

# 信用等级通知书

东方金诚债评字 [2018]204 号

---

苏州华源控股股份有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定；同时对贵公司拟发行的“苏州华源控股股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析，评定本期债券的信用等级为 AA-。

东方金诚国际信用评估有限公司  
二零一八年六月十一日



# 信用等级公告

东方金诚债评字 [2018]204 号

---

东方金诚国际信用评估有限公司通过对苏州华源控股股份有限公司和其拟发行的“苏州华源控股股份有限公司2018年公开发行可转换公司债券”信用状况进行综合分析和评估，确定苏州华源控股股份有限公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，债券信用等级为 AA-。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一八年六月十一日



## 信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与苏州华源控股股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与苏州华源控股股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚工商企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由苏州华源控股股份有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受苏州华源控股股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 苏州华源控股股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2018 年 6 月 11 日

## 苏州华源控股股份有限公司

# 2018年公开发行可转换公司债券信用评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2018】204号

### 评级结果

主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA-

### 债项概况

发行金额：发行总额不超过人民币 4.00 亿元（含 4.00 亿元）

债券期限：可转换公司债券发行之日起 6 年

偿还方式：按年付息，计息起始日为可转换公司债券发行首日

增信措施：质押担保和保证担保，其中保证担保由东方恒业控股有限公司和自然人李志聪承担连带责任保证担保

募集资金用途：建设广州清远年产 3960 万只化工罐及印铁项目，咸宁华源年产 1730 万只印铁制罐项目

### 评级时间

2018 年 6 月 11 日

### 评级小组负责人

高君子 

### 评级小组成员

朱经纬 

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街 83 号德胜国际中心 B 座 7 层 100088

### 评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）通过对苏州华源控股股份有限公司（以下简称“华源控股”或“公司”）经营环境、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为公司是国内领先的化工罐生产企业之一，金属包装制品业务链较为完整，近年来核心产品化工罐产能产量逐年增加，具有一定的市场竞争力；公司与阿克苏、立邦、艾仕得、PPG 等国际大型化工涂料企业合作关系稳定，近年来主导产品化工罐和印涂铁的销量逐年增加，金属包装制品收入逐年增加；公司于 2015 年首次发行股票，近年来债务负担总体有所下降。

同时，东方金诚也关注到，公司主要原材料马口铁近年价格总体呈增长态势，加大了公司成本控制压力，2017 年金属包装制品毛利率有所下降；公司下游客户主要集中在涂料行业且客户集中度高，金属包装制品业务经营稳定性易受涂料行业景气度的变化及下游主要客户经营稳定性的影响；保证人东方恒业未开展实际经营，综合财务实力较弱，对本期债券本息的到期偿付提供的连带责任保证担保增信作用较弱。

综合考虑，东方金诚评定华源控股主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AA-。



## 评级结果

主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA-

## 债项概况

发行金额：发行总额不超过人民币 4.00 亿元（含 4.00 亿元）

债券期限：可转换公司债券发行之日起 6 年

偿还方式：按年付息，计息起始日为可转换公司债券发行首日

增信措施：质押担保和保证担保，其中保证担保由东方恒业控股有限公司和自然人李志聪承担连带责任保证担保

募集资金用途：建设广州清远年产 3960 万只化工罐及印铁项目，咸宁华源年产 1730 万只印铁制罐项目

## 评级时间

2018 年 6 月 11 日

## 评级小组负责人

高君子



## 评级小组成员

朱经纬



邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街 83 号德胜国际中心 B 座 7 层 100088

## 主要数据和指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
资产总额 (亿元)	12.97	12.08	13.54	13.81
所有者权益 (亿元)	9.09	9.49	10.05	10.19
全部债务 (亿元)	2.48	0.33	1.48	1.36
营业总收入 (亿元)	9.10	10.07	11.49	2.45
利润总额 (亿元)	1.02	1.33	1.14	0.15
EBITDA (亿元)	1.42	1.66	1.53	0.16
营业利润率 (%)	23.20	23.97	18.87	19.91
净资产收益率 (%)	9.25	11.33	9.28	-
资产负债率 (%)	29.90	21.43	25.72	26.17
全部债务资本化比率 (%)	21.42	3.32	12.83	11.74
流动比率 (%)	275.18	314.70	248.04	232.04
全部债务/EBITDA (倍)	1.75	0.20	0.97	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	10.39	71.80	71.47	-
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.35	0.42	0.38	-

注：表中数据来源于 2015 年~2017 年经审计的公司合并财务报告及 2018 年 1~3 月未经审计的公司合并财务报表。2016 年数据为 2017 年期初数。本期发债额度按 4.00 亿元测算。

## 优势

- 公司是国内领先的化工罐生产企业之一，金属包装制品业务链较为完整，近年来核心产品化工罐产能产量逐年增加，具有一定的市场竞争力；
- 公司与阿克苏、立邦、艾仕得、PPG 等国际大型化工涂料企业合作关系稳定，近年来主导产品化工罐和印涂铁的销量逐年增加，金属包装制品收入逐年增加；
- 公司于 2015 年首次发行股票，近年来债务负担总体有所下降。

## 关注

- 公司主要原材料马口铁近年价格总体呈增长态势，加大了公司成本控制压力，2017 年金属包装制品毛利率有所下降；
- 公司下游客户主要集中在涂料行业且客户集中度高，金属包装制品业务经营稳定性易受涂料行业景气度的变化及下游主要客户经营稳定性的影响；
- 保证人东方恒业未开展实际经营，综合财务实力较弱，对本期债券本息的到期偿付提供的连带责任保证担保增信作用较弱。

## 主体概况

苏州华源控股股份有限公司（以下简称“华源控股”或“公司”）主要从事金属包装产品的研发、生产及销售。截至2018年3月末，公司注册资本28812.00万元，第一大股东李志聪对其持股比例43.64%，实际控制人为李炳兴、陆杏珍、李志聪一家。

公司前身为成立于1998年6月的吴江市华源印铁制罐有限责任公司，由李炳兴、陆林才和沈华加共同出资设立，初始注册资本80.00万元，其中李炳兴持股80.00%，陆林才和沈华加分别持股10.00%。2011年9月，公司整体变更为股份公司，更名为苏州华源包装股份有限公司。2015年12月，公司在深圳证券交易所中小企业板上市，股票简称“华源包装”，股票代码“002787.SZ”。2017年1月，公司更为现名，股票简称变更为“华源控股”。经多次增资和股权转让，截至2018年3月末，公司总股本28812.00万股，第一大股东李志聪持股比例为43.64%，实际控制人为李炳兴、陆杏珍、李志聪一家。

公司主要从事金属包装产品的研发、生产及销售，具备从产品工艺设计、模具开发、CTP制版、平整剪切、涂布印刷、产品制造到设备研制等全产业链的生产、技术与服务能力。公司产品包括化工罐、印涂铁、杂罐、金属盖和食品罐等，其中以化工罐为主，主要客户为阿克苏、立邦、佐敦、PPG等国际大型化工涂料企业。公司为贴近客户布局，分别在苏州、广州、天津、成都、咸宁设立了五个生产基地。截至2017年末，公司拥有11567.10万只化工罐、39936.00万只金属盖、5865.60万只食品罐、800.00万只杂罐和3006.67万张印涂铁的生产能力。

公司以发行股份和支付现金相结合的方式购买常州瑞杰新材料科技股份有限公司（以下简称“瑞杰科技”）93.5609%的股权，交易金额为37723.74万元；于2018年2月1日收到中国证监会《关于核准苏州华源控股股份有限公司向王卫红等发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2018]222号）。<sup>1</sup>2018年5月10日瑞杰科技变更为有限责任公司，更名为常州瑞杰新材料科技有限公司。截至2018年6月1日，公司已经持有瑞杰科技99.7857%股权。

瑞杰科技主营塑料包装制品的研发、制造与销售，主要客户为壳牌、康普顿、大连石油化工、汉高等润滑油、涂料行业知名企业。2017年，瑞杰科技实现收入3.93亿元，利润总额0.33亿元。截至2017年末，瑞杰科技资产总额2.57亿元，所有者权益1.91亿元。

截至2018年3月末，公司（合并）资产总额13.81亿元，所有者权益10.19亿元，资产负债率为26.17%；拥有直接控股子公司12家。2017年和2018年1~3月，公司实现营业收入分别为11.49亿元和2.45亿元，利润总额1.14亿元和0.15亿元。

## 本期债券及募集资金用途

### 本期债券概况

<sup>1</sup> 根据具备证券期货业务资格的资产评估机构国众联提供的评估结果，以2017年6月30日作为评估基准日，瑞杰科技100%股权的评估值为40096.59万元。经交易双方协商一致，瑞杰科技100%股权整体作价40320.00万元。本次购买瑞杰科技93.5609%股权的最终交易价格确定为37723.74万元。

公司拟发行“苏州华源控股股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券”（以下简称“本期债券”或“可转换公司债券”），发行总额不超过 4.00 亿元，期限为自发行之日起 6 年，本期债券每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息。本期债券及未来转换的 A 股股票将在深圳证券交易所交易流通。

### 本期债券转股基本条款

转股期限方面，本期债券的换股期为自发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至到期日止。

本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

### 本期债券转股价格向下修正条款

在本期债券存续期间，当公司 A 股股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。

### 赎回条款

#### 1、到期赎回条款

在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

#### 2、有条件赎回条款

在本期债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

- 1、在本期债券转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。
- 2、当本期债券未转股余额不足 3000 万元时。

### 回售条款

#### 1、有条件回售条款

本期债券最后两个计息年度，如果公司 A 股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

#### 2、附加回售条款

若本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。

### 募集资金用途

本期债券募集资金总额不超过人民币4亿元（含发行费用），扣除发行费用后全部用于“清远年产3960万只化工罐及印铁项目”和“年产1730万只印铁制罐项目”。

表1：本期债券募投项目投资情况

单位：万元

序号	项目	总投资额	拟投入募集资金
1	清远年产3960万只化工罐及印铁项目	32989.91	30258.64
2	年产1730万只印铁制罐项目	9741.36	9741.36
合计		42731.27	40000.00

资料来源：本期债券募集说明书，东方金诚整理

本期债券募集资金投资项目有利于公司扩大产能，清远年产3960万只化工罐及印铁项目总投资规模为32989.91万元，拟使用募集资金30258.64万元，其余部分由公司自筹解决。本项目由全资子公司华源包装（清远）有限公司负责实施，项目建设期为2年，建成后3年达产，项目完全达产后将新增年产3960万只化工罐以及3.5万吨印涂铁的生产能力，3.5万吨印涂铁中有1.5万吨用于配套新增化工罐产能，剩余2万吨用于对外销售。本项目总投资的财务内部收益率（税前）为18.40%，项目静态投资回收期（税前，不含建设期）为4.99年。本项目尚需取得广州（清远）产业转移工业园国土规划和环境保护局的环评批复。

年产1730万只印铁制罐项目总投资规模为9741.36万元，拟全部使用募集资金投入。本项目由全资子公司华源包装（咸宁）有限公司负责实施，项目建设期为2年，建成后3年达产，项目完全达产后将新增年产1730万只化工罐的生产能力。本项目总投资的财务内部收益率（税前）为14.61%，项目静态投资回收期（税前，不含建设期）为6.11年。本项目尚需取得咸宁市环境保护局的环评批复。

在本期债券募集资金到位前，公司可根据项目进度的实际情况通过自筹资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。公司董事会可根据实际情况，在不改变募集资金投资项目的前提下，对上述单个或多个项目的募集资金拟投入金额和顺序进行调整。募集资金到位后，若扣除发行费用后的实际募集资金净额少于拟投入募集资金总额，不足部分由公司自筹资金解决。

### 增信措施

东方恒业控股有限公司（以下简称“东方恒业”）和公司第一大股东李志聪按照各自比例为本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的合理费用提供担保。东方恒业和李志聪分别承担担保债务的85%和15%。东方恒业所提供的担保方式为连带责任保证担保，李志聪以其持有的华源控股股票提供质押担保。同时，李志聪将为东方恒业所承担部分提供连带责任保证反担保。

此外，李志聪对本期债券本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的合理费用提供全额连带责任保证担保。



## 宏观经济和政策环境

### 宏观经济

**2018年一季度宏观经济开局稳健，工业生产总体稳定，房地产投资超预期，消费拉动力增强有效抵消了净出口下滑对经济增长的影响**

一季度宏观经济运行稳健。据初步核算，一季度国内生产总值 198783 亿元，同比增长 6.8%，增速与前两个季度持平，较上年同期下滑 0.1 个百分点。

工业生产总体平稳，利润增速有所回落。1~3 月全国规模以上工业增加值累计同比增长 6.8%，增速较上年全年加快 0.2 个百分点，与上年同期持平。其中，3 月工业增加值同比增长 6.0%，低于上年同期的 7.6%，主因今年春节较晚、企业复工较迟。1~2 月全国规模以上工业企业利润总额同比增长 16.1%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点，与同期 PPI 增速回落态势相一致。受高基数拖累，一季度 PPI 累计同比上涨 3.7%，涨幅较上年全年收窄 3.7 个百分点。

房地产投资超预期，拉动固定资产投资增速小幅走高。1~3 月全国固定资产投资累计同比增长 7.5%，增速较上年全年提高 0.3 个百分点。其中房地产投资同比增长 10.4%，增速较上年全年提高 3.4 个百分点，主因是前期土地购置高位运行带动当期土地购置费和房屋新开工面积增速上扬。基建投资（不含电力）同比增长 13.0%，增速较上年全年下滑 6.0 个百分点，主要受地方政府债务监管及 PPP 规范不断加码影响。制造业投资延续底部钝化，同比增长 3.8%，增速较上年全年下滑 1.0 个百分点，或与企业面临去杠杆压力及社融低增速有关。

消费对经济增长的拉动力增强，居民消费出现边际回暖迹象。一季度消费拉动 GDP 增长 5.3 个百分点，较上季度提高 1.2 个百分点，主因政府消费支出加快。1~3 月社会消费品零售总额累计同比增长 9.8%，增速较上年全年下滑 0.2 个百分点。不过，3 月当月社会消费品零售总额同比增速反弹至 10.1%，特别是金银珠宝、化妆品、家电等可选消费品零售增速回升态势明显，显示季末消费出现边际回暖迹象。受食品价格低基数影响，一季度 CPI 累计同比上涨 2.1%，涨幅较上年全年扩大 0.5 个百分点，但仍处温和区间。

净出口对经济增长的拉动由正转负。以美元计价，1~3 月我国出口额累计同比增长 14.1%，进口额同比增长 18.9%，外贸表现总体强劲。但由于同期货物贸易顺差同比收窄 19.7%，一季度净出口对经济增长的拉动由正转负，拖累当季 GDP 同比增速下降 0.6 个百分点。

东方金诚预计，二季度 GDP 增速仍将继续稳定在 6.8%。其中，投资增速预计稳中趋缓，净出口对经济增长的负向拉动有望减弱。由此，2018 年上半年 GDP 增速也有望达到 6.8%。下半年中美贸易摩擦升级的风险需持续关注，其已成为当前我国宏观经济面临的重要不确定性因素。

### 政策环境

**金融监管力度不减，M2 增速保持低位，社融“回表”趋势明显；央行降准意在优化流动性结构，货币政策仍将保持稳健中性**

货币供应量增速保持低位。3 月末，广义货币 (M2) 余额同比增长 8.2%，增速较上年

末提高 0.1 个百分点，但较上年同期低 1.9 个百分点，处历史低位附近，表明在严监管继续稳步推进背景下，金融去杠杆效果不断体现。3 月末，狭义货币 (M1) 余额同比增长 7.1%，为 2015 年 7 月以来最低，这主要受房地产市场持续降温影响。

社融回表趋势显著，存量增速创历史新低。一季度，社会融资规模增量为 55800 亿，同比少增 13468 亿；截至 3 月底，社融存量同比仅增长 10.5%，创有历史记录以来新低。主要原因是在严监管整治通道业务和资管嵌套背景下，表外融资受到强力约束。一季度新增人民币贷款保持坚挺，占当季新增社融比重超过八成，反映社融回表趋势显著。此外，受益于市场利率下行，一季度债市融资功能有明显恢复，同比多增 6843 亿元。

一季度央行稳健中性货币政策未变，但边际上略有放松，市场流动性整体较为宽松，货币市场利率中枢下行。展望二季度，央行自 4 月 25 日起下调部分金融机构存款准备金率，释放 4000 亿增量资金，对税期扰动形成对冲，市场流动性将保持总量平稳。总体上看，此次降准意在优化流动性结构，央行仍将保持稳健中性的货币政策。

### 一季度税收收入高增，财政支出增速明显回落，财政政策取向保持积极

财政收入保持高增长，财政支出增速显著下行。一季度财政收入累计同比增长 13.6%，增速较上年同期小幅下滑 0.5 个百分点。主要原因是“降费”政策下，非税收入累计同比下降 7.5%。税收收入同比增长 17.2%，增速较上年同期加快 2.6 个百分点，主要源于宏观经济延续稳中向好态势，以及工业品价格处于相对较高水平。一季度财政支出累计同比增长 10.9%，增速较上年同期下滑 10.1 个百分点。与上年相比，今年 3 月财政支出并未明显加码发力，显示在宏观经济开局良好以及经济发展由重速度转向重质量背景下，财政托底意愿不强。

财政政策取向保持积极。2018 年我国财政赤字率下调至 2.6%，较上年降低 0.4 个百分点，但财政政策取向保持积极，主要体现在两个方面：一是 2018 年减税降费政策力度将进一步加大，预计全年减轻企业税费负担 1.1 万亿元。二是综合考虑专项债规模扩大等因素，今年财政支出对实体经济的支持力度不会减弱，并正在向精准扶贫和节能环保等领域倾斜。今年减税效应将在 5 月份以后逐步体现，预计二季度财政收入增速或将回落至个位数；受今年支出进度进一步加快影响，二季度财政支出增速仍将保持较高强度。

综合来看，货币政策和财政政策在二季度将继续为宏观经济结构优化提供适宜的政策环境。

## 行业及区域经济环境

公司主营金属包装制品的生产和销售，属于金属包装行业。

### 随着我国国民经济持续增长和城镇化建设的加快，涂料行业规模不断扩大，化工罐需求持续增加

金属包装是我国包装工业的重要组成部分，金属包装容器是指金属薄板制造的薄壁包装器。我国金属包装应用领域最广的是食品工业，其次是化工产品，化妆品和药品也占一定的比例。

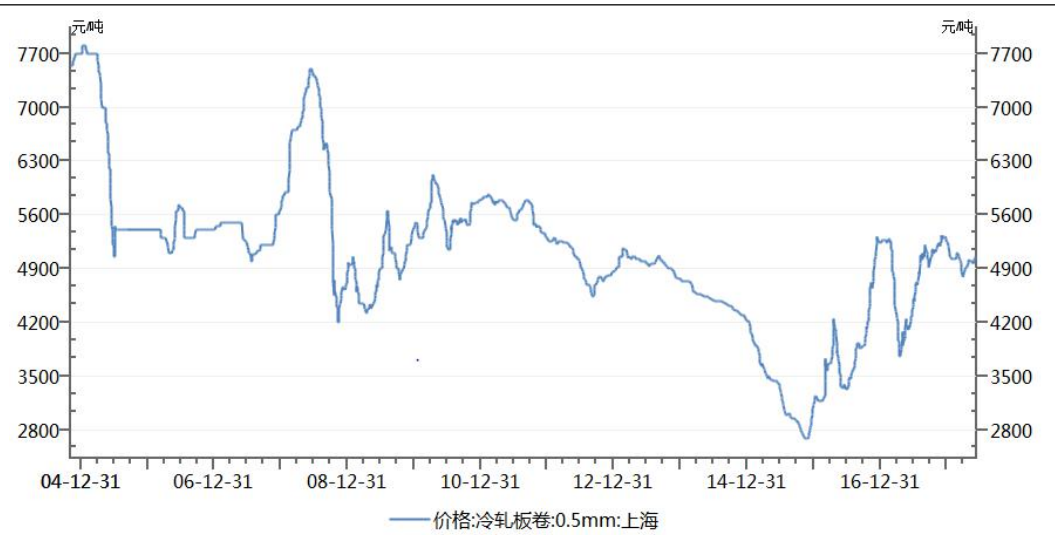
随着我国国民经济持续增长和城镇化建设的加快，城乡居民的购买力和生活品质不断提高，带动包装产品的需求持续增加。化工罐下游主要为涂料行业，涂料行业发展与

建筑、交通运输、家电和家具等行业密切相关。我国涂料行业在房地产、汽车、船舶、家具家电、基础设施建设等行业的带动下迎来了快速增长。根据中国涂料工业协会数据，2010年至2016年，我国涂料行业规模以上工业企业总产量从966.63万吨增长至1899.78万吨，年均复合增长11.92%；规模以上工业企业总产值从2026.82亿元增长至4354.49亿元，年均复合增长13.59%。据国家统计局初步统计，2017年涂料产量达2036.4万吨，同比增长12.38%。2017年涂料行业产量增速继2016年继续增长，在部分上游原材料价格持续上涨的情况下仍然保持了相对于整个化工行业较好的增长态势。2018年涂料产量将继续保持稳定增长态势，对化工罐需求将持续增加。

### 金属包装行业主要原材料马口铁价格波动较大，行业面临一定成本控制压力

金属包装制品原材料主要为镀锡钢板，俗称马口铁。马口铁由冷轧钢板通过一次冷轧或者二次冷轧后镀锡而获得，马口铁生产成本受铁矿石以及锡等原材料价格影响较大，马口铁价格波动较大且具有一定的周期性。2017年以来，受益于地条钢出清以及去产能带来的钢铁行业供需格局改善，钢材价格大幅度上涨。2017年，钢材综合价格指数均在99点以上，综合涨幅达到22.70%，最大价差曾达570元/吨。马口铁价格波动较大，金属包装行业面临原材料成本压力加大。

图 1：2004 年 11 月～2018 年 6 月冷轧板卷价格走势



资料来源：Wind，东方金诚整理

### 我国金属包装企业数量众多，行业竞争格局较分散，未来行业并购整合有望加速，行业集中度将有所提升

我国金属包装企业数量众多，但在规模、工艺装备、产品质量、品牌形象和市场份额上真正具有竞争力的企业数量并不多。随着我国居民生活水平的不断提高，国内用户对金属包装的质量和性能的要求越来越高，未来具有较强的技术水平、研发能力、经营规模、经济实力等因素企业将更具有竞争力。

表 2：金属包装行业竞争格局

企业名称	经营情况
华源控股、速必雅、深圳华特、新树金属	生产布局完善合理，拥有长期、稳定、优质的高端客户资源，依赖完整的业务链和技术研发不断改善质量、降低材料损耗、提高生产效率、增强产品功能性及提升市场反应能力以占领市场
奥瑞金、中粮包装	生产布局完善合理，拥有高端客户群，依赖强大的资金实力和管理水平占领市场，引进国外的先进设备及生产线，不断贴近客户 建设生产基地；
中小企业	区域性明显，集中在低价格、低品质产品的生产制造，同质化竞争激烈，主要凭借低成本参与市场竞争

资料来源：公司招股说明书

包装一体化是全球包装产业未来发展的趋势，且随着全球制造业不断地向我国转移，对我国包装工业的一体化和综合服务能力提出了越来越高的要求。随着人们消费心理的绿色化，绿色包装成为重要的发展方向以及行业发展的重要主题，要求包装耗材更加环保和节约。金属包装因具备良好的可回收性、重复利用乃至可再生利用性，属于典型的绿色包装产品。另外，伴随着行业门槛的提高及下游客户需求的不断升级，金属包装优势企业在获取市场资源方面具有明显优势，部分中小包装企业不断面临被淘汰，行业内并购整合有望加速，未来行业集中度提升是大势所趋。

## 业务运营

### 经营概况

公司主营金属包装产品的生产和销售，化工罐和印涂铁等主导产品是公司收入和毛利润的主要来源，近年来公司营业收入逐年略有增加，毛利润和毛利率有所波动

公司从事金属包装产品的研发、生产及销售业务，具备从产品工艺设计、模具开发、CTP 制版、平整剪切、涂布印刷、产品制造到设备研制等全产业链的生产、技术与服务能力。公司金属包装制品业务主要产品包括化工罐、杂罐、金属盖、食品罐、印涂铁，其中化工罐为核心产品。

2015 年~2017 年，公司营业收入逐年增加，分别为 9.10 亿元、10.07 亿元和 11.49 亿元，收入主要来源于化工罐和印刷加工及销售业务，化工罐收入占比有所波动，分别为 75.08%、70.59%和 72.28%，印刷加工及销售占比逐年增加，分别为 12.16%、19.61%和 19.97%。金属盖、食品罐和杂罐收入及占比均较低；其他业务主要为销售材料和废料。



表 3：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入构成

单位：亿元

业务类型	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
金属包装制品	8.81	96.80	9.80	97.37	11.37	98.97	2.34	95.72
-化工罐	6.83	75.08	7.10	70.59	8.31	72.28	1.87	76.49
-印刷加工及销售	1.11	12.16	1.97	19.61	2.30	19.97	0.27	11.19
-金属盖	0.54	5.97	0.41	4.07	0.48	4.13	0.11	4.62
-食品罐	0.26	2.85	0.25	2.47	0.25	2.20	0.07	3.02
-杂罐	0.07	0.74	0.06	0.63	0.04	0.39	0.01	0.40
其他	0.29	3.20	0.26	2.63	0.12	1.03	0.10	4.28
合计	9.10	100.00	10.07	100.00	11.49	100.00	2.45	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2015 年~2017 年，公司毛利润分别为 2.16 亿元、2.49 亿元和 2.27 亿元。化工罐和印刷加工及销售业务为公司毛利润的主要来源；同期，综合毛利率有所波动，分别为 23.73%、24.71%和 19.72%；2017 年，受原材料马口铁价格大幅上涨影响，公司毛利率有所下降。

2018 年 1~3 月，公司营业收入 2.45 亿元，毛利润 0.51 亿元，毛利率 20.85%。

表 4：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司毛利润和毛利率构成

单位：亿元、%

业务类型	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
金属包装制品	2.05	23.24	2.39	24.43	2.22	19.52	0.49	20.99
-化工罐	1.66	24.29	1.95	27.51	1.88	22.60	0.42	22.46
-印刷加工及销售	0.23	20.95	0.25	12.67	0.22	9.61	0.04	13.55
-金属盖	0.11	19.59	0.11	25.97	0.08	15.95	0.01	12.98
-食品罐	0.04	14.51	0.06	23.34	0.03	11.88	0.02	23.26
-杂罐	0.01	17.89	0.02	39.01	0.02	37.97	- <sup>2</sup>	23.74
其他	0.11	38.95	0.09	35.21	0.05	38.25	0.02	17.72
合计	2.16	23.73	2.49	24.71	2.27	19.72	0.51	20.85

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司是国内领先的化工罐生产企业之一，具备金属包装制品较为完整业务链，近年来核心产品化工罐产能产量逐年增加，具有一定的市场竞争力

公司是国内领先的化工罐生产企业之一，具备产品工艺设计、CTP 制版、印铁涂布、配件生产、模具开发、设备连线改造和制罐等金属包装制品较为完整业务链。公司产品包括化工罐、金属盖、食品罐、杂罐以及印涂铁等产品，以化工罐为主。公司拥有马口铁厚度从 0.16mm 到 0.50mm 不同规格的化工罐生产能力，产品涉及圆罐、钢提桶、方桶三大系列 1000 多个品种，涵盖 0.25L~25L 所有标准规格。公司关键生产环节技术水平国内领先，拥有多项发明专利，产品质量较好。

<sup>2</sup> 23.45 万元。

公司实施贴近客户布局的经营模式，分别在苏州、广州、天津、成都设立了四个制罐生产基地，同时在咸宁设立了印铁基地。近年公司核心产品化工罐产能持续增长，截至2017年末，公司拥有11567.10万只化工罐、39936.00万只金属盖、5865.60万只食品罐、800.00万只杂罐和3006.67万张印涂铁的生产能力。2015年~2017年，公司化工罐产能、产量逐年增加，产能利用率较高；其他金属包装制品产能规模稳定，其中印涂铁产量逐年增加，产能利用率较好；金属盖产量有所波动，产能利用率有所波动，但整体处于较高水平；由于杂罐的市场正处于开拓期，产能利用率较低。

表 5：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司金属包装制品生产情况

单位：万个（万张）、%

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月 <sup>3</sup>	
化工罐	产能	10064.80	10414.53	11567.10	2891.78
	产量	9371.94	9601.40	10753.16	2269.26
	产能利用率	93.12	92.19	92.96	78.47
印涂铁	产能	3006.67	3006.67	3006.67	751.68
	产量	2382.35	2878.56	3084.37	810.66
	产能利用率	79.24	95.74	102.58	107.85
金属盖	产能	39936.00	39936.00	39936.00	9984.00
	产量	38145.89	28299.55	36693.62	9140.90
	产能利用率	95.52	70.86	91.88	91.56
食品罐	产能	5865.60	5865.60	5865.60	1466.40
	产量	4653.48	3355.19	4170.02	645.47
	产能利用率	79.34	57.20	71.09	64.48
杂罐	产能	800.00	800.00	800.00	200.00
	产量	106.17	89.57	62.72	5.00
	产能利用率	13.27	11.20	7.84	2.50

资料来源：公司提供，东方金诚整理

本期债券募投项目为清远华源年产 3960 万只化工罐及印铁项目和咸宁华源年产 1730 万只印铁制罐项目，项目总投资 4.27 亿元，资金来源为本期债券募集资金 4.00 亿元、公司自筹 0.27 亿元。清远华源项目建设期为 2 年，达产期 3 年，尚需取得广州（清远）产业转移工业园国土规划和环境保护局的环评批复。咸宁华源项目建设期为 2 年，达产期 3 年，尚需取得咸宁市环境保护局的环评批复。预期项目投产后，公司产能将进一步扩大。

**受益于下游涂料行业发展良好，近年来公司主导产品化工罐和印涂铁的销量逐年增加，金属包装制品收入逐年增加**

受下游化工涂料行业发展良好，化工涂料销量增加影响，公司化工罐及印涂铁销量逐年增加。公司采取以销定产的生产模式，产销率处于较好水平。近年来主导产品化工罐销售均价有所波动，印涂铁产品销售均价逐年增长。2015 年~2017 年，公司金属包装制品收入逐年增加，分别为 8.81 亿元、9.80 亿元和 11.37 亿元；化工罐和印涂铁为公司主要产品，合计收入占比逐年提高，分别为 87.24%、90.20%和 92.25%。

<sup>3</sup> 2018 年一季度产能数据已年化处理。

表 6：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司金属包装制品销售情况

单位：万个（万张）、元/个（张）、万元、%

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月	
化工罐	销量	9038.80	10092.48	10709.97	2269.26
	产销率	96.45	105.11	99.60	98.88
	销售均价	7.56	7.04	7.76	8.35
	销售收入	68310.25	71048.77	83082.18	18726.30
印涂铁	销量	2334.59	2851.85	3075.23	813.94
	产销率	97.99	99.07	99.70	100.40
	销售均价	4.74	6.92	7.46	2.91
	销售收入	11061.74	19741.97	22951.47	2368.55
金属盖	销量	35218.53	31315.73	36841.85	9140.90
	产销率	92.33	110.66	100.40	89.03
	销售均价	0.15	0.13	0.13	0.12
	销售收入	5428.30	4100.64	4752.56	1129.99
食品罐	销量	4604.04	3492.59	4084.10	888.03
	产销率	98.94	104.10	97.94	93.92
	销售均价	0.56	0.71	0.62	0.19
	销售收入	2592.46	2487.05	2523.72	172.03
杂罐	销量	107.12	100.68	69.07	5.81
	产销率	100.89	112.40	110.12	116.22
	销售均价	6.28	6.29	6.43	17.00
	销售收入	672.50	632.77	443.78	98.79

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司与阿克苏、立邦、艾仕得、PPG 等国际大型化工涂料企业合作关系稳定，公司下游客户主要集中在涂料行业且客户集中度高，金属包装制品业务经营稳定性易受涂料行业景气度的变化及下游主要客户经营稳定性的影响

公司化工罐主要用于包装化学原料、油漆及润滑油等化工用品，主要客户为阿克苏、立邦、艾仕得<sup>4</sup>、PPG<sup>5</sup>、佐敦<sup>6</sup>、中涂化工<sup>7</sup>、叶氏化工<sup>8</sup>等国际大型化工涂料企业，客户质量较好且稳定。

公司金属包装制品生产基地主要是根据客户选址设立，销售区域贴近客户。公司销售货款结算方式为银行承兑汇票和电汇，账期一般 1~3 个月。2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司前五大客户销售收入占比分别为 70.38%、71.98%、76.02%和 73.34%，客户集中度高，单一客户的变化对公司收入影响较大。2017 年，奥瑞金为公司第三大客户，因公司独立董事张月红女士同时担任奥瑞金独立董事，其与公司构成关联关系。

<sup>4</sup> 艾仕得涂料系统（上海）有限公司，由杜邦高性能涂料（上海）有限公司变更而来。2013 年 2 月全球最大的私人股权投资基金之一凯雷投资集团宣布完成对杜邦公司高性能涂料业务的收购。2013 年 5 月凯雷投资集团将杜邦高性能涂料（上海）有限公司名称变更为艾仕得涂料系统（上海）有限公司。

<sup>5</sup> 苏州 PPG 包装涂料有限公司、庞贝捷涂料（上海）有限公司、PPG 涂料（天津）有限公司、庞贝捷涂料（芜湖）有限公司、庞贝捷漆油贸易（上海）有限公司、PPG 航空材料（苏州）有限公司、佛山市百润化工有限公司的统称。

<sup>6</sup> 中远佐敦船舶涂料（青岛）有限公司、佐敦涂料（张家港）有限公司。

<sup>7</sup> 中涂化工（上海）有限公司、中涂化工（广东）有限公司的统称。

<sup>8</sup> 紫荆花制漆（成都）有限公司、洋紫荆油墨（浙江）有限公司、洋紫荆油墨（河北）有限公司的统称。

总体来看，公司下游客户主要集中在涂料行业且客户集中度高，金属包装制品业务经营稳定性易受涂料行业景气度的变化及下游主要客户经营稳定性的影响。

表 7：2017 年公司金属包装制品前五大客户情况<sup>9</sup>

单位：万元、%

客户名称	销售额	占比	是否关联方
阿克苏	31089.21	27.05	非关联方
立邦	28884.34	25.13	非关联方
奥瑞金科技股份有限公司及其下属子公司	21487.53	18.69	关联方
河北晨阳工贸集团有限公司	3190.21	2.78	非关联方
佛山市海天（高明）调味食品有限公司	2723.11	2.37	非关联方
合计	87374.41	76.02	-

资料来源：公司年报，东方金诚整理

公司生产主要原材料为马口铁，2017 年以来马口铁价格持续上涨，公司毛利率有所下降

公司金属包装制品生产成本主要由直接材料、直接人工和制造费用构成，2017 年占比分别为 80.42%、8.40%和 11.18%，其中直接材料主要有马口铁、涂料、油墨等，以马口铁为主。受公司化工罐和印涂铁产量增加影响，近年来公司原材料采购量逐年增加。2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司原材料采购价格受马口铁价格波动上涨影响，整体波动增加；其中涂料采购价格相对稳定，油墨价格有所波动。2017 年以来，受供给侧改革及环保趋严的影响，马口铁价格大幅上涨，加大了公司成本控制压力。

表 8：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司金属包装制品主要原材料采购情况

单位：万千克、元/千克、万元

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月	
马口铁	采购量	8355.70	10778.48	12407.36	2020.96
	采购均价	3.97	3.69	4.93	5.27
	采购总额	33169.72	39765.31	61159.99	10660.57
涂料	采购量	259.14	270.63	288.72	44.63
	采购均价	23.90	22.57	22.50	23.83
	采购总额	6194.56	6109.00	6495.57	1063.74
油墨	采购量	9.95	10.07	10.84	1.00
	采购均价	103.33	96.01	99.88	71.90
	采购总额	1028.43	966.72	1083.19	71.66
主要原材料合计	采购量	8624.80	11059.18	12706.92	2066.59
	采购均价	4.68	4.24	5.41	5.71
	采购总额	40392.71	46841.03	68738.76	11795.98

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司原材料采购均价波动上涨、直接材料平均成本逐年增加，制造费用平均成本有

<sup>9</sup> 前五大客户按照与公司签订合同的客户列示。其中阿克苏为：阿克苏诺贝尔太古漆油（广州）有限公司、阿克苏诺贝尔太古漆油（上海）有限公司、阿克苏诺贝尔装饰涂料（廊坊）有限公司、阿克苏诺贝尔防护涂料（苏州）有限公司、阿克苏诺贝尔涂料（天津）有限公司、阿克苏诺贝尔涂料（嘉兴）有限公司、阿克苏诺贝尔涂料（东莞）有限公司、Akzo Nobel Paints Tatwan Ltd.、上海国际油漆有限公司的统称；立邦为立邦涂料（成都）有限公司、立邦涂料（中国）有限公司、广州立邦涂料有限公司、立邦投资有限公司、雅士利涂料（苏州）有限公司的统称。



所下降，直接人工成本基本稳定。整体来看近年公司金属包装制品平均成本均逐年增加。2015年~2017年及2018年1~3月，公司金属包装制品业务毛利率分别为23.24%、24.43%、19.52%和20.99%。2017年，受原材料马口铁价格大幅上涨，同期产品销售价格调整幅度不及原材料价格上涨幅度，毛利率有所下降。

表 9：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司金属包装制品销售均价和成本情况

单位：元/个（张）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
销售均价	1.72	2.05	2.08	1.72
平均成本	1.32	1.55	1.67	1.41
其中：直接材料平均成本	0.98	1.19	1.34	1.02
直接人工平均成本	0.13	0.16	0.14	0.15
制造费用平均成本	0.21	0.20	0.19	0.24

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 公司原材料采购主要向宝钢、首钢、河钢等国内大型钢铁企业采购，供应商集中度高

公司对于马口铁等主要原材料采用集中采购模式，而对于其他低值易耗品、零部件等辅助材料则采用需求单位请购方式。公司采购规模大、需求稳定，已与供应商形成了良好的合作关系。公司与全国最大的马口铁供应商上海宝钢集团签订了战略合作协议，同时也与中国首钢集团等马口铁供应商签订了战略合作协议。公司与供应商之间结算主要是预付款，少部分货到付款。

2015年~2017年及2018年1~3月，公司前五大供应商占比分别为63.97%、54.55%、55.83%和56.36%，供应商集中度较高。2017年前五大供应商中，奥瑞金为第二大供应商，因公司独立董事张月红女士同时担任奥瑞金独立董事，其与公司构成关联关系。2017年，公司向奥瑞金采购马口铁1.32亿元，占年度采购总额的13.76%。除奥瑞金之外，公司与其他前五大供应商之间不存在关联关系。

表 10：2017 年公司金属包装制品业务原材料前五大供应商情况

单位：万元、%

客户名称	采购金额	占金属制品采购总量比重	采购品种	是否是关联方
首钢集团有限公司及其下属公司	27587.15	28.80	马口铁	非关联方
奥瑞金科技股份有限公司及其子公司	13178.21	13.76	马口铁	关联方
中国宝武钢铁集团有限公司及其下属公司	4626.72	4.83	马口铁	非关联方
河钢集团有限公司及其下属公司	4227.68	4.41	马口铁	非关联方
江苏友富薄板科技有限公司	3859.40	4.03	马口铁	非关联方
合计	53479.15	55.83		-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 企业管理

### 产权结构

截至 2018 年 3 月末，公司总股本 28812.00 万股，第一大股东李志聪对其持股比例 43.64%，实际控制人为李炳兴、陆杏珍、李志聪一家，合计持股比例为 59.96%。

截至 2018 年 5 月 31 日，李志聪持有公司股份 12572.98 万股，占公司股份总数的 43.64%；其所持有的公司股份累计被质押 7914.00 万股，占其持有公司股份总数的 62.94%，占公司总股本的 27.47%；李炳兴持有公司股份 4029.23 万股，占公司股份总数的 13.98%；其所持有的公司股份累计被质押 2750.00 万股，占李炳兴持有公司股份总数的 68.25%，占公司总股本的 9.54%。

### 法人治理结构和管理水平

股东大会是公司的权利机构，决定公司的经营方针和投资计划。公司设董事会，对股东大会负责，董事会由 9 名董事组成，由股东大会选举或更换，设董事长 1 人，副董事长 1 人，设 3 名独立董事，不设职工代表董事，董事会执行股东大会的决议。公司设监事会，由 5 名监事组成，设监事会主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。监事会中包括 3 名股东代表和 2 名公司职工代表，职工代表由公司职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会负责检查公司的财务情况，对公司高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。公司设总经理 1 名，设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。总经理主持公司生产经营管理工作，组织实施董事会决议。

为加强公司治理和内部控制机制建设，促进公司规范运作和健康发展，保护股东合法权益，公司形成了以风险投资管理制度、关联交易决策制度、对外担保管理制度、投资管理制度、内部审计管理制度等为主要内容的内部控制体系。

### 战略规划

公司拟进一步扩大生产规模，发挥规模经济效益；扩大产品及业务种类，丰富产品组合类型。针对公司目前的主导产品化工罐，公司将进一步提升其生产规模，以客户需求为中心，不断开发符合客户个性化需求的新产品；针对公司现有的杂罐，公司将以改进杂罐生产技术，提高自动化程度，实现杂罐标准化生产为重点，进一步提高生产效率，降低生产成本；对于公司现已进入的印刷加工及销售、金属盖和食品罐业务，公司将以现有客户为基础，以客户需求为中心，稳步拓展相关业务。

与此同时，公司将兼顾内生式增长和外延式发展，致力于新产品新技术开发，扩大公司主业经营规模，积极开展其他类型包装。公司并购瑞杰科技后，根据金属与塑料包装材质的各自特点，公司将致力于研制出性能更加优异的产品如铁塑复合直罐，并且利用在防伪技术研发上的较强优势，为客户开发高附加值产品。同时以金属包装和塑料包装全方位匹配客户需求，降低客户的应商管理成本，提升综合议价能力，进一步提高抗风险能力。

在具体营销策略方面，公司一方面将继续扩大和加强与高端品牌客户的长期合作关系；另一方面将加大新客户开发力度，将客户开发范围适度向中低端客户延伸，以不断提升公司产品的市场占有率。

## 财务分析

### 财务概况

公司提供了 2015 年~2017 年合并财务报告和 2018 年 1~3 月合并财务报表。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2015 年~2017 年合并财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年 1~3 月财务报表未经审计。因执行新企业会计准则导致的会计政策变更<sup>10</sup>，公司对 2016 年的数据进行了调整，2016 年数据为调整后的数据。

截至 2017 年末，公司纳入报表合并范围的直接控股子公司共有 12 家。

### 资产构成与资产质量

近年末公司资产总额整体规模不大，流动资产占比逐年下降，流动资产中存货占比比较高

2015 年~2017 年末，公司资产总额分别为 12.97 亿元、12.08 亿元和 13.54 亿元。其中，流动资产占比分别为 70.88%、61.19%和 59.61%，流动资产占比逐年下降。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 13.81 亿元，其中流动资产占比 56.91%，非流动资产占比 43.09%。

图 2：2015 年~2017 年及 2018 年 3 月末公司资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

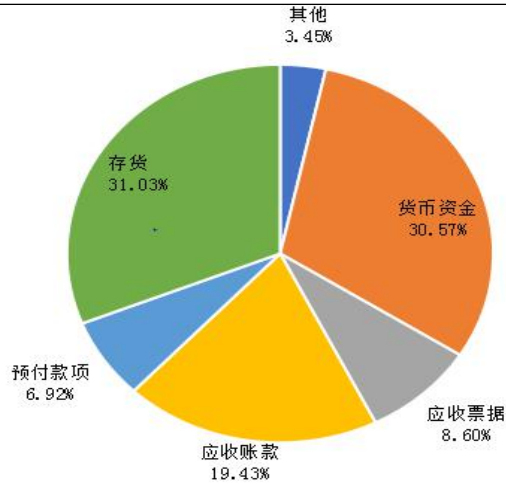
#### 1. 流动资产

2015 年~2017 年末，公司流动资产分别为 9.19 亿元、7.39 亿元和 8.07 亿元。2017 年末，存货、货币资金、应收账款、应收票据和预付款项占当期流动资产的比重分别为 31.03%、30.57%、19.43%、8.60%和 6.92%，合计占流动资产总额的比重为 96.55%。截至

<sup>10</sup> 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》。本次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”。此项会计政策变更采用追溯调整法，调减 2016 年度营业外收入 117247.86 元，营业外支出 73244.60 元，调增资产处置收益 44003.26 元。

2018年3月末，公司流动资产7.86亿元，较2017年末下降2.62%。

图3：2017年末公司流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年公司存货逐年增加，主要系原材料价格上涨和业务增长增加备货所致。2015年~2017年末，公司存货账面价值分别为1.46亿元、1.82亿元和2.50亿元；同期，存货周转次数分别为4.58次、4.61次和4.27次。2017年末，存货主要由原材料、在产品、半成品、在途物资和库存商品等构成，其中原材料0.63亿元、半成品0.55亿元、在产品0.42亿元、库存商品0.27亿元；2017年末，公司计提跌价准备235.93万元。截至2018年3月末，公司存货期末余额2.59亿元。

2015年~2017年末，公司货币资金期末余额分别为4.46亿元、1.52亿元和2.47亿元，2016年末货币资金大幅下降主要系公司2015年12月发行股票收到募集资金并在2016年度归还银行借款所致；2017年末货币资金增加主要系公司应收账款提前回款所致。2017年末，货币资金主要为银行存款和其他货币资金，分别为2.14亿元和0.33亿元。2017年末，公司使用受到限制的其他货币资金共计0.32亿元，主要是保证金。截至2018年3月末，公司货币资金期末余额0.93亿元。

公司应收账款主要为应收货款。2015年~2017年末，公司应收账款账面价值分别为2.15亿元、2.48亿元和1.57亿元，2017年末下降主要系应收账款提前回款所致；同期公司应收账款周转次数分别为4.25次、4.35次和5.68次，随着应收账款规模的下降，周转次数有所增加。2017年末，账龄在一年以内的应收账款占比为96.27%；公司共计计提坏账准901.35万元，计提比例5.44%；按欠款方归集的期末余额前五名应收账款占比56.70%，集中度较高。截至2018年3月末，公司应收账款2.59亿元，较2017年末增长62.52%。

公司应收票据全部为银行承兑汇票，2015年~2017年末，分别为0.75亿元、0.28亿元和0.69亿元。2017年末，终止确认的银行承兑汇票0.66亿元。银行承兑汇票的承兑人是商业银行，由于商业银行具有较高的信用，银行承兑汇票到期不获支付的可能性较低，故公司将已背书或贴现的银行承兑汇票予以终止确认。但如果该票据到期不获支付，依据《票据法》之规定，公司仍将对持票人承担连带责任。

公司预付款项主要为预付供应商采购款，近年来逐年增加，主要系原材料价格上涨公司备货所致。2015年~2017年末，公司预付款项期末余额分别为0.29亿元、0.24亿



元和 0.56 亿元。2017 年末公司预付款项一年以内占比 99.47%，按预付对象归集前五名预付款占比 78.89%。2018 年 3 月末，公司预付款项 1.23 亿元，较 2017 年末增长 120.67%，主要系公司开发新客户原材料预付款增加所致。

## 2. 非流动资产

2015 年~2017 年末，公司非流动资产逐年增加，分别为 3.78 亿元、4.69 亿元和 5.47 亿元，2016 年末增加主要系固定资产增加所致，2017 年末增加主要系公司追加对联营公司投资所致。截至 2017 年末，公司非流动资产中固定资产、长期股权投资、无形资产和在建工程占比分别为 61.06%、16.64%、12.07%和 5.94%，合计占非流动资产的 95.72%。2018 年 3 月末，公司非流动资产 5.95 亿元，较 2017 年末增长 8.78%。

公司固定资产主要为机器设备和房屋及建筑物，2015 年~2017 年末分别为 2.71 亿元、3.36 亿元和 3.34 亿元。2017 年末，公司未办妥产权证书的固定资产 0.40 亿元，主要为成都海宽厂房，待其他工程完工后一起办理。截至 2018 年 3 月末，公司固定资产账面价值 3.32 亿元。

公司 2015 年末无长期股权投资，2016 年末，公司新增对深圳市润天智数字设备股份有限公司（以下简称“润天智”）股权投资，新增长期股权投资 0.37 亿元。2016 年~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司长期股权投资分别为 0.37 亿元、0.91 亿元和 1.13 亿元，主要系公司追加对润天智投资所致。

公司无形资产主要为土地使用权，2015 年~2017 年末，无形资产账面价值分别为 0.69 亿元、0.67 亿元和 0.66 亿元；公司在建工程期末余额分别为 0.31 亿元、0.15 亿元和 0.32 亿元，主要为设备安装。2018 年 3 月末，公司在建工程期末余额 0.53 亿元，较 2017 年末增加 63.68%，主要系孙公司购买房产所致。

截至 2017 年末，公司受限资产 0.37 亿元，占资产总额的比例为 2.73%。其中受限货币资金 0.32 亿元，用于承兑汇票保证金和电费保证金；受限的其他非流动资产 0.51 亿元，主要为蝴蝶商业大厦商铺被抵押，产权证过户手续无法办理所致。

## 资本结构

### 近年来公司所有者权益逐年增加

2015 年~2017 年末，公司所有者权益逐年增加，分别为 9.09 亿元、9.49 亿元和 10.05 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益 10.19 亿元，股本、资本公积和未分配利润占比分别为 28.27%、37.18%和 34.82%。

2015 年~2017 年末，公司股本分别为 1.41 亿元、1.44 亿元和 2.88 亿元。2017 年，公司以资本公积金转增股本方式，向全体股东每 10 股转增 10 股，转增后公司注册资本变更为 2.88 亿元。

2015 年~2017 年末，公司资本公积分别为 4.39 亿元、5.23 亿元和 3.87 亿元，2017 年末，公司资本公积大幅下降主要系公司于 2017 年以资本公积转增股本所致。2017 年末，公司资本公积主要为股本溢价。

受益于经营积累，公司未分配利润逐年有所增加，2015 年~2017 年末，分别为 3.10 亿元、3.41 亿元和 3.43 亿元。

**2016 年，公司使用首次公开发行募集资金偿还公司长期借款，偿还后公司债务全部**

### 为短期有息债务，公司整体债务负担有所下降

2015年~2017年末及2018年3月末，公司负债总额分别为3.88亿元、2.59亿元、3.48亿元和3.61亿元；流动负债占比分别为86.15%、90.72%、93.42%和93.74%，公司负债主要由流动负债构成。

#### 1. 流动负债

2015年~2017年末，公司流动负债分别为3.34亿元、2.35亿元和3.25亿元。截至2017年末，公司流动负债中应付票据、应付账款、其他应付款和短期借款占比较大，分别为31.67%、29.58%、18.02%和13.83%，合计占非流动资产的比重93.10%。截至2018年3月末，公司流动负债3.39亿元，较2017年末增加4.10%。

公司应付票据为银行承兑汇票，2015年~2017年末，分别为0.39亿元、0.02亿元和1.03亿元。

2015年~2017年末，公司应付账款分别为0.98亿元、0.92亿元和0.96亿元。2017年末，公司应付账款主要由应付材料款、应付工程款和应付运费等构成，分别为0.83亿元、0.04亿元和0.07亿元。

公司其他应付款主要为限制性股票回购义务，2015年末无其他应付款，2016年~2017年末及2018年3月末，分别为0.85亿元、0.59亿元和0.58亿元。

2015年~2017年末，公司短期借款分别为1.67亿元、0.30亿元和0.45亿元，2017年末短期借款全部为信用借款。2018年3月末，公司短期借款1.24亿元，较2017年末增长174.86%，主要用于补充流动资金采购原材料。

#### 2. 非流动负债

2015年~2017年末，公司非流动负债分别为0.54亿元、0.24亿元和0.23亿元，逐年减少。截至2017年末，公司非流动负债由递延收益和预计负债构成，占比分别为80.34%和19.66%。截至2018年3月末，公司非流动负债0.23亿元。

公司递延收益为与资产相关的政府补助，2015年~2017年末，分别为0.19亿元、0.20亿元和0.18亿元。

公司预计负债主要系2016年产品质量面临投诉，公司对客户赔偿形成，2015年无预计负债，2016年~2017年末及2018年3月末，公司预计负债均为0.05亿元。

2015年末，公司长期借款0.35亿元，2016年以来，公司无长期借款。

#### 3. 有息债务

2015年~2017年末及2018年3月末，公司全部有息债务分别为2.48亿元、0.33亿元、1.48亿元和1.36亿元，2015年末，公司长期有息债务0.35亿元，2016年公司使用首次公开发行股票募集资金置换IPO募投项目贷款，2016年末~2017年末及2018年3月末，公司无长期有息债务，全部债务由短期有息债务构成。

2015年~2017年末及2018年3月末，公司资产负债率分别为29.30%、21.43%、25.72%和26.17%；公司全部债务资本化比率分别为21.42%、3.32%、12.83%和11.74%，公司整体债务负担小。

表 11：2015 年~2017 年末及 2018 年 3 月末公司债务情况

单位：亿元、%

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月
资产负债率	29.90	21.43	25.72	26.17
短期有息债务	2.13	0.33	1.48	1.36
长期有息债务	0.35	-	-	-
<b>全部债务</b>	<b>2.48</b>	<b>0.33</b>	<b>1.48</b>	<b>1.36</b>
全部债务资本化比率	21.42	3.32	12.83	11.74

资料来源：公司提供，东方金诚整理

#### 4. 对外担保

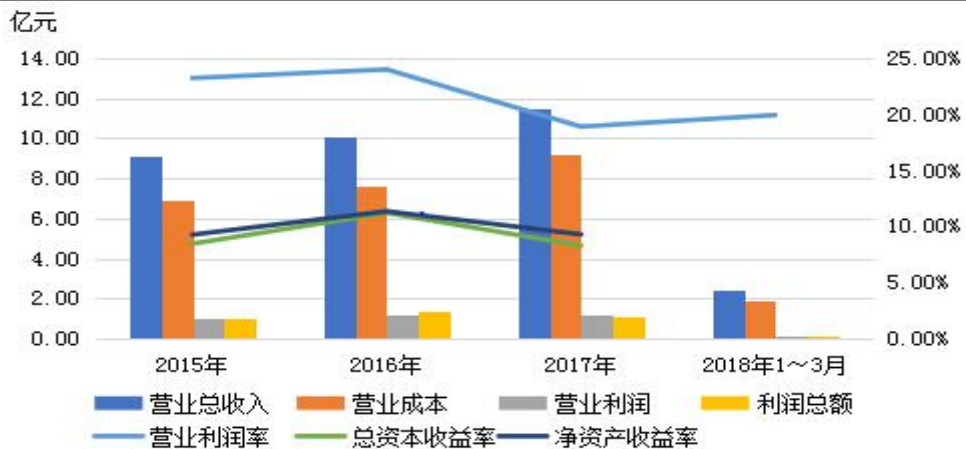
截至 2017 年末，公司无对外担保。

#### 盈利能力

公司近年营业收入逐年增长，主营获利能力总体有所下降，利润总额有所波动

受益于公司化工罐和印涂铁销量增加，2015 年~2017 年，公司营业收入逐年增长，分别为 9.10 亿元、10.07 亿元和 11.49 亿元。同期，公司营业利润率分别为 23.20%、23.97% 和 18.87%；营业利润分别为 0.98 亿元、1.23 亿元和 1.15 亿元。2017 年公司营业利润率同比下降主要系原材料马口铁价格涨幅较大所致。

图 4：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司期间费用有所波动主要系 2016 年公司遭到产品质量投诉，并相应计提预计负债，2015 年~2017 年，分别为 1.07 亿元、1.18 亿元和 1.13 亿元；同期，公司期间费用占营业收入的比例较高，分别为 11.73%、11.75%和 9.80%；2018 年 1~3 月，公司期间费用占比为 11.47%。

表 12：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
销售费用	0.32	0.43	0.33	0.09
管理费用	0.61	0.75	0.78	0.18
财务费用	0.14	0.01	0.02	0.01
<b>期间费用合计</b>	<b>1.07</b>	<b>1.18</b>	<b>1.13</b>	<b>0.28</b>
<b>期间费用占营业收入的比重</b>	<b>11.73</b>	<b>11.75</b>	<b>9.80</b>	<b>11.47</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司营业外收入主要为政府补助，2015 年~2017 年，公司营业外收入分别为 0.04 亿元、0.11 亿元和 0.01 亿元，2017 年营业外收入下降主要系会计政策变更，与公司日常活动相关的政府补助计入其他收益，不再计入营业外收入所致。2017 年，公司其他收益 0.04 亿元，主要为与资产或者收益相关的政府补助。

2015 年末，公司无投资收益，2016 年~2017 年，公司投资收益分别为 0.02 亿元和 0.05 亿元。公司投资收益主要为公司购买银行理财以及对外股权投资按照权益法确认收益形成。2017 年末增加主要为当期追加润天智的投资而增加投资收益。

2015 年~2017 年，公司利润总额分别为 1.02 亿元、1.33 亿元和 1.14 亿元；公司总资产收益率分别为 8.45%、11.19%和 8.27%；净资产收益率分别为 9.25%、11.33%和 9.28%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.45 亿元，营业利润 0.16 亿元，营业利润率 19.91%，利润总额 0.15 亿元。

## 现金流

近年公司经营活动现金净流入规模逐年增加，收入获现能力较好，受公司购买理财产品及购建固定资产等长期资产影响，投资活动现金流持续净流出

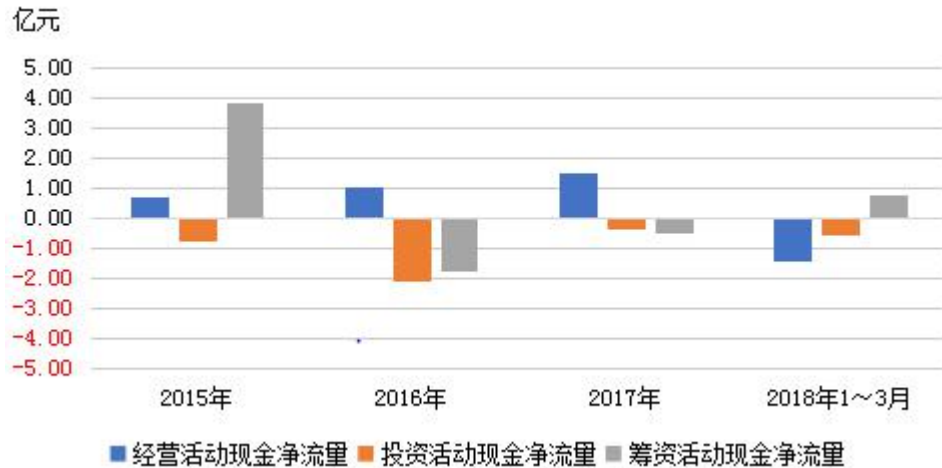
受益于公司收入规模扩大，2015 年~2017 年，公司经营活动现金流入逐年增加，分别为 9.19 亿元、10.50 亿元和 13.24 亿元；公司经营性净现金流逐年增加，分别为 0.69 亿元、1.02 亿元和 1.51 亿元。同期，公司现金收入比分别为 95.11%、99.03%和 113.58%，收入获现能力较好。

2015 年~2017 年，公司投资性现金流入分别为 36.16 万元、1.91 亿元和 5.34 亿元，主要为购买理财产品到期收回投资；投资活动现金流出分别为 0.74 亿元、3.97 亿元和 5.69 亿元，主要用于公司购买理财产品、增加对润天智公司的股权投资以及购建固定资产无形资产和其他长期资产；投资性净现金流持续净流出，分别为-0.74 亿元、-2.06 亿元和-0.36 亿元。

2015 年~2017 年，公司筹资活动现金流入逐年下降，分别为 5.40 亿元、1.53 亿元和 1.08 亿元，2015 年和 2016 年，筹资活动流入主要为吸收投资和取得银行借款形成，且规模逐年下降，2017 年无吸收投资收到现金。筹资活动现金流出分别为 1.59 亿元、3.30 亿元和 1.60 亿元，主要用于偿还有息债务；筹资活动净现金流分别为 3.81 亿元、-1.77 亿元和-0.52 亿元。



图 5：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年 1~3 月，公司经营活动净现金流-1.42 亿元，投资活动净现金流-0.58 亿元，筹资活动净现金流 0.75 亿元。

### 偿债能力

2015 年~2017 年末，公司流动比率分别为 275.18%、314.70%和 248.04%；速动比率分别为 231.39%、237.06%和 171.08%，流动比率和速动比率较高，资产流动性较好。2015 年~2017 年，公司经营现金流动负债比分别为 20.54%、43.54%和 46.40%，受经营性净现金流逐年增加影响，经营现金对流动负债的保障程度较高。

2015 年~2017 年，公司 EBITDA 逐年增加，分别为 1.42 亿元、1.66 亿元和 1.53 亿元。公司 EBITDA 利息倍数分别为 10.39 倍、71.80 倍和 71.47 倍；2015 年~2017 年，全部债务/EBITDA 倍数分别为 1.75 倍、0.20 倍和 0.97 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较好。

表 13：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司偿债能力主要指标

单位：%、倍

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
流动比率	275.18	314.70	248.04	232.04
速动比率	231.39	237.06	171.08	155.58
经营现金流动负债比	20.54	43.54	46.40	-41.88
EBITDA 利息倍数	10.39	71.80	71.47	-
全部债务/EBITDA	1.75	0.20	0.97	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 过往债务履约情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信管理中心出具的《企业信用报告》，截至 2018 年 4 月 10 日，公司本部未结清信贷不存在不良信用记录。

## 本期债券偿债能力

本期债券募集资金总额不超过4.00亿元（含4.00亿元），拟扣除发行费用后全部用于清远年产3960万只化工罐及印铁项和年产1730万只印铁制罐项目建设。本期债券发行金额若按4.00亿元计算，为公司2018年3月末负债总额的1.11倍，为公司全部债务的2.95倍，若发行成功，对公司现有资本结构影响较大。

本期债券在发行后满6个月即可转换成华源控股A股股票，若本期债券持有人全部选择转股，则本期债券将全部转换成公司股本，公司仅需负担转股前利息。若本期债券持有人全部持有到期不转股，则公司对本期债券的还本付息压力较大。

截至2018年3月末，公司资产负债率26.17%。以公司2018年3月末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，本期债券发行后，若发行金额按4.00亿元计算，公司的全部债务和负债总额将分别上升至5.36亿元和7.61亿元，资产负债率将上升至42.75%，全部债务资本化比率上升至34.44%，债务负担增加。

以公司2017年末的财务数据为基础，假设本期债券发行金额为4.00亿元，则公司EBITDA、经营活动现金流入量、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为0.38倍、3.31倍、0.38倍和0.29倍，经营活动现金流入量对本期债券保障程度较好。

表14：本期债券偿债能力指标

偿债指标	2015年	2016年	2017年
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.35	0.42	0.38
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.30	2.62	3.31
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.17	0.26	0.38
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-0.01	-0.26	0.29

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

截至2018年3月末，公司无长期有息债务，在本期债券存续期内，公司长期债务的偿还压力主要来自本期债券的到期偿还。如本期债券以最大金额发行，且持有人均持有到期，公司存在一定的集中偿还风险。

## 增信措施

### 质押担保

自然人李志聪与广发证券股份有限公司签订了《苏州华源控股股份有限公司公开发行A股可转换公司债券之股份质押合同》（以下简称“质押合同”），自然人李志聪以其持有的部分华源控股人民币普通股为本期债券金额的15%部分提供质押担保，担保范围包括该部分本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用。

李志聪保证在《苏州华源控股股份有限公司公开发行A股可转换公司债券之股份质押合同》签署后，不再在质押股权上设置其他质押权、优先权或者其他第三方权利，未经质权人代理人书面同意，不得采取转让该质押股权或作出其他损害质权人权利的行为。

在质押存续期内，如在连续三十个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的19.5%（即尚未偿还本息总额15%

部分的130%)，质权人代理人有权要求出质人在三十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的比率高于22.5%(即尚未偿还本息总额15%部分的150%)；若质押股票市场价值(以每一交易日收盘价计算)连续三十个交易日超过本期债券尚未偿还本息总额的30%(即尚未偿还本息总额15%部分的200%)，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)不得低于本期债券尚未偿还本息总额的22.5%(即尚未偿还本息总额15%部分的150%)。自然人以其持有华源控股股票为本期债券本息总额15%的部分提供质押担保，具有一定的增信作用。

## 保证担保

公司与东方恒业签订了《担保协议书》(以下简称“担保协议书”)和《东方恒业控股有限公司关于苏州华源控股股份有限公司公开发行A股可转换公司债券之连带保证声明》(以下简称“连带保证声明”)，根据担保协议书，东方恒业为本期债券85%的额度的偿付提供连带责任保证担保。担保范围为本期债券85%额度所产生的全部债务。

### 1. 担保主体东方恒业概况

东方恒业成立于2003年3月，是由信通网络运营通讯有限公司、蒋学明、谢莺霞、陆冠和周河共同出资组建的有限公司，注册资本5.00亿元。信通网络运营通讯有限公司、蒋学明、谢莺霞、陆冠和周河对其持股比例分别为56.00%、35.00%、3.00%、2.00%和4.00%。2016年6月，信通网络运营通讯有限公司和蒋学明将其持有东方恒业的全部股权转让给苏州东方九久实业有限公司(以下简称“九久实业”)，谢莺霞、陆冠和周河将其持有东方恒业的全部股权转让给苏州东控投资管理有限公司(以下简称“东控投资”)。股权转让完成后，公司股东变更为九久实业和东控投资，对其持股比例分别为91.00%和9.00%。截至2018年3月末，九久实业对东方恒业持股比例91.00%，为东方恒业的控股股东，蒋学明为九久实业的控股股东亦为东方恒业实际控制人。

东方恒业主要经营范围是企业管理咨询、企业形象策划、资产经营、实业投资和通讯基础设施租赁。目前东方恒业营业收入全部来源于公司将自有车辆出租给关联方获得的租金，近年东方恒业持续亏损。根据东方恒业经审计的本部报表，截至2018年3月末，东方恒业资产总额5.80亿元，所有者权益4.97亿元，资产负债率14.26%；拥有子公司2家。2017年，东方恒业营业收入10.10万元，利润总额-246.79万元。

### 2. 担保能力

东方恒业主要经营范围是企业管理咨询、企业形象策划、资产经营、实业投资和通讯基础设施租赁。东方恒业收入全部来源于车辆出租给关联方获得的租金，近年来持续亏损；东方恒业资产以存货为主，存货的变现具有一定不确定性，资产流动性较差；东方恒业负债全部为有其他应付款构成的流动负债，基本全部为应付收购股权款；东方恒业对外担保比例较高，如果被担保企业经营出现问题，东方恒业或会面临一定的代偿风险；受经营亏损影响，东方恒业所有者权益规模逐年下降；东方恒业经营活动净现金流有所波动，投资活动现金流持续净流出。

东方金诚认为，东方恒业未开展实际经营，资产以流动性较差的存货为主、投资现金流持续净流出，无对外融资，虽无有息负债，但对外担保比率较高，如果被担保企业经营出现问题，东方恒业或会面临代偿风险。

综合分析，东方恒业综合财务实力较弱，其作为本期债券的担保人，担保能力较弱，对本期债券本息的到期偿付增信作用较弱。

### 3. 自然人保证担保

公司与自然人李志聪签订了《李志聪关于苏州华源控股股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券之反担保连带保证声明》，自然人李志聪为东方恒业提供全额、无条件、不可撤销的连带责任反担保保证担保（以下简称“本反担保”）。本反担保范围为《担保协议书》及《连带保证声明》项下华源控股应当承担的全部债务。此外，公司与李志聪签订了《李志聪关于苏州华源控股股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券之连带保证声明》（以下简称“保证声明”）。根据保证声明，李志聪对本期债券本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的合理费用提供全额连带责任保证担保。自然人李志聪具备一定的财务实力，为本期债券本息到期偿付提供全额连带责任保证担保，具有一定的增信作用。

## 抗风险能力与结论

公司是国内领先的化工罐生产企业之一，金属包装制品业务链较为完整，近年来核心产品化工罐产能产量逐年增加，具有一定的市场竞争力；公司与阿克苏、立邦、艾仕得、PPG 等国际大型化工涂料企业合作关系稳定，近年来主导产品化工罐和印涂铁的销量逐年增加，金属包装制品收入逐年增加；公司于 2015 年首次发行股票，近年来债务负担总体有所下降。

同时，东方金诚也关注到，公司主要原材料马口铁近年价格总体呈增长态势，加大了公司成本控制压力，2017 年金属包装制品毛利率有所下降；公司下游客户主要集中在涂料行业且客户集中度高，金属包装制品业务经营稳定性易受涂料行业景气度的变化及下游主要客户经营稳定性的影响；保证人东方恒业未开展实际经营，综合财务实力较弱，对本期债券本息的到期偿付提供的连带责任保证担保增信作用较弱。

综上所述，东方金诚评定公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AA-。

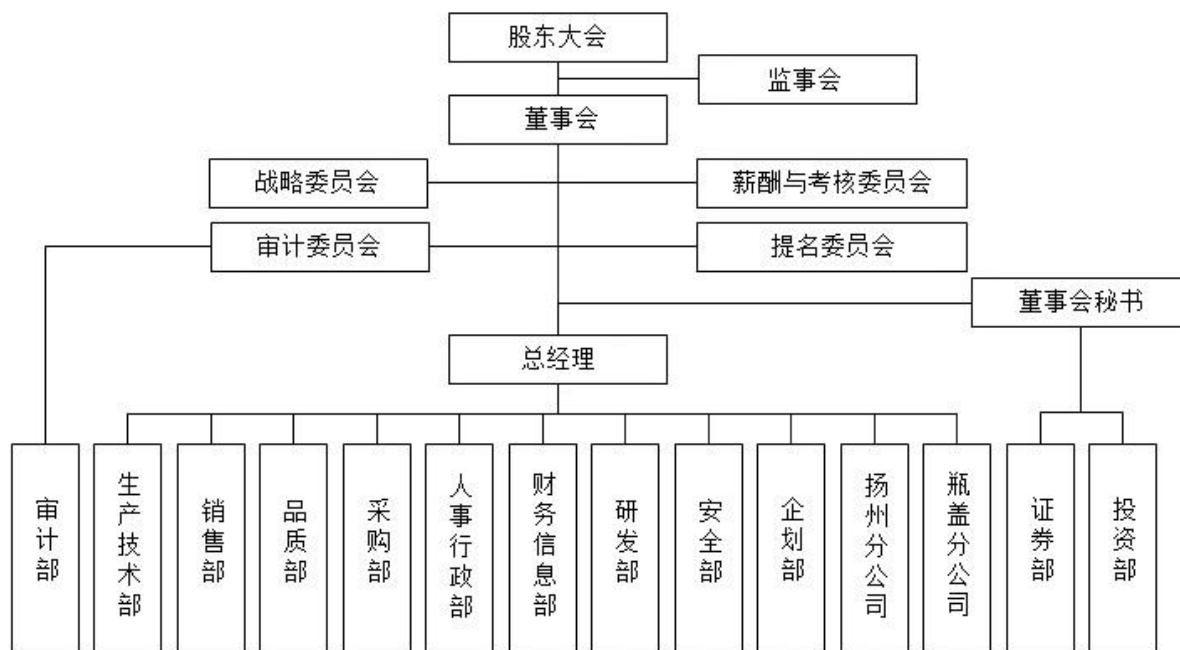


附件一：截至2018年3月末公司前十大股东情况

单位：万股、%

序号	股东名称	持股数量	持股比例
1	李志聪	12572.98	43.64
2	李炳兴	4029.23	13.98
3	陆杏珍	672.54	2.33
4	苏州国发融富创业投资企业(有限合伙)	654.02	2.27
5	吴江东方国发创业投资有限公司	644.75	2.24
6	沈华加	310.19	1.08
7	陆杏坤	310.19	1.08
8	陆林才	310.19	1.08
9	尤锡清	302.74	1.05
10	张辛易	259.14	0.90

附件二：截至 2018 年 3 月末公司组织结构图



附件三：截至 2018 年 3 月末公司直接控股子公司情况

单位：万元、%

公司名称	直接持股比例	间接持股比例	注册资本	主营业务
华源印铁制罐(成都)有限公司	70.00	30.00	1600.00	制造业
华源包装(广州)有限公司	100.00	-	6200.00	制造业
苏州华源中鲈包装有限公司	100.00	-	8000.00	制造业
华源包装(咸宁)有限公司	100.00	-	13000.00	制造业
华源包装(香港)有限公司	100.00	-	500 万美元	贸易
成都海宽华源包装有限公司	75.00	25.00	10000.00	制造业
华源包装(佛山)有限公司	100.00	-	500.00	制造业
青岛海宽华源包装有限公司	100.00	-	2000.00	制造业
华源包装(天津)有限公司	100.00	-	4000.00	制造业
苏州海宽华源智能装备有限公司	100.00	-	1000.00	制造业
华源包装(清远)有限公司	100.00	-	2000.00	制造业
苏州华源瑞杰包装新材料有限公司	100.00	-	3000.00	制造业

资料来源：公司提供，东方金诚整理

附件四：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018年3月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	44642.61	15225.80	24667.72	9348.35
应收票据	7479.71	2765.00	6940.63	2626.92
应收账款	21470.48	24825.50	15676.23	25946.85
预付款项	2919.73	2388.54	5585.94	12326.34
其他应收款	270.10	288.99	743.62	775.23
存货	14631.92	18234.93	25034.03	25893.14
其他流动资产	533.90	10182.06	2037.56	1657.14
<b>流动资产合计</b>	<b>91948.44</b>	<b>73910.83</b>	<b>80685.72</b>	<b>78573.97</b>
非流动资产：				
长期股权投资	-	3717.48	9099.93	11298.93
投资性房地产	278.59	263.20	247.81	243.96
固定资产	27054.80	33594.90	33387.86	33207.62
在建工程	3107.70	1529.86	3249.65	5318.92
无形资产	6872.59	6711.70	6601.74	6588.18
长期待摊费用	134.51	183.23	166.82	156.51
递延所得税资产	327.27	366.01	312.41	405.35
其他非流动资产	-	510.31	1615.31	2262.31
<b>非流动资产合计</b>	<b>37775.47</b>	<b>46876.69</b>	<b>54681.52</b>	<b>59481.79</b>
<b>资产总计</b>	<b>129723.90</b>	<b>120787.51</b>	<b>135367.24</b>	<b>138055.75</b>



附件四：公司合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末(未经审计)
流动负债：				
短期借款	16659.00	3025.17	4500.00	12368.90
应付票据	3883.17	231.48	10301.92	1189.77
应付账款	9800.75	9176.75	9623.30	12311.63
预收款项	311.29	323.08	200.69	346.12
应付职工薪酬	1107.83	1300.58	1497.10	899.59
应交税费	869.41	932.80	545.77	953.01
应付利息	24.97	8496.00	5860.10	5792.96
一年内到期非流动负债	750.00	-	-	-
<b>流动负债合计</b>	<b>33413.40</b>	<b>23485.85</b>	<b>32528.87</b>	<b>33861.98</b>
非流动负债：				
长期借款	3500.00	-	-	-
递延收益	1870.38	1951.60	1839.42	1811.37
预计负债	-	450.00	450.00	450.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>5370.38</b>	<b>2401.60</b>	<b>2289.42</b>	<b>2261.37</b>
<b>负债合计</b>	<b>38783.78</b>	<b>25887.44</b>	<b>34818.29</b>	<b>36123.36</b>
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	14080.00	14406.00	28812.00	28812.00
资本公积	43895.59	52282.71	38747.93	38914.07
减：库存股	-	8466.22	5861.15	5861.15
其他综合收益	8.30	9.26	7.51	7.51
盈余公积	1944.25	2575.98	4567.38	4567.38
未分配利润	31011.98	34092.34	34275.30	35492.59
<b>归属母公司所有者权益合计</b>	<b>90940.12</b>	<b>94900.07</b>	<b>100548.96</b>	<b>101932.40</b>
少数股东权益	-	-	-	-
<b>股东权益合计</b>	<b>90940.12</b>	<b>94900.07</b>	<b>100548.96</b>	<b>101932.40</b>
<b>负债与股东权益合计</b>	<b>129723.90</b>	<b>120787.51</b>	<b>135367.24</b>	<b>138055.75</b>

附件五：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月 (未经审计)
<b>一、营业总收入</b>	90979.54	100655.14	114937.73	24482.77
其中：营业收入	90979.54	100655.14	114937.73	24482.77
减：营业成本	69385.97	75784.80	92277.64	19378.24
营业税金及附加	486.83	746.51	968.47	231.08
销售费用	3185.59	4265.26	3289.70	926.02
管理费用	6123.25	7473.08	7810.36	1794.80
财务费用	1359.09	88.61	160.22	87.44
资产减值损失	624.43	177.40	-163.33	522.93
加：投资收益	-	199.78	528.01	-35.59
资产处置收益	-	4.40	0.70	-
其他收益	-	-	358.93	76.94
<b>二、营业利润</b>	9814.37	12323.66	11482.32	1583.60
加：营业外收入	422.72	1061.15	68.53	-1.16
减：营业外支出	57.06	102.03	142.00	85.09
其中：非流动资产 处置损失	18.38	7.32	-	-
<b>三、利润总额</b>	10180.03	13282.77	11408.84	1497.34
减：所得税	1766.27	2530.69	2080.39	280.04
<b>四、净利润</b>	8413.76	10752.09	9328.46	1217.30
归属于母公司所有者 的净利润	8413.76	10752.09	9328.46	1217.30
少数股东损益	-	-	-	-

附件六：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月 (未经审计)
<b>一、经营活动产生的现金流量</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	86530.25	99681.95	130547.02	14521.83
收到的税费返还	10.68	4.38	4.78	-
收到的其他与经营活动有关的现金	5406.98	5274.66	1857.82	2972.84
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>91947.90</b>	<b>104961.00</b>	<b>132409.61</b>	<b>17494.68</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	57757.56	66195.47	87054.94	25362.24
支付给职工以及为职工支付的现金	9419.39	10519.11	11190.62	3301.43
支付的各项税费	7208.69	8076.56	8289.31	1249.51
支付的其他与经营活动有关的现金	10699.21	9943.80	10782.48	1763.38
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>85084.85</b>	<b>94734.94</b>	<b>117317.35</b>	<b>31676.57</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>6863.05</b>	<b>10226.05</b>	<b>15092.26</b>	<b>-14181.89</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量</b>				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	36.16	54.21	62.61	-
收到的其他与投资活动有关的现金	-	19043.40	53301.28	-
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>36.16</b>	<b>19097.61</b>	<b>53363.88</b>	<b>-</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	7421.79	8361.28	7182.26	3559.86
投资所支付的现金	-	3671.10	5056.80	2234.60
支付其他与投资活动有关的现金	-	27700.00	44689.16	-
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>7421.79</b>	<b>39732.38</b>	<b>56928.22</b>	<b>5794.46</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-7385.63</b>	<b>-20634.77</b>	<b>-3564.34</b>	<b>-5794.46</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流</b>				
吸收投资所收到的现金	36440.61	8466.22	-	-
取得借款所收到的现金	17589.00	6883.60	10800.00	12468.90
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>54029.61</b>	<b>15349.82</b>	<b>10800.00</b>	<b>12468.90</b>
偿还债务所支付的现金	14430.00	24809.00	8325.17	4600.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	1207.97	7236.88	7417.03	109.14
支付其他与筹资活动有关的现金	273.95	993.59	236.51	272.48
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>15911.92</b>	<b>33039.47</b>	<b>15978.71</b>	<b>4981.62</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>38117.69</b>	<b>-17689.65</b>	<b>-5178.71</b>	<b>7487.28</b>
<b>四、汇率变动对现金的影响额</b>	<b>7.18</b>	<b>7.39</b>	<b>-2.44</b>	<b>-</b>
<b>五、现金和现金等价物净增加额</b>	<b>37602.29</b>	<b>-28090.97</b>	<b>6346.77</b>	<b>-12489.06</b>

附件七：公司合并现金流量表附表

单位：万元

将净利润调节为经营活动现金流量	2015年	2016年	2017年
净利润	8413.76	10752.09	9328.46
资产减值准备	624.43	177.40	-163.33
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2401.93	2832.57	3439.00
无形资产摊销	166.38	180.93	182.37
长期待摊费用摊销	55.23	89.48	51.78
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	14.75	-4.40	-0.70
财务费用	1357.80	225.02	215.80
投资损失	-	-199.78	-528.01
递延所得税资产减少	-113.66	-38.74	53.61
存货的减少	842.54	-3898.54	-7035.02
经营性应收项目的减少	-5739.77	2677.51	-2402.38
经营性应付项目的增加	-1162.25	-2814.38	11075.25
其他	-	246.90	871.22
经营活动产生的现金流量净额	6863.05	10226.05	15092.26



附件八：公司主要财务指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月 (未经审计)
<b>盈利能力</b>				
营业利润率 (%)	23.20	23.97	18.87	19.91
总资本收益率 (%)	8.45	11.19	8.27	-
净资产收益率 (%)	9.25	11.33	9.28	-
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	29.90	21.43	25.72	26.17
长期债务资本化比率 (%)	3.71	-	-	-
全部债务资本化比率 (%)	21.42	3.32	12.83	11.74
流动比率 (%)	275.18	314.70	248.04	232.04
速动比率 (%)	231.39	237.06	171.08	155.58
经营现金流负债比 (%)	20.54	43.54	46.40	-41.88
EBITDA 利息倍数 (倍)	10.39	71.80	71.47	-
全部债务/EBITDA (倍)	1.75	0.20	0.97	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.02	-3.20	0.78	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍)	-0.38	-44.97	53.86	-
<b>经营效率</b>				
销售债权周转次数 (次)	-	3.56	4.58	-
存货周转次数 (次)	-	4.61	4.27	-
总资产周转次数 (次)	-	0.80	0.90	-
现金收入比 (%)	95.11	99.03	113.58	59.31
<b>增长指标</b>				
资产总额年平均增长率 (%)	-	-6.89	2.15	-
净资产年平均增长率 (%)	-	4.35	5.15	-
营业收入年平均增长率 (%)	-	10.63	12.40	-
利润总额年平均增长率 (%)	-	30.48	5.86	-
<b>本期债券偿债能力</b>				
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.35	0.42	0.38	-
经营活动现金流入量偿债倍数 (倍)	2.30	2.62	3.31	-
经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍)	0.17	0.26	0.38	-
筹资活动前现金流量净额偿债倍数 (倍)	-0.01	-0.26	0.29	-

附件九：担保主体东方恒业主要财务指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
资产总额(万元)	58490.27	58321.72	58046.54	57956.18
所有者权益(万元)	50210.98	50014.47	49767.69	49677.33
全部债务(万元)	-	-	-	-
营业总收入(万元)	10.40	10.17	10.10	-
利润总额(万元)	-144.69	-196.51	-246.79	-90.36
EBITDA(万元)	-	-	-	-
营业利润率(%)	-156.20	-187.40	-144.84	-
净资产收益率(%)	-0.29	-0.39	-0.50	-
资产负债率(%)	14.15	14.24	14.26	14.28
全部债务资本化比率(%)	-	-	-	-
流动比率(%)	613.33	584.36	565.25	564.23
全部债务/EBITDA(倍)	-	-	-	-

附件十：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
<b>盈利指标</b>	
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	$(\text{营业收入}-\text{营业成本}-\text{营业税金及附加})/\text{营业收入}\times 100\%$
总资产收益率	$(\text{净利润}+\text{利息费用})/(\text{所有者权益}+\text{长期债务}+\text{短期债务})\times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润}/\text{所有者权益}\times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额}/\text{利润总额}\times 100\%$
<b>偿债能力指标</b>	
资产负债率	$\text{负债总额}/\text{资产总计}\times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务}/(\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务}/(\text{长期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA}/\text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务}/\text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{全部债务}$
流动比率	$\text{流动资产合计}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计}-\text{存货})/\text{流动负债合计}\times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/(\text{当年利息支出}+\text{当年应偿还的债务本金})$
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	$\text{营业收入}/(\text{平均应收账款净额}+\text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本}/\text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入}/\text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金}/\text{营业收入}\times 100\%$
<b>增长指标</b>	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2年数据: $\text{增长率}=(\text{本期}-\text{上期})/\text{上期}\times 100\%$
营业收入年平均增长率	(2) n年数据: $\text{增长率}=[(\text{本期}/\text{前}n\text{年})^{1/(n-1)}-1]\times 100\%$
利润总额年平均增长率	
<b>本期债券偿债能力</b>	
EBITDA/本期发债额度	$\text{EBITDA}/\text{本期发债额度}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量}/\text{本期债券到期偿还额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{本期债券到期偿还额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{本期债券到期偿还额}$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

## 附件十一：企业主体及长期债券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。

## 关于苏州华源控股股份有限公司 2018年公开发行可转换公司债券跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在“苏州华源控股股份有限公司2018年公开发行可转换公司债券”的存续期内密切关注苏州华源控股股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在苏州华源控股股份有限公司公布年报后的两个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向苏州华源控股股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，苏州华源控股股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如苏州华源控股股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站（<http://www.dfratings.com>）和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司

2018年6月11日