

2019 年广东英联包装股份有限公司
可转换公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI-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：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【1072】号 02

债券简称：英联转债

增信方式：保证担保

担保主体：翁伟武、翁
伟炜、翁伟嘉、翁伟博、
柯丽婉、蔡沛依、翁清
钦、罗素华、翁子腾、
许雪妮

债券剩余规模：2.14 亿
元

债券到期日期：2025 年
10 月 21 日

债券偿还方式：对未转
股债券按年计息，每年
付息一次，附债券赎回
及回售条款

分析师

姓名：
高怡 钟继鑫

电话：
0755-82871645

邮箱：
gaoy@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于公司
官方网站。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

2019 年广东英联包装股份有限公司可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	A+	A+
发行主体长期信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 12 月 23 日	2018 年 12 月 11 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对广东英联包装股份有限公司（以下简称“英联股份”或“公司”，股票代码：002846.SZ）及其 2019 年 10 月 21 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 A+，发行主体长期信用等级维持为 A+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到受益于同业并购，公司产能大幅提升，收入增长较快，出口退税率的提高增强了公司的竞争力，且保证担保为本期债券的偿付提供了一定保障；同时中证鹏元也关注到，消费需求增速放缓致使包装行业景气承压，公司竞争压力将加大，公司产品盈利水平波动较大，产能扩张较快，面临较大的资本支出压力，未来新增产能能否顺利消化存在不确定性，有息债务规模迅速上升，偿债压力增大等风险因素。

正面：

- 受益于同业并购，公司产能大幅提升。受益于收购佛山宝润金属制品有限公司（以下简称“佛山宝润”）、山东旭源包装制品有限公司（以下简称“山东旭源”）、广东满贯包装有限公司（以下简称“满贯包装”）及新生产线投产，2018 年公司产能大幅增长。其中并入产能约 21.75 亿片/年，新投产产能约 10.01 亿片/年，2018 年总产能同比增长 96.39%至 64.71 亿片/年。公司核心竞争力得到增强，其在干粉易开盖细分市场领先优势得到进一步提升。
- 公司收入增长较快。受益于同业并购及销售区域的不断拓宽，2018 年及 2019 年 1-9 月，公司分别实现营业收入 81,895.65 万元、83,916.58 万元，分别同比增长

78.85%、64.26%。

- **保证担保为本期债券的偿付提供了一定保障。**公司实际控制人翁伟武、翁伟炜、翁伟嘉、翁伟博、柯丽婉、蔡沛依及其近亲属翁清钦、罗素华、翁子腾、许雪妮为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，为本期债券的偿付提供了一定保障。

关注：

- **消费需求增速放缓致使包装行业景气承压，公司竞争压力将加大。**随经济下行压力的增大，我国消费需求增速放缓，2018 年社会消费品零售总额同比增长 8.98%，增速较 2017 年下降 1.22 个百分点；我国全脂奶粉、软饮料和罐头等快速消费品的产量也呈现不同程度的下降，下游消费的减少直接影响中游包装物的采购，包装行业整体景气承压。
- **公司产品盈利水平波动较大。**公司产品盈利水平受原材料采购价格波动影响较大。2018 年采购价大幅上涨，公司盈利承压，综合毛利率为 18.30%，同比下降 3.60 个百分点。2019 年 1-9 月，受益于金属制品出口退税率大幅提高及原材料采购价小幅回落，公司毛利率上升至 22.34%。未来需持续关注原材料价格波动及出口退税率的变化对公司产品盈利水平的影响。
- **公司产能扩张较快，面临较大的资本支出压力，未来新增产能能否顺利消化存在不确定性。**截至 2019 年 9 月末，公司主要在建项目预计总投资为 7.77 亿元，尚需投入 6.80 亿元，其中 2020 年计划投入 4.23 亿元，公司面临较大的资本支出压力。达产后新增产能约 104.17 亿片/年，未来能否顺利消化存在不确定性。
- **公司有息债务规模迅速上升，偿债压力增大。**随着营运规模的扩大，公司及子公司更多的需求银行借款来补充营运资金。2018 年公司债务规模迅速上升，资产负债率由 2017 年末的 23.05% 上升至 2018 年末的 45.67%。截至 2019 年 9 月末，公司有息债务规模为 2.90 亿元，较 2017 年末增长 2.73 亿元，偿债压力增大。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 9 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	130,260.43	112,250.72	69,911.66	39,006.37
归属于母公司所有者权益合计	63,560.25	56,808.66	52,586.27	28,599.09
有息债务	28,981.78	20,565.13	1,666.25	1,960.00
资产负债率	47.68%	45.67%	23.05%	26.68%

流动比率	1.17	1.06	2.24	1.96
速动比率	0.71	0.70	1.50	1.46
营业收入	83,916.58	81,895.65	45,789.80	33,965.83
营业利润	8,131.54	5,294.48	4,990.48	6,344.53
净利润	6,744.43	4,424.24	4,542.22	5,541.99
综合毛利率	22.34%	18.30%	21.90%	30.25%
总资产回报率	-	6.35%	9.82%	18.43%
EBITDA	-	9,163.28	7,147.54	7,842.81
EBITDA 利息保障倍数	-	17.05	80.80	382.39
经营活动现金流净额	11,282.80	8,840.91	2,498.98	5,458.56

注：2016 年数据采用 2017 年期初数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年10月21日发行6年期2.14亿元可转换公司债券，募集资金计划用于收购满贯包装76.60%股权及投入智能生产基地建设项目。

根据公司2019年11月13日公告，公司发行本期债券共收到募集资金20,275.34万元（扣除发行相关费用1,124.66万元），拟以募集资金16,178.35万元置换预先已投入募投项目的自筹资金，其中置换收购满贯包装股权资金11,131.34万元，置换智能生产基地建设项目5,047.01万元¹。截至2019年11月19日，公司已完成收购资金置换11,131.34万元，本期债券募集资金专户余额为9,144.00万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东、实际控制人均未发生变化。2019年4月26日，因部分股权激励对象离职，公司回购其所持已获授但尚未解锁的限制性股票10.88万股，回购价格为10.95元/股。2019年5月20日，公司限制性股票回购完成注销，公司注册资本由原来的19,464.32万元变更为19,453.44万元。

截至2019年11月末，公司注册资本及实收资本均为19,453.44万元。控股股东仍为翁伟武，持有公司29.71%的股份。实际控制人为翁氏家族的翁伟武、翁伟炜、翁伟嘉、翁伟博、蔡沛依、柯丽婉，为一致行动人，持股比例合计69.05%。截至2019年10月末，公司实际控制人质押股份合计7,831.64万股，占持股总数的58.27%。

表1 截至2019年9月30日公司前十名股东持股情况

序号	股东名称	股份数量（万股）	股权比例（%）
1	翁伟武	5,779.20	29.71
2	翁伟炜	2,755.20	14.16
3	翁伟嘉	1,747.20	8.98
4	翁伟博	1,411.20	7.25
5	蔡沛依	1,344.00	6.91
6	方平	643.89	3.31
7	柯丽婉	403.20	2.07
8	王洁	163.94	0.84

¹ 实际支付满贯包装对价为12,256.00万元，由于募集资金已支付债券发行相关费用，只能置换股权资金11,131.34万元。公司用于置换智能生产基地建设项目的资金来源于公司提供给全资子公司汕头市英联金属科技有限公司的委托贷款。根据2019年11月13日公告，公司使用本期债券募集资金9,144.00万元向汕头市英联金属科技有限公司提供委托贷款。

9	尹定洪	48.98	0.25
10	鄢梅	48.40	0.25
合计		14,345.21	73.74

注：以上持股数量均为四舍五入后列示。

资料来源：公开资料

公司主营业务为金属包装产品研发、生产和销售，核心产品为预刻有一定深度的并铆有拉环、开启时能沿着刻线安全打开的金属易开盖。2018年公司合并范围内新增子公司3家。2019年1-9月，公司新设子公司1家，2018-2019年1-9月，合并范围内子公司无减少。截至2019年9月末，纳入合并范围的子公司共6家。

表2 2018年及2019年1-9月公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式	纳入合并范围时间
汕头市英联金属科技有限公司	100%	3,228	收购	2018 年
英联国际（香港）有限公司	100%	500 万港币	投资设立	2018 年
广东满贯包装有限公司	76.6%	5,000	收购	2018 年
英联金属科技（扬州）有限公司	100%	20,000	新设	2019 年 1-9 月

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表

三、运营环境

受下游消费需求增速放缓影响，快速消费品行业产量下降，包装行业景气承压

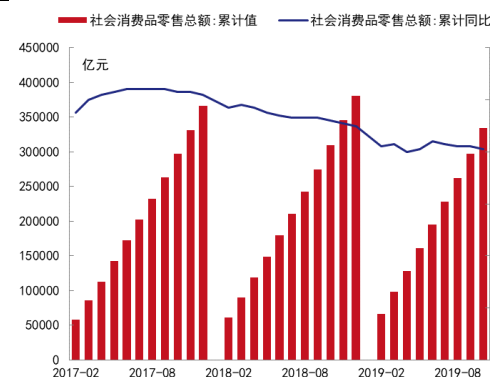
金属易开盖行业是金属包装行业的细分领域，与快速消费品行业发展密切相关，也与宏观经济形势、下游消费需求有高度关联性。我国快速消费品行业中饮料行业应用金属包装的占比最高，约占比14%；金属包装具有环保、回收利用高、机械性能好、阻隔性能优异、保质期长、易于实现自动化生产、装潢精美、形状多样等优点，在快速消费品的生产制造领域得到广泛使用。

从下游需求来看，我国已步入了消费结构升级、实物消费与服务消费并重的发展轨道，消费者更加关注自身生活品质的提升。随经济下行压力的增大，我国消费需求增速放缓。2018年，我国社会消费品零售总额为380,986.85亿元，同比增长8.98%，增速较2017年下降1.22个百分点；2019年1-10月，社会消费品零售总额同比增长8.10%，增速持续下降。

进入21世纪以来，我国快速消费品行业快速发展，带动金属包装产品需求提升。但近年随下游消费需求增速的放缓，部分快消品产量下滑，对金属包装行业发展造成一定负面影响。2018年以来，我国全脂奶粉、软饮料和罐头产量均呈现不同程度的下降。产量下降

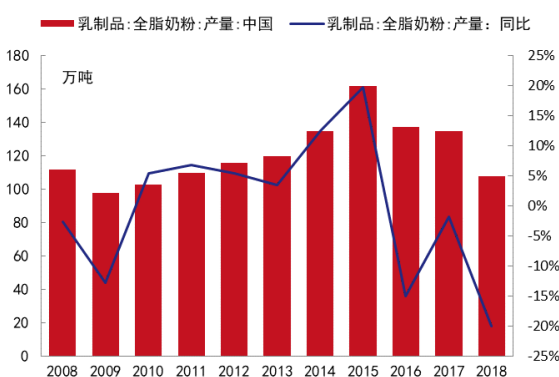
将直接减少对包装物采购，包装行业景气整体承压。

图1 近年我国消费增速持续放缓



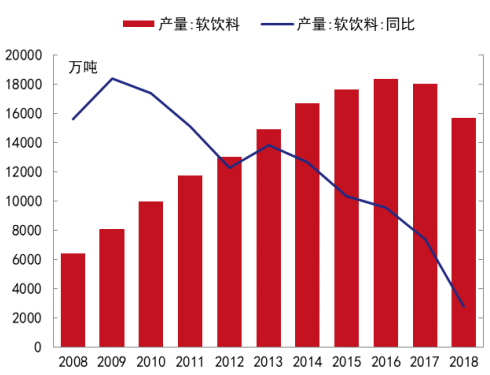
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 2017-2018年我国全脂奶粉产量下降



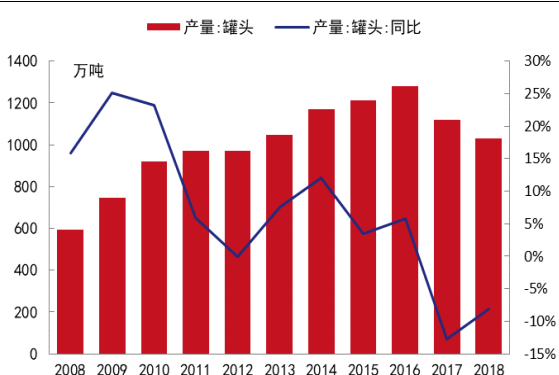
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 近年我国软饮料产量持续减少



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 近年罐头产量增速波动下滑



资料来源：Wind，中证鹏元整理

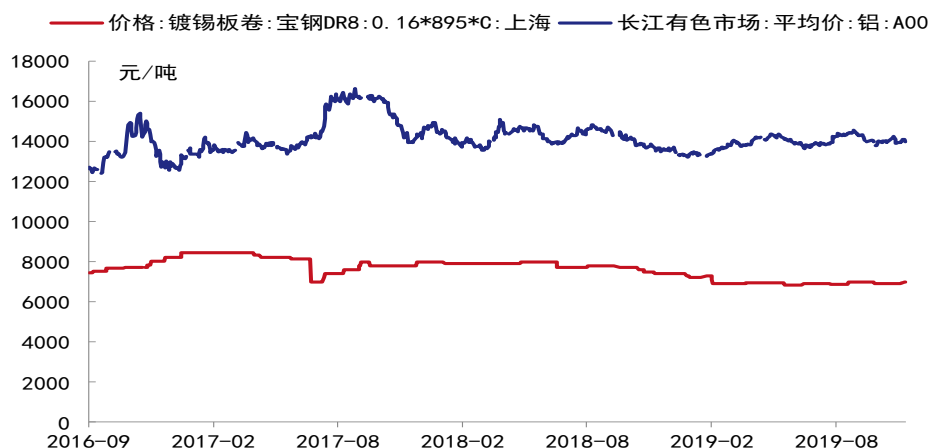
2018年以来，马口铁、铝价格维持波动下降趋势，金属易开盖行业成本端压力减弱

金属易开盖行业直接客户以制罐类包装企业为主，下游主要是饮料、食品等消费品行业，因下游企业集中度较高，竞争非常激烈，金属包装企业向下的成本转嫁能力弱，产品盈利水平易受原材料价格波动影响。

金属易开盖的原材料主要为马口铁、铝材等原材料冶炼、加工行业，其价格受钢铁、铝的大宗商品价格影响而有所波动。在环保政策边际放松、产能置换项目投入使用下，行业产量较快增长，供给偏紧得到缓解，2018年四季度以来钢价呈现下降趋势。

从终端价格来看，2018年，马口铁（镀锡板卷）、铝价格维持波动下降趋势；2019年9月末，马口铁（镀锡板卷）、铝价格较2017年月末分别下降12.50%、13.37%，金属易开盖行业成本端压力减弱。

图5 2018年以来马口铁（镀锡板卷）、铝价格维持波动下降趋势



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

金属易开盖行业竞争激烈、行业准入门槛低

金属易开盖国内生产企业较为分散、同质化严重，行业内以小规模企业为主。行业准入门槛较低，资本投入周期较短。

行业整体竞争激烈。除行业内自有竞争外，行业面临一定的下游延伸冲击。个别大型罐厂自行生产易开盖产品，一方面，可避免易开盖供应商供应不及时；另一方面，可满足自身产品定制化配套需求。延伸包装产线的战略对金属易开盖行业有一定冲击。

2018年以来，政策利好金属易开盖出口，相关金属制品的出口退税率提高至13%，外销或将成为行业新的盈利增长点

政策方面，近年我国持续加大对金属制品出口的支持力度。2018年9月，财政部、税务总局《关于提高机电、文化等产品出口退税率的通知》发布，将玄武岩纤维及其制品、安全别针等产品出口退税率提高至9%；2018年10月，出口退税支持力度加大，《关于调整部分产品出口退税率的通知》发布，润滑剂、航空器用轮胎、碳纤维、部分金属制品等产品的出口退税率提高至13%。

2018年以来，金属易开盖适用于盖子、瓶帽、螺口塞封志等包装用附件的商品，出口退税率从5%提高至13%，政策鼓励金属易开盖行业出口外销，利好行业发展，外销或将成为金属易开盖行业新的盈利增长点。

四、经营与竞争

公司主要从事快速消费品易开盖的研发、生产和销售，其产品根据应用领域，主要分为干粉、罐头、饮料、日化用品易开盖等四大系列。2018年及2019年1-9月，公司分别实

现营业收入81,895.65万元、83,916.58万元，分别同比增长78.85%、64.26%。2018年以来，由于收购在奶粉易撕盖（属于干粉易开盖系列）领域有较强竞争优势的满贯包装及铁质罐头易开盖产能的提升，公司营业收入快速增长。从收入构成看，公司销售的产品以干粉、罐头、饮料易开盖为主，2019年1-9月，三者合计占营业总收入的比重达81.60%。

2018年，公司综合毛利率为18.30%，较上年下降3.60个百分点，主要系铝材、马口铁等原材料采购价格涨幅较大，增加了公司生产成本。2019年1-9月，采购价格有所下降，公司提高高毛利率产品生产比例，叠加金属制品出口退税率的提高，公司综合毛利率增长至22.34%。

表3 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品系列	2019年1-9月		2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
干粉易开盖	29,178.88	31.60%	22,391.68	28.13%	12,202.72	30.06%
罐头易开盖	22,089.71	26.31%	17,661.60	17.73%	13,601.75	20.54%
饮料易开盖	17,209.87	6.16%	24,311.25	10.99%	9,542.17	15.79%
日化用品易开盖	973.24	45.19%	1,476.98	40.70%	1,621.25	38.96%
其他产品	9,246.00	22.30%	11,030.63	19.42%	8,821.90	16.18%
主营业务收入合计	78,697.69	23.63%	76,872.14	19.31%	45,789.80	21.90%
其他业务	5,218.89	2.98%	5,023.50	2.90%	0.00	0.00%
营业收入合计	83,916.58	22.34%	81,895.65	18.30%	45,789.80	21.90%

注：其他产品指用于三片罐及非金属罐的配套金属底盖，其他业务为销售金属废料。

资料来源：公司提供

受益于同业并购及新生产线投产，2018年公司产能大幅提升，其在干粉易开盖市场领先优势得到进一步提升

公司通过同业并购及新建生产线，不断提升公司的产量及销量，提高公司在行业内的竞争力。2017-2018年，公司收购以罐头易开盖生产为主的佛山宝润、以饮料易开盖生产为主的山东旭源、以干粉易开盖生产为主的满贯包装，外加新生产线投产，公司2018年产能大幅提升，其中并入产能约21.75亿片/年，新投产产能约10.01亿片/年。公司生产设备可以根据需要更换模具以生产不同种类的易开盖。2018年以来由于合并范围的增加以及饮料易开盖订单增多，公司根据市场需求调整生产计划，将部分其他类型生产线调整为饮料易开盖生产线，饮料易开盖产能大幅增长。

公司对干粉易开盖技术进行升级改造，部分落后产能阶段性停产，同时部分新增设备仍处于调试阶段未达到理论产能，导致干粉易开盖产能利用率较低，2018年同比下降17.95个百分点。除此之外，2018年公司其他产品产能利用率均达80%以上，且同比小幅提高，

总体产能利用率继续维持在较高水平。

表4 公司2017-2019年9月主要产品产能、产量、销量情况（单位：亿片）

2019年1-9月					
产品类别	年产能	产量	销量	产能利用率	产销率
干粉易开盖	20.75	10.03	10.01	-	99.86%
罐头易开盖	21.24	13.75	13.75	-	100.05%
饮料易开盖	35.60	24.38	23.30	-	95.57%
日化用品易开盖	1.07	0.66	0.57	-	87.21%
合计	78.65	48.81	47.64	-	-
2018年					
产品类别	年产能	产量	销量	产能利用率	产销率
干粉易开盖	16.18	11.02	10.00	68.10%	90.70%
罐头易开盖	12.17	11.40	11.31	93.67%	99.15%
饮料易开盖	35.38	32.84	32.23	92.81%	98.15%
日化用品易开盖	0.98	0.87	0.84	88.78%	96.35%
合计	64.71	56.13	54.38	-	-
2017年					
产品类别	年产能	产量	销量	产能利用率	产销率
干粉易开盖	7.16	6.17	6.09	86.05%	98.77%
罐头易开盖	10.78	8.69	8.93	80.62%	102.72%
饮料易开盖	13.81	12.63	11.56	91.44%	91.52%
日化用品易开盖	1.20	0.95	0.99	79.14%	104.22%
合计	32.95	28.44	27.57	-	-

注：该表内饮料易开盖产能产量数据包括了佛山宝润为外部机构代工生产的饮料盖数据。

资料来源：公司提供

收购满贯包装后，公司产品线进一步丰富，销售区域不断拓宽，且出口退税率的提高增强了公司的竞争力

公司核心产品为预刻有一定深度的刻线并铆有拉环、开启时能沿着刻线安全打开的金属易开盖，应用于快速消费品包装。公司在实现干粉易开盖市场占有率领先的情况下、扩大了罐头易开盖市场规模，并加大国内饮料及啤酒易开盖市场的开拓力度，实现多应用领域产品全面共同发展。公司持续关注金属易开盖相关细分行业并购重组的机会，实现外延式增长。2018年成功收购了满贯包装后，公司产品线进一步丰富。

表5 易开盖细分市场主要企业

产品分类	主要企业
干粉易开盖	英联股份、深圳友鹏
罐头易开盖	义乌易开盖、英联股份、昌鸿制盖

饮料易开盖 厦门保沣、广东柏华、福建鼎盛、英联股份

日化用品易开盖 英联股份

资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司销售区域不断拓宽，已覆盖全国各地及全球近30个国家和地区。2017-2018年及2019年1-9月公司出口销售收入占比分别为29.74%、24.91%和29.23%，总体上有所下降，主要系新增合并子公司海外业务占比较小所致。公司将出口销售作为未来发展的重点方向，2019年1-9月出口销售收入占比较2018年小幅上升。2019年由于金属制品行业出口退税率由5%提高至13%，出口销售业务毛利率较快提升，增强了公司的竞争力。

表6 公司国内、出口销售收入及毛利率情况（单位：万元）

收入分类	2019年1-9月		2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
国内销售	55,691.72	20.58%	57,720.92	18.03%	32,170.98	21.27%
出口销售	23,005.97	31.01%	19,151.22	23.17%	13,618.82	23.37%

资料来源：公司提供

销售客户方面，按照经营业务划分，可分为快速消费品制造企业、金属罐生产商、金属包装产品中间商。快速消费品制造企业通过向公司采购易开盖用于自身产品包装，如雅士利、庄臣同大等。金属罐生产商采购易开盖用于生产两片罐、三片罐，如中粮包装、嘉美等。随着销售规模的增长，公司客户集中度小幅提高，2018年公司前五大客户合计销售比重为25.42%，较2017年提高8.99个百分点。

从产品单价来看，干粉易开盖均价上涨明显，主要系收购满贯包装后，公司干粉易开盖生产技术实力增强，提高了高附加值产品的生产比例。易开盖行业内以中小型企业为主，同业竞争较为激烈，罐头、饮料易开盖价格变化较小，但由于原材料成本的上涨，2018年该等产品毛利率有所下降。

表7 公司2017-2019年9月主要产品单价信息（单位：元/片）

产品类别	2019年1-9月均价	2018年均价	2017年均价
干粉易开盖	0.291	0.224	0.200
罐头易开盖	0.161	0.156	0.152
饮料易开盖	0.082	0.087	0.104
日化用品易开盖	0.170	0.176	0.163

注：该表内饮料易开盖均价不包括佛山宝润为外部机构代工生产的饮料盖价格，代工产品仅收取加工费。

资料来源：公司提供

公司为提升市场竞争力，不断丰富产品种类及生产线，产能扩张较快，未来新增产能能否顺利消化存在一定不确定性

公司为扩大市场占有率，近年来不断加大在金属易开盖领域的投资，不断丰富产品种

类，完善产品线。但值得注意的是，消费需求增速放缓致使包装行业景气承压，公司竞争压力将加大，其生产规模不大，抗风险能力较弱。

截至2019年9月末，公司在建项目主要为本期债券募投项目与饮料易开盖项目，预计总投资为7.77亿元，尚需投入6.80亿元，其中2020年计划投入4.23亿元，公司面临较大的资本支出压力。建成后新增产能约104.17亿片/年，未来新增产能能否顺利消化存在一定不确定性。

本期债券募投项目主要为公司新建的厂房，预计承接公司本部及子公司现有生产线。建成后52.84亿片/年产能主要为置换老厂区现有产能及其后续释放的产能，预计新增产能8.67亿元/年。饮料易开盖项目为子公司英联金属科技（扬州）有限公司在建的生产基地，该项目位于江苏省扬州市，主要建设内容为建筑工程、设备搬迁及设备购置。项目完工后将拥有近131亿片/年的产能，包括拟引进的子公司佛山宝润4条饮料盖生产线及其配套设施，拟采购的4条高速自动化饮料盖生产线及相关软硬件配套设施，预计新增产能95.50亿片/年。

表8 截至2019年9月末公司主要在建项目（单位：万元、亿片/年）

项目名称	预计总投资	已投	2020年计划投入	建成后产能	新增产能
智能生产基地建设	21,915.00	5,888.26	13,111.52	52.84	8.67
饮料易开盖项目	55,815.00	3,826.42	29,237.75	131.00	95.50
合计	77,730.00	9,714.68	42,349.27	183.84	104.17

资料来源：公司提供

随原材料价格的波动下降，公司成本端压力有所减弱；公司原材料采购渠道相对稳定，前五大供应商采购有所下降但占比仍较高

近年来，随着公司业务规模的持续扩大，原材料的需求量不断提高，稳定的采购渠道和采购成本控制，对公司生产经营与最终盈利具有重要意义。公司原材料主要为铝材和马口铁，其他材料主要为铝箔、涂料、密封胶和包装材料等，所占比例较小。2018年及2019年1-9月，公司原材料合计占成本比重仍超过80%。2019年1-9月由于公司铁盖销量较大，马口铁采购占比增加。

表9 2017-2019年9月原材料占成本的比重（单位：万元）

构成	2019年1-9月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
铝材	18,256.83	30.38%	31,681.88	51.08%	11,633.42	42.44%
马口铁	27,503.22	45.76%	14,450.07	23.30%	7,675.84	28.01%
其他	3,430.31	5.71%	4,798.55	7.74%	3,312.09	12.08%
合计	49,190.35	81.84%	50,930.50	82.11%	22,621.35	82.53%

资料来源：公司提供

公司当期生产产品所需的主要原材料采购周期较长，如铝盖材的采购周期通常为30-45天，铝拉环料和马口铁盖材的采购周期为60天左右，从稳定公司生产经营出发，需维持一定规模的原材料安全库存，且采购过程存在一定的时耗。公司采购价格变化较原材料镀锡板卷及铝锭价格变化有一定的滞后性。2018年，公司原材料成本端受2017年镀锡板卷及铝锭价格持续上涨影响而存在较大压力。2018年原材料价格波动下降，2019年以来，公司原材料平均采购价格出现回落，成本端压力有所减弱。

表10 2017-2019年9月主要原材料采购均价（单位：元/吨）

构成		2019 年 1-9 月		2018 年		2017 年	
		均价	变动	均价	变动	均价	变动
铝材	盖材	17,598.10	-2.04%	17,964.26	16.63%	15,402.20	12.30%
	拉环材	18,684.90	-2.83%	19,229.65	-2.73%	19,768.46	4.43%
	铝箔	47,595.30	-5.73%	50,485.49	-0.27%	50,621.08	4.44%
马口铁	盖材	6,166.45	0.48%	6,136.92	13.05%	5,428.76	22.77%
	拉环材	6,562.53	4.85%	6,258.69	16.00%	5,388.49	15.94%

资料来源：公司提供

近年公司与主要供应商合作关系稳定，2018年及2019年1-9月前五名供应商采购金额占总采购比重分别为47.24%、40.17%，集中度呈现下降趋势但仍较高。随着公司产量的增长，采购总量也出现增长，公司通过充分询价对比引入更多的产品供应商充分竞争，一方面为降低成本，另一方面可减少单一供应商的依赖。但公司生产所需的马口铁有镀锡与镀铬两种，能满足随时在镀锡与镀铬两种型号中互换的供应商较少，再叠加价格等因素，导致采购的集中度仍较高。

表11 2017-2019年9月公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

供应商名称	2019 年 1-9 月采购额	占 1-9 月采购总额比例
江门百得利包装材料有限公司	7,252.94	11.20%
中山中粤马口铁工业有限公司	5,619.54	8.68%
丽岛新材料及关联方小计	4,651.46	7.18%
河南中孚高精铝材有限公司	4,245.74	6.56%
明泰及关联方小计	4,244.90	6.56%
合计	26,014.58	40.17%
供应商名称	2018 年采购额	占年度采购总额比例
苏州斯莱克精密设备股份有限公司	11,228.43	14.94%
江门百得利包装材料有限公司	8,158.35	10.85%
明泰实业及其关联方小计	6,327.67	8.42%
丽岛新材料及关联方小计	5,004.36	6.66%
中山中粤马口铁工业有限公司	4,784.63	6.37%

合计	35,503.44	47.24%
供应商名称	2017 年采购额	占年度采购总额比例
嘉美及关联方小计	5,134.21	16.21%
Scan及关联方小计	4,416.36	13.94%
佛山市南海区占美金属有限公司	2,999.30	9.47%
PROCAN	2,083.01	6.58%
中粮包装及关联方小计	1,906.71	6.02%
合计	16,539.59	52.22%

资料来源：公司提供

外延式收购进一步增强了公司的核心竞争力

2017 年以来公司通过外延并购，实现产能扩大，不断提升公司竞争力，陆续收购佛山宝润、山东旭源、汕头市英联金属科技有限公司（原名“汕头市力根纺织有限公司”，以下简称“英联金属”）和满贯包装。

佛山宝润在被收购前，账面处于亏损状态，其中 2016 年营业收入 13,000.99 万元，净亏损 1,157.44 万元，2017 年 1-6 月营业收入 6,565.39 万元，净亏损 247.18 万元。佛山宝润经评估（评估基准日 2017 年 6 月 30 日）后的总资产 9,523.36 万元，净资产为 830.36 万元。公司于 2017 年 8 月出资 600 万元收购佛山宝润 75% 股权（无商誉），并按持股比例增资 3,000 万元。

佛山宝润成立于 2011 年，是一家专门从事生产、加工、销售铝质易拉盖和底盖的企业，已为国内诸多品牌企业（如红牛、旺旺、银鹭、养元、达利园、王老吉、启力、喜多多等）提供产品。公司对其进行收购后，利用自身资金优势及佛山宝润客户资源，对生产设备进行升级换代，提高生产效率，降低生产成本。2018 年，佛山宝润实现营业收入 25,872.88 万元，净利润 287.16 万元。

山东旭源成立于 2017 年 5 月，于 2017 年 9 月于公司达成收购协议。公司出资 500 万元收购山东旭源 100% 股权。协议达成日，山东旭源注册资本及实收资本均为 500 万元，因其成立时间较短，收购未形成商誉。截至 2018 年末，山东旭源总资产 3,926.75 万元，净资产 2,294.44 万元；2018 年，山东旭源营业收入 5,818.89 万元，净利润 499.28 万元。2018 年 5 月，公司以自有资金 5,600 万元向翁伟武购买其持有的英联金属 100% 股权。英联金属自成立以来，除购买土地外未开展实质性业务，评估日其总资产及净资产均为 5,815.55 万元，主要由两宗土地使用权构成，收购未形成商誉。截至 2019 年 9 月末，英联金属仍未开展实质性业务。

2018 年 11 月，公司完成对满贯包装 76.60% 的股权收购，支付转让价款 12,256.00 万元，形成商誉 3,424.73 万元。满贯包装成立于 2002 年，作为国内较早进入奶粉易撕盖领域的企

业，其在奶粉易撕盖的技术研发、操作工艺和生产经验等方面优势突出。主要客户包括奥瑞金、中粮包装、大满集团、吉盛制罐等。2018年，满贯包装实现收入23,597.30万元，同比增长46.95%。

表12 满贯包装主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
总资产	23,471.09	17,913.22
所有者权益	10,588.21	7,430.25
营业收入	23,597.30	16,058.46
营业利润	2,985.18	1,778.04
净利润	2,344.91	1,596.92
资产负债率	54.89%	58.52%
综合毛利率	27.82%	29.34%
经营活动现金流净额	3,570.27	1,166.08

资料来源：满贯包装2018年审计报告

公司与满贯包装签订的股权转让协议包含盈利预测补偿条款，条款约定满贯包装2018-2020年净利润（扣除非经常性损益前后孰低）不低于1,800.00万元、2,000.00万元、2,200.00万元。若低于上述净利润，则满贯包装原股东黎泽棉需对公司进行补偿。2018年满贯包装实现净利润2,344.91万元，已达到业绩承诺要求。

公司收购山东旭源、满贯包装后，利用子公司客户资源及细分领域技术优势，结合公司自身的资金及销售网络优势，进一步增强了公司的核心竞争力。

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立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，以及未经审计的2019年1-9月财务报表，报表均采用新会计准则编制。2018年、2019年1-9月，公司合并范围内新增子公司3家、1家，详见表2。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，资产质量有所下降

近年公司资产规模快速增长。截至2019年9月末，公司资产规模为13.03亿元，较2017年末增长86.32%，主要系同业并购、融资规模的增加及未分配利润积累所致。从资产结构看，截至2019年9月末，公司非流动资产占比为55.14%。

截至2018年末，公司货币资金余额为5,641.47万元，其中2,945.92万元货币资金为保证金及质押定期存款，无存放于境外且资金汇回受到限制的货币资金。2018年末货币资金规模较上年末增长113.08%，主要系发行激励员工的限制性股票收到资金所致。截至2018年末应收账款规模为19,887.55万元，其中账龄在1年以上的应收款占比为4.39%，这部分账款存在较大回收风险。近年，公司下游客户信用账期拉长，导致公司应收账款增长较快，2019年9月末，公司应收账款比2018年末增加11.45%。公司存货主要为原材料、库存商品，2018年末占比分别为43.63%、33.58%。公司产品种类丰富及原材料采购周期较长等因素决定公司需保持较高规模的存货储备，但大规模库存对营运资金形成一定占用。2018年公司存货规模大幅增长，主要系收购子公司纳入合并范围所致；2019年1-9月，公司库存持续增加，主要系公司持续备货所致。

截至2018年末，公司固定资产净额为38,090.65万元，其中房屋建筑物和机器设备占比分别为19.02%和79.05%；在建工程账面价值为10,798.76万元，主要为公司首次公开发行股票（IPO）募投项目。2018年末公司固定资产和在建工程均有所增长，主要系英联金属、满贯包装纳入合并范围以及公司在建项目的持续推进所致。公司无形资产主要为土地使用权，2019年9月末账面价值为8,748.87万元，较2017年末大幅增长，主要缘于公司2018年收购英联金属取得2宗土地使用权以及其土地评估增值，2019年英联金属购入1宗土地使用权。2019年1月，根据汕头市政府部门相关规划调整方案，公司注册地所在地块用地性质自工业用途调整为二类住宅用地、商业、娱乐用地等，公司主要生产经营场所存在搬迁的风险。

公司商誉为2018年并入满贯包装所形成，为3,424.73万元。公司其他非流动资产主要为在建项目预付设备采购款，随项目建设有所波动。截至2019年9月末，公司受限资产为26,971.54万元，占当期末净资产的比重为39.58%，规模较大，且受限比重较2018年末提高15.93个百分点，公司资产质量有所下降。。

总体来看，由于外延并购、融资规模的增加及未分配利润的积累，公司资产规模增长较快，应收账款及存货对公司资金存在一定占用，受限资产规模较大，公司资产质量有所下降。

表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年9月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7,115.21	5.46%	5,641.47	5.03%	2,647.61	3.79%
应收账款	22,164.94	17.02%	19,887.55	17.72%	10,238.90	14.65%

存货	23,261.79	17.86%	16,544.85	14.74%	11,528.66	16.49%
流动资产合计	58,433.67	44.86%	48,612.22	43.31%	34,766.02	49.73%
固定资产	37,266.97	28.61%	38,090.65	33.93%	20,652.70	29.54%
在建工程	18,431.07	14.15%	10,798.76	9.62%	3,308.89	4.73%
无形资产	8,748.87	6.72%	9,043.44	8.06%	1,578.05	2.26%
商誉	3,424.73	2.63%	3,424.73	3.05%	0.00	0.00%
其他非流动资产	3,186.85	2.45%	1,498.92	1.34%	9,349.94	13.37%
非流动资产合计	71,826.76	55.14%	63,638.50	56.69%	35,145.64	50.27%
资产总计	130,260.43	100.00%	112,250.72	100.00%	69,911.66	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资产运营效率

公司整体资产周转效率仍较低

公司下游客户以快速消费品企业和金属罐制造企业为主，数量众多且主要合作对象经营实力较强，销售以现金、票据结算为主。对有长期稳定业务关系、信誉良好的客户，公司给予最高90天的信用期限，但对业务量较少的客户，公司采取预收或现销的销售政策。

2018年公司应收账款周转天数和存货周转天数较上年下降，主要为公司加强了对应收账款及存货的管理力度。公司应付账款主要为应付原材料和设备供应商款项，以现金、银行承兑汇票结算，结算期限在90天以内。2018年公司应付账款周转天数小幅下降。综合以上原因，公司2018年净营业周期有所缩短，但整体看，公司资产运营效率仍较低。

2018年，由于公司收入规模大幅提升，流动资产及固定资产周转天数均有所缩短，总资产周转效率小幅提升，但仍相对较低。

表14 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018 年	2017 年
应收账款周转天数	72.15	79.49
存货周转天数	75.53	83.05
应付账款周转天数	82.59	85.53
净营业周期	65.09	77.01
流动资产周转天数	183.26	213.49
固定资产周转天数	129.11	139.17
总资产周转天数	400.38	428.16

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入规模持续增长，内外延式扩张使公司收益前景面临较好预期，但产品盈利水平受原材料采购成本影响波动较大

受益于同业并购、新生产线投产及下游需求的增长，2018年及2019年1-9月公司实现营业收入分别81,895.65、83,916.58万元，同比增长分别为78.85%、64.26%。内外延式扩张使公司收益前景面临较好预期。未来随着在建项目投产，产能规模将进一步扩大，需关注在建产能后续消化压力。

2018年公司综合毛利率较低，主要系原材料采购价格上涨较快。2019年1-9月，公司调整产品结构，提高高毛利产品生产占比，外加金属制品出口退税率的大幅提高以及采购价的小幅回落，公司综合毛利率显著回升。

2018年以来公司收入增长较快，但由于原材料成本较高，公司2018年净利润较上年变化不大。2019年1-9月随着毛利率的提高，净利润较2018年全年增长52.44%。

表15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-9月	2018年	2017年
营业收入	83,916.58	81,895.65	45,789.80
营业利润	8,131.54	5,294.48	4,990.48
利润总额	8,125.76	5,248.81	5,260.04
净利润	6,744.43	4,424.24	4,542.22
综合毛利率	22.34%	18.30%	21.90%
期间费用率	12.10%	11.19%	11.43%
营业利润率	9.69%	6.46%	10.90%
总资产回报率	-	6.35%	9.82%
净资产收益率	-	7.71%	11.03%
营业收入增长率	64.26%	78.85%	34.81%
净利润增长率	265.37%	-2.60%	-18.04%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，但由于产能扩张较快，公司依然面临较大的资本支出压力

由于合并范围增加，2018年公司FFO为8,728.61万元，同比增长33.81%，经营活动获取现金能力提升。由于公司应付款项的大幅上涨，营运资本对公司资金的占用减少，2018年经营活动净现金流为8,840.91万元，同比增长253.78%。

公司投资活动现金流出主要为购买银行保本理财产品、并购现金支出、以及在建项目

投入。近年随着对外投资规模增长及在建项目逐步投入，公司投资活动现金净流出规模持续较大，2018年净流出规模为19,692.69万元。

由于持续的并购及扩产能，公司对资金有较大需求。2018年，公司通过银行取得借款15,721.00万元，其中短期借款占比为91.45%；筹资活动产生的现金流量净额为12,207.62万元。

公司近年来通过新建生产线和收购子公司以持续扩大公司产品产能、丰富产品类别、完善产品线。截至2019年9月末，公司在建项目尚需投入6.80亿元，面临较大资本支出压力。

表16 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
净利润	4,424.24	4,542.22
非付现费用	4,186.35	1,882.03
非经营损益	118.02	98.99
FFO	8,728.61	6,523.24
营运资本变化	-724.55	-3,724.85
其中：存货减少（减：增加）	-1,947.34	-3,025.56
经营性应收项目的减少（减：增加）	-4,704.33	-760.13
经营性应付项目的增加（减：减少）	5,927.12	60.84
经营活动产生的现金流量净额	8,840.91	2,498.98
投资活动产生的现金流量净额	-19,692.69	-21,211.18
筹资活动产生的现金流量净额	12,207.62	16,734.44
现金及现金等价物净增加额	1,512.19	-2,253.28

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模大幅上升，偿债压力增大

受同业并购影响，公司负债规模及所有者权益均大幅增长，且随着生产规模的扩大，公司及子公司经营性应付款及融资规模增长较快。受上述因素影响，公司产权比率总体呈快速增长，权益对负债的保障水平快速下降，2019年9月末产权比例为91.13%，较2017年末增加61.17个百分点。

表17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年 9 月	2018 年	2017 年
负债总额	62,107.87	51,260.84	16,117.65

所有者权益	68,152.56	60,989.88	53,794.00
产权比率	91.13%	84.05%	29.96%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

流动负债方面，2018年末，公司短期借款为14,341.00万元，同比增加12,771.00万元。公司及子公司持续通过银行借款补充营运资金，不存在逾期未偿还借款。2018年末，公司应付票据及应付账款规模为20,249.40万元，同比增长93.82%。其中应付票据全部为银行承兑汇票；应付账款则主要为应付原材料及设备供应商款项，期末账面余额为10,343.33万元，其中账龄在一年以内占比为99.88%。2018年末公司其他应付款规模为6,331.49万元，主要为限制性股票回购款和借款。非流动负债方面，截至2019年9月末，公司长期借款8,655.22万元。

表18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年 9 月		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	16,141.86	25.99%	14,341.00	27.98%	1,570.00	9.74%
应付票据	14,448.40	23.26%	9,906.07	19.32%	5,844.69	36.26%
应付账款	10,414.77	16.77%	10,343.33	20.18%	4,602.68	28.56%
其他应付款	3,288.29	5.29%	6,331.49	12.35%	1,601.59	9.94%
流动负债合计	49,841.61	80.25%	45,759.24	89.27%	15,541.41	96.42%
长期借款	8,655.22	13.94%	1,344.00	2.62%	0.00	0.00%
非流动负债合计	12,266.26	19.75%	5,501.60	10.73%	576.24	3.58%
负债总额	62,107.87	100.00%	51,260.84	100.00%	16,117.65	100.00%
其中：有息债务	28,981.78	46.66%	20,565.13	40.12%	1,666.25	10.34%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司有息债务为短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款及长期应付款，其中2018年末长期应付款为应付融资租赁款2,696.68万元。截至2019年9月末有息债务规模为28,981.78万元，占公司负债规模的46.66%，较2017年末大幅增长。有息债务快速增加，公司偿债压力增大。本期债券已于2019年10月21日发行成功，进一步堆高了公司有息债务规模。截至2019年9月末，公司在授信合同有效期内获得的银行授信总额为7.42亿元，未使用额度为3.63亿元。公司当前受限资产不大，银行授信规模尚有一定空间，具有一定融资弹性。从偿还期限来看，2020年公司需偿还1.41亿元，占2019年9月末有息债务本金的48.56%，公司面临一定的短期偿债压力。

表19 截至 2019 年 9 月末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年 10-12 月	2020 年	2021 年	2022 年及以后
本金	4,707.09	14,073.43	1,920.25	8,278.21

资料来源：公司提供

近年，受经营性应付款及增长公司融资规模持续扩大的影响，资产负债率水平快速上升，流动比率及速动比率均呈波动下降趋势。EBITDA规模随公司收入增长而稳步上升，但由于2018年公司债务规模迅速增长，利息支出较大，EBITDA利息保障倍数由80.80大幅下降至17.05，息税前折旧摊销前利润对利息费用的覆盖能力大幅下降。

表20 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年 9 月	2018 年	2017 年
资产负债率	47.68%	45.67%	23.05%
流动比率	1.17	1.06	2.24
速动比率	0.71	0.70	1.50
EBITDA（万元）	-	9,163.28	7,147.54
EBITDA 利息保障倍数	-	17.05	80.80
有息债务/EBITDA	-	2.24	0.23
债务总额/EBITDA	-	5.59	2.25
经营性净现金流/流动负债	0.23	0.19	0.16
经营性净现金流/负债总额	0.18	0.17	0.16

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

公司实际控制人翁伟武、翁伟炜、翁伟嘉、翁伟博、柯丽婉、蔡沛依及其直系亲属翁清钦、罗素华、翁子腾、许雪妮为本期债券的本金及应付利息、因违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人实现债权而产生的一切合理费用提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人承担连带保证责任的期间为本期债券的存续期及到期之日起两年或主债权消灭之日（以先到者为准）。上述担保方式对本期债券的偿付提供了一定保障。

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年9月11日）公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未

偿付或逾期偿付情况。

八、评级结论

公司收购以奶粉易撕盖生产为主的满贯包装，以及扩大铁质罐头易开盖生产，公司干粉、罐头易开盖产能大幅增长，产销情况好，营业收入增长较快，且公司实际控制人翁伟武、翁伟炜、翁伟嘉、翁伟博、柯丽婉、蔡沛依及其近亲属翁清钦、罗素华、翁子腾、许雪妮的保证担保为本期债券的偿付提供了一定保障。

同时中证鹏元也关注到消费需求增速放缓致使包装行业景气承压，公司竞争压力将加大，公司产品盈利水平波动较大，产能扩张较快，面临较大的资本支出压力，未来新增产能能否顺利消化存在不确定性。公司有息债务规模迅速上升，偿债压力增大等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为A+，公司主体长期信用等级维持为A+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019 年 9 月	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	7,115.21	5,641.47	2,647.61	4,309.93
应收账款	22,164.94	19,887.55	10,238.90	6,939.34
存货	23,261.79	16,544.85	11,528.66	4,971.69
固定资产	37,266.97	38,090.65	20,652.70	14,750.76
在建工程	18,431.07	10,798.76	3,308.89	2,603.92
总资产	130,260.43	112,250.72	69,911.66	39,006.37
短期借款	16,141.86	14,341.00	1,570.00	1,960.00
应付票据	14,448.40	9,906.07	5,844.69	3,620.64
应付账款	10,414.77	10,343.33	4,602.68	2,925.47
一年内到期的非流动负债	2,350.48	2,183.45	96.25	0.00
长期借款	8,655.22	1,344.00	0.00	0.00
长期应付款	1,834.22	2,696.68	0.00	0.00
总负债	62,107.87	51,260.84	16,117.65	10,407.29
有息债务	28,981.78	20,565.13	1,666.25	1,960.00
所有者权益合计	68,152.56	60,989.88	53,794.00	28,599.09
营业收入	83,916.58	81,895.65	45,789.80	33,965.83
营业利润	8,131.54	5,294.48	4,990.48	6,344.53
净利润	6,744.43	4,424.24	4,542.22	5,541.99
经营活动产生的现金流量净额	11,282.80	8,840.91	2,498.98	5,458.56
投资活动产生的现金流量净额	-14,438.69	-19,692.69	-21,211.18	-3,961.43
筹资活动产生的现金流量净额	3,318.65	12,207.62	16,734.44	-1,350.01
财务指标	2019 年 9 月	2018 年	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	-	72.15	79.49	90.17
存货周转天数	-	75.53	83.05	67.83
应付账款周转天数	-	82.59	85.53	75.37
净营业周期（天）	-	65.09	77.01	82.63
流动资产周转天数	-	183.26	213.49	179.72
固定资产周转天数	-	129.11	139.17	150.08
总资产周转天数	-	400.38	428.16	371.66
综合毛利率	22.34%	18.30%	21.90%	30.25%
期间费用率	12.10%	11.19%	11.43%	9.72%
营业利润率	9.69%	6.46%	10.90%	18.68%
总资产回报率	-	6.35%	9.82%	18.43%
净资产收益率	-	7.71%	11.03%	20.91%

营业收入增长率	64.26%	78.85%	34.81%	15.42%
净利润增长率	265.37%	-2.60%	-18.04%	22.76%
资产负债率	47.68%	45.67%	23.05%	26.68%
流动比率	1.17	1.06	2.24	1.96
速动比率	0.71	0.70	1.50	1.46
EBITDA（万元）	-	9,163.28	7,147.54	7,842.81
EBITDA 利息保障倍数	-	17.05	80.80	382.39
有息债务/EBITDA	-	2.24	0.24	0.25
债务总额/EBITDA	-	5.99	2.25	1.33
经营性净现金流/流动负债	0.23	0.19	0.16	0.55
经营性净现金流/负债总额	0.18	0.17	0.16	0.52

注：2016 年数据采用 2017 年期初数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末应付票据}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 长期应付款

附录三 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。