。2018 年 8 月，公司实施 2017 年度权益分派方案，向全体股东按每 10 股派发现金红利 0.20 元，同时实施资本公积转增股本，每 10 股转增 2 股。分红后公司总股本由 52,294.43 万股增至 62,753.31 万股，资本公积由 106,433.55 万元减至 98,874.85 万元。

(2) 债务结构

图表 13. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
刚性债务 (亿元)	18.35	15.52	21.15	33.40
应付账款 (亿元)	2.24	3.68	5.38	9.12
预收账款 (亿元)	1.58	1.90	1.17	1.50
其他应付款 (亿元)	1.04	0.83	0.49	0.49
刚性债务占比 (%)	75.55	65.06	71.14	73.62
应付账款占比 (%)	9.21	15.43	18.09	20.10
预收账款占比 (%)	6.52	7.96	3.92	3.28
其他应付款占比 (%)	4.28	3.49	1.64	1.07

资料来源：根据广州浪奇所提供数据绘制。

该公司营运资金需求主要通过流动负债来满足，其刚性债务均为短期债务。公司负债中应付账款规模较大，主要是因为近年来公司开展贸易业务，采购款项增加，2015-2017 年末及 2018 年 9 月末分别为 2.24 亿元、3.68 亿元、5.38 亿元和 9.12 亿元，2018 年 9 月末比年初增加较大的原因除经营规模扩大外，还因为上游给予公司的账期有所延长。此外，公司其他应付款规模近年来呈现逐年下降的态势，主要是与外单位的往来款，2015-2017 年末及 2018 年 9 月末分别为 1.04 亿元、0.83 亿元、0.49 亿元和 0.49 亿元。

(3) 刚性债务

图表 14. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
短期刚性债务合计	18.35	15.52	21.15	33.40
其中：短期借款	5.89	6.49	6.61	12.24
一年内到期非流动负债	-	-	-	-
应付短期债券	-	-	2.00	2.50
应付票据	12.37	9.01	12.42	18.66
其他短期刚性债务	0.09	0.02	0.11	-
中长期刚性债务合计	-	-	-	-

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
其中：长期借款	-	-	-	-
应付债券	-	-	-	-
其他中长期刚性债务	-	-	-	-
综合融资成本（年化，%）	5.04	3.92	4.59	-

资料来源：根据广州浪奇所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

该公司刚性债务期限结构均为短期，主要包括短期借款、应付票据和短期融资券。2017 年末公司短期借款为 6.61 亿元，较上年末增长 1.92%，短期借款均为信用借款；近年来公司开展工业贸易业务，票据结算规模大，2015-2017 年末及 2018 年 9 月末应付票据分别为 12.37 亿、9.01 亿元、12.42 亿元和 18.66 亿元，公司开具的票据账期涵盖 90 天、180 天和一年不等，但以 180 天的票据为主，票据的保证金比例为 0%、20%或 30%。此外，2018 年 8 月公司成功发行 2.5 亿元短期融资券，计入其他流动负债。

该公司刚性债务全部为 1 年以内的债务，融资成本以基准利率为主，利率区间集中在 4%-5%。公司面临较大的即期偿付压力。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 15. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q3
营业周期（天）	81.44	76.60	75.33	-
营业收入现金率（%）	106.54	113.31	107.61	115.73
业务现金收支净额（亿元）	0.24	-6.10	-0.79	0.65
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.65	-0.85	-0.80	-1.26
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-0.41	-6.95	-1.60	-0.61
EBITDA（亿元）	1.04	1.13	1.28	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.07	0.07	0.07	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.94	4.33	2.71	-

资料来源：根据广州浪奇所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司主业为日化产品和贸易，产品周转快、库存少，整体营业周期短。公司主业现金回笼情况尚可，2015~2017 年营业收入现金率分别为 106.54%、113.31%和 107.61%。从经营性现金流来看，2015~2017 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.41 亿元、-6.95 亿元-1.60 亿元。近年来由于环保风暴影响，上游原料供应紧张，部分原料付款方式有所调整，导致现金结算或

预付货款等方式增加；同时，针对下游市场疲软的状况，公司对销售日化洗涤产品和化工原料的优质客户给予一定账期以支持业务拓展，导致经营活动现金流近三年呈现净流出状态。

2018 年前三季度，该公司营业收入现金率为 115.73%，销售回款情况良好，经营活动的现金缺口缩小，经营活动产生的现金流量净额为-0.61 亿元。

2015~2017 年度，该公司 EBITDA 分别为 1.04 亿元、1.13 亿元和 1.28 亿元，主要来源于利润总额、固定资产折旧和列入财务费用的利息支出，由于公司自身盈利能力弱。EBITDA 受固定资产折旧和财务费用中的利息支出波动影响大。总体看，公司 EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度较低。

(2) 投资环节

图表 16. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q3
回收投资与投资支付净流入额	0.21	0.25	0.43	0.09
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.28	-0.52	-0.46	-0.05
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.02	-	-	-
投资环节产生的现金流量净额	-0.10	-0.27	-0.03	0.04

资料来源：根据广州浪奇所提供数据整理。

2015-2017 年，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.10 亿元、-0.27 亿元和-0.03 亿元。近三年公司投入主要是辽宁和南沙基地的建设，每年投资规模均较小。目前公司产能布局已基本完成，后续生产建设方面的投入或将显著减少。但是根据公司资产重组的公告，未来两年在产业链延伸及寻找新盈利点方面或将存在较多并购标的，投资活动现金流将以并购为主。

2018 年前三季度，该公司收到参股子公司琦衡农化的大股东王健的 2900.19 万元⁴的业绩承诺未达预期的补偿款，同时购买了 2000 万元的理财产品，投资活动产生的现金流量净额为 0.04 亿元。

(3) 筹资环节

该公司投资环节的资金缺口主要依赖银行借款、债券及权益融资等渠道来满足，近三年筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.50 亿元、8.06 亿元和 2.78 亿元。其中 2016 年筹资活动现金净流入量大，主要是因为公司通过非公开发行股票吸收投资 6.36 亿元，用于补充流动资金。2018 年前三季度，公司发行了 2.5 亿元的短期融资券，但由于支付其他与筹资活动有关的现金增加，

⁴ 根据公司与琦衡农化 2014 年签订的《投资补偿协议》中约定琦衡农化 2014-2018 年预测盈利数分别为 2,577 万元、2,875 万元、3,502 万元、3,978 万元和 5,237 万元，2017 年按权益法计算对琦衡农化的投资收益为 1077.81 万元，未达业绩指标预测数，须由股东王健在承诺期限内进行差额补偿 2,900.19 万元。2018 年 5 月，公司收到王健 2900.19 万元的差额补偿款，公司将收到的补偿款作为对琦衡农化投资成本的收回。

当期筹资活动产生的现金流量净额为-1.11 亿元。

作为上市公司，该公司权益融资渠道通畅。

4. 资产质量

图表 17. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	26.62	33.15	39.70	56.02
	75.40	79.49	82.48	86.90
其中：现金类资产（亿元）	2.92	3.10	4.49	4.03
应收票据（亿元）	0.51	2.26	4.00	0.11
应收款项（亿元）	13.08	17.56	22.41	33.97
预付款项（亿元）	4.18	4.38	4.93	9.72
存货（亿元）	5.34	5.03	3.50	7.83
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	8.68	8.55	8.43	8.44
	24.60	20.51	17.52	13.10
其中：固定资产（亿元）	4.47	4.64	4.38	4.21
长期股权投资（亿元）	2.24	2.05	2.07	2.06
期末全部受限资产账面金额（亿元）	3.11	1.61	2.10	3.62
期末抵质押融资余额（亿元）	0.47	0	0.37	0
受限资产账面余额/总资产（%）	8.81	3.86	4.15	5.61

资料来源：根据广州浪奇所提供数据整理。

2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司资产总额分别为 35.30 亿元、41.70 亿元、48.13 亿元和 64.46 亿元。作为化工产品生产和贸易型企业，公司资产以流动资产为主。2017 年末，公司流动资产为 39.70 亿元，占资产总额的 82.48%；2018 年 9 月末，公司流动资产增至 56.02 亿元，占资产总额的比例进一步提升。

该公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项及存货构成。2017 年末，货币资金为 4.49 亿元，但是受限资金占比大，为 1.75 亿元，主要是银行承兑汇票保证金和信用证保证金；公司应收票据和应收账款随着经营规模扩大而快速增加，其中应收票据较上年末增长 77.53%至 4.00 亿元，应收账款较上年末增长 27.60%至 22.41 亿元，其中账龄在 1 年以内的占比达 98.74%，主要是工业产品相关的贸易欠款，公司给予部分核心、合作时间长的客户赊销账期可达 180 天；预付账款为 4.93 亿元，主要系预付的购货款；存货为 3.50 亿元，以原材料和库存商品为主，分别为 1.89 亿元和 1.22 亿元。2018 年 9 月末，公司货币资金较年初减少 10.13%至 4.03 亿元，其中受限金额 3.62 亿元；应收账款较年初增长 51.59%至 33.97 亿元，主要系为拓展业务公司给予客户一定的赊销期（一般为 180 天）；预付账款较年初增长 97.32%，主要因工业品贸易规模扩大后采购需预付的款项增多；存货较上年末增长 123.77%至 7.83 亿元，主要因原材料价格持续上涨，公司为降低采购

成本而适当增加备料。

该公司非流动资产主要由固定资产和长期股权投资构成。2017 年末，公司非流动资产为 8.43 亿元，较上年末减少 1.42%，占资产总额的 17.52%。其中，长期股权投资为 2.07 亿元，其中对联营企业琦衡农化的投资为 1.91 亿元；固定资产以房屋建筑和生产设备为主，期末账面价值为 4.38 亿元；公司在建工程规模小，年末账面价值为 0.82 亿元，主要是因为辽宁基地和南沙基地已处于收尾阶段；无形资产账面价值为 0.58 亿元，主要为土地使用权，包括了总占地面积为 11.9 万平方米的原广州基地，因入账时间早，其账面价值远低于市场价值。截至 2018 年 9 月末，公司非流动资产为 8.44 亿元，基本和年初持平，其中新增持有至到期投资 0.20 亿元，系公司投资的广州汇垠浪奇股权投资基金管理有限公司发行的基金产品。

截至 2018 年 9 月末，该公司所有权受到限制的资产主要为货币资金中用于办理银行承兑汇票、信用证的保证金，受限金额合计为 3.62 亿元。整体来看，公司货币资金的受限比例较高，或将影响公司的资金周转。

5. 流动性/短期因素

图表 18. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动比率 (%)	111.61	141.56	135.88	123.90
速动比率 (%)	71.68	101.37	107.03	85.08
现金比率 (%)	12.66	13.33	15.89	8.90

资料来源：根据广州浪奇所提供数据整理。

该公司整体流动性偏弱，2015-2017 年末及 2018 年 9 月末速动比率分别 71.68%、101.37%、107.03% 和 85.08%，同期现金比率分别为 12.66%、13.33%、15.89% 和 8.90%。目前来看，公司债务集中于 2019 年到期，即期债务偿付压力较大，同时资产可变现能力较弱，对到期债务的偿付能力一般。

6. 表外事项

截至 2018 年 9 月末，该公司无对外担保及诉讼事宜。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司母公司资产负债构成与合并口径基本一致。2015-2017 年末，母公司资产总额分别为 34.32 亿元、39.54 亿元和 46.13 亿元，且以流动资产为主。同时，母公司承担着一定的融资职能，刚性债务主要为短期借款和应付票据，2015-2017 年末分别为 18.31 亿元、14.29 亿元和 18.11 亿元。同时，作为主业经营实体，母公司保持着一定的盈利能力，2015-2017 年营业利润分别为 0.45 亿元、0.38 亿元和 0.40 亿元，可为债务的到期偿付提供一定的保障。

外部支持因素

1. 控股股东支持

该公司作为广州轻工旗下唯一上市公司，每年均可获得一定的政府补助。2015-2017年，公司获得政府补助分别为0.06亿元、0.12亿元和0.26亿元。同时，公司还可获得控股股东在优质资产注入方面的支持。公司于2018年9月购买百花香料和华糖食品，二者均为控股股东广州轻工所持的优质资产。

2. 国有大型金融机构支持

该公司与多家银行保持了良好合作关系，截至2018年9月末，各家银行给予公司的综合授信合计22.90亿元，已使用授信额度21.64亿元。公司综合授信主要是银行贷款、票据和保函，三者共用综合授信。

图表 19. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	22.90	-	21.64		借款为信用，票据有保证金
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	7.70	-	7.13		-
其中：大型国有金融机构占比（%）	33.62	-	32.96		-

资料来源：根据广州浪奇所提供数据整理（截至2018年9月30日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 外部担保

本期短期融资券由广东省融资再担保有限公司（简称“广东再担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

截至2017年末，广东再担保未经审计的合并口径资产总额为84.57亿元，所有者权益为73.10亿元（其中归属于母公司的所有者权益为66.30亿元），再担保业务在保责任余额为20.91亿元，直保业务在保责任余额为171.78亿元，当年度实现营业收入4.69亿元，净利润3.85亿元。

截至2018年6月末，广东再担保未经审计的合并口径资产总额为85.28亿元，所有者权益为73.99亿元（其中归属于母公司的所有者权益为67.11亿元），再担保业务在保责任余额为15.88亿元，直保业务在保责任余额为174.65亿元。2018年上半年，公司实现营业收入1.79亿元，净利润0.91亿元。

我国担保业目前所处市场和法律环境逐步完善，宏观经济的稳定增长以及广东省内担保市场的培育和发展，为广东再担保的业务发展提供了有利环境。广东再担保是由广东省政府为缓解省内小微企业融资难，改善区域经济环境，完善省内融资性担保体系建设，而投资设立的省级再担保机构。能在资本补充、业务开展及政策倾斜等方面获得广东省政府的有力支持。

广东再担保组织结构合理，人员素质良好。广东再担保注重担保业务风险管理，已建立了一套较为完整的风险管理制度和内部控制体系，有助于控制业务风险。但随着业务的发展以及政策性融资担保体系建设的推进，广东再担保的业务风险管理难度有所上升，风险控制体系建设仍有进一步完善的空间。

由于股东持续增资，广东再担保资本实力不断增强。近年来，为防范风险优化业务结构，担保业务增速有所放缓，整体担保代偿率处于同业较低水平。2017年以来，机构再担保业务方面，因发生代偿，其仍需加强风险管理，控制项目代偿风险。总体来看，广东再担保担保放大倍数较低，代偿能力较强。此外，为提高资金运作效率，其将部分闲置资金投资投向信托计划、理财产品及长期股权投资等，在一定程度上提升了资产收益能力，但此类资产的安全性仍有待观察。

根据新世纪评级对其出具的最新主体信用评级报告（新世纪企评[2018]020359），认为广东再担保具有极强的债券偿付能力，违约风险极低，并给予广东再担保 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定。

跟踪评级结论

该公司以日用洗涤产品的生产和销售为核心业务，并不断向上游石油衍生品加工、贸易业务进行扩张。通过多年经营，公司自有品牌在华南地区具有较高知名度和市场地位。同时，依托奇化网的电子商务模式，公司营业收入规模快速扩大，但主业盈利能力较弱。近期公司收购了控股股东持有的百花香料和华糖食品，业务范围将得以扩宽，对公司产生一定的产业链协同效应，但百花香料和华糖食品盈利能力一般，后续业绩有待观察。

近年来，该公司债务规模不断扩大，目前资产负债率已处于较高水平。且刚性债务均为短期债务，面临较大的即期债务偿付压力。公司融资渠道畅通，且部分土地使用权亦具有较高的市场价值，能为债务的偿付提供一定保障。

附录一：

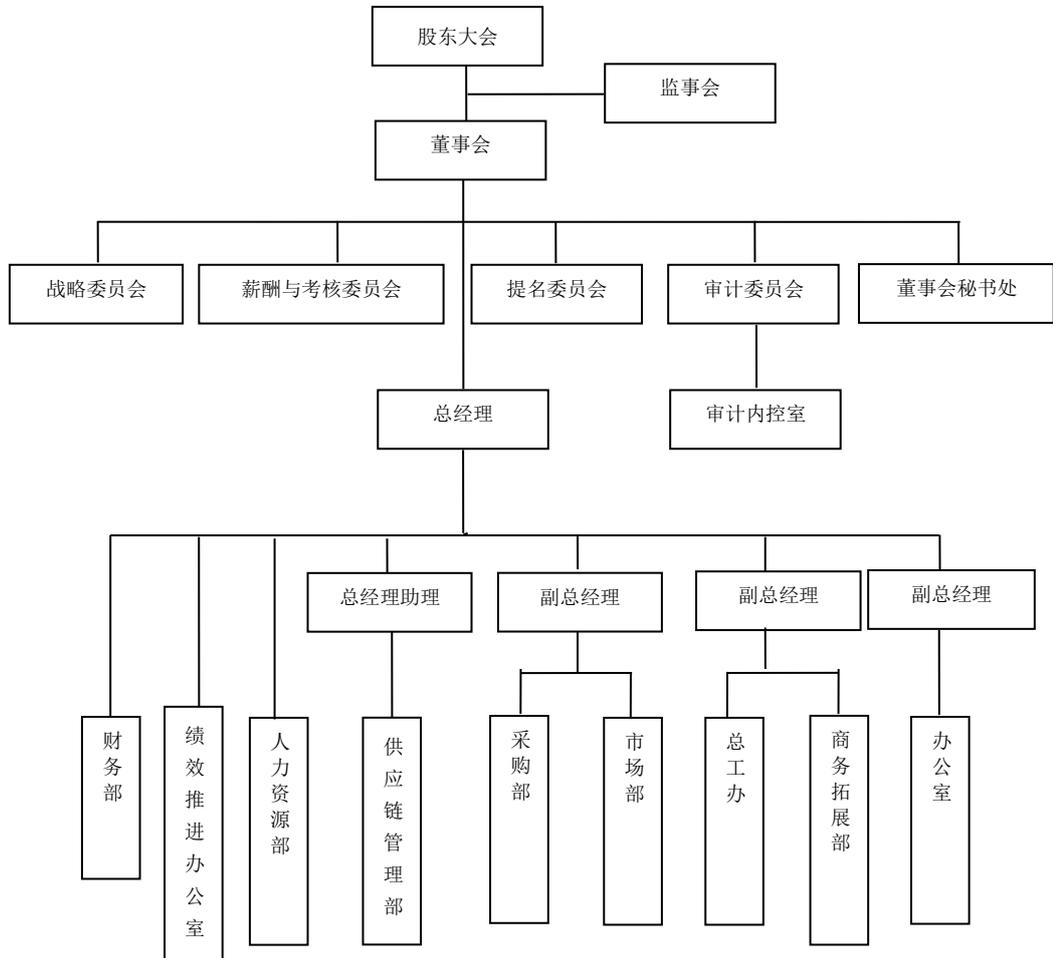
公司与实际控制人关系图



注：根据广州浪奇提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据广州浪奇提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）。

附录三：
相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例(%)	主营业 务	2017年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	
广州市浪奇实业股份有限公司	广州浪奇	本级	—	日化洗涤 用品	18.11	18.64	75.19	0.32	-1.93	
辽宁浪奇实业有限公司	辽宁浪奇	核心子公司	直接 97.90% 间接 2.10%	日化洗涤 用品	0	0.55	0	-0.001	-0.001	
韶关浪奇实业有限公司	韶关浪奇	核心子公司	直接 100%	日化洗涤 用品	0	0.51	0.67	-0.001	0.05	
广州市岷蜚特贸易有限公司	岷蜚特	核心子公司	直接 60%	贸易	0	-0.49	2.30	-0.17	-0.02	
广东奇化化工交易中心股份有限 公司	奇化化工	核心子公司	直接 59%	贸易	1.04	0.30	67.55	0.002	0.29	

注：根据广州浪奇 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
资产总额 [亿元]	35.30	41.70	48.13	64.46
货币资金 [亿元]	2.92	3.10	4.49	4.03
刚性债务[亿元]	18.35	15.52	21.15	33.40
所有者权益 [亿元]	11.01	17.85	18.40	18.78
营业收入[亿元]	75.70	98.49	118.11	88.11
净利润 [亿元]	0.30	0.39	0.34	0.19
EBITDA[亿元]	1.04	1.13	1.03	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.41	-6.95	-1.60	-0.61
投资性现金净流入量[亿元]	-0.10	-0.27	-0.03	0.04
资产负债率[%]	68.80	57.20	61.77	70.87
权益资本与刚性债务比率[%]	60.03	115.04	87.01	56.22
流动比率[%]	111.61	141.56	135.88	123.90
现金比率[%]	12.66	13.33	15.89	8.90
利息保障倍数[倍]	2.00	3.07	1.99	—
担保比率[%]	1.33	2.24	—	—
营业周期[天]	81.44	76.60	75.33	-
毛利率[%]	3.72	3.07	2.82	5.20
营业利润率[%]	0.39	0.42	0.39	0.24
总资产报酬率[%]	2.17	2.08	2.09	—
净资产收益率[%]	2.72	2.70	1.86	—
净资产收益率*[%]	2.95	2.73	2.20	—
营业收入现金率[%]	106.54	113.31	107.61	115.73
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-1.92	-29.42	-6.07	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.33	-30.03	-6.07	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.94	4.33	2.71	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.07	0.07	—

注：表中数据依据广州浪奇经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年前三财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) +365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《基础化工行业信用评级方法》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。