

广东英联包装股份有限公司

**2018 年公开发行可转换
公司债券信用评级报告**



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【2018】第 Z
【1737】号 01

分析师

姓名：
钟继鑫 宋根南

电话：
0755-82872242

邮箱：
zhongjx@cspengyuan.com

评级日期：
2018 年 12 月 11 日

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

广东英联包装股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：A+	发行主体长期信用等级：A+
发行规模：不超过 21,400 万元	评级展望：稳定
债券期限：6 年	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	

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（股票代码：002846.SZ）（以下简称“英联股份”或“公司”）本次拟公开发行总额不超过 21,400 万元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 A+，该级别反映了本期债券安全性较高，违约风险较低。该评级结果是考虑到近年公司产能提升较快，主要生产线的产能利用率处于较高水平，营业收入持续提升，公司于 A 股挂牌上市，融资渠道拓宽，资本实力得到增强，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公司近年并购活动较多，存在一定的整合风险，盈利能力及产品价格均有所下滑，公司采购集中度较高，存在一定集中供货风险，未来下游快消品需求及行业情况或将发生变化，公司新增产能能否顺利消化存在一定的不确定性，在建及拟建项目面临一定的资本支出压力等风险因素。

正面：

- 近年公司产能提升较快，主要生产线产能利用率较高，营业收入持续提升。公司产品品种繁多，在干粉易开盖市场持续领先、饮料易开盖市场规模持续扩大，行业内有一定知名度。公司不断加大对生产线的投入，产能从 2015 年的 25.78 亿片提升至 2017 年的 32.95 亿片，产能利用率不断提升。2015-2017 年，公司分别实现营业收入 29,427.67 万元、33,965.83 万元、45,789.80 万元，三年复合增长率为 24.74%。

- 公司于 A 股挂牌上市，融资渠道拓宽，资本实力有所增强。公司于 2017 年 2 月 7 日在深圳证券交易所挂牌上市，募集资金净额 21,847.00 万元，融资渠道进一步拓宽；公司所有者权益快速增加，截至 2017 年 3 月末，公司所有者权益规模为 51,621.10 万元，较 2016 年末增加 80.50%，有效提升了公司的资本实力。
- 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：

- 公司近年并购活动较多，存在一定的整合风险。公司 2017 年以来通过外延并购不断拓展业务范围，但也应关注并购后公司能否顺利对被收购企业进行业务整合，若整合失败将会导致公司收购行为无法达到预期经济效益。
- 公司盈利能力及产品价格均有所下滑。受原材料价格增加及产品结构调整等因素影响，2015-2018 年 9 月公司综合毛利率分别为 28.48%、30.25%、21.90%和 17.03%，毛利率波动下降，盈利能力下滑；行业内部竞争激烈，公司各主要产品均价均出现下滑。
- 公司采购集中度较高，存在一定集中供货风险。2015-2018 年 9 月前五名供应商采购金额占总采购比重分别为 71.60%、67.77%、52.22%、50.45%，集中度较高，对个别供应商存在依赖。
- 未来下游快消品需求及行业情况或将发生变化，公司新增产能能否顺利消化存在一定的不确定性。截至 2017 年末，公司 IPO 募投项目包含新建及改造多条生产线，提升产能；另本期债券募投项目达产后，将实现饮料盖 7.3 亿盖、干粉盖 14.6 亿盖、食品盖 28.4 亿盖、铝基易撕盖 2.5 亿盖的产能释放。但是，公司产能扩张较快，若未来下游快消品需求持续萎缩或行业情况发生不利变化，其新增产能是否顺利消化存在一定的不确定性。
- 公司在建及拟建项目面临一定的资本支出压力。截至 2018 年 9 月末，公司主要在建及拟建项目预计总投资 4.92 亿元，尚需投入 2.91 亿元，存在一定的资本支出压力。

主要财务指标:

项目	2018 年 1-9 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产 (万元)	114,991.97	69,911.66	39,006.37	31,126.03
归属于母公司所有者权益 (万元)	54,854.66	52,586.27	28,599.09	24,407.09
有息债务 (万元)	20,655.52	1,666.25	1,960.00	1,425.00
资产负债率	48.80%	23.05%	26.68%	21.59%
流动比率	0.97	2.24	1.96	2.28
速动比率	0.61	1.50	1.46	1.66
营业收入 (万元)	51,087.05	45,789.80	33,965.83	29,427.67
营业利润 (万元)	3,043.32	4,990.48	6,344.53	5,046.06
利润总额 (万元)	3,051.45	5,260.04	6,440.50	5,235.39
综合毛利率	17.03%	21.90%	30.25%	28.48%
总资产回报率	-	9.82%	18.43%	17.73%
EBITDA (万元)	-	7,147.54	7,842.81	6,611.85
EBITDA 利息保障倍数	-	80.80	382.39	54.93
经营活动现金流净额 (万元)	4,522.95	2,498.98	5,458.56	5,308.18

资料来源: 公司2015-2017年审计报告及未经审计的2018年1-9月财务报表, 中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为汕头市英联易拉盖有限公司，成立于2006年1月11日，由翁伟武、翁伟嘉、翁伟炜共同出资组建，初始注册资本为100万元。2013年9月10日，经公司股东会决议，公司以经审计的2013年6月30日净资产中的15,129.36万元折股9,000万股，整体改制为股份有限公司。2013年11月4日，经汕头市工商行政管理局核准公司整体变更为股份有限公司，公司名称变更为现名。

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2016]3236号”核准，公司于2017年2月7日公开发行人民币普通股3,000万股，并于2017年2月7日在深圳证券交易所挂牌上市，股票简称“英联股份”，股票代码“002846.SZ”。本次公开发行股票共募集资金净额21,847.00万元，增加股本3,000万元。2017年半年度权益分配方案，以截至2017年6月30日公司总股本12,000万股为基数，向全体股东每10股派发现金红利人民币2元（含税）；同时以资本公积转增股本，每10股转增6股，增加股本7,200万元。后经数次增资及资本公积转增股本，截至2018年9月末，公司股本增至19,464.32万元。

表1 截至2018年9月30日公司前十名股东持股情况

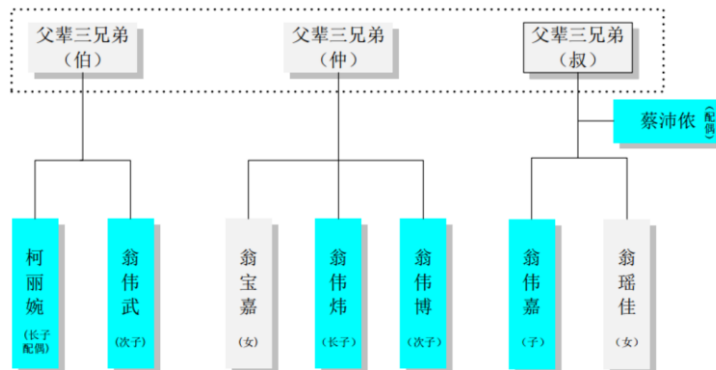
序号	股东名称	股份数量（万股）	股权比例
1	翁伟武	5,779.20	29.69%
2	翁伟炜	2,755.20	14.16%
3	翁伟嘉	1,747.20	8.98%
4	翁伟博	1,411.20	7.25%
5	蔡沛依	1,344.00	6.90%
6	方平	766.00	3.94%
7	柯丽婉	403.20	2.07%
8	尹定洪	57.52	0.30%
9	程利军	48.89	0.25%
10	张江波	28.93	0.15%
合计		14,341.34	73.69%

注：以上持股数量均为四舍五入后列示。

资料来源：公开资料

截至2018年9月30日，公司总股本为19,464.32万元，其中第一大股东为翁伟武，持有公司29.69%的股份。公司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，持股比例合计69.05%。翁伟武、翁伟炜、翁伟嘉、翁伟博、蔡沛依、柯丽婉为一致行动人。截至2018年11月末，公司实际控制人质押股份合计7,326.64万股，占持股总数的54.51%。

图1 翁氏家族各成员间关系图



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。截至2018年9月末公司纳入合并范围的子公司共5家，均正常运营。子公司情况如表2所示。

表2 截至2018年9月30日纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
山东旭源包装制品有限公司 （以下简称“山东旭源”）	1,500	100%	包装制品,五金制品加工业务
佛山宝润金属制品有限公司 （以下简称“佛山宝润”）	7,000	75%	铝制品生产及销售
汕头市英联金属科技有限公司 （以下简称“英联金属”）	3,228	100%	制作、加工、销售五金制品
英联国际（香港）有限公司	500（港币）	100%	国际市场合作开发和境外客户的日常资金往来，收汇结汇；进出口贸易、技术引进和交流
广东满贯包装有限公司	5,000	76.60%	生产、销售、网上销售：包装制品、包装材料（不含危险化学品）

注：根据公司与广东满贯包装有限公司签订的收购合同，原股东黎泽棉先生已于2018年9月26日向本公司转让其所持满贯包装55%的股权，并配合完成第一期标的股权的过户手续。剩余的21.60%的股权，已于2018年11月28日办理完成第二期标的股权的过户手续。

资料来源：公司提供

截至2018年9月末，公司资产总额为114,991.97万元，归属于母公司所有者权益合计54,854.66万元，资产负债率为48.80%。2018年1-9月公司实现营业收入51,087.05万元，利润总额3,051.45万元，经营活动产生的现金流净额为4,522.95元。

2017年度，公司实现营业收入45,789.80万元，利润总额5,260.04万元，经营活动产生的现金流量净额2,498.98万元。

二、本期债券概况

债券名称：广东英联包装股份有限公司2018年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过21,400万元；

债券期限：自发行之日起六年；

付息方式：固定利率，每年付息一次，计息起始日为可转换公司债券发行首日；

转股期限：本期债券转股期自可转债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；

初始转股价格：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续30个交易日中至少有15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表决。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前20个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间较高者，且同时不得低于最近一期经审计的每股净资产以及股票面值；

债券赎回条款：在本期债券可转债期满后5个交易日内，公司将以本次发行的可转债的票面面值上浮一定比率（含最后一期年度利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定。另外，在转股期内，如果公司股票在任何连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）或者本期债券未转股余额不足3,000万元时，公司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；

债券回售条款：在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价的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面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权；

在本期债券存续期内，若公司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，可转债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本期债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公

司；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会根据发行时具体情况确定，并在本次发行的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销团包销；

担保事项：本次可转债采用保证的担保方式。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，担保范围为本次发行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、债权人为实现债权而产生的一切合理费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本期债券的本息按照约定如期足额兑付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金总额不超过 21,400 万元（含 21,400 万元），拟用于收购广东满贯包装有限公司（以下简称“满贯包装”）及投入智能生产基地建设，资金投向明细见下表。

表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	拟使用募集资金规模
1	收购满贯包装 76.60%股权	12,256.00	12,256.00
2	智能生产基地建设（土建工程）	21,915.00	9,144.00
	智能生产基地建设（其他）	35,111.00	-
合计		69,282.00	21,400.00

注：智能生产基地建设项目总投资57,026万元，其中，土建工程21,915万元、设备购置费29,990万元（均为英联股份现有生产设备、在建工程转固及IPO募投项目涉及的生产设备）、基本预备费1,557万元，铺底流动资金3,564万元，本次募投项目智能生产基地项目拟投入募集资金仅用于土建工程。

资料来源：公司提供

（一）收购满贯包装76.60%的股权

满贯包装是一家专注于金属易开盖产品研发、生产和销售的高新技术企业，产品涵盖奶粉和饮料等多个门类，是中国奶粉易撕盖行业的领导者。满贯包装目前核心产品是奶粉易撕盖，目前产量约为 2 亿片，在国内奶粉行业已占有市场份额 60%-65%。满贯包装产品质量稳定，已通过 SGS 的 FSSC22000-2011 和 ISO 9001-2008 的体系认证。伊利、蒙牛、贝因美、圣元、飞鹤、澳优、三元均为满贯包装的客户。

表4 满贯包装基本情况

项目	内容
公司名称	广东满贯包装有限公司
注册资本	5,000.00 万元
经营范围	生产、销售、网上销售：包装制品、包装材料（不含危险化学品）、预包装食品、机械设备；金属材料加工、销售；节能技术和资源再生技术研发及技术转让；货物进出口、技术进出口
股权结构	黎泽棉持有 76.60%股权；东莞市满棠实业投资有限公司持有 19.50%股权；杜锦胜持有 3.90%股权。

资料来源：《广东英联包装股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》，中证鹏元整理

公司拟以现金方式收购满贯包装股东黎泽棉所持满贯包装 76.60%股权（以下简称“标的股权”），以公司自有资金先期支付本次转让价款，并拟通过公开发行可转债募集资金置换先期已向黎泽棉支付的转让款，转让价款合计人民币 12,256 万元。本次收购交易已经于 2018 年 11 月 28 日完成，本次收购完成后，公司持有满贯包装 76.60%的股权，满贯包装将成为公司控股子公司。根据福建联合中和资产评估土地房地产估价有限公司出具的闽联合中和评报字（2018）第 3009 号评估报告，截至 2018 年 6 月 30 日，按照收益法评估满贯包装的股权评估价值为 16,938.42 万元，较账面净资产评估增值 8,265.35 万元，增值率 95.30%。

表5 满贯包装主要财务数据（单位：万元）

项目	2018 年 6 月 30 日	2017 年 12 月 31 日
总资产	22,646.84	17,913.22
净资产	8,673.07	7,430.25
项目	2018 年 1-6 月	2017 年
营业收入	10,825.19	16,058.46
净利润	1,076.01	1,596.92

资料来源：《广东英联包装股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》，中证鹏元整理

黎泽棉承诺满贯包装 2018 年度净利润（扣除非经常性损益前后孰低的数据）不低于 1,800 万元，2019 年度净利润不低于 2,000 万元，2020 年度净利润不低于 2,200 万元。上述净利润须经公司认可的具有证券从业资格的会计师事务所审计确定。若满贯包装未能达到业绩要求，则由黎泽棉承担对公司的全部利润补偿义务。如满贯包装在未来三年即 2018 年、2019 年、2020 年实现的净利润总额超过 7,800 万且 2020 年实现的净利润额不少于 3,200 万元，公司同意将超出部分的 50%作为奖励，由满贯包装向截至 2020 年 12 月 31 日仍在满贯包装留任的核心管理层进行支付。奖励总金额不超过本次转让总价款的 20%，即不超过 2,451.20 万元。

（二）智能生产基地建设

1、项目基本情况

公司将在汕头市濠江区南山湾产业园区C04单元东南侧、东北侧地块新建总部基地。待智能生产基地建设完毕后，公司将把原有厂区内所有机器设备及工作人员迁移至新址，以作为公司未来业务开展所在地。智能生产基地建设项目（以下简称“本项目”或“募投项目”）计划投资总额为57,026万元，其中：土建工程21,915万元，本次募集资金中9,144.00万元用于土建工程，项目建设期计划为2年。

本项目规划建筑面积114,024m²，其中包括66,836m²的厂房及智能仓库、13,354m²的办公楼、8,450m²的宿舍楼、308m²的配套区域、12,538m²的绿化、12,538的道路。其中，预留给拟收购标的满贯包装19,736m²，其中包括14,000m²的厂房与仓库，其中2,000m²为十万级超净车间、2,736m²的办公楼和3,000m²的宿舍楼。预计本项目达产后，将实现饮料盖7.3亿盖、干粉盖14.6亿盖、食品盖28.4亿盖、铝基易撕盖2.5亿盖的产能释放。

2、项目审批情况

截至2018年8月末，已取得汕头市濠江区发展规划局下发的《广东省企业投资备案登记证》（投资项目统一代码：2018-440512-33-03-811331），环评批复尚在办理中。

3、项目经济效益

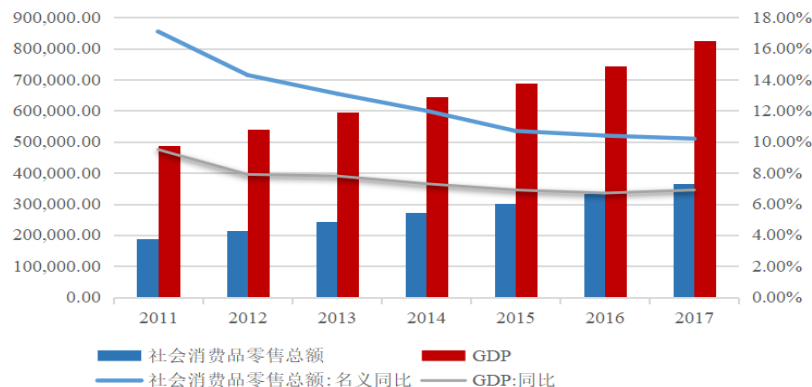
根据深圳市如壹信息咨询有限公司出具的《广东英联包装股份有限公司智能生产基地建设项目可行性研究报告》，智能生产基地建设项目建成并全部达产后，预计可实现年均营业收入94,050万元，税后净利润12,300万元，内部收益率（税后）为17.48%。

四、运营环境

近年来，我国经济持续平稳较快增长、人口基数不断扩大、居民可支配收入不断提高，有助于提升居民消费水平，带动快速消费品消费需求增长

金属易开盖行业与快速消费品行业发展密切相关，也与我国宏观经济形势具有高度的相关性。近年来我国宏观经济增速有所放缓，进入2012年后，我国GDP结束长期两位数的增长，增速逐年下滑，2016年我国全年GDP增速为6.7%，为近30年以来最低。2017年以来，中国经济形势有所好转，各项经济数据有所回升。根据国家统计局公布的统计数据，2017年我国GDP增长率为6.9%。近几年我国GDP以6%-9%的速度增长，国内人均GDP水平已经分别于2012年、2013年、2015年突破6,000美元、7,000美元、8,000美元。2017年我国人均GDP已达到8,836美元。

图2 2011-2017年我国国内生产总值、社会消费品零售总额及其同比变动情况
(单位: 亿元)

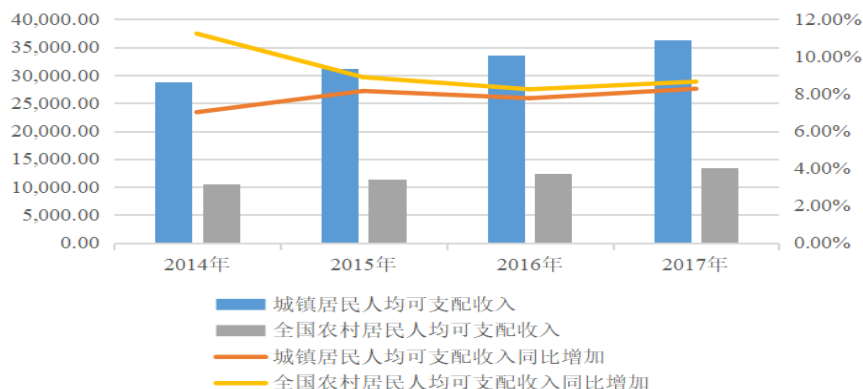


资料来源: Wind资讯, 中证鹏元整理

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。近年来我国社会消费品零售总额保持年均10%以上的增长, 但增速逐年下降。2017年我国实现社会消费品零售总额366,262亿元, 同比增长10.2%, 增速较2016年下降了0.2个百分点, 增速为2011年以来最低。总体而言, 社会消费品零售总额增速虽逐年下滑, 但我国社会仍然保持较强的购买力。

随着经济的发展, 我国人口基数不断扩大, 2017年末我国总人口规模达到13.90亿人, 较2016年末增加737万人。国家统计局数据显示, 2017年我国居民人均可支配收入25,974元, 比2016年名义增长9.0%, 扣除价格因素, 实际增长7.3%, 其增速高于我国GDP增速0.4个百分点。按常住地分, 城镇居民人均可支配收入36,396元, 比上年增长8.3%, 扣除价格因素实际增长6.5%; 农村居民家庭人均可支配收入13,432元, 比上年增长8.6%, 扣除价格因素实际增长7.3%。总体而言, 我国人口基数不断扩大和居民可支配收入的增长有助于提高我国消费水平, 为零售行业提供支撑。

图3 2014-2017年我国城镇和农村居民人均可支配收入及增速情况 (单位: 元)



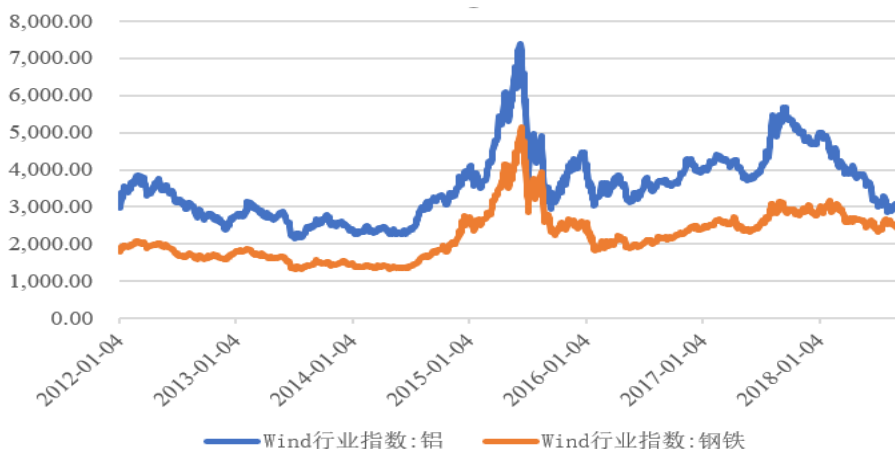
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

经济快速增长是快速消费品金属包装产品市场发展的根本推动力，由于我国人口基数大，人均可支配收入的提高将加大对消费品的需求，进而促进快速消费品金属包装产品市场发展。

大宗商品价格反弹带动钢铁、铝材原材料价格上涨，为金属包装企业带来成本上升压力

全球大宗商品价格在2014-2015年经历了大幅下跌，原油、铁矿石、煤炭等主要工业品跌幅超过50%，我国大宗商品价格也跟随国际走势出现一轮大幅下跌。长时间大幅度下跌使上游商品生产商严重亏损甚至破产，主动通过去产能、减产等方式调节供给。2016年以来，大宗商品供给端调整充分，部分工业品甚至出现了供不应求。2016年以来，受供需结构变动、金融投资加剧等因素推动，国际大宗商品价格出现强劲反弹。受国际大宗商品走势带动，我国钢铁、有色类大宗商品价格出现一波触底反弹走势。钢铁、有色等原材料价格上涨，会为相关产品生产企业带来成本压力。

图 4 2012-2018 年钢铁、铝行业价格指数

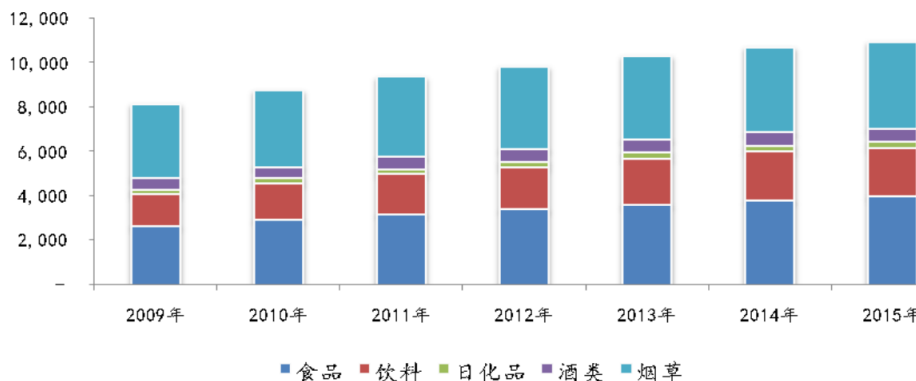


资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

快速消费品行业发展，带动金属包装产品需求提升，但近年来部分快消品产量下滑，或将对金属包装行业发展造成一定负面影响

伴随居民可支配收入水平的提高、城镇化进程和消费升级的不断推进，近年国内快速消费品市场获得较快增长，并带动配套包装产品市场的增长。2015年，我国快速消费品包装产量达到1.10万亿个，其中食品类包装产量最多，达3,994亿个；烟草类包装产量3,935亿个；饮料包装、日化用品及酒包装产量分别为2,179亿个、262亿个和589亿个。

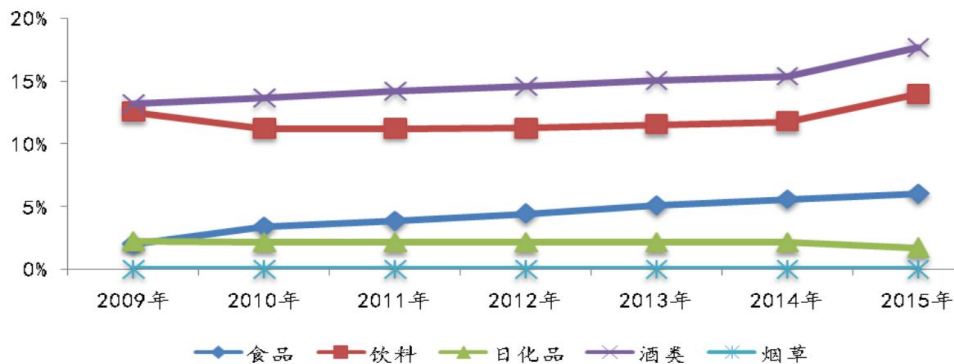
图5 2009-2015年我国快速消费品包装产量（亿个）



资料来源：Euromonitor

我国快速消费品细分领域中饮料及酒类应用金属包装的占比最高，近年逐步提升，2015年分别为14%和18%；食品金属包装占比约6%；日化品领域金属包装占比维持在2%左右，近年变动幅度不大；烟草业中应用金属包装的比例最低。

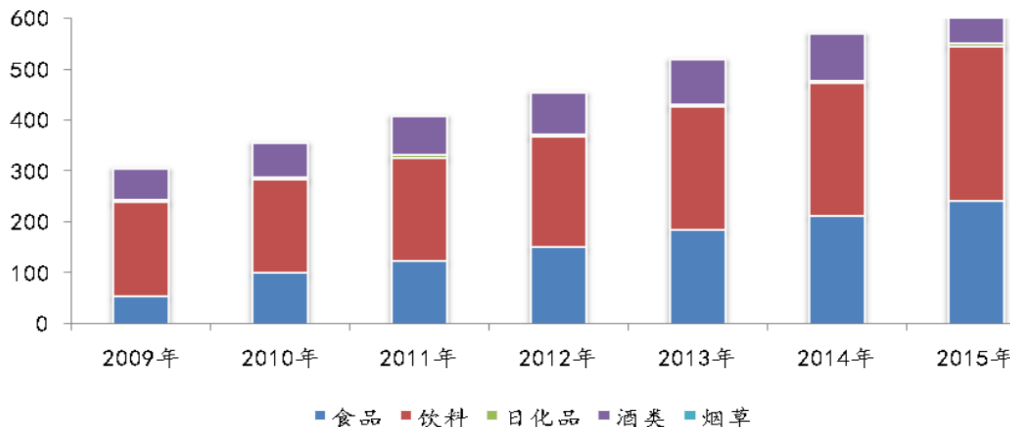
图6 2009-2015年我国快速消费品各细分领域金属包装占比



资料来源：Euromonitor

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，表现出了良好的成长性。按照产量统计，我国快速消费品金属包装产量由2009年的306亿个增加至2015年的655亿个，年均复合增长率达到13.51%，远超过全球平均水平。其中以饮料类金属包装产量最多，2015年饮料类金属包装产量达到305亿个。

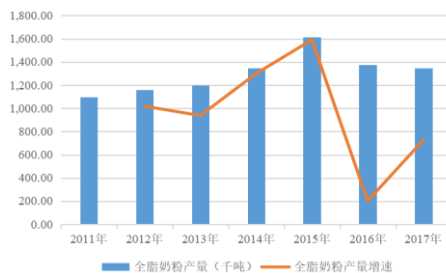
图7 2009-2015年我国快速消费品金属包装产量（亿个）



资料来源：Euromonitor

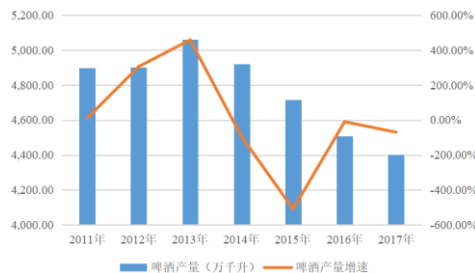
从我国全脂奶粉、啤酒和罐头产量数据来看，2011年以后，都有一波较大的增长，其后分别在2015、2013、2016年产量达到顶点，其后产量均出现不同程度的回落。产量下降将直接减少对上游包装物采购，对上游包装企业经营造成不利影响。

图8 近年来我国全脂奶粉产量变动



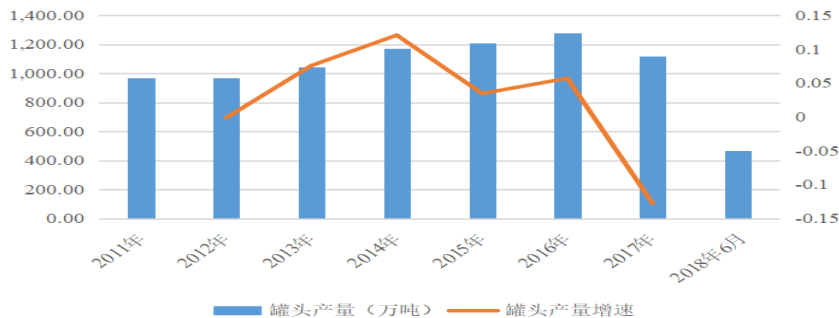
资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

图9 近年来我国啤酒产量变动



资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

图10 近年来我国罐头产量

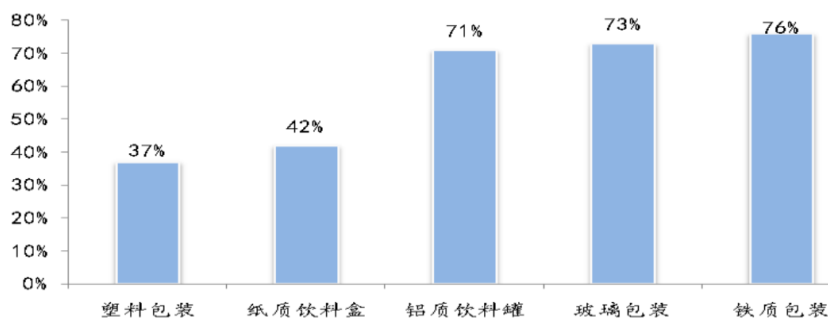


资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

根据欧洲钢铁包装协会（APEAL）公布的2014年欧盟各种包装材料的回收利用数据，金属包装仍然是各类材料中最环保、回收利用率最高的种类。尤其是铁质包装，以76%的

回收利用率处于领先地位，虽然铝质饮料罐包装落后于玻璃包装，但是差距不大。与塑料、纸质、玻璃包装相比，金属包装具有良好的安全性、突出的耐储藏性、轻便性。产品包装形式很大程度上取决于生产工艺发展和下游客户的消费偏好，未来若快速消费品行业生产工艺发生变化或消费偏好发生改变，金属包装的市场份额仍有可能受到其他形式包装产品的替代。

图11 2014年欧盟各种包装材料回收利用率



资料来源：www.apec.org

当前并无专门针对金属包装行业的具体的法规细则出台，行业主要受环境保护、食品安全、循环经济等相关法规监管

我国快速消费品金属包装制造行业的行政主管部门是国家发改委，其主要负责行业发展规划的研究、产业政策的制定，指导行业结构调整、行业体制改革、技术进步和技术改造等工作。中国包装联合会是我国包装行业的自律性行业组织，主要负责产业及市场研究、对会员企业提供服务、行业自律管理以及代表会员企业向政府部门提出产业发展意见和建议等。我们也注意到，当前并无专门针对金属包装行业的具体的法规细则出台，行业主要受环境保护、食品安全、循环经济等相关法规监管。

表6 近年我国金属包装行业相关法规政策文件一览

时间	政策名称	主要内容
2015.1.1	《中华人民共和国环境保护法》	企业应当优先使用清洁能源，采用资源利用率高、污染物排放量少的工艺、设备以及废弃物综合利用技术和污染物无害化处理技术，减少污染物的产生。排放污染物的企业事业单位和其他生产经营者，应当采取措施，防治在生产建设或者其他活动中产生的废气、废水、废渣、医疗废物、粉尘、恶臭气体、放射性物质以及噪声、振动、光辐射、电磁辐射等对环境的污染和危害。
2009.6.1	《中华人民共和国食品安全法》	在我国从事“用于食品的包装材料、容器、洗涤剂、消毒剂和用于食品生产经营的工具、设备（以下称食品相关产品）的生产经营”活动，应当遵守该法。
2009.1.1	《中华人民共和国循环经济促进法》	设计产品包装物应当执行产品包装标准，防止过度包装造成资源浪费和环境污染，从事工艺、设备、产品及包装物设计，应当按照减少资源消耗和废物产生的要求，优先选择采用易回收、易拆解、易降解、无毒无害或者低毒低害的材料和设计方案，并应当符合有关国家标准的强制性要求。

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

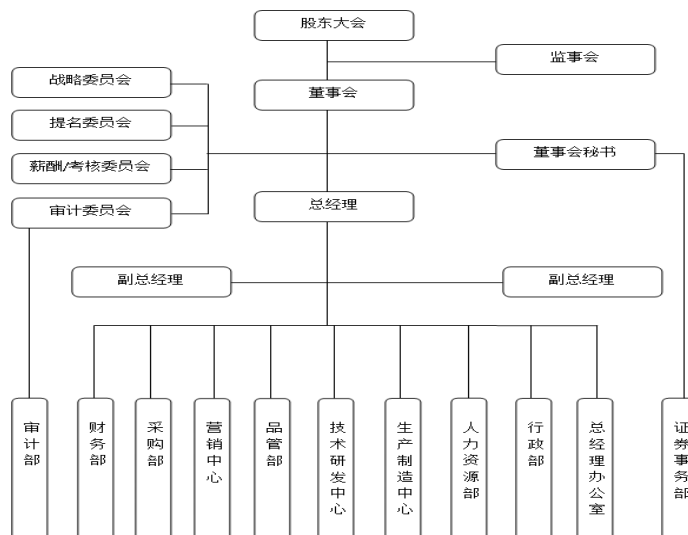
总体来看，我国经济平稳快速发展，居民可支配收入不断增长，金属包装行业的市场需求趋势长期向好。然而，2016年以来大宗商品价格快速反弹，对金属包装类生产企业带来较大的成本压力。部分快消品近年来产量下滑，或对金属包装行业发展造成一定负面影响。未来若快速消费品行业生产工艺发生变化或消费偏好发生改变，金属包装的市场份额仍有可能受到其他形式包装产品的替代。

五、公司治理与管理

公司已按照《公司法》等法律法规以及《公司章程》的要求建立了股东大会、董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定。《公司章程》明确了股东大会是公司的最高权力机构，依法决定公司的重大事项。公司董事会由股东大会选举产生，由翁伟武、翁宝嘉、翁伟嘉、夏红明、贝旭、蔡翀、方钦雄共7名董事组成，贝旭、蔡翀、方钦雄为独立董事，设董事长1名，由翁伟武担任。公司非独立董事主要系翁氏家庭成员。公司董事在《公司章程》规定的职权范围内行使权利，每届任期三年，任期届满，可以连选连任。公司监事会由3名监事组成，设监事会主席一人，监事的任期每届为三年，任期届满，可连选连任。监事会主要对公司董事、总经理及其他高级管理人员履行职务情况进行监督，对公司财务状况进行检查。

公司根据自身经营管理需要构建了财务部、采购部、营销中心、品管部等职能部门，各部门分工明确，各司其职，相互配合相互制约，形成了一个完整健全的组织体系。截至2018年6月末，公司组织架构如图12所示。

图 12 截至 2018 年 6 月末公司组织结构图



资料来源：公司提供

公司董事会成员及高级管理人员均拥有丰富从业经验与资格。截至2017年末，公司拥有员工共804人，具体情况如表7所示。

表 7 截至 2017 年末公司员工构成情况（单位：人）

学历构成	人数	占比	专业构成	人数	占比
本科及以上	50	6.22%	生产人员	525	65.30%
大专	130	16.17%	销售人员	45	5.60%
大专以下	624	77.61%	技术人员	105	13.06%
-	-	-	财务人员	22	2.74%
-	-	-	行政人员	107	13.31%
合计	804	100.00%	合计	804	100.00%

资料来源：公司提供

六、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。近年随着公司产品种类不断丰富以及产销量的不断提升，主营业务收入稳步增长，2015-2017年，公司分别实现营业收入29,427.67万元、33,965.83万元、45,789.80万元，三年复合增长率为24.74%。2018年1-9月，公司实现营业收入51,087.05万元，已超过2017年全年，预计2018年全年营业收入仍将保持增长。从收入构成看，公司销售的产品以罐头、干粉、饮料易开盖为主，近年三者收入合计占营业收入的比重均在76%以上。其中饮料易开盖产品收入增长较快，三年复合增长率为45.13%，主要缘于2017年公司收购在饮料易开盖领域较有较强竞争优势的佛山宝润，实现外延式增长。综合毛利率方面，2015-2018年9月分别为28.48%、30.25%、21.90%、17.03%，毛利率持续下滑。一方面，2017年以来铝、马口铁等原材料价格涨幅较大，增加了公司生产成本；另一方面，2017年以来公司产品结构发生变化，毛利率较低的饮料易开盖产品销售占比提升，一定程度上影响了公司整体的毛利率水平。未来若原材料价格持续上涨，公司毛利率水平或将持续下滑。

表 8 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品系列	2018 年 1-9 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
干粉易开盖	12,378.97	25.83%	12,202.72	30.06%	10,551.43	36.77%	9,167.70	36.93%
罐头易开盖	12,523.45	15.17%	13,601.75	20.54%	11,312.99	27.56%	9,476.75	22.92%
饮料易开盖	14,959.60	11.82%	9,542.17	15.79%	4,175.02	25.10%	4,530.55	27.52%
日化用品易开盖	1,077.68	39.28%	1,621.25	38.96%	1,777.29	45.27%	1,590.48	40.32%

其他产品	10,147.35	13.93%	8,821.90	16.18%	6,149.11	23.15%	3,414.12	25.98%
主营业务收入合计	51,087.05	17.03%	45,789.80	21.90%	33,965.83	30.25%	28,179.60	29.57%
其他业务	0.00	-	0.00	-	0.00	-	1,248.06	3.74%
营业收入合计	51,087.05	17.03%	45,789.80	21.90%	33,965.83	30.25%	29,427.67	28.48%

注：其他产品指用于三片罐及非金属罐的配套金属底盖。

资料来源：公司提供

公司产品线较为完善，产品具有一定优势，在干粉易开盖市场占有率领先

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。公司产品品种繁多，产品线覆盖干粉、罐头、饮料和日化用品易开盖，在行业内具有一定的品牌知名度和竞争力，系当前国内专注于易开盖制造企业中唯一的上市公司。公司干粉易开盖市场占有率领先。

表 9 易开盖细分市场主要企业

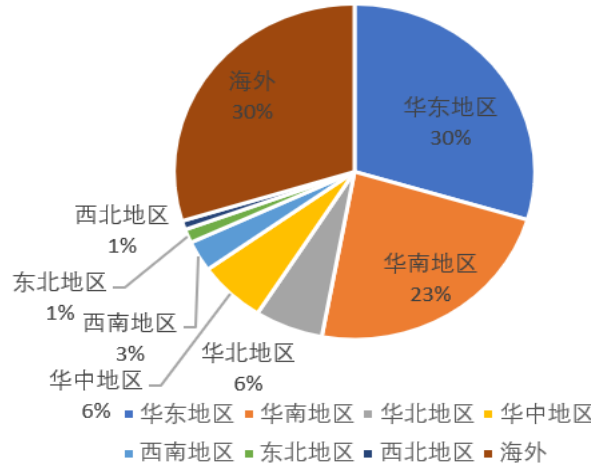
产品分类	主要企业
干粉易开盖	英联股份、深圳友鹏
罐头易开盖	义乌易开盖、英联股份、昌鸿制盖
饮料易开盖	厦门保沣、广东柏华、福建鼎盛、英联股份
日化用品易开盖	英联股份

资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司不断丰富公司产品结构，稳固公司在部分细分产品领域的领导地位。公司在实现干粉易开盖市场持续领先、罐头易开盖市场规模持续扩大的情况下，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。2017年公司成功收购了佛山宝润与山东旭源，弥补了公司在饮料易开盖领域的短板。公司产品下游应用领域广泛，由于快速消费品种类繁多且新产品层出不穷、更新速度快，不同包装内容物对包装产品的要求存在一定的差异性。公司通过提供为客户提供个性化解决方案，不断满足客户的个性化需求。

公司客户基础广泛，截至2017年末，客户超过600家，其中70.26%的销售来自国内客户，国内客户覆盖全国各地，主要以华东、华南地区为主。同时，公司不断加强国际市场开拓力度，产品已经出口到全球近三十个国家和地区，2017年公司海外收入占总收入之比为29.74%。

图 13 2017 年公司营业收入地区分布情况（单位：万元）



资料来源：公司提供

公司自成立以来一直从事金属易开盖生产，经过多年发展，公司现已形成覆盖食品（含干粉）、饮料、日化用品等多应用领域。公司研发实力较强，技术能力居于业内领先地位。2015年1月，公司技术研发中心被广东省科学技术厅认定为省级工程技术研究中心。2016年1月，公司被广东省高新技术企业协会认定为2015年广东省创新型企业（试点）。公司累计获得授权专利62项（其中4项发明专利），另有多项实用新型专利在申请。公司在减薄省材工艺技术领域持续研究，易开盖产品的盖体和拉环持续减薄、省材，整体结构更加科学，促使公司生产成本得以有效控制。

表 10 公司 2015-2018 年 9 月主要产品产能、产量、销量情况（单位：亿片）

2018 年 1-9 月					
产品类别	产能	产量	销量	产能利用率	产销率
干粉易开盖	10.14	7.49	6.46	73.88%	86.16%
罐头易开盖	9.60	8.20	8.02	85.47%	97.85%
饮料易开盖	21.52	18.71	19.78	86.92%	105.73%
日化用品易开盖	0.71	0.64	0.63	89.65%	98.70%
合计	41.97	35.04	34.89	-	-
2017 年					
产品类别	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	-	-
2016 年					

产品类别	产能	产量	销量	产能利用率	产销率
干粉易开盖	5.69	5.14	5.23	90.42%	101.64%
罐头易开盖	11.38	8.45	7.99	74.31%	94.53%
饮料易开盖	6.07	4.73	4.69	77.95%	99.20%
日化用品易开盖	1.10	0.98	1.00	88.53%	102.06%
合计	24.24	19.30	18.91	-	-

2015 年					
产品类别	产能	产量	销量	产能利用率	产销率
干粉易开盖	4.50	4.13	4.12	91.80%	99.76%
罐头易开盖	11.31	6.19	6.03	54.76%	97.33%
饮料易开盖	8.35	4.79	4.70	57.34%	98.05%
日化用品易开盖	1.62	0.85	0.88	52.64%	103.10%
合计	25.78	15.96	15.73	-	-

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

公司不断扩大生产规模，通过新建生产线及同业并购，不断提升公司的产量及销量，提高公司在行业内的竞争力。从2015-2017年公司产品生产情况来看，公司销售量及生产量年均复合增长率为32.39%、33.49%。从产能来看，公司收购了以饮料易开盖生产为主的佛山宝润，近年饮料易开盖产能快速提升；罐头易开盖方面，由于公司生产设备可以根据需要更换模具，使得同一生产线可以生产不同种类的易开盖。2017年以来，饮料及干粉易开盖订单增加，公司根据市场需求调整生产计划，将部分罐头易开盖生产线调整为生产其他类型产品，罐头易开盖产能有所下滑。从产品单价来看，2015年以来，公司各主要产品的均价均呈现波动下降的趋势。易开盖行业内以中小型企业为主，同业竞争较为激烈。

表 11 公司 2015-2018 年 9 月主要产品单价信息（单位：元/个）

产品类别	2018 年 1-9 月均价	2017 年均价	2016 年均价	2015 年均价
干粉易开盖	0.192	0.200	0.202	0.223
罐头易开盖	0.156	0.152	0.142	0.157
饮料易开盖	0.090	0.104	0.089	0.096
日化用品易开盖	0.172	0.163	0.178	0.181

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

公司主要原材料价格近年来持续上升，增加生产成本；公司原材料采购渠道相对稳定，前五大供应商采购占比较高，存在一定集中供货风险

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，其他材料主要为涂料、密封胶和包装材料等，所占比例较小。2015年至2018年9月末，公司主要原材料占成本比重均超过80%，铝材和马口铁金额合计占原材料余额的平均比例分别为47.19%、22.99%。

表 12 2015-2018 年 9 月主要原材料占成本的比重（单位：万元）

构成	2018 年 1-9 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
铝材	20,768.59	52.79%	11,633.42	42.44%	10,089.80	45.05%	9,382.35	47.27%
马口铁	7,888.72	20.05%	7,675.84	28.01%	5,228.23	23.35%	4,285.15	21.59%
其他	3,360.97	8.54%	3,312.09	12.08%	2,736.23	12.22%	2,402.75	12.11%
合计	32,018.18	81.38%	22,621.35	82.53%	18,054.26	80.62%	16,070.25	80.97%

资料来源：公司提供

公司原材料占成本的比重保持在较高水平，当期生产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至45天，铝拉环料和马口铁盖材的采购周期为60天左右，从稳定企业生产经营出发，需维持一定规模的原材料安全库存。2017年以来，铝材和马口铁价格持续上涨，导致公司成本增加。公司增加了铝材和马口铁的备货量，一方面是为避免材料成本快速上涨，另一方面是公司生产销售规模不断扩大对原材料需求提升。公司铝材采购主要按照上海长江现货铝锭平均价或者上海期货交易所公布的铝锭加权平均价作为参考基准价，根据具体采购的铝材产品类别的不同，在参考基准价的基础上再加上一定金额的加工费用来确定价格。公司马口铁采购以宝钢镀锡板卷出厂价格为参照，与供应商协商确定采购价格。公司与主要供应商的付款期限多采用货到后按月进行款项的结算，以承兑汇票及银行电汇为主要结算方式。

表 13 2015-2018 年 9 月主要原材料采购金额（单位：元/吨）

构成		2018 年 1-9 月		2017 年		2016 年		2015 年	
		均价	变动	均价	变动	均价	变动	均价	变动
铝材	盖材	18,082.06	8.15%	15,402.20	12.30%	13,715.75	0.39%	13,662.77	-10.18%
	拉环材	19,256.21	-3.58%	19,768.46	4.43%	18,929.38	-4.78%	19,878.68	-10.63%
	铝箔	53,969.69	6.62%	50,621.08	4.44%	48,467.29	-	-	-
马口铁	盖材	5,974.00	10.05%	5,428.76	22.77%	4,421.87	-6.18%	4,713.36	-22.11%
	拉环材	6,206.10	15.02%	5,388.49	15.94%	4,647.77	-13.81%	5,392.56	-16.46%

注：部分数据未能提供。

资料来源：公司提供

近几年公司与主要供应商合作关系稳定，2015-2018年9月前五名供应商采购金额占总采购比重分别为71.60%、67.77%、52.22%、50.45%，集中度较高。公司生产所需的马口铁存在镀锡与镀铬两种，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

格等因素考量，导致采购的集中度较高。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，另一方面可减少对单一供应商的依赖。

表 14 2015-2018 年 9 月公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

公司名称	2018 年 1-9 月采购额	占 1-9 月采购总额比例
第一名	10,636.44	19.47%
第二名	5,172.79	9.47%
第三名	4,821.76	8.83%
第四名	3,601.44	6.59%
第五名	3,325.38	6.09%
合计	27,557.81	50.45%
公司名称	2017 年采购额	占年度采购总额比例
第一名	5,134.21	16.21%
第二名	4,416.36	13.94%
第三名	2,999.30	9.47%
第四名	2,083.01	6.58%
第五名	1,906.71	6.02%
合计	16,539.59	52.22%
公司名称	2016 年采购额	占年度采购总额比例
第一名	3,810.30	19.32%
第二名	3,809.37	19.32%
第三名	2,872.32	14.57%
第四名	1,563.07	7.93%
第五名	1,307.08	6.63%
合计	13,362.14	67.77%
公司名称	2015 年采购额	占年度采购总额比例
第一名	3,688.48	24.32%
第二名	2,644.85	17.44%
第三名	1,844.85	12.17%
第四名	1,434.13	9.46%
第五名	1,245.08	8.21%
合计	10,857.39	71.60%

资料来源：公司提供

公司客户多为知名快消品制造商或金属包装企业，前五大客户集中度较低；公司为提升市场竞争力，不断丰富产品种类及生产线

公司客户按照经营业务划分，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。公司对不同类别的客户采取不同的结算方式。对于有较好增长潜力的客户或与公司形成长期稳定业务关系、信誉良好的客户，公司通常给予其30天到90天不等的信用期限；对于业务量较少、资信情况不明或有定制需求的客户，公司一般采取“预收”（款到生产）或“现销”（款到发货）的销售政策。海外业务方面，公司对部分实力强、资信好的境外客户采用了赊销的销售方式，信用期一般为30-90天，同时公司对部分境外销售业务向中国出口信用保险公司进行了投保，如果未能及时收款，公司可向保险公司索赔，降低了公司应收账款的回收风险。2015-2017年公司前五大客户合计销售比重分别为16.43%、18.74%和17.58%，客户集中度较低。

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。截至2018年9月末，公司在建项目主要为生产基地建设项目、干粉易开盖的技术改造项目，均为IPO募投项目，已投入2.01亿元；公司主要的拟建项目为本期债券募投项目智能生产基地建设项目。截至2018年9月末，公司主要在建及拟建项目预计总投资为4.92亿元，尚需投入2.91亿元，建成后产能可达75.15亿片/年。

表 15 公司截至 2018 年 9 月末公司主要在建及拟建项目（单位：万元、亿片/年）

项目名称	预计总投资	已投	2019 年计划投入	建成后产能
生产基地建设项目	23,915.23	17,858.78	5,000.00	20.95
干粉易开盖的技术改造项目	3,357.73	2,272.29	-	1.36
智能生产基地建设	21,915.00	0.00	7,824.00	52.84
合计	49,187.96	20,131.07	12,824.00	75.15

注：智能生产基地建设项目总投资57,026万元，其中，土建工程21,915万元，拟投入募集资金仅用于土建工程。

资料来源：公司提供

公司近年通过外延并购，不断提升公司实力，但也应关注公司存在一定的业务整合风险

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。2017年8月、10月公司分别收购佛山宝润、山东旭源75%和100%的股权。2018年5月，公司收购汕头市力根纺织有限公司（以下简称“力根纺织”）100%的股权。

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。佛山宝润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。收购佛山宝润有助于公司与各大著名快消品厂家建立了紧密的战略合作关系。2017年8月，公司以600万元收购佛山宝润75%股权，在收购完成后，公司使用自有资金3,000万元增资佛山宝润，收购及增资完成后，佛山宝润注册资本达到人民币7,000

万元。

在评估基准日2017年6月30日，佛山宝润经审计后的账面总资产9,509.32万元，总负债8,691.18万元，净资产818.14万元。根据银信资产评估有限公司出具的评估报告（银信评报字[2017]沪第0833号），采用资产基础法评估总资产价值9,523.36万元，总负债8,693.00万元，净资产为830.36万元。

表 16 佛山宝润主要财务数据（单位：万元）

项目	2017 年 6 月 30 日	2016 年 12 月 31 日
总资产	9,509.32	9,891.46
净资产	818.14	-1,654.68
项目	2017 年 1-6 月	2016 年
营业收入	6,565.39	13,000.99
净利润	-247.18	-1,157.44

资料来源：公开资料

山东旭源成立与2017年5月，主营业务为包装制品、五金制品加工、销售。公司于2017年9月与山东旭源控股股东达成协议，收购山东旭源100%的股权，收购价格为人民币500万元。协议达成日，山东旭源注册资本及实收资本均为500万元。

力根纺织成立于2009年，主营业务系生产、销售针纺织品、锦纶和化纤产品。公司控股股东、实际控制人之一翁伟武持有力根纺织100%股权。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力根纺织100%股权。力根纺织于2018年6月22日更名为汕头市英联金属科技有限公司。

在评估基准日2018年3月31日，力根纺织经审计后的账面总资产2,475.47万元，总负债0.00万元，净资产2,475.47万元。根据银信资产评估有限公司出具的评估报告（银信评报字[2018]沪第0551号），采用资产基础法评估后的总资产价值5,815.55万元，总负债0.00万元，净资产为5,815.55万元。

力根纺织主要资产为土地使用权，其拥有粤（2018）濠江区不动产权第0002339号、粤（2018）濠江区不动产权第0002340号两块地块，分别为汕头市濠江区南山湾产业园区C04单元东南侧地块、汕头市濠江区南山湾产业园区C04单元东北侧地块，土地用途均为工业用地，合计面积6.23万平方米，账面价值为2,437.53万元。

表 17 力根纺织主要财务数据（单位：万元）

项目	2018 年 3 月 31 日	2017 年 12 月 31 日
总资产	2,475.47	2,494.75
净资产	2,475.47	2,494.75
项目	2018 年 1-3 月	2017 年

净利润	-19.28	-72.77
-----	--------	--------

资料来源：公开资料

公司已于2018年11月28日完成对满贯包装76.60%的股权收购，满贯包装成为公司控股子公司。

公司近年来通过外延并购，拓展公司的业务线条，提升公司的竞争力，但也应关注并购后公司能否顺利对被收购企业进行业务、生产及经营团队整合，若整合失败将会导致公司收购行为无法达到预期经济效益。

七、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2015-2017年审计报告，以及未经审计的2018年1-9月财务报表，均采用新会计准则编制。2015-2018年9月，公司纳入合并报表范围的子公司变化情况如表18所示。

表 18 2015-2018 年 9 月公司合并范围变化情况

新增纳入合并报表范围子（孙）公司					
序号	公司名称	注册资本	持股比例	新增方式	纳入合并报表范围时间
1	山东旭源包装制品有限公司	1,500 万元	100%	收购	2017 年 10 月 26 日
2	佛山宝润金属制品有限公司	7,000 万元	75%	收购	2017 年 8 月 30 日
3	汕头市英联金属科技有限公司	3,228 万元	100%	收购	2018 年 4 月 28 日
4	英联国际（香港）有限公司	500 万港币	100%	投资设立	2018 年 5 月 10 日
5	广东满贯包装有限公司	5,000 万元	76.6%	收购	2018 年 9 月 27 日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

受益于首次公开发行股票，公司资产规模持续增长；应收款项及存货有一定规模，对公司资金存在一定占用

2017年初公司首次公开发行股票使资产规模快速增加。截至2017年末，公司资产总额达69,911.66万元，较2015年末增长124.61%。截至2018年9月末，由于在建工程投入规模增加和外延并购，资产增加至114,991.97万元，较2017年末增加64.48%。从结构看，截至2017年末，流动资产及非流动资产占比相近，分别为49.73%、50.27%。2018年9月末，由于在建工程及固定资产大幅增加，公司非流动资产占比小幅提升至56.30%。

表 19 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 9 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5,701.96	4.96%	2,647.61	3.79%	4,309.93	11.05%	3,460.69	11.12%
应收账款	17,696.52	15.39%	10,238.90	14.65%	6,939.34	17.79%	5,672.74	18.23%
存货	18,452.78	16.05%	11,528.66	16.49%	4,971.69	12.75%	3,956.36	12.71%
其他流动资产	4,593.26	3.99%	8,519.25	12.19%	186.53	0.48%	8.15	0.03%
流动资产合计	50,250.59	43.70%	34,766.02	49.73%	19,542.37	50.10%	14,371.40	46.17%
固定资产	35,254.23	30.66%	20,652.70	29.54%	14,750.76	37.82%	13,569.15	43.59%
在建工程	14,414.24	12.53%	3,308.89	4.73%	2,603.92	6.68%	1,297.65	4.17%
无形资产	9,174.29	7.98%	1,578.05	2.26%	1,605.29	4.12%	1,657.05	5.32%
其他非流动资产	1,789.53	1.56%	9,349.94	13.37%	312.34	0.80%	87.49	0.28%
非流动资产合计	64,741.38	56.30%	35,145.64	50.27%	19,464.01	49.90%	16,754.64	53.83%
资产总计	114,991.97	100.00%	69,911.66	100.00%	39,006.37	100.00%	31,126.03	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、存货和其他流动资产。截至2017年末，公司货币资金余额为2,647.61万元，其中1,464.26万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。截至2018年9月末，公司货币资金为5,701.96万元，较2017年末大幅增长115.36%，主要系公司为激励部分核心员工，于2018年1月发行限制性股票264.32万股收到资金，相应增加股本及资本公积所致。随着公司销售规模的扩大，应收账款也呈现增长趋势。截至2017年末应收账款规模为10,238.90万元，其中账龄在1年以上的应收款占比为7.74%，这部分账款存在较大回收风险。2018年9月末，公司应收账款为17,696.52万元，较2017年末增加72.84%，主要系2018年公司合并范围扩大所致。公司存货主要为原材料、在产品和库存商品，2017年末占比分别为34.11%、18.01%和39.70%。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年存货规模大幅增长，主要系收购的子公司纳入合并范围所致。2017年末公司其他流动资产规模为8,519.25万元，同比2016年末大幅增加，主要系2017年公司购买8,000.00万元保本型银行理财产品增加所致。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产以及其他非流动资产构成。截至2017年末，公司固定资产净额为20,652.70万元，其中房屋建筑物和机器设备占比分别为31.67%和65.18%。2017年末公司在建工程账面价值为3,308.89万元，主要为公司首次公开发行股票募投项目。2017年公司固定资产和在建工程均有所增长，主要系佛山宝润及山东

旭源纳入合并范围所致。随着2018年上半年公司持续推进IPO募投项目建设，截至2018年9月末，公司在建工程账面价值为14,414.24万元，较2017年末大幅增长。公司无形资产主要为一笔面积为92,805.22平方米的土地使用权，为工业用地，2017年末账面价值为1,555.17万元。2018年9月末，公司无形资产大幅增加至9,174.29万元，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。截至2017年末，公司其他非流动资产规模为9,349.94万元，主要为预付用于IPO募投项目建设的设备款。

总体来看，受益于首次公开发行股票，公司资产规模增长较快，应收款项及存货有一定规模，对公司资金存在一定占用，受限资产规模不大，公司资产质量尚可。

资产运营效率

公司营运资产周转效率较高，但整体资产周转效率相对较低

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。2015-2017年公司应收款项周转天数整体呈增加趋势，主要系应收账款增速较快所致。2015-2017年公司存货周转天数出现波动，一方面缘于公司销售收入持续增长，储备的库存商品相应增加；另一方面2017年下半年公司收购佛山宝润和山东旭源，并表后存货规模大幅增加。2016年存货周转天数较低，主要系2015、2016年公司加强对存货的管理力度，使这两年存货规模较2014年下降所致。公司应付款项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。2015-2017年公司应付款项周转天数持续增加，一方面缘于公司应付款规模提升，另一方面公司加强资金管理降低付款速度。综合以上原因，公司近三年净营业周期总体呈现下降趋势，资产运营效率提升。

近三年，流动资产快速增加，使公司流动资产周转效率持续下降。固定资产周转效率方面，由于近三年营业收入增幅远高于固定资产增幅，公司固定资产周转天数持续下降，周转效率不断提高。公司持续投入新生产线，在建工程及无形资产快速增加，尚未投产转化为效益。2015-2017年公司总资产周转天数分别为369.51天、371.66天、428.16天，近三年总资产周转效率有所下滑。

表 20 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
应收款项周转天数	82.16	83.72	72.42
存货周转天数	83.05	67.83	81.00

应付款项周转天数	85.53	75.37	57.92
净营业周期	79.68	76.18	95.50
流动资产周转天数	213.49	179.72	170.29
固定资产周转天数	139.17	150.08	168.63
总资产周转天数	428.16	371.66	369.51

资料来源：公司 2015-2017 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，但原料成本增加、产品结构调整以及产品价格下滑使公司盈利能力有所下滑

公司营业收入主要来源于干粉、罐头、饮料和日化用品易开盖产品制造生产和销售。受益于公司产能的提升和下游需求的增长，近年来公司收入规模不断上升，2015-2018年9月公司营业收入分别实现29,427.67万元、33,965.83万元、45,789.80万元和51,087.05万元。近三年公司毛利率出现一定波动，2016年以后公司毛利率降幅较大，一方面是由于近年以来公司主要原材料铝材和马口铁价格出现较大的上涨且产品价格下滑，另一方面由于公司调整了产品结构，增加了对毛利率较低的饮料易开盖的生产规模。

随着公司经营规模的不断扩大和首次公开发行股票，公司期间费用逐年上升。2015-2018年9月公司期间费用率分别为10.16%、9.72%、11.43%、8.96%，主要系销售费用和管理费用的增长所致，总体来看期间费用率维持在较低水平。未来公司期间费用将随着产销规模的增加进一步增长。近年公司营业外收入主要系政府给予的与技术改造相关的补贴，但规模不大，对公司利润影响有限。2015-2017年，公司营业利润规模分别为5,046.06万元、6,344.53万元、4,990.48万元，营业利润率分别为17.15%、18.68%、10.90%，盈利能力出现一定波动，主要系2017年公司原材料涨价及产品结构调整使营业成本上涨所致。

整体看，公司经营规模不断扩大，由于原材料成本上升、产品价格下滑以及调整生产结构等原因，公司盈利能力有所下滑。

表 21 公司主要盈利指标

项目	2018 年 1-9 月	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入（万元）	51,087.05	45,789.80	33,965.83	29,427.67
营业利润（万元）	3,043.32	4,990.48	6,344.53	5,046.06
利润总额（万元）	3,051.45	5,260.04	6,440.50	5,235.39
净利润（万元）	2,541.51	4,542.22	5,541.99	4,514.66
综合毛利率	17.03%	21.90%	30.25%	28.48%
期间费用率	8.96%	11.43%	9.72%	10.16%
营业利润率	-	10.90%	18.68%	17.15%

总资产回报率	-	9.82%	18.43%	17.73%
净资产收益率	-	11.03%	20.91%	19.70%
营业收入增长率	67.98%	34.81%	15.42%	10.00%
净利润增长率	-28.88%	-18.04%	22.76%	2.45%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 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，但随着公司业务持续推进，仍需依赖筹资活动满足部分资金需求

近年公司保持较强的经营活动现金生成能力，2015-2017年公司FFO分别为5,776.16万元、7,021.30万元、6,523.24万元。受益于公司产能的提升和下游需求的增长，近年来公司收入规模不断上升。2015-2017年公司经营活动产生的现金流净额分别为5,308.18万元、5,458.56万元、2,498.98万元，2017年经营活动产生的净现金流规模较小，主要系当年收购的子公司经营活动表现较差所致。

公司投资活动现金流出主要公司购买银行保本理财产品、对佛山宝润及山东旭源并购现金支出、以及IPO募投项目投入。近年随着对外投资规模增长及IPO募投项目逐步投入，公司投资活动现金净流出规模持续扩大，2015-2017年，公司投资活动现金净流出分别为1,803.36万元、3,961.43万元、21,211.18万元。

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。公司对资金有较大需求，主要通过银行借款、公开发行股票进行融资。2017年，公司首次公开发行股票，募集资金净额21,847万元。2015-2017年，公司筹资活动现金净流入为-2,592.58万元、-1,350.01万元、16,734.44万元。

表 22 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	4,542.22	5,541.99	4,514.66
非付现费用	1,882.03	1,698.91	1,365.44
非经营损益	98.99	-219.60	-103.94
FFO	6,523.24	7,021.30	5,776.16
营运资本变化	-3,724.85	-1,496.46	-464.03
其中：存货减少（减：增加）	-3,025.56	-1,051.10	1,558.92
经营性应收项目的减少（减：增加）	-760.13	-3,511.94	-1,519.84
经营性应付项目的增加（减：减少）	60.84	3,066.58	-503.11
经营活动产生的现金流量净额	2,498.98	5,458.56	5,308.18
投资活动产生的现金流量净额	-21,211.18	-3,961.43	-1,803.36

筹资活动产生的现金流量净额	16,734.44	-1,350.01	-2,592.58
现金及现金等价物净增加额	-2,253.28	336.78	1,056.25

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模快速增长，偿债压力加大

近年来公司经营扩大，负债规模快速增长，2017年末公司负债总额达16,117.65万元，较2015年增长139.88%；2018年公司有息债务快速增长，2018年9月末负债总额进一步增加至56,117.17万元，同比2017年末增长248.17%。受益于2017年初公司首次公开发行股票，公司所有者权益规模持续增长，截至2017年末，公司所有者权益为53,794.00万元，较2015年增长120.40%。受上述因素影响，近年公司产权比率总体呈增长趋势，权益对负债的保障水平快速下降，2018年9月末产权比例为95.32%，较2015年末增加67.79个百分点。

表 23 近年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年 9 月	2017 年	2016 年	2015 年
负债总额	56,117.17	16,117.65	10,407.29	6,718.94
所有者权益	58,874.80	53,794.00	28,599.09	24,407.09
产权比率	95.32%	29.96%	36.39%	27.53%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年来公司债务结构较为稳定，以流动负债为主，且流动负债占比持续提升。截至2018年9月末，公司流动负债占总负债之比为92.45%。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、应付职工薪酬、其他应付款构成。2017年末，公司短期借款为1,570.00万元，其中抵押贷款790.00万元、保证借款300.00万元、保证+抵押借款480.00万元。不存在逾期未偿还借款。由于2018年公司融资规模快速增长，2018年9月末公司短期借款增加至14,991.57万元，较2017年末大幅增加。2017年末，公司应付票据及应付账款规模为10,447.37万元，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。2017年末公司其他应付款规模为1,601.59万元，主要为借款和预提费用。截至2018年9月末，公司其他应付款规模为8,951.66万元，同比2017年末大幅增长，主要系确认限制性股票回购义务所致。非流动负债方面，截至2018年9月末，公司长期应付款2,883.33万元，系原属于满贯包装的融资租赁款。

表 24 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年9月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	14,991.57	26.71%	1,570.00	9.74%	1,960.00	18.83%	1,425.00	21.21%
应付票据及应付账款	22,039.45	39.27%	10,447.37	18.62%	6,546.11	11.67%	3,374.47	6.01%
应付职工薪酬	762.07	1.36%	860.81	5.34%	478.74	4.60%	358.38	5.33%
其他应付款及应付利息	8,951.66	15.95%	1,603.56	2.86%	85.31	0.15%	30.72	0.46%
流动负债合计	51,879.86	92.45%	15,541.41	96.42%	9,961.17	95.71%	6,290.26	93.62%
长期应付款	2,883.33	5.14%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	4,237.31	7.55%	576.24	3.58%	446.11	4.29%	428.68	6.38%
负债合计	56,117.17	100.00%	16,117.65	100.00%	10,407.29	100.00%	6,718.94	100.00%
有息债务	20,655.52	36.81%	1,666.25	10.34%	1,960.00	18.83%	1,425.00	21.21%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

受流动负债持续增加的影响，近年公司有息债务规模呈现大幅增加趋势。截至2018年9月末有息债务规模为20,655.52万元，占公司负债规模的36.81%，同比2015年末大幅增加。截至2018年9月末，公司有息债务为短期借款、一年内到期的非流动负债及长期应付款，有息债务快速增加，公司偿债压力加大。截至2018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3.90亿元，已使用额度为2.37元，未使用额度为1.53亿元。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。

表 25 截至 2018 年 9 月末公司在授信合同有效期内的银行授信情况明细表（单位：万元）

授信银行	授信额度	已使用	剩余可使用	授信截至日期
工商银行	14,000.00	11,517.41	2,482.59	2019.5
平安银行	10,000.00	1,771.00	8,229.00	2018.11
民生银行	8,000.00	7,999.59	0.41	2019.6
建设银行	5,000.00	1,000.00	4,000.00	2019.9
中国银行	2,000.00	1,432.00	568.00	2019.5
合计	39,000.00	23,720.00	15,280.00	-

资料来源：公司提供

近年，受公司融资规模持续扩大的影响，资产负债率水平呈波动上升趋势，流动比率及速动比率均呈波动下降趋势。近三年公司EBITDA规模波动上升，其中2017年公司IPO发行费用规模较大，导致当年利润总额较2016年下降进而影响EBITDA。2015-2017年公司利息支出规模呈波动变化，整体来看，EBITDA利息保障倍数呈波动下降趋势。截至2017年末，EBITDA利息保障倍数为80.80，息税前折旧摊销前利润对利息费用的覆盖程度较好。

表 26 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年 9 月	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	48.80%	23.05%	26.68%	21.59%
流动比率	0.97	2.24	1.96	2.28
速动比率	0.61	1.50	1.46	1.66
EBITDA（万元）	-	7,147.54	7,842.81	6,611.85
EBITDA利息保障倍数	-	80.80	382.39	54.93
有息债务/EBITDA	-	0.22	0.25	0.22

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券的偿债资金主要来源于募投项目收益。在收购满贯包装的协议中，原股东承诺满贯包装2018-2020年净利润（扣除非经常性损益前后孰低的数据）分别不低于1,800万元、2,000万元和2,200万元。智能生产基地建设项目建成并全部达产后，将实现饮料盖7.3亿盖、干粉盖14.6亿盖、食品盖28.4亿盖、铝基易撕盖2.5亿盖的产能释放，全部达产后预计可实现年均营业收入94,050万元，税后净利润12,300万元。若满贯包装能顺利收购并按承诺实现收益，智能生产基地建设项目如计划达产，预计未来能为公司带来较为可观的现金流。但是，募投项目收益的实现受项目建设进度、宏观经济、国民收入水平、政策法规、原材料价格等因素影响较大，存在收入不达预期的风险。

公司日常经营所产生的现金流也是偿债资金的重要来源。随着产能的不断扩大，营业收入逐年上升，公司2015-2017年及2018年1-9月公司营业收入分别实现29,427.67万元、33,965.83万元、45,789.80万元和51,087.05万元；经营活动产生的现金流净额分别为5,308.18万元、5,458.56万元、2,498.98万元和4,522.95万元，经营活动现金生成能力较好。公司作为行业内的知名企业，拥有一定的品牌优势和技术优势，在行业内具有一定的市场竞争力，未来经营活动产生的现金流有望为本期债券能偿付提供保障。但公司产能扩张较快，叠加下游产品增速放缓、季节性备货及款项回收压力等因素，可能导致公司后续经营过程中出现阶段性现金流紧张状况。

本期债券为可转换债券，若在债券转股时能全部转为股份则无需还本付息，但应关注股价下跌或其他因素导致债券持有人不转股的可能。

（二）偿债保障措施

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、债权人为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。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018 年 9 月	2017 年	2016 年	2015 年
流动资产：				
货币资金	5,701.96	2,647.61	4,309.93	3,460.69
应收票据	539.28	1,521.97	2,201.02	983.88
应收账款	17,696.52	10,238.90	6,939.34	5,672.74
预付款项	2,423.29	245.90	712.64	49.34
其他应收款	843.51	63.72	221.21	240.23
存货	18,452.78	11,528.66	4,971.69	3,956.36
其他流动资产	4,593.26	8,519.25	186.53	8.15
流动资产合计	50,250.59	34,766.02	19,542.37	14,371.40
非流动资产：				
固定资产	35,254.23	20,652.70	14,750.76	13,569.15
在建工程	14,414.24	3,308.89	2,603.92	1,297.65
无形资产	9,174.29	1,578.05	1,605.29	1,657.05
商誉	3,424.73	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	272.47	32.60	0.00	0.00
递延所得税资产	411.89	223.46	191.70	143.30
其他非流动资产	1,789.53	9,349.94	312.34	87.49
非流动资产合计	64,741.38	35,145.64	19,464.01	16,754.64
资产总计	114,991.97	69,911.66	39,006.37	31,126.03
流动负债：				
短期借款	14,991.57	1,570.00	1,960.00	1,425.00
应付票据及应付账款	22,039.45	10,447.37	6,546.11	3,374.47
预收款项	714.65	523.60	396.92	317.98
应付职工薪酬	762.07	860.81	478.74	358.38
应交税费	1,512.51	373.44	295.61	424.92
其他应付款及应付利息	8,951.66	1,603.56	85.31	32.70
一年内到期的非流动负债	2,780.62	96.25	0.00	0.00
其他流动负债	127.32	66.39	198.46	356.80
流动负债合计	51,879.86	15,541.41	9,961.17	6,290.26
非流动负债：				
长期应付款	2,883.33	0.00	0.00	0.00
预计负债	237.91	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	305.83	0.00	0.00	0.00
递延收益	810.24	576.24	446.11	428.68
非流动负债合计	4,237.31	576.24	446.11	428.68

负债合计	56,117.17	16,117.65	10,407.29	6,718.94
所有者权益：				
实收资本(或股本)	19,464.32	19,200.00	9,000.00	9,000.00
资本公积	21,159.13	17,776.36	6,129.36	6,129.36
减：库存股	2,881.09	0.00	0.00	0.00
盈余公积	2,105.97	2,105.97	1,679.97	1,125.77
未分配利润	15,006.33	13,503.93	11,789.75	8,151.96
归属于母公司所有者权益合计	54,854.66	52,586.27	28,599.09	24,407.09
少数股东权益	4,020.14	1,207.73	0.00	0.00
所有者权益合计	58,874.80	53,794.00	28,599.09	24,407.09
负债和所有者权益总计	114,991.97	69,911.66	39,006.37	31,126.03

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-9 月财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-9月	2017年	2016年	2015年
营业总收入	51,087.05	45,789.80	33,965.83	29,427.67
营业收入	51,087.05	45,789.80	33,965.83	29,427.67
营业总成本	48,537.97	41,385.87	27,621.30	24,381.60
营业成本	42,385.01	35,762.41	23,691.62	21,048.07
营业税金及附加	216.75	304.44	310.13	234.70
销售费用	1,640.90	1,421.40	1,023.47	863.17
管理费用	2,903.42	3,518.73	2,449.08	2,155.86
研发费用	1,038.59	0.00	0.00	0.00
财务费用	34.08	295.90	-170.11	-29.55
加：其他收益	403.12	341.77	0.00	0.00
投资收益	91.12	244.77	0.00	0.00
营业利润	3,043.32	4,990.48	6,344.53	5,046.06
加：营业外收入	8.47	276.01	97.43	193.95
减：营业外支出	0.34	6.45	1.46	4.62
利润总额	3,051.45	5,260.04	6,440.50	5,235.39
减：所得税	509.95	717.82	898.51	720.73
净利润	2,541.51	4,542.22	5,541.99	4,514.66

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-9 月财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-9月	2017年	2016年	2015年
经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	45,745.89	43,614.77	32,425.54	28,621.10
收到的税费返还	76.69	1.51	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	657.34	478.68	233.03	378.92
经营活动现金流入小计	46,479.92	44,094.96	32,658.57	29,000.02
购买商品、接受劳务支付的现金	32,435.34	33,000.25	19,861.86	17,103.43
支付给职工以及为职工支付的现金	5,643.91	4,086.65	2,910.15	2,633.51
支付的各项税费	1,337.84	1,953.92	2,759.52	2,643.17
支付其他与经营活动有关的现金	2,539.89	2,555.15	1,668.50	1,311.73
经营活动现金流出小计	41,956.97	41,595.97	27,200.01	23,691.84
经营活动产生的现金流量净额	4,522.95	2,498.98	5,458.56	5,308.18
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	28,900.00	52,000.00	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	102.62	249.96	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.00	48.48	1.68
投资活动现金流入小计	29,002.62	52,249.96	48.48	1.68
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	9,496.59	12,700.99	4,009.91	1,805.04
投资支付的现金	22,900.00	60,000.00	0.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	11,473.93	760.16	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	43,870.52	73,461.14	4,009.91	1,805.04
投资活动产生的现金流量净额	-14,867.90	-21,211.18	-3,961.43	-1,803.36
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	2,894.30	24,540.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	11,939.00	2,370.00	3,937.00	5,463.50
收到其他与筹资活动有关的现金	3,068.80	2,838.96	1,367.78	1,683.76
筹资活动现金流入小计	17,902.11	29,748.96	5,304.78	7,147.26
偿还债务支付的现金	396.25	3,845.00	3,402.00	7,026.50
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,173.12	2,489.43	1,369.56	1,471.94
支付其他与筹资活动有关的现金	4,391.03	6,680.10	1,883.24	1,241.41
筹资活动现金流出小计	5,960.41	13,014.52	6,654.80	9,739.84
筹资活动产生的现金流量净额	11,941.70	16,734.44	-1,350.01	-2,592.58
汇率变动对现金的影响	185.07	-275.52	189.68	144.01
现金及现金等价物净增加额	1,781.82	-2,253.28	336.78	1,056.25

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-9 月财务报表



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	4,542.22	5,541.99	4,514.66
加：资产减值准备	82.99	317.11	109.35
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,741.71	1,330.04	1,208.17
无形资产摊销	50.76	51.76	47.92
长期待摊费用摊销	6.57	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	-2.03	3.12
财务费用	363.98	-169.17	-20.86
投资损失	-244.77	0.00	0.00
递延所得税资产减少	-20.22	-48.40	-86.20
存货的减少	-3,025.56	-1,051.10	1,558.92
经营性应收项目的减少	-760.13	-3,511.94	-1,519.84
经营性应付项目的增加	60.84	3,066.58	-503.11
其他	-299.40	-66.28	-3.95
经营活动产生的现金流量净额	2,498.98	5,458.56	5,308.18

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-9 月财务报表

附录四 主要财务指标表

项目	2018 年 9 月	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务（万元）	20,655.52	1,666.25	1,960.00	1,425.00
资产负债率	48.80%	23.05%	26.68%	21.59%
流动比率	0.97	2.24	1.96	2.28
速动比率	0.61	1.50	1.46	1.66
综合毛利率	17.03%	21.90%	30.25%	28.48%
总资产回报率	-	9.82%	18.43%	17.73%
EBITDA（万元）	-	7,147.54	7,842.81	6,611.85
EBITDA 利息保障倍数	-	80.80	382.39	54.93
应收款项周转天数	-	82.16	83.72	72.42
存货周转天数	-	83.05	67.83	81.00
应付款项周转天数	-	85.53	75.37	57.92
净营业周期（天）	-	79.68	76.18	95.50
固定资产周转天数	-	139.17	150.08	168.63
总资产周转天数	-	428.16	371.66	369.51
收现比	0.90	0.95	0.95	0.97

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收款项周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款} + \text{期初应收票据} + \text{期末应收账款} + \text{期末应收票据}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付款项周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款} + \text{期初应付票据} + \text{期末应付账款} + \text{期末应付票据}) / 2] \}$
净营业周期	应收款项周转天数 + 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产净值} + \text{上年固定资产净值}) / 2] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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 100%
资产负债率	负债总额 / 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 + 长期应付款

附录六 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。