

2016 年江苏澳洋顺昌股份有限公司

**可转换公司债券 2018 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【2018】跟踪第
【116】号 01

债券简称：顺昌转债
增信方式：保证担保和
质押担保
担保主体：澳洋集团有
限公司、昆明螺蛳湾投
资发展股份有限公司、
江苏澳洋园林科技发展
有限公司
债券剩余规模：

50,954.61 万元

债券到期日期：2022 年
1 月 22 日

债券偿还方式：对未转
股债券按年计息，每年
付息一次

分析师

姓名：
杨培峰 王海涛

电话：
021-51035670

邮箱：
yangpf@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

2016 年江苏澳洋顺昌股份有限公司可转换公司债券 2018 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	2018 年 04 月 10 日	2017 年 04 月 10 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对江苏澳洋顺昌股份有限公司（以下简称“澳洋顺昌”或“公司¹”）及其 2016 年 1 月 22 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司金属物流配送业务继续稳步增长，LED 业务与锂电池业务规模快速扩张，公司整体资产运营效率及回报率均有所提升；同时我们也关注到，新能源汽车补贴退坡和正极材料价格上涨或对锂电池生产厂商产生一定不利影响，公司 LED 业务客户集中度继续提高，淮安澳洋顺昌光电技术有限公司（以下简称“淮安光电”）未通过高新技术企业认定，公司有息债务规模进一步增长，面临一定即期偿付压力以及存在一定或有负债风险等不利因素。

正面：

- 金属物流配送业务规模继续保持增长。2017 年公司金属物流配送业务产量及销量分别达 41.04 万吨和 41.14 万吨，较上年分别增长 17.59%和 21.00%，分别实现销售收入及毛利 19.13 亿元和 3.03 亿元，较上年分别增长 48.41%和 10.24%。
- LED 与锂电池产能大幅扩张，推动业务收入增长。2017 年，公司 LED 产能增至 1,200 万片/年，实现业务收入 9.97 亿元，较上年增长 166.54%；锂电池产能增至 80 万支/日，实现业务收入 6.79 亿元，较上年增长 157.90%。
- 公司资产运营效率提高，总资产报酬率回升。随着新增产能的逐步释放，2017 年公司总资产周转天数由上年的 702.30 天降至 579.13 天，总资产报酬率由上年的 9.47%回升至 12.42%，公司盈利能力有所增强。

¹ 公司股票代码：002245.SZ

关注：

- **新能源汽车补贴退坡和正极材料价格上涨或对锂电池生产厂商产生一定不利影响。**
2016 年末财政部等四部委颁发了调整新能源汽车补贴政策的通知，自 2017 年至 2020 年新能源汽车的补贴力度将逐步退坡直至取消补贴，补贴力度的退坡将促使下游整车厂商向上游传导降成本的意愿，锂电池产品面临一定降价压力；同时，正极材料受供给不足影响，产品价格持续上涨，进一步压缩了锂电池行业的利润空间。
- **LED 业务客户集中度较高，未来需关注客户订单持续性状况；淮安光电未通过高新技术企业认定。**2017 年，公司 LED 业务前五大客户销售额占该业务销售总额比重达 93.26%，较上年上升 25.06 个百分点，客户集中度进一步上升，未来需关注客户订单持续性状况；2017 年淮安光电未通过高新技术企业认定，将不再享有高新技术企业的税收优惠政策，需关注 2018 年淮安光电高新技术企业申请情况。
- **有息债务规模继续增长，面临一定短期偿债压力。**截至 2017 年末，公司有息债务规模为 19.39 亿元，较上年末增加 3.37 亿元，有息债务占负债总额的比重为 67.15%，其中短期有息债务规模为 13.24 亿元，占有息债务总额的比重为 68.27%，面临一定的即期偿付压力。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保金额为 1.13 亿元，占年末净资产比重为 3.12%，占比较上年上升 2.12 个百分点，考虑到被担保单位主要系小微企业，存在一定或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	651,851.57	502,682.01	248,779.53
归属于母公司所有者权益（万元）	245,697.69	190,070.01	162,912.22
有息债务（万元）	193,938.35	160,283.22	12,366.20
资产负债率	44.31%	46.35%	23.07%
流动比率	1.68	1.89	5.29
速动比率	1.31	1.56	4.54
营业总收入（万元）	363,933.83	198,948.97	166,109.06
营业利润（万元）	63,218.22	27,626.19	25,693.91
利润总额（万元）	66,308.52	32,481.49	34,754.08
综合毛利率	25.03%	23.59%	23.74%
总资产回报率	12.42%	9.47%	14.05%
EBITDA（万元）	82,807.69	44,205.91	42,021.38
EBITDA 利息保障倍数	15.30	14.26	138.93

经营活动现金流净额（万元）	8,644.00	14,849.86	35,934.55
---------------	----------	-----------	-----------

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，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[2015]3092号”文核准，公司于2016年1月22日公开发行了510万张可转换公司债券，每张面值100元，发行总额51,000万元。经深圳证券交易所“深证上[2016]64号”文同意，公司51,000万元可转换公司债券于2016年2月23日起在深交所挂牌交易，债券简称“顺昌转债”，债券代码“128010”。本次发行债券在扣除相关发行费用后，募集资金金额为49,287.90万元。本期债券初始转股价格为9.44元/股，后经多次调整，截至2018年3月31日，本期债券转股价格已调整至9.28元/股。

本期债券存续期限为2016年1月22日至2022年1月21日。本期债券第一年到第六年的利率分别为0.50%、0.70%、1.00%、1.60%、1.60%、1.60%。本期债券每年的付息日为本期债券发行首日起每满一年的当日，如该日为法定节假日或休息日，则顺延至下一个工作日，顺延期间不另付息。每年的付息债权登记日为每年付息日的前一交易日，公司将在每年付息日之后的五个交易日内支付当年利息。在付息债权登记日前（包括付息债权登记日）申请转换成公司股票的本期债券，公司不再向其持有人支付本计息年度及以后计息年度的利息。本期债券的转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，即自2016年7月29日至2022年1月21日止。同时本期债券在满足约定的条件下附转股价格的向下修正条款、赎回条款以及回售条款。

本期债券前两期利息公司已按时、足额支付，截至2018年3月31日，本期债券累计转股48,706股，尚有509,544,100元挂牌交易。

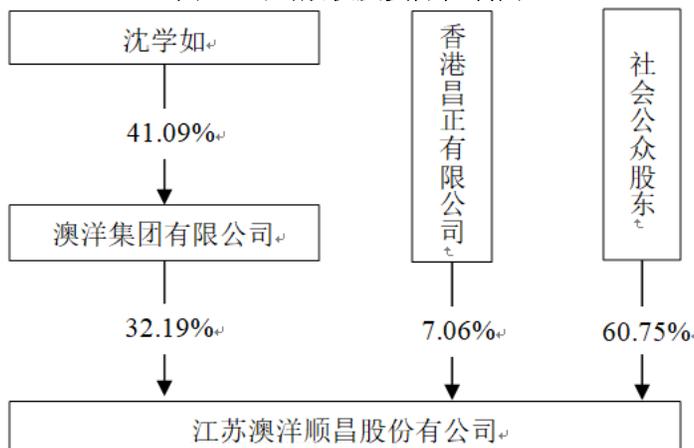
截至2018年3月31日，本期债券募集资金已使用完毕，募投项目即LED外延片及芯片产业化项目（二期）已完工投产。

二、发行主体概况

截至2017年12月31日，公司注册资本和实收资本均由97,522.70万元增至98,709.90万元，公司控股股东仍为澳洋集团有限公司，实际控制人仍为沈学如²，未发生变化。公司股权及实际控制关系如下图。

² 公司未提供实际控制人的征信报告

图1 公司股权及实际控制图



资料来源：公司提供

公司主要从事LED芯片业务、锂电池及金属物流配送三大业务，拥有10多家控股子公司，遍布于长三角及珠三角的苏州、上海、淮安、扬州、东莞等地区，截至2017年末，公司纳入合并范围子公司合计15家，详见附录五，其中2017年合并范围变化情况见下表。

表1 2017年度公司合并范围子公司变化情况

子公司名称	持股比例	注册资本	变更情况
香港芯能科技有限公司	100.00%	10,000.00（港元）	购入
IMOS Technologies, In	100.00%	50.00（美元）	注销

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为65.19亿元，归属于母公司的所有者权益为24.57亿元，资产负债率为44.31%；2017年度，公司实现营业总收入36.39亿元，净利润5.33亿元，经营活动现金流净额0.86亿元。

三、运营环境

IT金属物流行业趋于成熟，但存在IT制造业转移风险；汽车配件行业的金属材料用量巨大，相关金属物流业务具有较大发展潜力

IT金属物流行业的成长是伴随着IT制造业的快速发展和产业集聚产生的，行业状况与下游IT制造业景气度息息相关，IT金属物流行业的市场竞争主要体现在对优质客户的争夺，即争夺世界一流的IT产品制造企业，一旦与其建立了良好的合作关系，只要IT金属物流企业自身不出现重大问题，一般不会被取代。经过多年发展，各大IT制造企业基材供应商已较为稳定，IT金属物流配送行业已较为成熟，市场竞争趋向理性。

在国内IT制造业的发展中，珠三角地区最先承接全球IT产业的转移，具有良好的产业

基础、庞大的厂商群落，是中国IT产业发展的重要区域。长三角地区则立足于良好的金融环境、优越的基础设施配套条件以及稳定的产业发展环境，吸引了大量外来投资和优秀人才的参与，形成了由微电子、通信及网络、计算机及软件、电子元器件和信息服务组成的信息产业群。但近年来，随着东南亚国家和我国中西部地区资源及劳动力等优势逐步显现，IT制造业转移步伐不断加快，部分跨国IT企业已开始转移其东部沿海地区的业务，传统的江苏、广东等东部大省的IT业务相继减少。受运输成本等因素的影响，我国的IT金属物流业主要集中在长三角、珠三角等IT制造业发达的区域。如果IT制造业大规模地由长三角、珠三角迁出，将使现有IT金属物流业受到冲击。

相比于IT金属物流业务，汽车配件金属物流业务具有较大发展潜力。汽车行业是钢铁行业重要的下游之一，用于汽车制造的钢材品种主要有型钢、中板、薄板、钢带、优质钢材、钢管等，其中以薄板和优质钢材为主。目前，高强钢是实现汽车轻量化最经济可行的材料，钢材在相当长的时间内仍将是我国汽车最主要的原材料，并将长期稳定在60%至70%的使用比例。中国目前已成为全球汽车生产大国，2017年汽车产销量已超2,900万辆，汽车保有量已超过2.17亿辆，汽车行业年均钢材消耗量在钢铁行业所有下游中占比仅次于建筑和机械。从国际汽车产业发展历程来看，汽车零部件的生产和物流配送从汽车制造业中分离，外包给第三方物流服务商的汽车零配件供应物流模式是未来发展趋势。目前，汽车配件金属物流在我国的发展时间仍较短，未来具有较大的发展前景。

LED芯片龙头企业产能继续扩张，行业集中度进一步提高，产品价格在经过上一轮大幅上涨后有小幅回调趋势，市场供需结构基本平衡

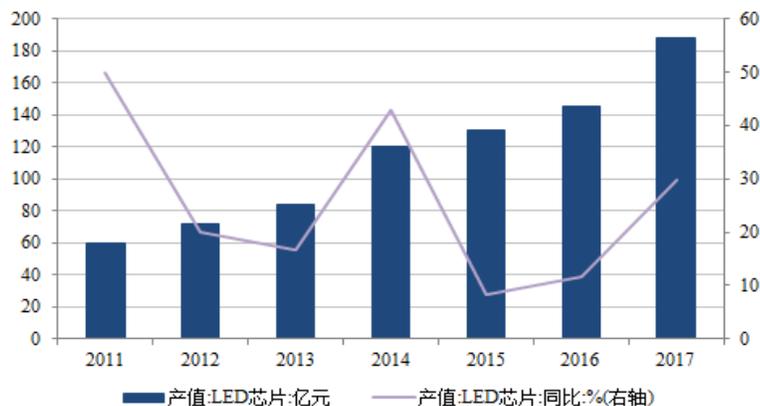
受2015年LED芯片价格大幅下跌影响，国外芯片厂商停工减产，国际市场纷纷将LED芯片订单转移至中国，使得2016年国内芯片市场呈现供不应求的局面，芯片价格也随之实现四连涨。受益于市场规模的快速扩张以及产品价格的大幅上涨，三安光电股份有限公司（以下简称“三安光电”）、华灿光电股份有限公司（以下简称“华灿光电”）以及澳洋顺昌等国内LED芯片龙头企业在2017年实现了产能的快速扩张，市场占有率合计超过60%，市场集中度同比进一步提高。此外，根据LEDinside数据显示，2017年全球新增MOCVD设备主要来源于上述三家企业，即国内LED芯片行业产能的扩张以龙头企业为主，同时新增产能的生产效率较上一代更高，约能降低30%的生产成本，这将进一步扩大龙头企业的竞争优势，并加速淘汰缺乏资金、技术以及无法获取政府补贴的中小型厂商，加快行业集中度的提升，改善行业供给结构。

产品价格方面，LED芯片在经过2016年多次涨价后，2017年则以稳定为主，业内企业毛利率也趋于稳定。同时我们也注意到，2017年四季度三安光电、华灿光电先后宣布下调

部分LED芯片价格，这是自2016年初以来芯片价格步入上涨通道后的首次下调，鹏元认为这主要受2017年国内LED芯片产能大幅扩张，芯片市场由供不应求转变为供需平衡影响，但此次价格下调幅度较小，对业内企业盈利能力影响不大。

随着LED在生产、生活等领域的快速渗透，其市场规模实现较快增长，2017年国内LED产值合计5,228亿元，同比增长14.24%，其中LED芯片作为LED产品的核心部件，2017年产值同比增长29.66%至188亿元，产值增速明显高于行业整体水平。从LED应用规模占比来看，通用照明、景观照明、显示屏、背光应用是目前国内LED应用较多的领域，其中通用照明应用规模比例接近50%，景观照明、显示屏及背光应用的应用规模占比均在10%以上。根据LEDinside数据显示，2017年全球LED通用照明渗透率约52%，LED照明替代传统照明仍有较大发展空间，而目前全球LED芯片产能主要集中于国内，即国内芯片制造商将直接受益于全球照明升级换代。此外，景观照明受益于各地“亮化”工程的推动，近年市场规模快速增长，根据相关数据显示，2017年中国户外LED照明产值已达1,000亿元，较2016年增长一倍，未来几年或有望延续高增长态势。随着成本的下降以及显示效果的提升，小间距LED显示屏替代DLP等拼接屏渐成趋势，目前替代率为20%左右，根据技术创新推动的成长型行业发展趋势来看，当市场渗透率达到20%时，行业将进入爆发增长，后续LED显示屏市场或将保持高速增长。整体上看，虽然2017年国内LED芯片产能大幅扩张，但市场需求也呈快速增长，预计短期内市场供需将维持平衡。此外，2017年全球LED行业市场规模约6,480.74亿美元，同比增长13.42%，根据前瞻产业研究院预测，未来五年全球LED行业市场规模增速将保持在12%左右，而2017年中国MOCVD产能占全球比重已超过50%，全球市场的稳步发展也为国内LED行业提供了广阔的发展空间。

图2 2011-2017年全国LED芯片产值及同比变化情况



资料来源：高工LED，鹏元整理

2017年国内动力电池产量进一步增长，但随着调整后的新能源汽车补贴政策的施行，2017年上半年动力电池价格下跌幅度环比扩大，同时上游材料价格大幅上涨，压缩行业利

润空间，低端同质产能预期加速出清

锂离子电池具有比能量和比功率较高、工作温度范围宽、自放电小、循环寿命长等优点，主要应用于3C消费电子、电动汽车、储能等领域。得益于我国手机、笔记本等消费电子产品市场规模的迅猛增长，国内锂离子电池产业迎来一个快速发展阶段。近年来，由于消费电子市场整体趋于饱和，而电动汽车产销量增长迅速，国内锂离子电池应用市场格局发生了显著变化，电动汽车成为驱动锂离子电池产业成长的主要力量。

受益于补贴、减税等多重优惠政策的刺激，近年国内新能源汽车市场迅速发展，从销量上来看，由2011年的0.82万辆大幅攀升至2017年的77.70万辆。但诸多优惠政策导致部分车企过度依赖补贴，甚至存在骗补现象，为规范行业发展，促进产业技术创新与产品升级，2016年12月29日财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委联合发布了《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，主要从调整补贴办法、改进资金拨付方式、提高补贴门槛以及健全监管体系四个方面进行调整。此次补贴政策调整将加速淘汰部分缺乏技术、资金、创新的中小车企，同时政策调整的压力将推动行业技术革新并向上游传导降成本的意愿，2017年一季度电池价格降幅环比扩大，因此长期来看补贴力度的逐步下降对锂动力电池行业的产品价格形成较大压力。

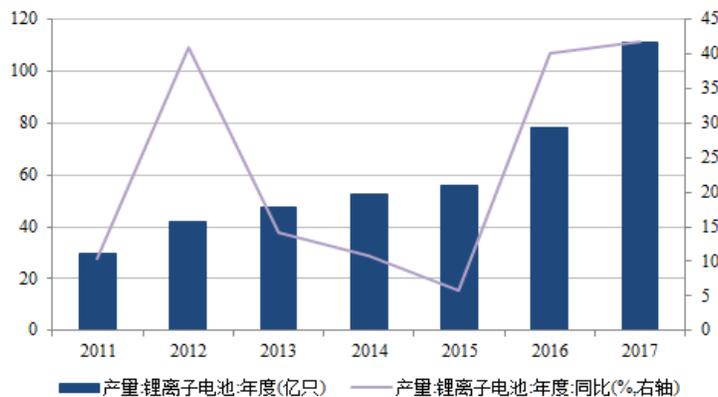
除新能源汽车补贴退坡带来的动力电池产品降价压力外，上游原材料价格变动对行业发展也存在较大影响。目前动力电池原材料主要包括正极材料、负极材料、电解液和隔膜，其中正极材料是主要成本支出，负极材料、电解液与隔膜支出占比相对较小。受锂、镍、钴供应不足影响，2017年国内动力电池正极材料价格一路上涨，直接拉高电池生产成本，虽然相关材料企业已扩产增加供应，但产能释放需要过程，叠加下游需求激增，预计2018年正极材料价格或仍将维持高位。负极材料与正极材料类似，石墨材料供应不足导致价格不断上升。2017年电解液与隔膜售价均有不同程度下滑，其中电解液价格已接近成本价，预计后续下跌空间不大，隔膜售价仍处于下降通道，但电解液与隔膜在锂电池成本中的占比较少，对行业降成本影响有限。综合来看，2018年动力电池行业所面临的上游原材料涨价、下游车企压价的“两头挤”行情仍将延续，行业利润空间受到压缩。

市场竞争格局方面，根据高工产研锂电研究所（以下简称“高工锂电”）数据预测，2017年我国动力电池装机量约36.39GWh，其中前五名市场占有率约61.5%，较上年下降11.1个百分点，主要系宁德时代、比亚迪、坚瑞沃能、国轩高科等传统动力锂电大厂产能主要集中于磷酸铁锂电池，2017年上述四家厂商的磷酸铁锂市场份额已超过80%，而新扩产以及新进入厂商的产能主要集中于三元动力电池上，市场供给结构有所分化。但此次调整后的补贴政策首次提出以电池能量密度为一项参考指标进行补贴，即纯电动乘用车动力

电池系统的质量能量密度不低于90Wh/kg，对高于120Wh/kg的按1.1倍给予补贴；非快充类纯电动客车电池系统能量密度要高于85Wh/kg；专用车装载动力电池系统质量能量密度不低于90Wh/kg，该考核标准将很大程度上改变目前国内动力电池行业低端产能过剩、高端产能不足的现状，行业无序、低价竞争局面预期改善。此外，电池能量密度的考核对锂电池行业供给结构产生一定影响，从不同技术路线的电池来看，钛酸锂电池优点在于快充，但缺陷在于能量密度低，因此通常只用于快充类客车，磷酸铁锂电池及三元锂电池均能达到90 Wh/kg，但在120Wh/kg的标准上，磷酸铁锂要达到这一目标有一定难度，三元锂电池是较好的选择。根据高工锂电预测，预计2018年动力电池产量将超过65GWh，其中三元动力电池占比超过65%。

整体上看，随着下游新能源汽车市场的快速发展，锂电池行业规模也迅速扩张，其中2016年锂电池制造业合计完成固定资产投资1,296.82亿元，同比增长88.14%。随着2016年新增产能的逐步释放，2017年全国锂电池厂商合计生产电池111.13亿只，同比增加41.72%，其中动力电池有效产能达110GWh。根据高工锂电预测，到2018年底全国动力电池产能将达到180GWh，但产能利用率不足40%，主要系低端、同质产能较多，在新的补贴政策下已无法满足终端对电池性能的要求。因此，在下一次补贴退坡施行及到期前，主流动力电池生产商能否通过技术创新规避成本与售价压力，成为行业发展的重点。

图3 2011-2017年全国锂离子电池产量及同比变化情况



资料来源：国家统计局，鹏元整理

四、经营与竞争

公司收入主要来源于金属物流配送、LED、锂电池以及小额贷款业务，2017年上述业务分别实现收入19.13元、9.97亿元、6.79亿元和0.51亿元，占营业总收入的比重分别为52.55%、27.40%、18.64%和1.40%。2017年，公司金属物流配送业务受金属价格上涨影响，

收入规模同比上升48.41%；LED业务与锂电池业务得益于产能扩张，其业务收入较上年分别增长166.54%和157.90%；小额贷款作为公司的非核心业务，2017年公司继续秉持稳健经营理念，注重防范和规避风险，收入规模较上年下滑19.82%。目前，金属物流业务仍是公司最主要的收入来源，但随着LED及锂电池新增产能的逐步释放，二者对公司整体收入的贡献度已有明显提升，其中LED业务已成为公司第一大利润来源。

毛利率水平方面，2017年公司综合毛利率为25.03%，较上年增长1.44个百分点。其中，金属物流配送业务受钢铁行业去产能影响，2017年金属价格大幅上涨，导致该业务原材料成本上升明显，业务毛利率较上年下滑5.48个百分点；LED业务及锂电池业务毛利率均有所回升，主要系产能扩张使得成本得以摊销；小额贷款业务毛利率仍保持较高水平，但该业务收入规模不大，对综合毛利率影响有限。

表2 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
金属物流配送	191,256.44	15.82%	128,872.65	21.30%
LED	99,732.25	31.78%	37,416.78	17.09%
锂电池	67,853.45	35.67%	26,309.51	27.52%
小额贷款	5,091.70	96.58%	6,350.04	92.05%
合计	363,933.83	25.03%	198,948.97	23.59%

资料来源：公司提供

2017年公司金属物流业务稳步发展，产销量规模继续增长，业务收入及毛利润进一步上升

2017年度公司金属物流配送的业务模式未发生重大变化，仍为客户提供金属材料的仓储、分拣、套裁、包装、配送等完整供应链服务。公司是长三角地区规模最大的IT金属物流配送企业之一，业务范围主要覆盖长三角及珠三角地区。公司金属物流业务主要产品仍为钢铁薄板和铝合金板，配送模式分为主动物流配送模式和委托物流配送模式。主动配送业务模式下，公司需提前2个月左右采购备货，然后根据客户要求裁剪、配送，销售价格以销售时基材价格为基础加上一定的服务费确定。委托配送业务模式下，公司仅对客户自行提供的材料进行加工并收取服务费，公司的上海基地主要采取此种业务模式。目前，公司共有三大生产基地，分别位于江苏张家港、上海和广东东莞，上述生产基地合计产能约31万吨，较上年变化不大。其中，江苏张家港本部钢板产能约13万吨/年、铝板约2万吨/年，广东东莞钢板产能约7万吨/年、铝板约1万吨/年；上海钢板产能约8万吨/年。

得益于汽车配件行业金属用材配送量的稳步增长，2017年公司金属物流配送业务产量、销量分别为41.04万吨、41.14万吨，规模较上年分别增长17.59%和21.00%。其中，钢

材类产品仍是公司金属物流配送的主要产品，2017年钢板配送量为35.58万吨，占该业务销售量的比重为86.49%。从业务模式结构看，2017年公司主动物流配送业务、委托物流配送业务所占比重分别为61.43%和38.58%，配送结构较上年变化不大。

表3 2016-2017年公司金属物流配送业务产销情况（单位：万吨）

产品		2017年	2016年
金属物流配送业务	生产量	41.04	34.90
	销售量	41.14	34.00
	库存量	2.56	2.66

资料来源：公司提供

表4 2016-2017年公司主动物流配送与委托物流配送规模（单位：万吨）

项目	2017年		2016年	
	配送数量	占比	配送数量	占比
钢板-主动物流配送	22.15	53.85%	18.48	54.35%
钢板-委托物流配送	13.43	32.64%	10.83	31.85%
钢板配送小计	35.58	86.49%	29.31	86.20%
铝板-主动物流配送	3.12	7.58%	2.42	7.12%
铝板-委托物流配送	2.44	5.94%	2.27	6.68%
铝板配送小计	5.56	13.51%	4.69	13.80%
合计	41.14	100.00%	34.00	100.00%

资料来源：公司提供

原材料采购方面，公司金属物流业务所需基材，主要包括钢铁薄板、铝板两大类。主动配送模式下，公司需要对基材进行采购，2017年采购结算方式较上年变化不大，结算周期仍为1-4周左右，支付方式上，票据结算的规模有所增加；委托配送模式下，公司仅负责套裁、配送，并不进行基材的采购。公司钢铁薄板主要从宝钢、首钢、鞍钢等境内钢材生厂商及其贸易商购买，少部分高端钢铁薄板主要从韩国、日本、台湾等地进口；普通铝板主要从中国铝业股份有限公司等境内铝板生厂商及其贸易商购买，高端铝板主要从韩国Novelis等境外生产商购买。2017年，公司金属物流业务主要原材料钢板采购规模较上年变化不大，铝板采购规模小幅下滑，但钢材及铝材的采购价格受去产能影响均有较大上升。供应商集中度方面，2017年公司前五大供应商合计采购金额占年度采购总额的比例升至39.19%，较上年提升14.48个百分点，原材料采购集中度上升明显。

表5 2016-2017年公司金属物流主动配送业务原材料采购情况

采购基材		2017年	2016年
钢板	采购数量（万吨）	19.89	19.41
	采购均价（万元/吨）	0.48	0.38
铝板	采购数量（万吨）	2.14	2.87

采购均价（万元/吨）

1.68

1.44

资料来源：公司提供

表6 2016-2017年公司金属物流业务原材料采购前五大供应商情况（单位：万元）

客户	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
第1名	24,702.21	18.68%	18,288.68	12.47%
第2名	11,701.89	8.85%	5,396.26	3.68%
第3名	5,468.80	4.14%	5,070.23	3.46%
第4名	5,000.17	3.78%	3,941.81	2.69%
第5名	4,950.30	3.74%	3,531.49	2.41%
合计	51,823.37	39.19%	36,228.47	24.71%

资料来源：公司提供

销售方面，公司主要业务集中于长三角及珠三角地区，IT金属物流配送行业经过多年的发展已较为成熟，市场竞争趋向理性。同时，由于近年来IT制造业的表现较为低迷，综合考虑人工成本等因素，部分跨国IT制造企业开始转移其东部沿海地区的业务，IT制造业产业的转移对东部地区IT金属物流配送行业的不利影响日益显现。2017年公司金属物流配送业务实现毛利3.03亿元，较上年增长10.24%，但原材料价格的大幅上涨使得该业务毛利率下降5.48个百分点。

表7 2016-2017年公司金属物流业务前五大客户情况（单位：万元）

客户	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
第1名	5,637.12	2.95%	4,358.06	3.38%
第2名	4,221.14	2.21%	3,884.49	3.01%
第3名	4,064.09	2.12%	2,558.28	1.99%
第4名	3,890.05	2.03%	2,546.10	1.98%
第5名	3,770.29	1.97%	2,045.87	1.59%
合计	21,582.69	11.28%	15,392.80	11.95%

资料来源：公司提供

2017年公司LED芯片产能大幅提升，收入及利润规模增长明显，同时LED外延片及芯片项目已列入江苏省省级战略性新兴产业发展专项资金项目及投资计划，为后续该业务发展提供了良好的政策环境；但淮安光电未通过高新技术企业认定，将不再享有税收优惠

公司LED业务主要由淮安光电负责运营，该业务生产基地位于江苏省淮安市清河新区，主要生产面向通用照明的蓝绿LED外延片。公司于2011年开始进入LED产业，LED一期项目投资额8.08亿元，共采购30台MOCVD，全部投产后将形成180万片/年（以2寸外延片折合计算）产能。公司LED一期项目于2012年开始基建，2015年30台MOCVD设备已全

部投产。2016年，公司发行本期可转债，募集资金用于LED外延片及芯片产业化项目（二期）建设，该项目于2017年11月全部完工并投产。截至2017年末，公司LED芯片年产能已增至1,200万片。

受益于产能的快速扩张，2017年公司LED业务实现收入9.97亿元，同比增长166.54%；毛利润3.17亿元，同比大幅增长395.76%，占公司当期毛利的34.79%，LED业务已成为对公司整体利润贡献度最高的业务。毛利率水平方面，国内LED产品价格自2016年下半年开始一路上涨，2017年产品价格基本维持在此前水平，为LED生产厂商提供了良好的外部环境，叠加公司产能快速扩张促使单位产品生产成本低等因素，2017年公司LED业务毛利率回升至31.78%，较上年大幅上升14.69个百分点，公司LED产品成本管控能力已跃居行业前列。产能利用率方面，2017年末公司芯片年产能已增至1,200万片，但LED二期扩产项目于2017年11月全部完工投产，本年度实际可利用产能约770万片，即公司实际产能利用率约105.23%，产销率为84.41%，产销率较上年下滑主要系该业务产能释放主要集中在下半年，使得部分在产品及库存商品尚未交付或结算。

表8 2016-2017年公司LED芯片产销情况（单位：万片）

产品		2017年	2016年
LED芯片（2寸）	产能（年产）	770.00	180.00
	生产量	810.29	205.42
	产能利用率	105.23%	114.12%
	销售量	683.99	254.08

注：上表产能（年产）为2017年LED芯片实际可利用产能
资料来源：公司提供

原材料采购方面，2017年公司LED业务前五大原材料供应商采购金额合计4.50亿元，占当期LED业务原材料采购总额比重为63.40%，供应商集中度偏高。从原材料分类来看，蓝宝石衬底是LED外延片最重要的原材料之一，2017年公司蓝宝石衬底采购金额占原材料采购总额的比重达28.51%。为了节约原材料成本，公司积极布局上游蓝宝石产业，在此前终止的集成电路芯片项目的土地及前期筹备设施基础上建设蓝宝石图形产业化项目，预计总投资约10.60亿元，目前该项目正在进行土建工作，待该项目投产后，公司LED业务成本管控能力将进一步上升。

表9 2017年公司LED业务前五大原材料供应商情况（单位：万元）

客户名称	采购金额	占当期LED业务原材料采购总额比重
第1名	13,510.11	19.05%
第2名	13,139.04	18.52%
第3名	7,441.37	10.49%
第4名	5,867.54	8.27%

第 5 名	5,009.30	7.06%
合计	44,967.36	63.40%

资料来源：公司提供

销售方面，2017年公司LED业务前五大客户销售额合计9.30亿元，占当期LED业务销售总额比重达93.26%，占比较上年上升25.06个百分点，公司该业务存在较高的客户集中风险。另一方面，淮安光电在2016年末引入战略投资合作伙伴木林森股份有限公司（以下简称“木林森”），木林森以货币资金5.00亿元持有淮安光电26.88%的股份，而木林森作为国内芯片封装龙头，是目前淮安光电最大的下游客户，同时，根据谨慎性判断，公司将其作为关联方对待，以后年度与其发生的交易构成关联交易。此外，在和木林森进行战略合作的基础上，公司正积极开发国际高端客户并逐步进行供货，预计未来LED业务客户集中度或有所下滑。

表10 2016-2017年公司LED业务前五大客户情况（单位：万元）

客户	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
第 1 名	34,974.70	35.07%	21,807.19	58.28%
第 2 名	19,613.59	19.67%	2,132.79	5.70%
第 3 名	17,853.61	17.90%	543.04	1.45%
第 4 名	14,111.14	14.15%	533.52	1.43%
第 5 名	6,455.89	6.47%	500.02	1.34%
合计	93,008.93	93.26%	25,516.56	68.20%

资料来源：公司提供

产能方面，2017年末公司芯片产能已达100万片/月，且基本保持满产运转。同时公司正在进行LED外延片及芯片三期扩产项目的建设，目前三期项目的外围建筑部分已基本完工，2018年将开始进行设备安装、调试并逐步投产，届时公司LED芯片产能将达到140万片/月。据高工产业研究院LED研究所预计，2018-2020年中国LED产业产值规模复合增长率将达到18%左右，其中LED芯片市场将保持高速增长，其产值将在2019年超过全球LED芯片产值的50%。因此，公司LED芯片产能的大幅扩张将有利于公司在市场需求快速增长的背景下迅速抢占市场份额，同时需关注公司产能消化不及预期风险。

外部发展环境方面，目前半导体行业是国家重点扶持的产业之一，为推动该产业的发展，国家制定了多项具有针对性的产业政策、产业规划、财政补贴及各项税收优惠政策。根据江苏省发展和改革委员会及江苏省财政厅文件，淮安光电LED外延片及芯片建设项目已列入省级战略性新兴产业发展专项资金项目及投资计划，获得支持补助资金1,000.00万元。同时，根据江苏省十二部委联合印发的《加快半导体照明产业发展实施意见的通知》，

为贯彻落实国家《半导体照明产业“十三五”发展规划》，“十三五”期间江苏省将继续强化政府引导，完善政策机制，释放市场潜在需求，以应用促发展，推动半导体照明行业增品种、提品质、创品牌，大力培育发展龙头骨干企业，推进产业集聚发展，力争半导体照明产业年均增长25%左右，到2020年达到1,200.00亿元，形成3-5家掌握核心技术、拥有较多知识产权和知名品牌的重点龙头骨干企业，积极引导、鼓励优势企业通过兼并重组做大做强。政府提供的产业政策引导、财税补贴优惠等措施为公司LED业务发展提供了良好的外部环境。但同时我们也注意到，2017年淮安光电未能通过高新技术企业认定，不再享有高新技术企业的税收优惠，对淮安光电净利润产生了一定不利影响。产业方面，LED产业链经过多年的产业扩展与洗牌，逐步走向成熟，尤其是上游芯片行业，随着部分中小企业的淘汰出局及国外厂商的关停产能，行业集中度不断提升，行业格局逐步形成，位于行业前列的大型芯片企业已具备一定竞争优势。

整体上看，2017年度公司LED业务规模随产能大幅扩张实现了快速增长，且毛利率回升明显，LED业务盈利能力大幅提升，后续随着三期扩产项目及蓝宝石图形产业化项目的投产，预计该业务的收入及利润贡献度将进一步上升。同时，随着产能的扩张，公司目前LED业务规模已进入该行业第一梯队，其在技术、管理及市占率等方面积累的竞争优势将有助于公司设置行业壁垒、抵御潜在风险。

2017年锂电池收入规模随产能扩张大幅增长，毛利率水平同步提升，后续随着新增产能的逐步释放，预计业务规模或进一步扩大，但同时也需关注补贴退坡、原材料涨价等因素带来的不利影响

公司锂电池业务主要由江苏天鹏电源有限公司（以下简称“江苏天鹏”）负责运营，2017年该业务实现销售收入6.79亿元，同比增长157.90%，业务毛利率为35.67%，较上年增长8.15个百分点。公司锂电池业务主要产品为圆柱形三元动力锂电池，随着江苏天鹏新厂一期日产50万支三元圆柱电池项目顺利完成建设并开始投入运营，2017年末公司电池电芯产能已达到80万支/日。从生产情况来看，2017年公司分别生产和销售电芯9,905.45万支和9,090.60万支，较上年分别增长74.65%和82.80%。由于一期日产50万支三元圆柱电池项目系2017年下半年逐步完工投产，公司实际可利用产能约40万支/日，实际产能利用率约68.79%，目前仍处于产能利用率爬坡过程中。

表11 2016-2017年公司锂电池产销情况（单位：万支）

产品		2017年	2016年
动力三元锂电池电芯	产能（日产）	40.00	20.00
	生产量	9,905.45	5,671.54
	产能利用率	68.79%	78.77%

销售量	9,090.60	4,972.93
-----	----------	----------

资料来源：公司提供

产品销售方面，公司锂电池产品主要应用于电动汽车及电动工具领域，下游客户为新能源汽车制造厂商及动力工具制造厂商。2017年，江苏天鹏锂电池业务板块前五大客户合计销售金额为4.48亿元，占当期锂电池业务销售总额的比重为65.96%，占比较上年下降30.56个百分点，客户集中度较上年有所下降，但整体水平依然偏高，未来仍需关注客户订单持续性状况。

表12 2016-2017年公司锂电池业务前五大客户情况（单位：万元）

客户	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
第1名	11,426.79	16.84%	8,000.83	30.41%
第2名	11,425.49	16.84%	7,809.96	29.68%
第3名	8,463.14	12.47%	4,366.82	16.60%
第4名	7,863.88	11.59%	3,151.12	11.98%
第5名	5,579.65	8.22%	2,065.86	7.85%
合计	44,758.96	65.96%	25,394.60	96.52%

资料来源：公司提供

原材料采购方面，公司采购的原材料主要包括镍钴锰酸锂、石墨、铜箔、电解液等，其中镍钴锰酸锂主要加工用作三元锂电池的正极材料，石墨加工用作负极材料。从采购金额来看，镍钴锰酸锂是主要的上游原材料，2017年采购金额为2.31亿元，占锂电池业务原材料采购金额比重达46%，石墨、铜箔、电解液采购占比分别为8%、7%和6%。供应商集中度方面，2017年公司锂电池业务前五大原材料供应商采购金额合计2.50亿元，占采购总额的比重为41.58%。

表13 公司锂电池业务主要原材料采购情况

主要原材料分类		2017年
镍钴锰酸锂	采购数量（吨）	1,579.13
	金额（万元）	23,130.94
	平均单价（元/吨）	146,479.00
	占采购比重(%)	46%
石墨	采购数量（吨）	848.02
	金额（万元）	4,190.40
	平均单价（元/吨）	49,414.21
	占采购比重(%)	8%
铜箔	采购数量（吨）	495.49
	金额（万元）	3,668.67
	平均单价（元/吨）	74,041.90
	占采购比重(%)	7%

电解液	采购数量（吨）	623.35
	金额（万元）	3,279.26
	平均单价（元/吨）	52,606.78
	占采购比重(%)	6%

资料来源：公司提供

表14 2017年公司锂电池业务前五大原材料供应商情况（单位：万元）

客户名称	采购金额	占当期锂电池业务原材料采购总额比重
第1名	14,871.97	24.70%
第2名	2,866.31	4.76%
第3名	2,661.36	4.42%
第4名	2,571.65	4.27%
第5名	2,064.94	3.43%
合计	25,036.22	41.58%

资料来源：公司提供

整体上看公司锂电池业务发展迅速，随着产能的逐步释放，预计2018年业务收入或进一步增长。此外，目前公司正积极推进二期三元动力锂电池项目建设，预计2018年底将完工并投产，届时锂电池产能将达到130万支/日。同时需注意，虽然近年国内新能源汽车市场发展迅速，但增速有所回落，且新能源汽车行业补贴政策逐步退坡，对产业链发展均产生一定不利影响，后续公司新增产能能否及时消化存在一定不确定性。此外，随着政策红利的消退，锂电池行业受下游降成本压力将有所加大，叠加正极材料涨价等因素，或对公司锂电池业务毛利率产生一定不利影响。

2017年公司小额贷款业务收入及利润继续下滑，未来业务规模受注册资本减资影响或进一步收缩

公司小额贷款业务由下属子公司张家港昌盛农村小额贷款有限公司（以下简称“昌盛小贷”）负责运营，业务范围涉及发放贷款、对外担保等，业务范围集中于江苏地区。随着金融去杠杆工作的深入推进，地方对小额贷款业务监管力度逐步加大，叠加利率持续走高等因素，2017年公司小额贷款业务收现收入0.51亿元，同比减少19.82%，净利润为0.14亿元，年末贷款余额为3.16亿元，净余额为3.07亿元。资产减值损失方面，2017年公司小额贷款业务贷款损失0.11亿元，较上年减少23.67%，综合坏账损失、未到期责任准备、担保赔偿准备等，2017年小额贷款业务资产减值损失合计0.14亿元，较上年减少4.70%。

整体上看，小额贷款业务作为非核心业务，公司目前秉持稳健经营的策略，注重风险防控。2017年，昌盛小贷进行了减资，注册资本由3亿元减为2亿元，未来该业务规模或将进一步收缩。

表15 2016-2017年公司小贷业务资产减值损失情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
坏账损失	3.28	-46.42
贷款损失	1,123.30	1,471.60
未到期责任准备	115.96	29.35
担保赔偿准备	129.26	-15.16
合计	1,371.80	1,439.38

资料来源：公司提供

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天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

公司自2017年5月28日起执行财政部制定的《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》，自2017年6月12日起执行经修订的《企业会计准则第16号——政府补助》，会计政策变更采用未来适用法处理。公司编制2017年度报表执行《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30号），将原列报于“营业外收入”和“营业外支出”的非流动资产处置利得和损失和非货币性资产交换利得和损失变更为列报于“资产处置收益”，会计政策变更采用追溯调整法，调减2016年度营业外收入19.09万元，营业外支出139.30万元，资产处置收益120.20万元。

资产结构与质量

随着扩产项目建设的持续推进，2017年公司资产规模继续增长，非流动资产占比进一步上升；同时，公司发放贷款及垫款规模仍然较大，未来需关注不良贷款风险

随着LED外延片及芯片、蓝宝石图形产业化及锂电池扩产等重大项目建设的持续推进，公司资产规模继续保持较快增长，2017年总资产合计65.19亿元，同比增长29.67%，资产结构来看流动资产与非流动资产占比相当，其中流动资产占比受固定资产快速增长影响有小幅下滑。

截至2017年末，公司流动资产账面价值为34.10亿元，同比增长24.06%，主要包括货币资金、应收票据、应收账款、存货及其他流动资产等。2017年末公司货币资金余额为2.45亿元，以银行存款为主，其中所有权或使用权受到限制的货币资金为0.77亿元，占货币资金余额31.43%。应收票据主要包括银行承兑汇票和商业承兑汇票，票据期限以6个月为主，

2017年末账面价值合计7.98亿元，其中已质押3.80亿元，占比达47.62%，应收票据受限比例较高。应收账款随公司业务规模的扩大增长明显，2017年末账面价值10.30亿元，同比增长63.01%，公司营运资金占用情况加重，账龄方面，公司应收账款账龄结构偏短，其中账龄在1年以内的款项占比超过90%。存货主要包括原材料、库存商品和在产品，随着产能的扩张，2017年末上述存货资产较去年同期均有所增长，账面价值合计7.44亿元，同比增长54.01%。其他流动资产规模较上年基本保持稳定，2017年末账面价值为5.03亿元，其中发放贷款及垫款3.07亿元，待抵扣增值税进项税额1.12亿元，理财产品0.84亿元，发放贷款及垫款本期核销0.14亿元，考虑到剩余贷款规模仍较大，存在一定坏账风险。

表16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	24,455.49	3.75%	81,734.86	16.26%
应收票据	79,828.28	12.25%	17,235.15	3.43%
应收账款	102,992.19	15.80%	63,182.58	12.57%
存货	74,396.23	11.41%	48,306.13	9.61%
其他流动资产	50,293.44	7.72%	52,527.61	10.45%
流动资产合计	340,962.42	52.31%	274,829.57	54.67%
固定资产	202,896.10	31.13%	83,900.41	16.69%
在建工程	23,105.21	3.54%	61,834.12	12.30%
无形资产	15,625.27	2.40%	15,263.51	3.04%
商誉	59,738.38	9.16%	59,738.38	11.88%
非流动资产合计	310,889.14	47.69%	227,852.43	45.33%
资产总计	651,851.57	100.00%	502,682.01	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

非流动资产主要包括固定资产、在建工程、无形资产以及商誉，2017年末账面价值合计31.09亿元，同比增长36.44%，系2017年公司资产增长的主要原因。固定资产主要系厂房及机器设备，随着LED项目及锂电池扩产项目的建成投产，2017年固定资产账面价值增至20.29亿元，其中0.05亿元已用于借款抵押。在建工程主要系目前尚未完工的金属物流项目、LED项目及锂电池二期项目，2017年末账面价值为2.31亿元，较上年减少62.63%，主要系项目完工转固定资产所致。无形资产主要系公司办公楼及厂房所占用的土地使用权，2017年末账面价值1.56亿元，较上年变化不大。商誉主要来源于子公司江苏绿伟锂能有限公司，2017年度未发生减值损失。

截至2017年末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计4.64亿元，占总资产比重7.12%，资产受限比例不大。综合来看，2017年公司资产规模随业务扩张稳步增长，但增

长主要来源于非流动资产。

资产运营效率

得益于业务规模的扩大，2017年公司净营业周期与流动资产周转天数均有所下降，整体资产周转效率有所上升

受业务规模扩大等因素影响，2017年公司应收账款和应收票据合计余额较上年进一步增长，应收账款及应收票据周转天数相应上升，延长至132.04天，此外公司票据结算规模大幅上升，而票据结算账期以6个月为主，一定程度拉长了应收账款和应收票据的周转天数。同时公司存货规模增长明显，但增速不及业务规模扩张，使得2017年存货周转天数较上年下降3.16天至81.00天。此外，受金属物流业务原材料备货规模增长且采购中票据结算比例提升等因素影响，公司应付账款和应付票据合计余额大幅增长，应付账款及应付票据周转天数进一步上升，2017年为95.89天，较上年延长8.85天。综合上述因素影响，2017年公司净营业周期为117.15天，较上年缩短3.07天。

受益于收入规模的大幅增长，2017年公司流动资产周转率大幅提升，流动资产周转天数由上年的404.96天降至308.89天。固定资产周转方面，随着LED外延片及芯片二期项目及锂电池扩产项目的完工，2017年公司固定资产规模大幅增长，导致固定资产周转率较上年有小幅下降，考虑到新增产能的利用率需逐步提高等因素，未来公司固定资产周转效率存在下降可能。总体来看，受益于流动资产管理效率的提升，2017年公司总资产周转天数较上年下降123.17天至579.13天，公司整体运作效率有所上升。

综合来看，虽然公司2017年生产经营规模大幅扩张，但其应收账款、应收票据、存货等资产增幅有限，使得净营业周期与流动资产周转天数均有所下降，并大幅压缩了总资产周转天数。

表17 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017年	2016年
应收账款及应收票据周转天数	132.04	123.10
存货周转天数	81.00	84.16
应付账款及应付票据周转天数	95.89	87.04
净营业周期	117.15	120.22
流动资产周转天数	308.89	404.96
固定资产周转天数	143.86	142.76
总资产周转天数	579.13	702.30

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

受益于LED业务和锂电池业务规模的大幅扩张,公司营业收入及毛利率水平较上年均有所增长,整体盈利能力有所上升

随着新增产能的逐步投产,LED业务与锂电池业务收入均实现翻倍增长,同时金属物流业务也实现量价齐升,2017年公司营业总收入达到36.39亿元,同比增长82.93%。毛利率方面,2017年金属价格大幅上涨,导致金属物流板块毛利率同比下滑5.48个百分点,但LED板块及锂电池板块得益于产能扩张带来的成本摊薄,其毛利率分别上升14.69个百分点和8.15个百分点,并带动公司综合毛利率提升1.44个百分点至25.03%。

期间费用方面,2017年公司期间费用为2.81亿元,较上年增长95.24%,主要原因系LED业务和锂电池业务扩产使得人力成本及研发费用增长较快,管理费用同比增长83.22%至1.83亿元,同期银行借款较上年新增较多,利息支出同比有所增长,叠加利息收入减少、汇兑损失增加等,公司财务费用同比增长465.93%至0.52亿元。但2017年公司营业收入亦大幅增长,2017年公司期间费用率为7.84%,较上年基本保持稳定。

2017年公司资产减值损失为0.18亿元,较上年减少56.16%,主要系应收账款坏账损失下降所致。此外,营业外收入对公司利润形成一定补充,2017年营业外收入金额为0.33亿元,较上年下降34.71%,其中政府补贴0.31亿元。综合上述因素影响,2017年公司实现利润总额为6.63亿元,净利润为5.33亿元,分别较上年增长104.14%和100.29%。同时需注意,淮安光电未通过高新技术企业认定,对净利润产生一定不利影响。

整体上看,得益于金属物流业务的稳步增长以及LED业务、锂电池业务的扩产,公司营业总收入大幅增长,同时综合毛利率和营业利润率均有所上升,带动整体资产经营回报率回升。

表18 公司主要盈利指标 (单位: 万元)

项目	2017年	2016年
营业总收入	363,933.83	198,948.97
期间费用	28,122.20	14,403.69
资产减值损失	1,809.11	4,126.82
营业利润	63,218.22	27,505.99
营业外收入	3,276.55	5,018.72
利润总额	66,308.52	32,481.49
净利润	53,303.05	26,612.65
综合毛利率	25.03%	23.59%
期间费用率	7.84%	7.48%

营业利润率	17.37%	13.83%
总资产回报率	12.42%	9.47%
净资产收益率	16.85%	11.54%
营业总收入增长率	82.93%	19.77%
净利润增长率	100.29%	-4.66%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017年度公司现金流生产能力有所增强，但营运资本同样增长较多，叠加扩产导致的投资活动持续现金净流出，公司对筹资活动的依赖度仍较高

得益于营业收入及营业利润规模的扩大，公司现金流生产能力有所增强，2017年公司FFO规模为7.10亿元，较上年增长81.12%。2017年经营收现比下滑至56.44%，主要系应收账款增长以及票据结算所致，收现能力的下滑使得同期经营性应收项目大幅上升，叠加存货的增长，2017年公司营运资本大幅增加。基于上述变动，2017年公司经营活动净现金流为0.86亿元，较上年减少41.79%。

随着生产规模的不断扩张，近年公司投资活动持续现金净流出，2017年净流出金额为7.33亿元，主要系建设LED及锂电池扩产项目厂房和购置生产设备所致。筹资活动系公司近年现金净流入的主要渠道，2017年度筹资活动产生的现金流量净额为6.11亿元，较上年下降58.87%，主要系本期偿还债务支出增加所致。

整体上看，随着经营规模的扩大，公司经营现金流产生能力大幅增强，但收现能力的下滑也推高了营运资本，导致经营活动现金流净额出现下滑；同时LED业务与锂电池业务不断扩产，导致投资活动持续现金净流出，公司整体现金流仍主要依赖于筹资活动。

表19 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	56.44%	82.18%
净利润	53,303.05	26,612.65
非付现费用	12,894.62	12,752.04
非经营损益	4,752.81	-192.39
FFO	70,950.48	39,172.30
营运资本变化	-63,473.84	-24,397.06
其中：存货减少（减：增加）	-26,090.10	-25,774.83
经营性应收项目的减少（减：增加）	-83,154.94	-40,062.30
经营性应付项目增加（减：减少）	45,771.20	41,440.06
经营活动产生的现金流量净额	8,644.00	14,849.86

投资活动产生的现金流量净额	-73,264.05	-158,564.72
筹资活动产生的现金流量净额	61,090.09	148,538.74
现金及现金等价物净增加额	-3,561.29	5,697.51

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

随着经营规模的扩大，公司债务总额及有息负债进一步增长，面临一定短期偿债压力。受益于股本溢价及盈利积累等因素，公司资本实力大幅增强，2017年末所有者权益合计为36.30亿元，较上年末增长34.63%。同时，由于业务规模扩张导致外部融资规模进一步增长，2017年末公司负债规模增至28.88亿元，较上年末增长23.94%。2017年末，公司负债与所有者权益的比率为79.55%，较上年末下降6.86个百分点，公司所有者权益对负债的保障程度有所回升。

表20 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年
负债合计	288,804.36	233,018.23
所有者权益合计	363,047.21	269,663.78
产权比率	79.55%	86.41%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

从负债结构看，流动负债仍是公司负债的主要构成部分，且占比有所提高。2017年末公司流动负债合计20.35亿元，较上年末增长39.79%；流动负债占负债总额的比重为70.48%，较上年末提升7.99个百分点。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债等部分构成。公司短期借款主要为保证借款，2017年末余额8.37亿元，较上年末增长33.41%，主要系外部融资需求增长所致。公司应付票据主要用于原材料采购结算，全部系银行承兑汇票，2017年末余额3.67亿元；应付账款主要为材料款及工程设备款，2017年末余额为4.77亿元，随着公司产能扩张持续推进，应付票据和应付账款较上年分别增长31.29%和45.22%。公司一年内到期的非流动负债均为一年内到期的长期借款，2017年末余额为1.20亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延收益等部分构成。长期借款主要为质押及保证借款，2017年末余额1.47亿元。公司应付债券即本期债券，2017年末账面价值4.69亿元。公司递延收益主要为LED项目收到的政府补助而形成，2017年末余额为2.03亿元，较上年末下降13.02%，系分摊转入其他收益所致。

表21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
----	-------	-------

	金额	占比	金额	占比
短期借款	83,689.76	28.98%	62,730.09	26.92%
应付票据	36,718.83	12.71%	27,967.85	12.00%
应付账款	47,719.10	16.52%	32,860.21	14.10%
一年内到期的非流动负债	12,000.00	4.16%	6,000.00	2.57%
流动负债合计	203,540.57	70.48%	145,609.53	62.49%
长期借款	14,677.95	5.08%	18,000.00	7.72%
应付债券	46,851.81	16.22%	45,585.28	19.56%
递延收益-非流动负债	20,342.38	7.04%	23,386.15	10.04%
非流动负债合计	85,263.79	29.52%	87,408.70	37.51%
负债合计	288,804.36	100.00%	233,018.23	100.00%
有息债务	193,938.35	67.15%	160,283.22	68.79%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司有息债务规模为19.39亿元，较上年末增加3.37亿元，有息债务占负债总额的比重为67.15%，较上年末变化不大。从有息债务结构来看，2017年末公司短期有息债务规模为13.24亿元，占有息债务总额的比重为68.27%。总体而言，公司有息债务进一步攀升，且面临一定的即期偿付压力。

从偿债指标看，受益于净资产规模的增长，2017年末公司资产负债率为44.31%，较上年末下降2.04个百分点。由于流动负债规模增长较大，公司流动比率、速动比率分别降至1.68和1.31，考虑到流动负债主要为有息债务，公司短期偿债压力进一步增大。2017年，随着前期扩产项目逐步完工投产，公司息税折旧摊销前利润（EBITDA）较上年大幅增长87.32%，其对利息的保障倍数进一步增至15.30；同时有息债务较EBITDA比值下降至2.34，公司长期偿债压力有所减轻。

表22 公司偿债能力指标

指标名称	2017年	2016年
资产负债率	44.31%	46.35%
流动比率	1.68	1.89
速动比率	1.31	1.56
EBITDA（万元）	82,807.69	44,205.78
EBITDA 利息保障倍数	15.30	14.26
有息债务/EBITDA	2.34	3.63
债务总额/EBITDA	3.49	5.27
经营性净现金流/流动负债	0.04	0.10
经营性净现金流/负债总额	0.03	0.06

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

本期债券由澳洋集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，并以质押其所持有的江苏澳洋科技股份有限公司（深交所上市公司，股票代码002172，以下简称“澳洋科技”）2,500万流通股股份的方式，按照本期债券本金的15%的比例提供无条件不可撤销的质押担保；由昆明螺蛳湾投资发展股份有限公司、江苏澳洋园林科技发展有限公司分别按照本期债券本金的70%、15%的比例提供连带责任保证担保。担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

（一）第三方保证担保

1、澳洋集团有限公司

澳洋集团有限公司（以下简称“澳洋集团”）于1998年7月成立，初始注册资本12,000万元；后经过多次增资，截至2017年末，澳洋集团注册资本为80,000万元，沈学如持有澳洋集团41.09%的股份，为第一大股东和实际控制人。澳洋集团系一家跨地区、多元化的民营集团企业，主要涉足毛纺服装、化学纤维、金属物流、医药健康、高端制造、养老地产、绿色生态、文化创意、金融投资、电子商务等十大领域；产业与投资项目主要分布在江苏、浙江、新疆、广东、上海、江西、山东、海南、云南、香港等地区。目前，澳洋集团旗下共拥有3家上市公司，澳洋科技、澳洋顺昌分别于2007年、2008年在深交所中小板挂牌上市，江苏如意通动漫产业股份有限公司（股票代码：837083）于2016年在新三板挂牌上市。

2、昆明螺蛳湾投资发展股份有限公司

昆明螺蛳湾投资发展股份有限公司（以下简称“螺蛳湾投资”）成立于2009年11月，系由云南新瑞安投资控股（集团）有限公司、张家港绿园置业有限公司、澳洋集团有限公司、自然人朱林敏先生共同出资组建，注册资本为人民币50,000万元，公司法定代表人为自然人林微。2014年，螺蛳湾投资发生股权变更，原股东朱林敏将其持有股份全部转让给其妻子林微。截至2017年末，螺蛳湾投资注册资本为50,000万元，分别由云南新瑞安投资控股（集团）有限公司持股20%、林微持股20%、张家港绿园置业有限公司持股40%、澳洋集团有限公司持股20%，实际控制人为朱林敏、林微夫妇。

3、江苏澳洋园林科技发展有限公司

江苏澳洋园林科技发展有限公司（以下简称“澳洋园林”）原名为“江都市绿化工程有限公司”，成立于1999年，注册资本为1,080万元。2009年10月，江苏澳洋置业有限公司通过增资收购了原“江都市绿化工程有限公司”，增资后注册资本为2,080万元，并更名为现名。后经过多次转股、增资，截至2017年末，澳洋园林注册资本为5,000万元，由

澳洋集团持股65%，实际控制人为沈学如。2018年3月30日，澳洋园林更名为江苏澳洋生态园林股份有限公司。

2016年4月，经澳洋顺昌申请，鹏元终止对担保方澳洋集团、螺蛳湾投资、澳洋园林的主体长期信用评级，担保方提供的保证担保对本期债券的增信效果无法判断。

（二）澳洋科技股权质押

澳洋科技由澳洋集团有限公司控股设立，注册资本为7.33亿元，是一家已上市民营企业，以扁平可降解长束纤维、各种功能性纤维和常规粘胶纤维等业务为主。

澳洋集团以质押其所持有的澳洋科技2,500万股流通股股份的方式，提供无条件不可撤销的质押担保。Wind数据显示，澳洋科技2018年3月30日的收盘价为5.54元，2,500万股流通股股份市价为13,850万元，为本期债券本金15%部分的1.81倍。

上述股权质押在中国证券登记结算有限公司深圳分公司按照规定办理质押手续，在解除本函所述担保责任前，澳洋科技不得以任何方式处理上述质押股权。

股权质押担保协议中规定：“本协议签订后及本期可转债存续期间内，如澳洋科技进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积转增股本等）导致出质人所持澳洋科技的股份增加的，出质人应当同比例增加质押股票数量。本协议签订后及本期可转债有效存续期间，如澳洋科技实施现金分红的，上述质押股票所分配的现金股利不作为本协议项下的质押财产，出质人有权领取并自由支配。”

股权质押担保协议中还规定：“在质权存续期内，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（已收盘价计算）持续低于本期债券未偿还本息总额15%部分的150%，出质人需在30个工作日内追加担保物，以使质押资产的价值与本期债券未偿还本息总额15%部分的比率高于200%；追加的资产限于澳洋科技人民币普通股，追加股份的价值为追加股份办理质押登记日前30个交易日澳洋科技收盘价的均价。若质押股票市场价值（以收盘价计算）连续30个工作日超过本期债券未偿还本息总额15%部分的300%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券未偿还本息总额15%部分的200%。”

经鹏元评定，澳洋科技股份的质押担保仍对本期债券的信用水平有一定提升作用，但由于担保方澳洋集团有限公司、昆明螺蛳湾投资发展股份有限公司及江苏澳洋园林科技发展有限公司已终止评级，担保方提供的保证担保对本期债券的增信效果无法判断。

七、或有事项分析

1、或有负债

截至2017年12月31日，公司对外担保金额为11,328.78万元，同比增长319.58%，占年末公司净资产的比重为3.12%，占比较上年上升2.12个百分点，考虑到被担保方主要系小微企业，存在一定的或有负债风险。

表23 截至2017年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额
张家港昌盛农村小额贷款有限公司相应客户	11,328.78
合计	11,328.78

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

2、重大诉讼、仲裁事项

2012年12月，公司与济南铁路经营集团有限公司远行运贸分公司签订《年度购销合同》，合同价款2,640.00万元。后因双方就合同事项产生纠纷，并进入诉讼程序。经多轮诉讼后，目前本案已移送上海市第二中级人民法院审理；同时，向张家港市人民法院申请实施财产保全，冻结济南铁路经营集团有限公司3,000.00万元银行存款。截至2017年12月31日，该案件仍在诉讼中。由于此案件尚未了结，本公司出于谨慎性原则将相关合同金额列报为其他应收款并于以前年度全额计提坏账准备。

八、评级结论

2017年，公司继续大力拓展汽车配件行业客户，相关用材配送规模稳步增长，带动公司金属物流业务经营业绩进一步提升；LED与锂电池产能大幅增加，推动收入规模快速增长；受益于新增产能的逐步投产，公司整体资产运营效率及回报率均有所提升。

同时我们也关注到，新能源汽车补贴退坡和正极材料价格上涨或对锂电池生产厂商产生一定不利影响；LED业务客户集中度继续提高，需关注客户订单持续状况，淮安光电未通过高新技术企业认定，将不再享有税收优惠；公司有息债务规模进一步增长，且短期有息债务规模占比较高，面临一定即期偿付压力；对外担保规模较上年大幅增长，考虑到被担保单位以小微企业为主，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为AA，本期债券信用等级维持为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	2016年	2015年
货币资金	24,455.49	81,734.86	16,607.23
应收票据	79,828.28	17,235.15	19,870.75
应收账款	102,992.19	63,182.58	31,432.23
预付款项	8,033.75	9,226.17	4,243.99
应收利息	524.04	1,920.08	990.29
其他应收款	439.00	697.00	3,539.11
存货	74,396.23	48,306.13	22,531.31
其他流动资产	50,293.44	52,527.61	59,258.11
流动资产合计	340,962.42	274,829.57	158,473.02
长期股权投资	779.14	757.71	1,237.70
投资性房地产	4,691.10	2,588.46	2,741.58
固定资产净额	202,896.10	83,900.41	68,849.35
在建工程	23,105.21	61,834.12	7,139.48
无形资产	15,625.27	15,263.51	9,303.85
商誉	59,738.38	59,738.38	-
长期待摊费用	248.51	180.94	48.47
递延所得税资产	2,567.53	3,588.90	986.08
其他非流动资产	1,237.92	-	-
非流动资产合计	310,889.14	227,852.43	90,306.52
资产总计	651,851.57	502,682.01	248,779.53
短期借款	83,689.76	62,730.09	8,356.18
应付票据	36,718.83	27,967.85	4,010.02
应付账款	47,719.10	32,860.21	8,428.73
预收款项	3,588.94	2,436.05	1,935.99
应付职工薪酬	3,037.26	1,995.35	1,838.52
应交税费	8,137.66	4,610.37	2,816.70
应付利息	540.51	372.20	13.10
应付股利（应付利润）	2,102.99	41.15	83.35
其他应付款	5,815.14	6,560.70	2,491.40
一年内到期的非流动负债	12,000.00	6,000.00	-
其他流动负债	190.38	35.57	-
流动负债合计	203,540.57	145,609.53	29,973.99
长期借款	14,677.95	18,000.00	-
应付债券	46,851.81	45,585.28	-

预计负债	682.49	437.27	423.07
递延所得税负债	20,342.38	23,386.15	26,346.59
其他非流动负债	2,709.16	-	642.05
非流动负债合计	85,263.79	87,408.70	27,411.71
负债合计	288,804.36	233,018.23	57,385.70
实收资本（股本）	98,709.90	97,522.70	97,361.15
其他权益工具	4,948.75	4,951.49	-
资本公积	34,146.21	9,805.19	6,023.19
减：库存股	2,899.54	35.57	642.05
其他综合收益	-1.47	13.47	-1.32
盈余公积	10,208.58	8,452.11	6,371.93
一般风险准备	96.02	163.16	246.89
未分配利润	100,489.24	69,197.46	53,552.43
归属于母公司所有者权益合计	245,697.69	190,070.01	162,912.22
少数股东权益	117,349.51	79,593.77	28,481.61
所有者权益合计	363,047.21	269,663.78	191,393.83
负债和所有者权益总计	651,851.57	502,682.01	248,779.53

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	363,933.83	198,948.97	166,109.06
其中：营业收入	358,842.13	192,598.94	158,438.16
利息收入	4,831.35	6,321.60	7,612.16
手续费及佣金收入	260.35	28.44	58.75
二、营业总成本	303,957.72	171,272.79	140,493.41
其中：营业成本	272,675.01	151,508.49	125,688.56
利息支出	171.25	495.35	963.37
手续费及佣金支出	2.94	9.56	21.44
税金及附加	1,177.20	728.88	575.05
销售费用	4,672.91	3,521.73	3,067.71
管理费用	18,256.44	9,964.38	9,566.44
财务费用	5,192.85	917.58	-305.01
资产减值损失	1,809.11	4,126.82	915.83
加：投资收益（损失以“-”号填列）	212.99	-50.00	78.25
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	21.43	-50.00	-91.36
资产处置收益（损失以“-”号填列）	-14.66	-120.20	-
其他收益	3,043.77	-	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	63,218.22	27,505.99	25,693.91
加：营业外收入	3,276.55	5,018.72	9,105.23
减：营业外支出	186.25	43.21	45.05
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	66,308.52	32,481.49	34,754.08
减：所得税费用	13,005.47	5,868.84	6,840.90
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	53,303.05	26,612.65	27,913.18
归属于母公司所有者的净利润	35,441.81	20,562.14	24,143.54
少数股东损益	17,861.24	6,050.51	3,769.63

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015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	202,534.88	158,272.01	133,407.41
收取利息、手续费及佣金的现金	5,188.85	6,649.89	7,145.29
收到的税费返还	1,738.11	999.32	2,093.86
收到其他与经营活动有关的现金	30,102.49	21,792.11	8,310.95
经营活动现金流入小计	239,564.33	187,713.33	150,957.51
购买商品、接受劳务支付的现金	192,949.81	132,912.02	89,369.01
客户贷款及垫款净增加额	-14,318.05	-7,205.63	-1,976.43
支付利息、手续费及佣金的现金	174.19	504.91	1,015.19
支付给职工以及为职工支付的现金	19,818.52	11,561.91	8,395.98
支付的各项税费	15,010.91	8,945.10	9,548.15
支付其他与经营活动有关的现金	17,284.95	26,145.15	8,671.06
经营活动现金流出小计	230,920.34	172,863.47	115,022.96
经营活动产生的现金流量净额	8,644.00	14,849.86	35,934.55
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	42,000.00	3,430.00	-
取得投资收益收到的现金	1,399.78	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	240.76	123.55	12.17
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	1,949.21
收到其他与投资活动有关的现金	4.70	1,000.00	7,500.00
投资活动现金流入小计	43,645.24	4,553.55	9,461.37
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	105,509.29	65,363.92	9,264.36
投资支付的现金	11,400.00	42,000.00	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	55,754.35	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	1,000.00
投资活动现金流出小计	116,909.29	163,118.27	10,264.36
投资活动产生的现金流量净额	-73,264.05	-158,564.72	-802.98
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	52,515.56	25,589.43	531.64
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	46,700.00	25,112.28	-
取得借款收到的现金	99,581.60	92,219.47	20,297.84
发行债券收到的现金	-	49,494.90	-
收到其他与筹资活动有关的现金	-	2,500.00	-

筹资活动现金流入小计	152,097.16	169,803.80	20,829.48
偿还债务支付的现金	75,943.98	13,845.56	39,937.85
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7,704.85	7,294.50	7,377.76
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	1,272.19	2,844.29	3,485.66
支付其他与筹资活动有关的现金	7,358.24	125.00	3,720.00
筹资活动现金流出小计	91,007.07	21,265.06	51,035.61
筹资活动产生的现金流量净额	61,090.09	148,538.74	-30,206.13
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-31.32	873.62	382.40
五、现金及现金等价物净增加额	-3,561.29	5,697.51	5,307.84
加：期初现金及现金等价物余额	20,283.51	14,586.00	9,278.16
六、期末现金及现金等价物余额	16,722.22	20,283.51	14,586.00

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	53,303.05	26,612.65	27,913.18
加：资产减值准备	1,809.11	4,126.82	915.83
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	10,677.81	8,308.43	6,743.42
无形资产摊销	345.48	269.75	194.63
长期待摊费用摊销	62.22	47.03	26.79
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	14.66	120.20	-0.66
财务费用	5,430.00	2,240.23	-79.94
投资损失	-212.99	50.00	-78.25
递延所得税资产减少	-478.85	-2,602.82	17.30
存货的减少	-26,090.10	-25,774.83	266.07
经营性应收项目的减少	-83,154.94	-40,062.30	1,719.75
经营性应付项目的增加	45,771.20	41,440.06	-2,124.56
其他	1,167.35	74.62	421.00
经营活动产生的现金流量净额	8,644.00	14,849.86	35,934.55
债务转为资本	23.41	14.97	-
现金的期末余额	16,722.22	20,283.51	14,586.00
减：现金的期初余额	20,283.51	14,586.00	9,278.16
现金及现金等价物净增加额	-3,561.29	5,697.51	5,307.84

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	193,938.35	160,283.22	12,366.20
资产负债率	44.31%	46.35%	23.07%
流动比率	1.68	1.89	5.29
速动比率	1.31	1.56	4.54
净营业周期（天）	117.15	120.22	138.68
总资产周转天数（天）	579.13	702.30	566.96
综合毛利率	25.03%	23.59%	23.74%
总资产回报率	12.42%	9.47%	14.05%
FFO（万元）	70,950.48	39,172.30	35,652.30
营运资本变化（万元）	-63,473.84	-24,397.06	-138.74
EBITDA（万元）	82,807.69	44,205.78	42,021.38
EBITDA 利息保障倍数	15.30	14.26	138.93

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
张家港润盛科技材料有限公司	1,730.00（万美元）	75.00%	铝材的套裁、配送
江苏鼎顺创业投资有限公司	3,000.00	100.00%	创业投资及进出口贸易
张家港昌盛农村小额贷款有限公司	20,000.00	42.84%	提供小额贷款、担保
上海澳洋顺昌金属材料有限公司	8,000.00	100.00%	金属材料的加工、仓储、销售
江苏澳洋顺昌光电技术有限公司	25,000.00	100.00%	LED 外延片及芯片研发、生产、销售
张家港奥科森贸易有限公司	500.00	100.00%	进出口贸易
广东澳洋顺昌金属材料有限公司	500.00（万美元）	75.00%	钢铁薄板的套裁、配送
淮安澳洋顺昌光电技术有限公司	129,760.00	73.12%	LED 外延片及芯片研发、生产、销售
广东润盛科技材料有限公司	6,000.00	75.00%	铝材的套裁、配送
扬州澳洋顺昌金属材料有限公司	15,000.00	100.00%	物流配送
香港澳洋顺昌有限公司	1.00（万港元）	75.00%	贸易
江苏绿伟锂能有限公司	3,400.00（万美元）	47.06%	动力锂电池及模组的研发、生产加工，销售自产产品
江苏天鹏电源有限公司	30,000.00	47.06%	研发、生产、销售锂离子电池、汽车动力锂电池
江苏澳洋顺昌集成电路股份有限公司	54,000.00	100.00%	集成电路和半导体芯片制造、针测、封装、测试等
香港芯能科技有限公司	1.00（万港元）	100.00%	贸易

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应付账款及应付票据周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] \}$
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	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
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 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券

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。