

杭州永创智能设备股份有限公司  
2019 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。

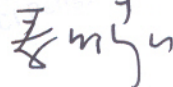
本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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：

报告编号：  
中鹏信评【2019】第 Z  
【23】号 01

分析师

姓名：  
田珊 张伟业

电话：  
021-51035670

邮箱：  
tiansh@cspengyuan.com

评级日期：  
2019 年 01 月 24 日

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
制造业企业主体长期信  
用评级方法，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](http://www.cspengyuan.com)

## 杭州永创智能设备股份有限公司

### 2019 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：AA-

发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：不超过 51,217.02 万元

评级展望：稳定

债券期限：6 年

债券偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，同时设置债券赎回和回售条款

增信方式：股票质押担保、实际控制人保证担保

#### 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”）对杭州永创智能设备股份有限公司（以下简称“永创智能”或“公司”，股票代码为 603901.SH）本次拟发行总额不超过 51,217.02 万元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司产品多样化，智能包装生产设备行业存在一定的技术与市场准入门槛；研发投入持续增加，为公司研发能力继续提升提供保障；2018 年 1-9 月公司新签合同规模相对较大，未来短期收入有一定保障；公司公开与非公开发行股票，资本实力增强；股票质押担保与实际控制人保证担保为本期债券的本息偿付提供了一定保障。同时中证鹏元也关注到，短期内钢价较难有大幅下降，包装机械行业成本端仍将继续承压；公司新增产能规模较大，面临一定的新增产能不能及时消化的风险；公司投资项目尚需投资金额较大，存在一定的资金压力；公司债务规模逐年扩大，净资产对于负债总额的保障水平逐年下降，存在一定的资金周转压力。

#### 正面：

- 公司产品多样化，智能包装生产设备行业存在一定的技术与市场准入门槛。公司业务布局相对完整，产品多样化，涵盖 4 大包装设备产品系列及包装材料，为下游行业客户提供 36 个产品种类、360 多种规格型号的包装设备，形成较为完整的产品体系，广泛应用于食品、饮料、医药等众多领域，能够有效缓释经营风险。智能包装生产设备行业存在一定的技术与市场准入门槛，因公司在规模与技术等方面具备一定的竞争优势，经营风险相对可控。

- 公司研发投入持续增加，为公司研发能力继续提升提供保障。截至 2018 年末，公司拥有专利权 486 项，其中发明专利 71 项，截至 2017 年末，技术研发人员共 570 人，占公司总人数的 17.24%。2015-2017 年及 2018 年 1-9 月公司研发费用逐年增长，分别为 4,294.82 万元、5,008.11 万元、6,020.06 万元及 5,391.29 万元，投入绝对值仍持续增长，未来公司的研发能力提升存在一定的保障。
- 2018 年 1-9 月公司新签合同规模相对较大，未来短期收入有一定保障。2018 年 1-9 月公司新签合同额为 15.43 亿元，规模较大，业务承揽能力相对较强；此外本期债券募投项目年产 40,000 台（套）包装设备建设项目投产后，可新增年销售收入，公司未来短期收入有一定的保障。
- 公司公开与非公开发行股票，资本实力增强。2015 年 5 月公司在上海证券交易所挂牌上市，向社会公众发行人民币普通股 2,500.00 万股，实际募集资金净额 3.57 亿元；2018 年 9 月，公司非公开发行人民币普通股 3,938.90 万股，实际募集资金净额 3.05 亿元，两次发行股票增强了公司的资本实力。
- 股票质押担保与实际控制人保证担保为本期债券的本息偿付提供了一定保障。公司实际控制人之一吕婕将其合法拥有的部分公司限售股份作为质押资产进行质押担保，初始质押股份总金额为本期债券发行总额的 120%。同时，实际控制人罗邦毅、吕婕为本次发行可转债提供连带保证责任，为本期债券的本息偿付提供了一定保障。

#### 关注：

- 短期内钢价较难有大幅下降，包装机械行业成本端仍将继续承压。自 2016 年以来钢铁价格中枢持续上行，对包装机械行业盈利空间造成一定压缩。中短期供给的增量有限，未来基建投资与房地产投资需求可能稍有放缓，未来钢价可能有所回落，但短期内钢材价格较难有大幅下降，机械包装行业成本端仍将继续承压。
- 公司新增产能规模较大，面临一定的新增产能不能及时消化的风险。公司智能包装装备扩产项目实施完成后，将新增年产 600 台串联机器人、600 台并联机器人、20 台直线式灌装机、40 台旋转式灌装机和 60 台开装封设备的生产能力。且若本期债券募投项目后续顺利投产，公司未来将再新增年产包装设备产能 40,000 台（套）的生产能力。考虑到公司新增产能规模较大，若市场环境、下游需求、竞争对手策略、相关政策或者公司市场开拓等方面出现重大不利变化，公司面临一定的新增产能不能及时消化的风险。

- 公司投资项目尚需投资金额较大，存在一定的资金压力。截至 2018 年末，公司在建的智能包装装备扩产项目，尚需投入资金规模为 5.89 亿元；此外还有本期债券的募投项目计划投资总规模为 5.48 亿元，上述投资项目合计尚需投资金额较大，公司存在一定的资金支出压力。
- 公司债务规模逐年扩大，净资产对于负债总额的保障水平逐年下降，存在一定的资金周转压力。2015-2017 年公司负债总额大幅上升，分别为 4.19 亿元、8.16 亿元与 13.76 亿元，三年复合增长率高达 81.12%。2015-2017 年公司产权比率逐年上升至 144.36%，净资产对于负债总额的保障水平逐年降低。2019 年 9 月末以前公司需偿付有息债务规模为 6.13 亿元，存在一定的资金周转压力。

主要财务指标：

项目	2018 年 9 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	279,161.20	232,925.95	172,162.73	123,969.31
归属母公司的所有者权益（万元）	129,866.44	94,412.15	89,570.44	81,968.10
有息债务（万元）	70,789.07	62,867.20	37,831.74	10,488.25
资产负债率	53.44%	59.08%	47.38%	33.84%
流动比率	1.58	1.39	1.45	2.26
速动比率	0.77	0.62	0.69	1.06
营业收入（万元）	115,731.49	137,664.85	100,534.78	90,047.11
营业利润（万元）	8,337.08	7,896.38	8,557.39	8,265.40
净利润（万元）	6,695.86	6,477.56	8,830.81	7,623.02
综合毛利率	29.70%	28.88%	32.86%	31.73%
总资产回报率	-	4.63%	7.57%	8.37%
EBITDA（万元）	13,536.05	13,137.40	14,085.08	11,716.15
EBITDA 利息保障倍数	8.79	8.76	24.14	24.36
经营活动现金流净额（万元）	4,119.54	5,613.67	8,498.27	-658.79

注：有息债务核算口径包含短期借款，应付票据与长期借款；

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

## 一、发行主体概况

公司前身系成立于2002年11月7日的杭州永创机械有限公司（以下简称“永创公司”），由自然人吕婕、罗冬飞、罗昌富共同投资成立，注册资本为500万元，其中吕婕出资450万元，罗冬飞出资25万元，罗昌富出资25万元。后经历次增资与股权转让等，截至2011年8月末，永创公司的股东为吕婕、罗邦毅、杭州康创投资有限公司（以下简称“康创投资”）、杭州博融投资有限公司、马文奇、鑫盛汇与陈金才。

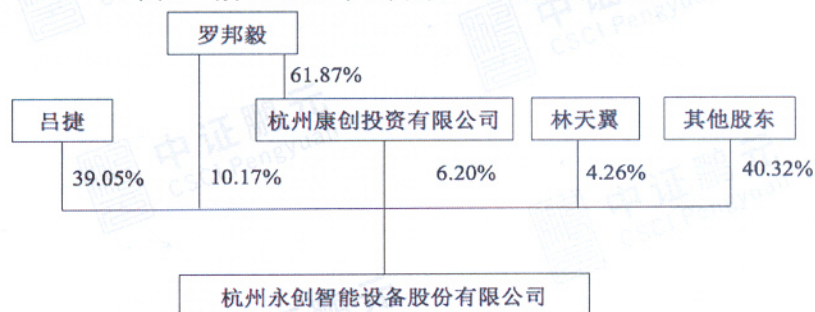
2011年9月30日，永创公司召开股东会，决议由永创公司原有股东作为发起人，将永创公司整体变更为股份有限公司，并更名为杭州永创智能设备股份有限公司。公司以天健会计师出具的天健审【2011】5006号《审计报告》所确定的截至2011年8月31日永创公司的净资产额20,463.65万元整体变更出资设立永创智能，公司注册资本7,500.00万元，其余12,963.65万元计入资本公积，其中吕婕持股57.20%，罗邦毅持股14.80%。

2015年5月，经中国证监会“证监许可【2015】843号文”核准，公司获准向社会公众公开发行2,500.00万股人民币普通股，发行价格为15.81元/股。本次公开发行股票募集资金总额为39,525.00万元，扣除发行费用后募集资金净额为35,713.97万元，公司股票于2015年5月29日在上海证券交易所上市，股票简称“永创智能”，股票代码为603901.SH。

2018年9月，经中国证监会“证监许可【2018】832号”核准，公司获准非公开发行3,938.90万股人民币普通股，发行价格为8.02元/股。公司本次非公开发行股票募集资金总额为31,590.00万元，扣除发行费用后募集资金净额为30,540.94万元。

截至2018年9月，公司注册资本为43,938.90万元，实收资本为43,938.90万元，公司控股股东、实际控制人为吕婕、罗邦毅夫妇，吕婕女士直接持有发行人39.05%的股权，罗邦毅先生除直接持有发行人10.17%的股权外，同时还通过持有康创投资61.87%的股权间接控制公司6.20%的股权。

图1 截至2018年9月末，公司股权关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司经营业务范围涵盖包装设备及配套包装材料的研发设计、生产制造、安装调试与技术服务，其中包装设备及配件主要涵盖智能包装生产线、缠绕捆扎码垛系列设备、成型填充封口系列设备和贴标打码系列设备4大产品系列。截至2018年9月末，公司纳入合并范围的子公司共十八家，具体情况见下表。

表1 截至2018年9月末公司纳入合并范围的子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	主营业务
展新迪斯艾机械（上海）有限公司	上海展新	52 万美元	90.00	包装设备的生产、销售
苏州天使包装有限公司	苏州天使	500.00	100.00	包装设备和包装材料的销售和售后服务
佛山市成田司化机械有限公司	佛山成田司化	200.00	100.00	包装设备和包装材料的销售和售后服务
广东成田司化机械有限公司	广东成田司化	1,000.00	100.00	包装设备和包装材料的生产、销售
浙江永创机械有限公司	浙江永创	20,000.00	100.00	包装设备的生产销售
上海青葩包装机械有限公司	上海青葩	300.00	100.00	真空包装机、食品机械的销售和售后服务
Youngsun Pack Germany GmbH	德国永创	100 万欧元	100.00	包装设备的研发设计、销售和售后服务
台州市永派包装设备有限公司	台州永派	500.00	100.00	包装专用设备、机械设备、工业自动控制系统装置、模具制造、加工、销售，包装材料销售
杭州永怡投资有限公司	杭州永怡	15,000.00	100.00	实业投资，投资管理，投资咨询
北京先见科技有限公司	北京先见	2,000.00	100.00	机器视觉、图像检测处理研发、设计、销售
浙江永创汇新网络科技有限公司 <sup>1</sup>	浙江永创汇新	1,000.00	100.00	计算机软件的研发、销售
永创智能设备（香港）有限公司	香港永创	500 万港币	100.00	贸易、投资、控股、咨询服务
杭州永创机电设备安装工程有限公司	永创机电	1,000.00	100.00	包装设备的安装工程
浙江美华包装机械有限公司	浙江美华	2,000.00	100.00	包装设备的精加工及包装设备和包装材料的销售
广东轻工机械二厂智能设备有限公司	广二轻智能	10,000.00	100.00	包装机械的生产、销售、安装
杭州永创智云机电设备维修有限公司	广东科怡	1,695.00	59.00	包装机械的生产、销售、安装
杭州永创智云机电设备维修有限公司	永创智云	500.00	100.00	包装设备的售后服务
杭州永创展新物流配件有限公司	永创展新	500.00	100.00	包装设备配件的生产

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为23.29亿元，归属于母公司的所有者权益合计为9.44

<sup>1</sup>原名“浙江艾希汇先网络科技有限公司”，2018年10月完成更名

亿元，资产负债率为59.08%；2017年度，公司实现营业收入13.77亿元，利润总额0.79亿元，经营活动现金净流入0.56亿元。

截至2018年9月30日，公司资产总额为27.92亿元，归属于母公司的所有者权益合计为12.99亿元，资产负债率为53.44%；2018年1-9月，公司实现营业收入11.57亿元，利润总额0.86亿元，经营活动现金净流入0.41亿元。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**杭州永创智能设备股份有限公司2019年公开发行可转换公司债券；

**发行总额：**不超过51,217.02万元；

**债券期限：**6年期；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；

**转股期限：**本期债券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本期债券到期日止；

**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二十个交易日公司A股股票交易均价和前一个交易日公司A股股票交易均价；

**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三十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的90.00%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。股东大会进行表决时，持有公司本次发行的可转债的股东应当回避；

**债券赎回条款：**在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转换公司债券，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（主承销商）协商确定。另外，在转股期内，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人民币3,000万元（含）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：**本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%时，可转换公司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。本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司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可转换公司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，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多



次行使部分回售权。在本次发行的可转债存续期内，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，本期债券持有人享有一次以当期面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分本期债券的权利；

**向原股东配售的安排：**本次发行的可转换公司债券给予公司原 A 股股东优先配售权，原股东有权放弃配售权。向原 A 股股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会或董事会授权人士根据具体情况确定，并在本次发行可转债的发行公告中予以披露。原 A 股股东优先配售之外的余额和原 A 股股东放弃优先配售后部分采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式，余额由承销团包销。具体发行方式由公司股东大会授权董事会或董事会授权人士与本次发行的保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

**增信方式：**出质人吕婕将其合法拥有的部分公司限售股份作为质押资产进行质押担保。同时，实际控制人罗邦毅、吕婕为本次发行可转债提供连带保证责任。初始质押股份总金额按照永创智能本次发行的可转换公司债券总额的 120% 为依据计算，即初始质押股份总金额=本次发行的可转换公司债券总额\*120%；该等初始质押股份的股份数系按照办理股份质押登记的前一交易日收盘价为依据计算，即：初始质押股份总数=初始质押股份总金额/办理质押登记的前一交易日永创智能收盘价。担保范围为公司经中国证券监督管理委员会核准发行的可转换公司债券本金及利息、因债务人违约而产生的违约金、损害赔偿金以及可转换公司债券持有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，以保障本次可转债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 51,217.02 万元（含 51,217.02 万元），扣除发行费用后，募集资金用于以下项目：

表2 本期债券募集资金用途情况（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入金额
1	年产 40,000 台（套）包装设备建设项目	54,830.00	35,855.50
2	补充流动资金项目	-	15,361.52
	合计	54,830.00	51,217.02

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### （1）年产 40,000 台（套）包装设备建设项目基本情况

本项目实施主体为公司全资子公司浙江永创机械有限公司，建设地点位于浙江省杭州市余

杭区兴国路 392 号。本项目建设期 2 年（不含调试生产阶段）。项目建成并全部达产后，将增加包装设备产能 40,000 台（套）/年，其中达产第一年达产率为 60.00%，达产第二年达产率为 80.00%，达产第三年开始达产率为 100.00%。截至 2018 年末，募投项目尚未开工。

### （2）年产 40,000 台（套）包装设备建设项目效益情况

根据公司提供的由公司出具的项目可行性分析报告，本次募投项目建成达产后，预计新增年均销售收入 77,842.00 万元，实现利润总额 11,232.00 万元，税后投资内部收益率为 12.9%，税后投资回收期为 8.9 年（含建设期 2 年），但需要关注的是，新增产能能否完全消化存在一定的风险。

### （3）年产 40,000 台（套）包装设备建设项目批复情况

截至 2019 年 1 月 14 日，募投项目已在杭州市余杭区经济和信息化局以及杭州市余杭区环境保护局备案，所用土地系公司自有土地，相关产权证正在办理中，目前项目尚未开工。

## 四、运营环境

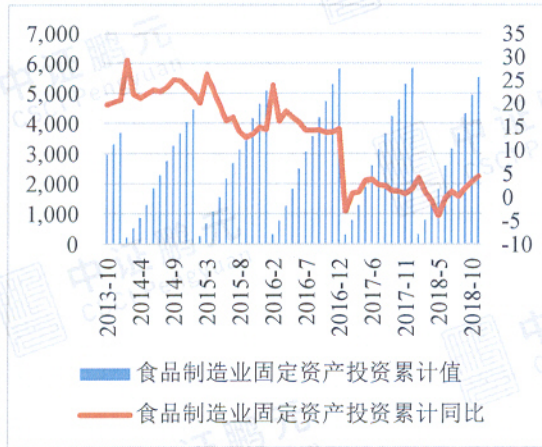
下游食品饮料行业增速放缓，居民消费降级，考虑到细分领域仍将存在一定的增长，下游行业的更新置换需求可对公司设备销售提供一定支撑，预计公司业务仍存在一定的发展空间

包装是产品进入流通领域的必要条件，包装设备为我国国民经济众多行业提供了实现包装工序自动化的途径，与国民经济各部门发展有较高的关联度。公司的包装设备及配套包装材料主要应用于食品、饮料、医药、化工、家用电器等众多领域，其中，2018 年 1-9 月酒业收入在公司收入中占比约为 22%，乳业收入占比约 10%，家电行业收入占比约 6.5%。包装机械行业的市场容量、公司产品的需求与下游行业发展状况及固定资产投资呈明显的正向相关趋势。

近年食品饮料行业的固定资产投资规模与市场景气度是包装机械行业发展情况的最直接的驱动因素，从食品饮料行业的营业收入来看，虽然市场在宏观经济下行的影响下整体下行，但食品饮料行业产品大多具备一定的消费刚性，整体的防御性较强，2018 年前三季度食品饮料行业终端需求有所下降，营业收入及归属母公司股东的净利润虽保持增长，但增速有所放缓。2018 年前三季度食品饮料行业营业收入为 4,413.06 亿，同比增长 13.77%，增速较去年同期下降 2.71 个百分点；归属母公司股东的净利润为 774.64 亿，同比增长 24.00%，增速较去年同期下降 6.4 个百分点。由于食品饮料行业经营效益与行业固定资产投资关联性较强，从食品制造业的固定资产投资规模来看，2013-2018 年业内整体固定资产投资规模保持增长，但增速自 2015 年起大幅下降，2017 年度规模为 5,842.82 亿元，增速回落至 1.70%，2018 年 1-6 月更是出现罕见的负增长，但 2018 年下半年食品制造业开始发力，2018 年 1-11 月行业固定资产投

资规模有所回升。从饮料制造业的固定资产投资规模来看，自 2017 年起业内整体固定资产投资规模连续 22 个月呈现负增长，且降幅呈扩大趋势，2018 年 1-11 月固定资产投资规模为 3,243.82 亿元，同比下降 7.50%。整体来看，食品饮料行业收入增速放缓，市场景气度表现有所回落；受此影响，食品及饮料制造行业投资规模总体与上年基本持平，同比下降 0.34%，面临去产能风险。其中，食品制造业固定资产投资规模略有上升，饮料制造业投资规模持续负增长，处于去产能状态，且 2018 年去产能力度有所加大。

图 2 2013-2018 年我国食品制造业固定资产投资规模及同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图 3 2013-2018 年我国饮料制造业固定资产投资规模及同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

2018 年国内居民人均可支配收入增速、人均消费支出以及消费需求增速均呈现下滑态势，消费信心下跌。数据显示，2018 年前三季度，扣除价格因素，全国居民可支配收入增速跌至 6.6%，人均消费支出增速低至 5.8%，增速均处于近年来较低水平。2018 年 11 月社会消费品零售总额同比名义增速为 8.1%（扣除价格因素实际增长 5.8%），为十五年来的最低，且增速下行趋势难改。在此背景下，考虑到经济增速持续放缓、国内居民消费降级以及融资环境紧缩状态短期内较难改善，食品饮料行业未来市场不确定因素依然较多，行业也将面临原材料上涨与终端消费需求下降的双重压力，预计食品饮料行业整体将继续维持低速增长态势。

在食品饮料行业方面，虽行业整体继续维持低速增长态势，但其隶属于弱周期行业，产品消费弹性系数较低，行业经营风险仍相对可控；且我国食品饮料行业的消费主力军从 30、40 年龄的中生代向年轻群体转移，购买力趋于年轻化，高端品类啤酒生产量占比上升，个性化啤酒受到追捧，细分领域仍将存在一定的增长。同时考虑到公司销售客户分布行业较广，涉及到食品、饮料、医药、化工、家用电器等众多领域，下游行业销售基数较大，包装设备固定资产的更新置换需求可补足短板，在一定程度上可削弱行业低速增长对包装机械行业造成的影响，保证了下游行业对公司产品的基本需求，仍将对公司设备销售提供一定支撑。

包装机械行业集中度较低，低端市场竞争较为激烈，中小企业可能会在新一轮的竞争中出清，规模大且研发能力强的企业市场占有率有望提高

包装机械行业是涉及多学科、跨领域的综合行业，由于其下游行业使用环境、生产工艺、包装材料、被包装物形态各异，供应商须根据客户个性化的需求量身定制相应的包装单机设备或生产线。中国食品和包装机械工业“十三五”发展规划指出，现阶段我国食品和包装机械行业的国际竞争力仍然处于比较劣势，技术装备水平与国外还存在较大差距。德国、美国、意大利等制造业发达国家生产现代化水平位居全球领先地位，其包装设备以产品序列全、更新速度快、领先的研发设计能力、先进的加工制造能力获得了国际范围的品牌影响力。以德国克朗斯、德国博世、德国 KHS 等为代表的国际知名包装设备企业，通过提供大型、成套、高精度的单机设备和智能包装生产线，占据了世界包装机械市场的主导地位，也占据了我国高端包装设备市场的主要份额。由于受到资金、技术、人才、经验等因素的综合影响，国内从事包装设备生产的企业数量众多，大多数规模较小，研发能力不强或者缺乏自主创新能力，产品技术含量低、质量稳定性差，主要生产低水平、功能单一的包装设备，市场竞争力普遍不强，主要生产中低端包装设备。由于包装设备下游行业应用广泛，市场容量大，且同行业内企业产品各有侧重且普遍规模不大，行业集中度较低，行业内各企业市场占有率普遍不高。随着包装设备下游行业现代化加工和规模化生产的要求不断提高，该类企业将难以满足包装设备高自动化、机电一体化、智能化的发展要求，在低端市场的竞争压力将日益加剧，预计该类企业将在新一轮的市场竞争中出清。

以公司为代表的少数国内领先企业，凭借多年积累，目前已具备包装设备的自主研发、独立设计、生产制造和安装调试能力，利用本土化优势为客户提供持续、快捷的售后服务，企业品牌效应逐步体现，具备了较强的市场竞争力。目前国内与公司同样从事包装设备及配件业务的上市企业主要有广州达意隆包装机械股份有限公司（002209）、杭州中亚机械股份有限公司（300512）与江苏新美星包装机械股份有限公司（300509）等。根据中国食品和包装机械工业协会统计，中国包装机械行业 2015 年、2016 年和 2017 年市场容量分别为 592.42 亿元、616.78 亿元和 634.40 亿元，2015-2017 年公司包装设备及配件销售收入分别是 7.07 亿元、8.31 亿元与 11.88 亿元，按此计算公司 2015 年、2016 年和 2017 年的市场占有率分别为 1.52%、1.63% 和 2.17%。随着未来行业整合进程加快，上游食品饮料行业固定资产投资规模放缓，技术水平落后、资金实力较弱、经营管理水平较低、在融资方面不具备优势的中小型企业将在激烈的市场竞争中逐步被淘汰，具有自主研发能力的优势企业的竞争力将进一步加强，市场占有率将进一步扩大，市场将更为集中，行业上市公司抵御风险能力较高或将受益。

包装机械行业的产品中有一定比例为定制化非标产品，非标产品从开始生产、发货到确认

收入，需要运输、安装、调试运行、终验收等多个环节，因此期末存货中在产品、库存商品及发出商品余额普遍较大，在业务开展中需要公司具备一定的资金垫付和融资能力。此类非标包装设备产品为客户整个生产流水线建设的组成部分，客户一般需待其生产线整体建设基本完成或已达到设备安装条件后方能够对公司产品进行安装调试，并统一进行终验收，因此公司完成合同订单并不完全取决于公司自身产品完工进度，对于终验收时间具有一定的不可控性，同时考虑到产品生产周期较长，业内企业面临一定的运营资金压力。

表 3 2017 年我国包装设备生产上市企业的销售收入排名情况（单位：亿元）

排名	厂商名称	公司简称	主要产品类型	2017 年销售收入
1	杭州永创智能设备股份有限公司	永创智能	成型填充封口系列设备、缠绕捆扎码垛系列设备、贴标打码系列设备和智能包装生产线等	13.77
2	广州达意隆包装机械股份有限公司	达意隆	灌装生产线、全自动 PET 瓶吹瓶机、二次包装设备等	9.62
3	宁波乐惠国际工程装备股份有限公司	乐惠国际	啤酒酿造为主的过程装备、无菌灌装设备等	8.32
4	杭州中亚机械股份有限公司	中亚股份	液态食品灌装封口设备、后道智能包装设备、中空容器吹塑设备等	6.86
5	江苏新美星包装机械股份有限公司	新美星	流体系列设备、灌装系列设备、二次包装系列设备及全自动高速 PET 瓶吹瓶设备等	5.00

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**钢材价格持续上升,对包装机械行业盈利空间造成一定压缩,短期内钢价较难有大幅下降,包装机械行业成本端仍将继续承压**

钢材作为基础原材料，用于制成公司包装设备及配件的主要原材料电气元器件及机械元件等，其价格波动对公司盈利能力的影响较大。2016 年以来钢铁价格维持在高位波动运行，虽 2018 年第四季度钢价有所回落，但价格中枢较 2015 年钢价相比仍处于高位状态。随着钢铁去产能工作深入推进、“地条钢”取缔以及环保限产等因素影响，钢铁供给端收缩。需求端方面，虽然近年来基建投资增速下滑，但持续的调控政策加码下，地产领域韧性强于预期，新开工面积增速一路上行，而地产又是“钢需”的最大下游，对钢材需求形成有力支撑。供给端收缩，需求稳中偏好，导致近三年钢价中枢持续上行。2018 年 10 月末，钢铁协会 CSPI 中国钢材价格指数为 121.72，与 2016 年 10 月末的指数相比复合增长率高达 24.37%，钢价的持续上升有可能导致公司的包装设备及配件业务毛利率下降，挤压企业利润空间。

随着未来供给端产能压减任务大幅减轻，加上环保限产力度减弱叠加影响，中短期内钢材供给量可能会增加，但预计增量有限；而随着宏观经济下行压力加大，未来基建投资与房地产投资需求可能稍有放缓，未来钢价可能有所回落，但短期内钢材价格较难有大幅下降，机械包

装行业成本端仍将继续承压。

图 4 近年钢材价格综合价格指数



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

## 五、公司治理与管理

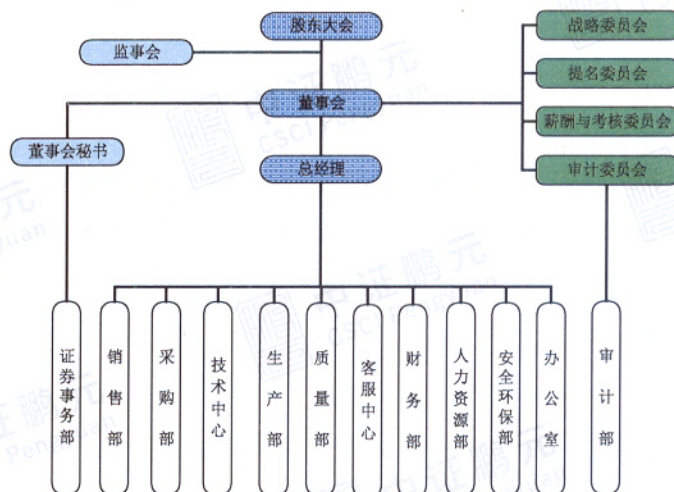
公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了明确的职责分工和制衡机制。

股东大会作为公司的最高权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划，审批董事会、监事会的报告以及公司的年度财务预算方案、决算方案等事项。2015-2017年及2018年1-9月公司能够正常召开年度股东大会和临时股东大会，确保了股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。公司董事由股东大会选举或更换，任期三年，对股东大会负责。董事会由7名董事组成，其中设董事长1名，副董事长1名，独立董事3名。董事会主要负责执行股东大会的决议以及决定公司的经营计划和投资方案等。公司监事会由3名监事组成，其中2名监事由股东大会选举产生，1名监事由职工代表大会选举产生，监事会设主席1名。监事会成员通过列席董事会和股东大会，对公司经营活动、财务状况、重大决策、股东大会召开程序以及董事、高级管理人员履行职责情况等方面实施监督。公司设总经理1名，副总经理若干名，均由董事会聘任或者解聘，总经理每届任期3年，连聘可以连任。

自2002年永创公司创办以来，公司的实际控制人均为罗邦毅与吕婕，未发生变更，高层领导团队较为稳定，主要管理人员均具有丰富的行业经验和管理经验。公司自成立以来，根据自身业务经营与生产管理的特点，先后制定了《关联交易管理制度》、《对外担保管理制度》、

《对外投资管理制度》与《内部审计制度》等制度，并设立了技术中心、生产部、采购部、销售部、质量部、安全环保部等职能部门，保障了公司产品研发、制造、销售以及资金筹集、运用等各方面工作能够有序合规开展。公司明确了各部门的权利、责任，制定了相应的岗位职责和管理制度，各部门分工明确，职责清晰。公司各职能部门与下属子公司基本能够按照制定的管理制度规范运作，形成了与公司实际情况相适应的经营运作模式。总体看来，公司法人治理结构较为完善，各项规章制度较为健全，公司部门架构设置、内部管理制度建设及部门配置能够满足公司日常业务开发与经营管理的需要。

图5 截至2018年9月末，公司组织架构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2017年末，公司（含境内子公司）拥有员工3,306人，其中生产人员2,317人，销售人员269人，技术人员570人。从教育程度看，本科及以上学历374人，大专学历人员609人，中专人员399人，高中及以下学历的员工1,924人，人员配备基本能够满足公司生产经营需求。

表4 截至2017年末母公司和主要子公司的员工岗位分布情况及教育程度情况

岗位分布	人数	占职工总数的比例
生产人员	2,317	70.08%
销售人员	269	8.14%
技术人员	570	17.24%
财务人员	27	0.82%
行政人员	123	3.72%
合计	3,306	100.00%
教育程度	人数	占职工总数的比例
本科及以上学历	374	11.31%
大专	609	18.42%

中专	399	12.07%
高中及以下	1,924	58.20%
合计	3,306	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、经营与竞争

公司主要从事包装设备及配套包装材料的研发设计、生产制造、安装调试与技术服务，其中包装设备及配件主要涵盖智能包装生产线、缠绕捆扎码垛系列设备、成型填充封口系列设备和贴标打码系列设备4大产品系列，配件及其他主要是指配件、输送线销售、项目改造、技术服务维修等服务。2015-2017年公司营业收入分别为9.00亿元、10.05亿元与13.77亿元，呈逐年上升趋势，三年复合增长率达23.65%，2018年1-9月营业收入为11.57亿元，较上年同期上升21.21%。从构成来看，包装设备及配件中的智能包装生产线与缠绕捆扎码垛系列设备的销售为其主要来源，配件及其他服务和贴标打码系列业务每年均贡献一定规模的收入。除上述主营业务外，公司每年仍有小规模的其他业务收入规模，主要为生产过程中产生的边角料集中处置形成的收入。

从毛利率方面来看，2015-2017年及2018年1-9月公司综合毛利率存在波动，分别为31.73%、32.86%、28.88%与29.70%，主营业务毛利率分别为31.48%、32.50%、28.59%与29.20%。公司综合毛利率及主营业务毛利率均为30%左右，相对较为稳定，盈利能力尚可。

表5 2015-2017年与2018年1-9月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

类型	项目	2018年1-9月		2017年		2016年		2015年	
		金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
包装设备及配件	智能包装生产线	35,624.05	32.23	43,370.35	34.13	32,656.04	40.15	25,756.26	40.10
	缠绕捆扎码垛系列	31,963.32	28.94	37,337.68	28.33	27,258.72	27.90	24,204.97	30.27
	成型填充封口系列	17,690.66	31.52	23,037.52	29.35	16,254.24	33.11	14,894.43	32.24
	贴标打码系列	364.23	53.24	411.90	51.12	195.04	47.57	273.74	49.76
	配件及其他	14,007.56	32.3	14,656.69	27.05	6,766.85	33.85	5,611.92	35.73
	小计	99,649.82	31.14	118,814.14	30.56	83,130.87	34.26	70,741.32	34.77
包装材料		15,257.34	16.57	18,188.02	15.68	16,858.78	23.80	18,970.21	19.20
合计		114,907.16	29.20	137,002.15	28.59	99,989.65	32.50	89,711.53	31.48

注：配件及其他主要是配件、输送线销售、项目改造、技术服务维修等；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理



公司产品多样化，智能包装生产设备行业存在一定的技术与市场准入门槛，经营风险相对可控

公司为下游行业客户提供36个产品种类、360多种规格型号的包装设备，形成较为完整的产品体系，具体产品情况见下表。公司产品广泛应用于食品、饮料、医药、化工、家用电器、造币印钞、机械制造、仓储物流、建筑材料、金属制造、造纸印刷、图书出版等众多领域，其中，2018年1-9月酒业收入在公司收入中占比约为22%，乳业收入占比约10%，家电行业收入占比约6.5%。整体看来，公司业务布局相对完整，产品多样化，能够有效缓释经营风险。

表6 公司包装设备及配套包装材料主要产品情况

类别	系列	产品种类
包装设备	成型填充封口系列设备	真空包装机、气调包装机、枕式包装机、立式包装机、纸箱成型机、开箱机、纸盒成型机、热收缩机、收缩包装机、装盒机、装箱机、封箱机、胶带封箱机、纸片装箱机、纸箱包装充填机、灌装封口机、泡罩包装机
	缠绕捆扎码垛系列设备	捆扎机、打包机、全自动打包机、半自动打包机、手提打包机、堆码机、码垛机、卸箱机、卸瓶机、缠绕机、裹包机、库卡机器人
	贴标打码系列设备	不干胶贴标机、热熔胶贴标机、打码贴标机
	智能包装生产线	结合客户实际需要，为其提供各类定制化、多功能的包装生产线，广泛应用于食品、饮料、医药、化工等行业领域
包装材料		包装带和包装膜

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司作为包装机械行业的领先企业<sup>2</sup>，公司产品主要包括打包机系列产品、捆扎机系列产品以及智能包装生产设备等，其中打包机与捆扎机系列产品方面，因公司在行业经营时间较长，设备性能稳定突出，品牌在行业内享誉度较高，有利于缓解中低端设备的激烈的市场竞争；智能包装生产设备行业具备一定的准入门槛，主要系大型食品饮料等客户采购设备时会结合设备性能、售价以及售后等多维度考量，尤其是啤酒包装设备在设备线速工艺匹配性等方面要求较高，技术实力雄厚、规模较大的供应商具备较强的竞争优势，公司在机械包装行业处于领先地位，在规模、技术等方面具备一定的竞争优势，有助于保障公司业务稳定性。

从公司近年经营情况来看，2015-2017年公司包装设备及配件业务收入规模逐年上升，2015-2017年销售收入分别为7.07亿元、8.31亿元与11.88亿元，复合增长率达到29.60%，2018年1-9月实现销售收入为9.96亿元，其中2017年与2018年1-9月销售收入增幅较大，主要系公司于2017年收购广东轻工机械二厂智能设备有限公司<sup>3</sup>（以下简称“广二轻智能”）所致。毛利

<sup>2</sup>根据中国食品和包装机械工业协会统计，中国包装机械行业2015年、2016年和2017年市场容量分别为592.42亿元、616.78亿元和634.40亿元，2015-2017年公司包装设备及配件销售收入分别是7.07亿元、8.31亿元与11.88亿元，按此计算公司2015年、2016年和2017年的市场占有率分别为1.52%、1.63%和2.17%，在业内上市企业中市场份额排名第一。

<sup>3</sup>(1)广二轻智能作为啤酒、饮料等液态食品的一次包装设备的优质供应商，主要产品包括：灌装机、杀菌机、

率方面，2017年及2018年1-9月公司包装设备及配件业务毛利率较之前年度略有下滑，主要系公司部分产品售价下调以及主要原材料钢材的采购成本上升所致。作为公司最主要的产品之一，2015-2017年及2018年1-9月智能包装生产线的毛利率呈逐年下降趋势，分别为40.10%、40.15%、34.13%与32.23%，2017年与2018年1-9月毛利率较以前下滑主要原因有三个方面，一是公司适当调整市场营销策略，对部分合同定价时适当给予价格优惠以获取更高的市场份额；二是原材料采购单价及单位销售收入对应生产人员薪酬成本持续上涨；三是公司在智能包装生产线产品中增加了工业机器人、伺服电机的应用，对客户的包装工序进行优化，制造成本相应提高，而相应的售价调整具有滞后性，从而引致智能包装生产线毛利率的下滑。2015-2017年及2018年1-9月公司缠绕捆扎码垛系列产品的毛利率分别为30.27%、27.90%、28.33%与28.94%，相对来说较为稳定，整体看来，近年公司经营相对稳健，盈利能力尚可。

#### 公司产能利用率较高，供应商集中度较低，需关注原材料采购面临的价格波动风险

公司主要执行的是“订单+计划”相结合的生产模式，对于智能包装生产线和非标单台设备，由生产部按照订单情况安排生产流程；对于标准单台设备和包装材料等标准程度较高的产品，公司按照预计的客户采购情况，对部分产品及部件提前生产以缩短生产周期。近年得益于下游食品饮料行业设备需求的旺盛，公司产能利用率维持较高水平，基本处于满负荷生产状态。

公司直接原材料采购成本主要由钢料、机械元件、电气元器件以及塑料粒子组成，其中钢料以及塑料粒子采购价格通常随行就市，机械元件与电气元器件通常与供应厂商协商供应价格，近年钢料以及塑料粒子价格逐年提升，公司生产成本端承压，为规避原材料价格波动风险，公司采取上下游价格联动策略，但考虑价格传导仍存在一定滞后性与不完全性，公司仍面临一定的利润侵蚀风险。得益于公司采购规模较大，核心机械元件与电气元器件供应商会给予公司优惠的采购单价，有助于公司控制生产成本。

表7 2015-2017年与2018年1-9月公司主要采购项目成本及其占主营业务成本的比重情况  
(单位：万元)

项目		2018年1-9月		2017年		2016年		2015年	
		成本	占比	成本	占比	成本	占比	成本	占比
包装设备及配件	钢料	10,951.80	13.46%	13,087.74	13.38%	7,730.57	11.45%	6,268.77	10.20%
	机械元件	10,757.00	13.22%	12,007.35	12.27%	6,113.41	9.06%	4,560.24	7.42%

洗瓶机等啤酒、饮料等液态食品的一次包装设备，主要合作客户包括：燕京啤酒、华润雪花啤酒、青岛啤酒、金星啤酒、百威啤酒、喜力啤酒、嘉士伯啤酒、巴克斯酒业、天地壹号、可口可乐、百事可乐等。

(2) 预计广二轻智能在2017年度、2018年度和2019年度实现的净利润（取按扣除非经常性损益前税后净利润与扣除非经常损益后税后净利润孰低者，下同）分别不低于1,600万元、1,900万元、2,500万元，并承诺在2017年度、2018年度和2019年度三个会计年度（以下称“业绩补偿期间”）实现的净利润之和不低于6,000万元。若广二轻智能在业绩补偿期间实现的净利润之和未达到承诺净利润，则自然人王子亮与郑健农对公司予以现金补偿。

	电气元件	19,798.72	24.34%	24,184.24	24.72%	18,658.99	27.64%	16,104.51	26.20%
	其他	3,574.09	4.39%	3,522.70	3.60%	2,271.64	3.37%	1,461.39	2.38%
包装材料	塑料粒子	10,950.93	13.46%	12,979.09	13.27%	10,443.26	15.47%	12,794.28	20.81%
直接材料成本		56,032.54	68.88%	65,781.36	67.24%	45,217.87	66.99%	41,189.19	67.00%
主营业务成本		81,349.85		97,835.11		67,495.89		61,473.54	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 2015-2017年与2018年1-9月公司主要原材料钢材和塑料颗粒的均价变动情况

项目	2018年1-9月	2017年度	2016年度	2015年度
钢材（元/吨）	6,640	6,072	5,001	4,450
塑料颗粒（元/吨）	7,690	7,020	6,291	6,976

注：本表金额均为不含税金额；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司设有采购部，负责公司生产用原料的采购工作。公司生产所需的原材料种类、规格型号较多，对于型材、板材、聚乙烯、聚丙烯、减速电机、变频器、PLC等便于采购的标准材料，公司通常根据订单制定采购计划，采购部根据采购计划组织采购；对于采购周期较长的轴类、机架、国外进口电气元器件等原材料，公司通常依据上年度的使用情况，结合未来销售预期制定年度采购计划，保证充足的安全备货以确保能及时响应客户需求。结算方面，对于一般客户公司主要以货到付款为主，通常享有1-3月账期，对于钢材等原材料公司充分利用银行授信额度，以缴纳较低比例保证金的方式开具较多的银行承兑汇票以支付供应商货款，对于议价能力较强的电气元器件等材料公司甚至预付部分款项。

从采购对象来看，2015-2017年与2018年1-9月，公司前五大客户采购金额占比分别为18.90%、16.29%、15.70%与16.12%，采购客户集中度相对较低，大部分采购原材料不存在对单一客户依赖情况，但我们关注到，公司部分电气元器件采购依赖上海西门子工业自动化有限公司等公司，但考虑到该部分电器原件供应商可替代性较低，未来公司可能会面临一定的采购价格波动风险与原材料供给风险。

表9 2015-2017年与2018年1-9月公司前五大供应商情况（单位：万元）

期间	供应商名称	采购种类	采购金额	比例（%）
2018年1-9月	上海西门子工业自动化有限公司	电气元器件	3,318.94	4.31
	浙江拓峰自动化设备有限公司	电气元器件	3,029.93	3.94
	广州快塑电子商务有限公司	塑料颗粒	2,317.55	3.01
	杭州固德物资有限公司	钢材	2,170.17	2.82
	杭州大和钢铁贸易有限公司	钢材	1,572.47	2.04

	合计	-	12,409.05	16.12
2017年	上海西门子工业自动化有限公司	电气元器件	4,339.53	5.09
	浙江拓峰科技有限公司	电气元器件	2,507.48	2.94
	杭州固德物资有限公司	钢材	2,494.93	2.92
	SEW-传动设备(苏州)有限公司	电气元器件	2,071.52	2.43
	杭州施邦同机电有限公司	电气元器件	1,980.93	2.32
	合计	-	13,394.38	15.70
2016年	上海西门子工业自动化有限公司	电气元器件	3,537.32	5.79
	库卡机器人(上海)有限公司	电气元器件	1,759.10	2.88
	杭州施邦机电有限公司	电气元器件	1,576.74	2.58
	杭州固德物资有限公司	钢材	1,548.19	2.53
	浙江拓峰科技有限公司	电气元器件	1,534.75	2.51
	合计	-	9,956.11	16.29
2015年	上海西门子工业自动化有限公司	电气元器件	3,032.38	5.97
	上海纳博特斯克传动设备有限公司	电气元器件	1,867.28	3.68
	浙江明日控股集团股份有限公司	塑料颗粒	1,846.22	3.63
	远大石化有限公司	塑料颗粒	1,534.13	3.02
	浙江拓峰科技有限公司	电气元器件	1,322.39	2.60
	合计	-	9,602.40	18.90

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产销率水平较高，2018年1-9月公司新签合同规模相对较大，短期内公司包装设备销售收入存在保障，未来仍存在一定的发展空间

公司销售区域主要集中在国内，2015-2017年国内销售收入占比在85%左右，国内销售模式以直销模式为主，经销方式为辅；国外销售模式通常采取经销模式，降低公司营销成本，从近年公司产销率数据来看，因智能包装生产线属于非标准化设备，通常根据客户订单需求组织生产，2015-2017年其产销率存在波动，但产销率总体水平尚可，缠绕捆扎码垛系列与成型填充封口系产销率水平较高，考虑到公司生产模式通常为“订单+计划”，大部分产品具备订单保障，少部分计划产生的产品(如打包机系列产品等)得益于产品的品质，市场需求较为稳定，整体看来，公司产品滞销风险较低，产销率有望继续维持较高水平。

表 10 2015-2017 年与 2018 年 1-9 月公司包装设备的产量、产能等情况(单位:台/套、%)

项目	2018年1-9月			2017年			2016年			2015年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率

智能包装生产线	287	231	80.49	351	322	91.74	335	309	92.24	311	305	98.07
缠绕捆扎码垛系列	75,219	73,126	97.22	85,421	84,713	99.17	60,660	57,826	95.33	42,272	41,837	98.97
成型填充封口系列	9,918	9,815	98.96	13,271	12,738	95.98	9,985	9,721	97.36	9,348	9,108	97.43
贴标打码系列	108	113	104.63	120	111	92.50	78	67	85.90	86	79	91.86

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的包装设备和包装材料具有不同的收款模式，其中包装设备产品按非标和标准化设计、生产的各自特点，又分别采用不同的收款模式。对于包装设备及配件中的非标产品，需根据客户要求定制化设计生产，合同金额较大，设备较复杂，一般与客户生产线配套或组合使用，需要在客户现场由专业技术人员进行安装调试，公司的收款结算按照合同约定一般分为合同预付款(30%)、货到验收款(30%)、终验收款(30%)、质保金(10%)四个部分。个别客户存在“3-4-2-1”、“2-3-4-1”和“5-4-1”三阶段甚至“9-1”两阶段的收款模式<sup>4</sup>。对于包装设备及配件中的标准化产品与包装材料，产品较为成熟，多为独立使用，客户到货签收后发行人确认收入，合同中通常约定在签收后的1-3个月内公司向客户全额收取合同价款，其中对于部分销售额较小的客户或者新客户，一般为款到发货。对于单价较高的标准产品或品牌知名度高、资信良好、合作时间长的客户亦存在上述阶段式收款模式。

从销售客户集中度来看，2015-2017年与2018年1-9月公司前五大销售对象销售金额占公司销售收入的比重分别为15.54%、16.55%、17.33%与23.24%，客户集中度不断提升，主要为华润雪花啤酒（中国）有限公司、百威英博（中国）投资有限公司、内蒙古伊利实业集团股份有限公司与内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司等，客户结构不断优化，考虑到公司目前销售客户集中度水平仍不高，不存在对单一客户依赖情况，销售风险相对可控。

表 11 2015-2017 年与 2018 年 1-9 月公司业务前五大客户情况（单位：万元）

期间	公司名称	销售金额	比例（%）
2018年1-9月	华润雪花啤酒（中国）有限公司	8,599.41	7.43
	百威英博（中国）投资有限公司	7,295.61	6.30
	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	4,699.47	4.06
	内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司	3,627.31	3.13
	珠海格力电器股份有限公司	2,671.42	2.31
	合计	26,893.22	23.24
2017年	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	6,570.61	4.77
	华润雪花啤酒（中国）有限公司	5,922.47	4.30

<sup>4</sup> “3-4-2-1”合同预付款 30%、货到验收款 40%、终验收款 20%与质保金 10%，“2-3-4-1”指合同预付款 20%、货到验收款 30%、终验收款 40%、质保金 10%；“5-4-1”三阶段通常为合同预收款 50%、货到验收款 40%，与质保金 10%；“9-1”两阶段通常为合同预付款 90%，质保金 10%。

	广东轻工机械设备二厂	5,002.15	3.63
	百威英博（中国）投资有限公司	3,367.66	2.45
	珠海格力电器股份有限公司	3,000.95	2.18
	<b>合计</b>	<b>23,863.84</b>	<b>17.33</b>
2016年	百威英博（中国）投资有限公司	6,132.37	6.10
	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	3,950.49	3.93
	华润雪花啤酒（中国）有限公司	2,427.15	2.41
	青岛海尔股份有限公司	2,202.69	2.19
	中国印钞造币总公司	1,924.95	1.91
	<b>合计</b>	<b>16,637.64</b>	<b>16.55</b>
2015年	百威英博（中国）投资有限公司	3,592.35	3.99
	华润雪花啤酒（中国）有限公司	3,030.11	3.37
	青岛海尔股份有限公司	2,864.06	3.18
	福建达利食品集团有限公司	2,306.89	2.56
	北京燕京啤酒股份有限公司	2,204.16	2.45
	<b>合计</b>	<b>13,997.57</b>	<b>15.54</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

得益于公司规模技术方面的优势以及公司加大市场拓展力度，2018年1-9月公司新签合同额为15.43亿元，规模较大，业务承揽能力相对较强，截至2018年9月底，公司在手合同金额为11.19亿元，短期内公司包装设备业务收入较有保障。考虑到公司销售客户分布行业较广，涉及啤酒、乳业等食品饮料行业以及白色电器厂商等，从近年下游行业发展态势来看，近年食品饮料行业增速放缓，食品饮料行业固定资产投资增速逐年下滑，但考虑到食品饮料行业隶属于弱周期行业，食品制造行业存量置换需求以及中小企业市场出清新增的采购需求，加上饮料行业细分高端及个性化产品带来的设备采购需求增加，将对行业固定资产投资规模形成支撑；此外白色电器行业等行业销售增速虽略有放缓，但得益于行业销售基数较大，包装设备固定资产置换需求仍对公司设备销售提供一定保障，预计公司包装设备经营业务仍存在一定的发展空间。

**表 12 2018年1-9月公司合同情况（单位：万元）**

项目	2018年1-9月/2018年9月末
年初在手合同	91,500
当年新签合同额	154,258
完工合同金额	133,867
在手合同金额	111,892

注：本表金额均为含税金额

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前在扩产能较多，能够有效缓解公司产能不足的瓶颈，但需关注未来投产后新增产能能否顺利消化风险；公司研发实力相对较强，研发投入金额持续增长，为公司研发能

### 力继续提升提供保障

目前公司几乎处于满负荷生产状态，产能不足成为制约公司发展的瓶颈，因此公司于2018年通过非公开发行股票募集资金用于智能包装装备扩产项目建设，计划投资金额为5.96亿元，项目的建设地点位于杭州市西湖科技园区，本项目达产后，将形成年产600台串联机器人、600台并联机器人<sup>5</sup>、20台直线式灌装机、40台旋转式灌装机和60台开装封设备的生产能力。截至2018年末，该项目已投入资金719.21万元，尚需投入资金规模为5.89亿元。

此外，本期债券的募投项目年产40,000台（套）包装设备建设项目预计将于2019年2月开始建设，项目建成并全部达产后，将增加包装设备产能40,000台（套）/年，其中达产第一年达产率为60.00%，达产第二年达产率为80.00%，达产第三年开始达产率为100.00%，计划总投资金额为5.48亿元。上述智能包装装备扩产项目与本期募投项目的建设能够有效缓解公司产能不足的瓶颈，将进一步增强公司的盈利能力和核心竞争力，但须关注到在项目实施过程中，若市场环境、下游需求、竞争对手策略、相关政策或者公司市场开拓等方面出现重大不利变化，则公司可能面临新增产能不能及时消化的风险，未来需关注新增产能的利用情况。

表13 截至2018年末，公司主要投资项目情况（单位：万元）

类别	项目	计划投资金额	已投资金额	尚需投资金额
在建	智能包装装备扩产项目	59,598.00	719.21	58,878.79
拟建	年产40,000台（套）包装设备建设项目	54,830.00	-	54,830.00

注：拟建年产40,000台（套）包装设备建设项目为本期债券的募投项目

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司作为包装行业的领先企业，研发设计能力和产品技术水平处于行业前列，通过多年的自主研发和技术积累，开发的ZX-80T纸包机、YC-YX新型捆扎机产品技术达到国际领先水平；高速泡罩医药智能包装生产线产品技术达到国际先进水平；纸箱成型机、纸片式包装机、全自动装箱机、装盒机、包膜热收缩机、全自动封箱机、开装封一体机、全自动捆扎机、半自动捆扎机、全自动码垛机、自走式缠绕机、硬币自动检数包装联动线、DIP-YP-40000啤酒智能包装生产线、饮料智能包装生产线技术水平国内领先。公司建有“国家认定企业技术中心”、“包装物联网自主控制省级重点企业研究院”、“省级博士后工作站”、“浙江省装备制造业医药包装产业技术联盟”、“浙江省包装机械产业技术创新战略联盟”等9个国/省级科技创新平台，拥有专利权486项，其中发明专利71项（含PCT专利23项），被评为“国家知识产权优势企业”、“省专利示范企业”、“国家知识产权示

<sup>5</sup>工业机器人是智能制造生产线关键部件之一，目前机器人在结构（机构）形式上包括并联机器人和串联机器人两种。

范企业”等。公司目前拥有较为稳定的技术研发团队，截至2018年末，技术研发人员共570人，占公司总人数的17.24%，整体看来，公司目前研发实力相对较强，有助于提升公司行业竞争力。

近年来公司持续加大研发投入，2015-2017年及2018年1-9月公司研发费用<sup>6</sup>逐年增长，分别为4,294.82万元、5,008.11万元、6,020.06万元及5,391.29万元。投入绝对值仍持续增长，未来公司的研发能力提升存在一定的保障。

表14 2015-2017年及2018年1-9月公司研发投入情况（单位：万元）

研发费用项目	2018年1-9月	2017年度	2016年度	2015年度
职工薪酬	2,923.45	3,739.75	2,783.06	2,409.65
直接材料	1,728.54	1,517.75	1,584.37	1,201.57
交通差旅办公费	337.66	343.34	241.94	314.98
其他	401.64	419.23	398.73	368.62
合计	5,391.29	6,020.06	5,008.11	4,294.82
研发费用占营业收入比例（%）	4.66	4.37	4.98	4.77

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 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2015-2017年审计报告及2018年1-9月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2018年9月末，公司纳入合并范围情况见表1，2015-2017年与2018年1-9月公司合并报表范围新增10家子公司，其中2015年新增子公司2家，2016年新增子公司2家，2017年新增子公司3家，2018年1-9月新增子公司3家。

### 资产结构与质量

公司资产规模稳定增长，存货滞销风险相对较低，但应收对象主要为民营企业，存在一定的回收风险，整体资产流动性一般

公司于2015年公开发行股票以及2018年非公开发行股票，资产规模保持增长，截至2017年末，公司资产总额达到23.29亿元，2015-2017年复合增长率为37.07%，截至2018年9月末，

<sup>6</sup>根据财政部于2018年6月15日发布的《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号），对一般企业财务报表列报进行了修订：原“管理费用”拆分为“管理费用”与“研发费用”，此处对实际发生的研发费用进行单独分析。



公司资产总额增至27.92亿元，主要系公司货币资金储备和存货增多所致。从资产构成来看，公司主要以流动资产为主，截至2018年9月末公司资产中的流动资产与非流动资产占比分别为75.63%与24.37%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款与存货。2015-2017年公司货币资金规模保持在较高水平，呈逐年上升态势；因2018年公司非公开发行股票募集资金，截至2018年9月末，公司货币资金规模大幅上升至5.18亿元。从2017年末的货币资金构成来看，货币资金主要包括库存现金、银行存款与其他货币资金，受限的金额为0.27亿元，占货币资金规模为10.50%，受限比例较小，主要为票据保证金与保函保证金。2015-2018年9月末公司应收账款规模逐年上升，分别为2.03亿元、2.67亿元、3.79亿元与4.04亿元，因行业内普遍采用质量保证金制度且非标产品的货到验收款部分账期相对较长，导致公司应收账款余额相对较大。公司的主要应收对象为广东轻工机械二厂有限公司、马鞍山达利食品有限公司、麒麟啤酒（珠海）有限公司、宁夏伊利乳业有限责任公司与湖南大旺食品有限公司，上述单位合计欠款规模为0.41亿元，占应收账款的比重为8.99%，考虑到公司主要的应收对象为民营企业，且受宏观经济影响，部分客户付款节奏有所放慢，如果公司客户的财务状况发生恶化或者经济形势发生不利变化，可能会导致公司的应收账款实际账期进一步延长，存在一定的回收风险。2015-2018年9月末公司存货规模分别为4.98亿元、6.16亿元、9.19亿元与10.81亿元，2015-2017年复合增长率为35.83%，其中2017年末较2016年末增加3.03亿元，上升49.20%，主要系公司于2017年6月收购广二轻智能100.00%股权，将广二轻智能纳入公司2017年度合并报表范围所致。从存货构成来看，公司存货主要由原材料、在产品、库存商品（含在库产品、发出商品）构成，截至2018年9月末，在产品与库存商品的账面价值分别为3.22亿元与6.19亿元，其中已经发出但尚未确认销售收入的发出商品账面价值为4.40亿元。因公司的智能包装生产线及部分单机设备等非标产品从开始生产、发货到确认收入，需要经过运输、安装、调试运行、终验收等环节，因此本公司存货特别是在产品、在库产品和发出商品余额较大且增加明显，对公司的营运资金有一定要求。考虑到公司的智能包装生产线和非标单台设备均已签订销售合同，且其他标准单台设备和包装材料等标准程度较高的产品得益于产品的品质，市场需求较为稳定，公司存货滞销风险相对较低，未来变现能力尚可。

公司非流动资产主要为可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产与商誉。公司可供出售金融资产主要为本公司对外投资的山东新巨丰科技包装股份有限公司等13家公司，截至2018年9月末，账面价值为1.36亿元，除对广州市铭慧机械股份有限公司的投资以公允价值计量外，均以成本计量。公司长期股权投资系公司全资子公司杭州永怡投资有限公司

对联营企业华蝶新材料（昆山）有限公司投资成本为2,000.00万元的长期股权投资。公司固定资产主要由房屋及建筑物和专用设备构成，二者合计数占固定资产的比例在90%以上，截至2018年9月末公司固定资产规模增为2.84亿元，2015-2017年三年复合增长率为21.48%。其中房屋及建筑物的增长主要系厂房和办公楼的购置和扩建及公司IPO募投项目新增建设厂房建设工程转固等所致；机器设备的增加主要系新增设备购置、现有生产线技术改造及公司IPO募投项目部分新增生产线完成试生产验收转固等所致。公司商誉系收购广二轻智能形成，截至2018年9月末，账面价值为1.01亿元。

表 15 2015-2018 年 9 月末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	51,807.01	18.56%	25,832.71	11.09%	22,997.99	13.36%	20,756.05	16.74%
应收账款	40,365.12	14.46%	37,912.12	16.28%	26,651.29	15.48%	20,305.67	16.38%
存货	108,076.17	38.71%	91,857.18	39.44%	61,568.31	35.76%	49,790.04	40.16%
流动资产合计	211,133.92	75.63%	165,940.98	71.24%	118,006.57	68.54%	94,251.71	76.03%
可供出售金融资产	13,614.43	4.88%	12,607.61	5.41%	14,037.39	8.15%	2.79	0.00%
长期股权投资	2,000.00	0.72%	-	-	-	-	-	-
固定资产	28,448.28	10.19%	29,864.42	12.82%	27,051.09	15.71%	20,237.77	16.32%
商誉	10,138.07	3.63%	10,138.07	4.35%	-	-	-	-
非流动资产合计	68,027.28	24.37%	66,984.98	28.76%	54,156.16	31.46%	29,717.60	23.97%
资产总计	279,161.20	100.00%	232,925.95	100.00%	172,162.73	100.00%	123,969.31	100.00%

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

总体看来，公司资产主要以货币资金、应收账款、存货与固定资产为主，其中公司的存货中智能包装生产线和非标单台设备均已签订销售合同，其他标准单台设备和包装材料等标准程度较高的产品得益于产品的品质，市场需求较为稳定，公司存货滞销风险相对较低，但考虑到公司应收账款对象主要为民营企业，且受宏观经济影响，部分客户付款节奏有所放慢，如果公司客户的财务状况发生恶化或者经济形势发生不利变化，可能会导致公司的应收账款实际账期进一步延长，存在一定的回收风险；固定资产的处置难度较高，整体资产流动性一般。

### 资产运营效率

公司资产运营效率虽呈下降趋势，但仍高于同行业平均水平

公司经营业务主要为包装设备及配套包装材料的研发、制造与销售，因行业内普遍采

用质量保证金制度且非标产品的货到验收款部分账期相对较长，导致公司应收账款余额相对较大，2015-2017年公司应收账款周转天数保持增长，2017年达84.42天，高于同行业平均水平，主要系采取分阶段收款模式的智能包装生产线和部分单机设备产品的销售金额及占比上升所致；公司所提供的智能包装生产线和部分单机设备是根据客户的个性化需求定制的非标准化产品，只有经过客户终验收后才代表产品风险的转移，公司方可确认销售收入。验收时间受客户整个生产线的进度决定，导致公司存货规模维持在较高水平，使得2015-2017年公司存货周转天数较长，略有波动，2017年达282.08天，低于同行业平均水平；2015-2017年公司应付账款周转天数持续增长至72.10天。整体来看，2015-2017年公司净营业周期存在波动，2017年公司净营业周期为294.40天，营运资金周转效率有所上升，与同行业平均水平相比周转效率相对较高。

2015-2017年公司在固定资产方面投入速度存在波动，2015-2016年因公司IPO募集资金投资项目的投入建设，固定资产余额增长较快，故2016年固定资产周转天数较2015年涨幅相对较大。受下游行业固定资产投资规模增速放缓的影响，2015-2017年包装机械行业的总资产周转天数大体上呈现逐年上升趋势，2017年业内平均总资产周转天数为789.46天，2015-2017年永创智能总资产周转天数虽上升至529.66天，但总资产周转效率相对于同行业其他可比上市公司来说，仍处于较高的水平。

**表 16 2015-2017 年公司主要运营效率指标（单位：天）**

项目	2017 年	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	84.42	84.07	77.48
存货周转天数	282.08	296.94	277.01
应付账款周转天数	72.10	60.28	59.03
净营业周期	294.40	320.74	295.46
流动资产周转天数	371.27	380.03	345.99
固定资产周转天数	74.42	84.67	78.16
总资产周转天数	529.66	530.20	451.58

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

**表 17 2015-2017 年同行业可比上市公司运营效率指标（单位：天）**

可比上市公司	净营业周期			总资产周转天数		
	2017 年	2016 年	2015 年	2017 年	2016 年	2015 年
达意隆	216.71	235.03	219.33	616.86	745.96	697.67
乐惠国际	330.04	303.80	410.90	601.10	492.41	701.07
新美星	396.49	389.70	405.26	852.27	792.78	685.19

中亚股份	435.38	407.66	322.61	1,087.61	878.05	610.58
算术平均值	344.66	334.05	339.53	789.46	727.30	673.63
永创智能	294.4	320.74	295.46	529.66	530.20	451.58

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

## 盈利能力

公司营业收入规模逐年上升，利润总额存在波动，盈利水平稳定性不高

公司主要从事包装设备及配套包装材料的研发设计、生产制造、安装调试与技术服务。

2015-2017年公司营业收入分别为9.00亿元、10.05亿元、13.77亿元，呈逐年上升趋势，三年复合增长率高达23.65%，2018年1-9月营业收入为11.57亿元，较上年同期上升21.21%。因2016年公司收到大规模政府补助，2015-2017年公司利润总额存在波动，分别为0.90亿元、1.06亿元与0.79亿元，2018年1-9月利润总额回升至0.86亿元，考虑到2018年1-9月公司新签合同规模大幅上升至15.43亿元，未来收入短期内有一定保障。

盈利能力方面，2015-2017年及2018年1-9月公司综合毛利率存在波动，分别为31.73%、32.86%、28.88%与29.70%，主营业务毛利率分别为31.48%、32.50%、28.59%与29.20%。公司综合毛利率及主营业务毛利率均为30%左右，相对较为稳定，盈利能力尚可。受2015年首次公开发行股票并上市及2018年非公开发行股票后净资产规模上升，对应募投项目效益尚未完全释放导致股东收益被摊薄等因素影响，2015-2017年及2018年1-9月公司净资产收益率与总资产回报率均呈逐年下降趋势。

期间费用方面，公司的期间费用主要由销售费用、管理费用与财务费用构成，因业务规模增长，公司加大市场拓展力度，2015-2017年公司销售费用逐年上升，复合增长率为22.33%；因薪酬待遇改善及社保缴纳基数调整，公司管理费用逐年上升，复合增长率为24.32%；2015-2017年财务费用大幅上升，复合增长率高达161.62%，主要原因系公司增加银行借款所致。在上述因素的影响下，2015-2017年公司期间费用逐年上升，期间费用率略有波动。利润方面，2017年公司虽营业收入规模快速上升但营业利润有所下降，主要原因有两个方面，一是受产品结构调整、原材料价格上升、人工成本上升等因素影响，公司2017年毛利率出现下滑，二是随着公司销售规模的扩大，期间费用随之增长，特别是为满足随着产销规模扩大的资金需求，公司借款规模出现较大增长，导致的财务费用较上年同期增加。2015-2017年公司利润总额存在波动，分别为0.90亿元、1.06亿元与0.79亿元，主要系2017年公司不再获得大规模政府补助所致，整体而言，公司盈利水平稳定性不高。

表 18 2015-2017 年及 2018 年 1-9 月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年 1-9 月	2017 年	2016 年	2015 年
----	--------------	--------	--------	--------

营业收入	115,731.49	137,664.85	100,534.78	90,047.11
营业利润	8,337.08	7,896.38	8,557.39	8,265.40
利润总额	8,568.77	7,887.47	10,619.14	8,971.70
净利润	6,695.86	6,477.56	8,830.81	7,623.02
综合毛利率	29.70%	28.88%	32.86%	31.73%
期间费用率	21.78%	22.06%	22.24%	21.02%
营业利润率	7.20%	5.74%	8.51%	9.18%
总资产回报率	-	4.63%	7.57%	8.37%
净资产收益率	5.94%	6.97%	10.23%	12.47%
营业收入增长率	21.21%	36.93%	11.65%	1.42%
净利润增长率	19.46%	-26.65%	15.84%	2.58%

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

## 现金流

公司经营资金回笼情况较为及时，经营活动现金流表现尚可，投资项目尚需投入资金，需关注其资金压力

公司经营业务资金回笼情况相对较为及时，2015-2017 年与 2018 年 1-9 月公司收现比分别为 1.09、1.14、1.11 与 1.23，整体销售回款表现良好。2017 年受原材料价格上涨，员工增加和员工平均薪酬水平提高影响，经营性成本增加，公司 FFO（经营所得现金）同比略有下降，至 1.25 亿元；营运资本方面，2015-2017 年，公司营运资本逐年上升，2017 年度增加了 0.69 亿元，在经营所得现金减少与营运资本增加的综合影响下，经营活动现金净流入为 0.56 亿元，表现较上年有所下降，整体看来，公司经营活动现金流表现尚可。

投资活动方面，2015-2018 年 9 月末公司购置土地及厂房、相关专业生产设备等，并进行与公司主营业务包装设备和包装材料领域相关的对外投资和收购，使得公司投资活动产生的现金流量均表现为净流出，净流出规模分别为 0.94 亿元、2.68 亿元、1.97 亿元与 0.84 亿元。

筹资活动方面，2015-2018 年 9 月末公司首次公开发行股票、非公开发行股票与新增银行借款募集大规模资金，筹资活动现金流量均表现为净流入，净流入规模分别为 1.82 亿元、1.99 亿元、1.52 亿元与 3.08 亿元。当前公司在建的投资项目之“智能包装装备扩产项目”尚需投入资金规模为 5.89 亿元，拟建的本期债券募投项目计划投资总规模为 5.48 亿元公司存在一定的资金压力。

表 19 2015-2017 年与 2018 年 1-9 月公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年 1-9 月	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	1.23	1.11	1.14	1.09

净利润	6,695.86	6,477.56	8,830.81	7,623.02
FFO	11,726.95	12,548.88	13,057.42	10,912.44
营运资本变化	-7,607.42	-6,935.20	-4,559.17	-11,571.23
其中：存货减少（减：增加）	-16,173.05	-12,494.05	-11,778.27	-4,976.54
经营性应收项目的减少（减：增加）	-5,032.91	-6,366.46	-11,066.05	-2,694.37
经营性应付项目的增加（减：减少）	13,598.54	11,925.31	18,285.15	-3,900.32
经营活动产生的现金流量净额	4,119.54	5,613.67	8,498.27	-658.79
投资活动产生的现金流量净额	-8,397.26	-19,685.90	-26,833.97	-9,373.99
筹资活动产生的现金流量净额	30,764.20	15,220.67	19,947.33	18,166.71
现金及现金等价物净增加额	26,593.11	920.50	1,741.82	8,103.54

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

### 资本结构与财务安全性

公司债务规模逐年扩大，净资产对于负债总额的保障水平逐年下降，存在一定的资金周转压力

得益于公司2015年公开发行股票以及持续经营的积累，截至2017年底，公司所有者权益规模达到9.53亿元，2015-2017年复合增长率为7.80%。截至2018年9月末，公司所有者权益大幅上升至13.00亿元，主要系公司非公开发行股票所致。随着公司经营规模的扩大，短期借款、应付票据、应付账款及预收款项等主要流动负债增加，导致2015-2017年公司负债总额大幅上升，分别为4.19亿元、8.16亿元与13.76亿元，三年复合增长率高达81.12%。受此影响，2015-2017年公司产权比率逐年上升至144.36%，净资产对于负债总额的保障水平逐年降低。因2018年1-9月公司非公开发行股票所有者权益大幅上升，产权比率有所回落，降至114.79%，净资产对于负债总额的保障水平相对较低。

表 20 2015-2018 年 9 月末公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年9月	2017年	2016年	2015年
负债总额	149,194.72	137,604.61	81,575.83	41,947.89
所有者权益	129,966.48	95,321.35	90,586.90	82,021.43
产权比率	114.79%	144.36%	90.05%	51.14%

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

截至2018年9月末，公司负债主要以流动负债为主，流动负债占负债总额的比重为89.59%，其中流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款与预收款项构成。截至2018年9月末，短期借款主要为信用借款，账面总余额达到3.28亿元；应付票据主要为银行承兑

汇票，账面余额为2.72亿元；应付账款主要为货款等，账面余额为2.51亿元，账龄主要集中在1年以内；公司预收款项规模较大，账面价值为4.53亿元，账龄主要集中在1年以内，主要系公司对于非标产品的销售较多的采用“3-4-2-1、5-4-1”等较为有利的收款方式，从而对客户的预收款项比例有所上升，年末余额也出现上升。公司非流动负债主要为长期借款，截至2018年9月末，长期借款为一项公司自中国工商银行股份有限公司杭州保俶支行取得的由子公司广东轻工机械二厂智能设备有限公司做股权质押的借款，余额为1.08亿元。

表 21 2015-2018 年 9 月末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	32,800.00	21.98%	31,400.00	22.82%	21,700.00	26.60%	-	-
应付票据	27,229.07	18.25%	22,647.20	16.46%	16,131.74	19.78%	10,488.25	25.00%
应付账款	25,100.05	16.82%	25,606.39	18.61%	13,611.67	16.69%	8,993.40	21.44%
预收款项	45,293.42	30.36%	33,281.59	24.19%	24,325.48	29.82%	17,581.14	41.91%
流动负债合计	133,668.09	89.59%	119,463.82	86.82%	81,265.73	99.62%	41,795.03	99.64%
长期借款	10,760.00	7.21%	8,820.00	6.41%	-	-	-	-
非流动负债合计	15,526.62	10.41%	18,140.78	13.18%	310.10	0.38%	152.85	0.36%
负债合计	149,194.72	100.00%	137,604.61	100.00%	81,575.83	100.00%	41,947.89	100.00%
有息债务	70,789.07	47.45%	62,867.20	45.69%	37,831.74	46.38%	10,488.25	25.00%

注：2015-2017 年公司应付票据需缴纳约 10% 保证金，2018 年 1-9 月公司应付票据无需缴纳保证金，有息债务核算口径包含短期借款，应付票据与长期借款；

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

截至2018年9月末，公司有息债务规模为7.08亿元（含应付票据2.72亿元），在负债总额中占比为47.45%，其中2018年9月末至2019年9月末需偿付有息债务规模为6.13亿元，存在一定的资金周转压力。

从偿债指标来看，2015-2017年公司负债总额大幅上升，分别为4.19亿元、8.16亿元与13.76亿元，三年复合增长率高达81.12%。从资产负债率来看，2015-2017年公司资产负债率逐年上升，2017年末资产负债率为59.08%，较2015年指标上升25.24个百分点，2018年9月末资产负债率有所回落，整体负债水平适中。2015-2017年公司流动比率与速动比率都呈现逐年下降趋势，截至2018年9月末，分别为1.58与0.77，短期偿债能力不强。2015-2017年公司EBITDA存在波动，因公司新增较大规模借款，2017年公司EBITDA利息保障倍数从2015年的24.36倍下降至8.76，使得息税折旧摊销前利润对于公司债务利息的保障程度大幅下降，保障程度适中。

表 22 2015-2018 年 9 月末公司偿债能力指标

指标名称	2018 年 9 月	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	53.44%	59.08%	47.38%	33.84%
流动比率	1.58	1.39	1.45	2.26
速动比率	0.77	0.62	0.69	1.06
EBITDA (万元)	13,536.05	13,137.40	14,085.08	11,716.15
EBITDA 利息保障倍数	8.79	8.76	24.14	24.36

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

公司募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的主要来源。根据公司提供的项目可行性研究报告，本期募投项目建成达产后，公司将增加包装设备产能40,000台(套)/年，其中达产第一年达产率为60.00%，达产第二年达产率为80.00%，达产第三年开始达产率为100.00%。公司预计实现新增年均销售收入77,842.00万元，实现利润总额11,232.00万元。但需要关注的是，新增产能能否完全消化存在一定的风险。

公司经营活动现金净流入为本期债券偿债资金的重要保障。2015-2017年公司营业收入分别为9.00亿元、10.05亿元与13.77亿元，呈逐年上升趋势，三年复合增长率高达23.65%，2018年1-9月营业收入为11.57亿元，较上年同期上升21.21%。2015-2017年公司利润总额存在波动，分别为0.90亿元、1.06亿元与0.79亿元，2018年1-9月利润总额回升0.86亿元。2016-2017年及2018年1-9月公司经营活动产生的现金流量分别净流入8,498.27万元、5,613.67万元与4,119.54万元。截至2018年9月末，公司存货规模达到10.81亿元，在产品与库存商品的账面价值分别为3.22亿元与6.13亿元，其中已经发出但尚未确认销售收入的发出商品账面价值为4.40亿元，考虑到公司的智能包装生产线和非标单台设备均已签订销售合同，且其他标准单台设备和包装材料等标准程度较高的产品得益于产品的品质，市场需求较为稳定，公司存货未来变现存在一定保障。下游行业对包装设备的置换需求为公司设备销售提供一定支撑，预计公司业务仍存在一定的发展空间，且近年公司新签合同规模相对较大，2018年1-9月签订合同规模已达到15.43亿元，未来收入存在一定保障。但同时我们也关注到，公司在建与拟建项目尚需投入资金规模合计为11.37亿元，存在一定的资金支出压力；短期内钢材价格较难有大幅下降，包装机械行业成本端仍将继续承压；公司新增产能规模较大，面临一定的新增产能不能及时消化的风险。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成



功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

## （二）本期债券保障措施分析

### 股票质押担保以及实际控制人保证担保对本期债券偿还提供进一步保障

出质人吕婕将其合法拥有的部分公司限售股份作为质押资产进行质押担保。同时，实际控制人罗邦毅、吕婕为本次发行可转债提供连带保证责任。担保范围为公司经中国证券监督管理委员会核准发行的可转换公司债券本金及利息、因债务人违约而产生的违约金、损害赔偿金以及可转换公司债券持有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，以保障本次可转债的本息按照约定如期足额兑付。

根据《杭州永创智能设备股份有限公司公开发行A股可转换公司债券股份质押合同》（以下简称“《股份质押合同》”），质押财产为吕婕合计持有的部分公司股票。在办理初始股份质押手续时，初始质押股份总金额按照永创智能本次发行的可转换公司债券总额的120%为依据计算，即初始质押股份总金额=本次发行的可转换公司债券总额\*120%；该等初始质押股份的股份数系按照办理股份质押登记的前一交易日收盘价为依据计算，即：初始质押股份总数=初始质押股份总金额/办理质押登记的前一交易日永创智能收盘价。质押初始质押股份数、追加质押股份数及解除质押股份数以甲方与乙方办理质押登记手续时按照本合同确定的标准计算并相应签署的《股份质押合同补充协议》中确定的股份数为准。

《股份质押合同》签订后及主债权有效存续期间，如永创智能进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积金转增股本等）导致出质人吕婕所持永创智能的股份增加，出质人吕婕应当相应增加质押的股份数量；如永创智能实施现金分红，上述质押股份所分配的现金红利不作为《股份质押合同》项下的质押财产，出质人吕婕有权领取并自由支配。

《股份质押合同》签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股份的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本次发行的可转换公司债券尚未偿还本息总额的110%，海通证券有权要求乙方在30个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与本次发行的可转换公司债券未偿还本金的比率不低于120%；追加的永创智能人民币普通股股份的价值为连续30个交易日内永创智能收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，出质人吕婕应追加提供相应数额的质押财产，以使质押财产的价值符合前述约定。

《股份质押合同》签订后及主债权有效存续期间，若质押股份的市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续30个交易日超过本次发行的可转换公司债券尚未偿还本息总额的150%，出质人吕婕有权请求对部分质押股份通过解除股份质押方式释放，但释放后的质押

股份的市场价值（以办理解除质押股份登记手续前一交易日收盘价计算）不得低于本次发行的可转换公司债券尚未偿还本金总额的120%。

截至2018年9月末，吕婕持有永创智能限售A股股票17,160.00万股，暂无股票质押情况，且出质人吕婕同意，在《股份质押合同》项下质押登记办理完毕前，出质人吕婕就其所持永创智能的股份不再为新的融资设定质押。按照2018年9月末其持有股票参考市值13.47亿元估算，若本期债券质押股份价值为61,460.42万元（本期债券的拟发行金额51,460.02万元\*120%），股票质押比例将不高于50%。

此外，实际控制人罗邦毅、吕婕为本次发行可转债提供连带保证责任，担保的期间为本次发行可转换公司债券的存续期及该等可转换公司债券履行期限届满之日起两年。永创智能本次发行的可转换公司债券履行期限届满、或本次发行可转换公司债券持有人在满足相关条件情形下向永创智能回售可转换公司债券时，如永创智能不能全部兑付未转股的可转换公司债券本息，罗邦毅、吕婕应主动承担保证担保责任，将兑付资金划入本次发行可转换公司债券登记机构或海通证券指定的账户。可转换公司债券持有人可分别或联合要求罗邦毅、吕婕承担保证责任，且海通证券有义务代理可转换公司债券持有人要求罗邦毅、吕婕承担保证责任。

整体而言，股票质押担保以及实际控制人的保证担保对本期债券偿还提供进一步保障。

## 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
货币资金	51,807.01	25,832.71	22,997.99	20,756.05
交易性金融资产	-	520.85	-	-
应收票据及应收账款	41,788.58	38,606.24	27,393.89	20,826.94
应收票据	1,423.46	694.12	742.61	521.27
应收账款	40,365.12	37,912.12	26,651.29	20,305.67
预付款项	3,700.70	2,589.48	2,981.83	1,320.51
其他应收款(合计)	1,664.73	3,619.72	1,717.34	1,066.58
其他应收款	1,664.73	3,619.72	1,717.34	1,066.58
存货	108,076.17	91,857.18	61,568.31	49,790.04
其他流动资产	4,096.73	2,914.80	1,347.21	491.60
<b>流动资产合计</b>	<b>211,133.92</b>	<b>165,940.98</b>	<b>118,006.57</b>	<b>94,251.71</b>
可供出售金融资产	13,614.43	12,607.61	14,037.39	2.79
长期股权投资	2,000.00	-	-	-
固定资产(合计)	28,448.28	29,864.42	27,051.09	20,237.77
固定资产	28,448.28	29,864.42	27,051.09	20,237.77
在建工程(合计)	270.96	55.97	752.91	1,300.92
在建工程	270.96	55.97	752.91	1,300.92
无形资产	7,062.06	8,067.49	7,156.87	3,302.39
商誉	10,138.07	10,138.07	-	-
长期待摊费用	354.27	228.57	56.60	-
递延所得税资产	1,067.29	974.93	601.29	373.73
其他非流动资产	5,071.92	5,047.92	4,500.00	4,500.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>68,027.28</b>	<b>66,984.98</b>	<b>54,156.16</b>	<b>29,717.60</b>
<b>资产总计</b>	<b>279,161.20</b>	<b>232,925.95</b>	<b>172,162.73</b>	<b>123,969.31</b>
短期借款	32,800.00	31,400.00	21,700.00	-
应付票据及应付账款	52,329.13	48,253.59	29,743.42	19,481.65
应付票据	27,229.07	22,647.20	16,131.74	10,488.25
应付账款	25,100.05	25,606.39	13,611.67	8,993.40
预收款项	45,293.42	33,281.59	24,325.48	17,581.14
应付职工薪酬	454.92	3,811.35	3,360.32	2,696.59
应交税费	1,688.01	1,859.17	1,246.70	1,036.30
其他应付款(合计)	1,102.62	858.14	889.81	999.36
其他应付款	1,046.26	806.57	864.05	999.36
应付利息	56.36	51.57	25.76	-
<b>流动负债合计</b>	<b>133,668.09</b>	<b>119,463.82</b>	<b>81,265.73</b>	<b>41,795.03</b>

长期借款	10,760.00	8,820.00	-	-
长期应付款(合计)	4,528.52	9,158.22	-	-
长期应付款	-	9,158.22	-	-
递延收益-非流动负债	238.10	162.56	310.10	152.85
<b>非流动负债合计</b>	<b>15,526.62</b>	<b>18,140.78</b>	<b>310.10</b>	<b>152.85</b>
<b>负债合计</b>	<b>149,194.72</b>	<b>137,604.61</b>	<b>81,575.83</b>	<b>41,947.89</b>
实收资本(或股本)	43,938.90	40,000.00	40,000.00	20,000.00
资本公积金	42,743.56	16,188.29	16,188.29	36,188.29
其它综合收益	-17.23	-54.71	-111.60	-146.26
盈余公积金	4,130.93	4,130.93	3,685.20	2,916.40
未分配利润	39,070.26	34,147.65	29,808.55	23,009.68
归属于母公司所有者权益合计	129,866.44	94,412.15	89,570.44	81,968.10
少数股东权益	100.04	909.19	1,016.46	53.32
<b>所有者权益合计</b>	<b>129,966.48</b>	<b>95,321.35</b>	<b>90,586.90</b>	<b>82,021.43</b>
<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>279,161.20</b>	<b>232,925.95</b>	<b>172,162.73</b>	<b>123,969.31</b>

注：根据财政部于 2018 年 6 月 15 日发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），对一般企业财务报表列报进行了修订：①“应收账款”和“应收票据”合并列报为“应收票据及应收账款”；②“应收利息”、“应收股利”及“其他应收款”合并列报为“其他应收款”；③“应付账款”和“应付票据”合并列报为“应付票据及应付账款”；④“应付利息”、“应付股利”及“其他应付款”合并列报为“其他应付款”。

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

## 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
一、营业总收入	115,731.49	137,664.85	100,534.78	90,047.11
其中：营业收入	115,731.49	137,664.85	100,534.78	90,047.11
二、营业总成本	108,520.07	131,065.65	91,977.39	81,781.71
其中：营业成本	81,355.76	97,902.74	67,503.21	61,473.54
税金及附加	1,223.81	1,388.56	997.16	706.62
销售费用	11,656.98	14,930.78	11,941.68	9,978.13
管理费用	6,529.72	13,359.77	10,131.07	8,644.11
研发费用	5,391.29	-	-	-
财务费用	1,627.66	2,079.78	285.21	303.85
资产减值损失	734.84	1,404.02	1,119.06	675.46
其他收益	392.26	550.04	-	-
投资净收益	1,252.23	272.27	-	-
公允价值变动净收益	-520.85	520.85	-	-
资产处置收益	2.02	-45.98	-	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	8,337.08	7,896.38	8,557.39	8,265.40
加：营业外收入	287.22	131.46	2,123.82	787.52
减：营业外支出	55.53	140.37	62.08	81.22
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	8,568.77	7,887.47	10,619.14	8,971.70
减：所得税费用	1,872.90	1,409.91	1,788.32	1,348.68
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	6,695.86	6,477.56	8,830.81	7,623.02

注：根据财政部于2018年6月15日发布的《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号），对一般企业财务报表列报进行了修订：原“管理费用”拆分为“管理费用”与“研发费用”。

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

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
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	141,819.86	152,570.38	114,691.49	98,564.77
收到的税费返还	1.28	282.69	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	5,413.12	2,264.57	3,064.50	1,074.76
经营活动现金流入小计	147,234.26	155,117.64	117,755.99	99,639.53
购买商品、接受劳务支付的现金	91,265.57	94,301.10	67,451.49	65,742.40
支付给职工以及为职工支付的现金	25,619.27	28,439.68	22,051.24	19,230.27
支付的各项税费	9,139.16	9,452.07	6,465.90	5,330.81
支付其他与经营活动有关的现金	17,090.72	17,311.13	13,289.09	9,994.83
经营活动现金流出小计	143,114.72	149,503.97	109,257.72	100,298.32
经营活动产生的现金流量净额	4,119.54	5,613.67	8,498.27	-658.79
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	1,620.00	1,484.15	-	-
取得投资收益收到的现金	1,150.01	108.11	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	19.34	40.35	256.41	102.20
投资活动现金流入小计	2,789.35	1,632.62	256.41	102.20
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,569.45	6,171.86	12,793.01	4,476.19
投资支付的现金	8,617.16	910.00	14,297.37	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	14,236.67	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	-	5,000.00
投资活动现金流出小计	11,186.61	21,318.52	27,090.38	9,476.19
投资活动产生的现金流量净额	-8,397.26	-19,685.90	-26,833.97	-9,373.99
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	30,929.62	-	400.00	36,955.87
取得借款收到的现金	34,800.00	40,220.00	23,700.00	9,000.00
筹资活动现金流入小计	65,729.62	40,220.00	24,100.00	45,955.87
偿还债务支付的现金	31,460.00	21,700.00	2,000.00	25,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,465.42	3,274.33	1,857.67	1,995.26
支付其他与筹资活动有关的现金	40.00	25.00	295.00	793.90
筹资活动现金流出小计	34,965.42	24,999.33	4,152.67	27,789.16
筹资活动产生的现金流量净额	30,764.20	15,220.67	19,947.33	18,166.71
汇率变动对现金的影响	106.63	-227.93	130.19	-30.38

四、现金及现金等价物净增加额	26,593.11	920.50	1,741.82	8,103.54
----------------	-----------	--------	----------	----------

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

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2018年1-9月	2017年	2016年	2015年
净利润	6,695.86	6,477.56	8,830.81	7,623.02
加：资产减值准备	734.84	1,404.02	1,119.06	675.46
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,514.37	3,157.61	2,599.65	2,143.65
无形资产摊销	841.79	561.35	268.71	119.75
长期待摊费用摊销	70.85	30.83	14.15	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-2.02	45.98	-35.30	-28.54
固定资产报废损失	23.64			
公允价值变动损失	520.85	-520.85	-	-
财务费用	1,671.37	1,989.97	487.90	481.05
投资损失	-1,252.23	-272.27	-	-
递延所得税资产减少	-92.36	-325.32	-227.56	-101.95
存货的减少	-16,173.05	-12,494.05	-11,778.27	-4,976.54
经营性应收项目的减少	-5,032.91	-6,366.46	-11,066.05	-2,694.37
经营性应付项目的增加	13,598.54	11,925.31	18,285.15	-3,900.32
经营活动产生的现金流量净额	4,119.54	5,613.67	8,498.27	-658.79

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



## 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)	70,789.07	62,867.20	37,831.74	10,488.25
资产负债率	53.44%	59.08%	47.38%	33.84%
流动比率	1.58	1.39	1.45	2.26
速动比率	0.77	0.62	0.69	1.06
综合毛利率	29.70%	28.88%	32.86%	31.73%
总资产回报率	3.95%	4.63%	7.57%	8.37%
EBITDA(万元)	13,536.05	13,137.40	14,085.08	11,716.15
EBITDA 利息保障倍数	8.79	8.76	24.14	24.36

注：2015-2017年公司应付票据需缴纳约10%保证金，2018年1-9月公司应付票据无需缴纳保证金；有息债务核算口径包含短期借款，应付票据与长期借款；

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

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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
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 + 长期借款

## 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，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。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。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](http://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。

# 中证鹏元资信评估股份有限公司

## 信用等级通知书

中鹏信评【2019】第 Z【23】号

### 杭州永创智能设备股份有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从运营环境、公司治理与管理、经营与竞争、财务实力以及增信方式等方面对贵公司及贵公司拟发行的杭州永创智能设备股份有限公司 2019 年公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA-。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零一九年九月二十一日

