



信用等级通知书

信评委函字[2019]G279号

汕头东风印刷股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“汕头东风印刷股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年四月二十六日

汕头东风印刷股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	汕头东风印刷股份有限公司
发行规模	本次拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元），具体发行数额公司股东大会已授权公司董事会在上述额度范围内确定。
债券期限	本次发行的可转换公司债券的期限为自发行之日起六年。
债券利率	本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，公司股东大会已授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
付息方式	本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
初始转股价格确定	本次发行的可转换公司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，具体初始转股价格由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。
募集资金用途	本次发行可转换公司债券的募集资金扣除发行费用后，将用于收购贵州千叶药品包装股份有限公司 75% 的股权、股份回购和补充流动资金。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“汕头东风印刷股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 AA，该级别反映了本次债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定汕头东风印刷股份有限公司（以下简称“东风股份”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，该级别反映了受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司烟标印刷产业链完整、竞争优势明显、客户及品牌资源优质、财务结构稳健、获现能力较强等正面因素为公司业务发展及信用水平提供的有力支持。同时，中诚信证评也关注到公司政策监管影响、各基地产能释放不平衡、客户议价能力较强，公司毛利率水平有所下滑、应收账款及存货规模较大、绿色环保风险及多元化管理压力等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正面

- ▶ 烟标印刷产业链完整。公司系烟标印刷行业内产业链最完整的企业之一，已建立起覆盖成品纸（纸品）、基膜、电化铝、镭射转移纸、印刷包装设计与生产的全产业链条，有利于生产成本及产品质量风险控制，加之较强的研发实力，公司竞争优势明显。2016~2018 年，公司烟标业务毛利率（合并抵消后口径）分别为 50.15%、46.40%和 43.52%，在行业内处于较高水平。
- ▶ 优质的客户资源。公司合作对象主要为烟草公司，2018 年全国烟草销量或销售收入前 15 名的重点品牌中，公司合作的品牌共 10 个，包括云南中烟、湖南中烟和贵州中烟等多个国内省级烟草客户，服务品牌包括“芙蓉王”、“贵烟”、“云烟”、“红塔山”和“长白山”等。优质且

概况数据

东风股份	2016	2017	2018
所有者权益(亿元)	36.57	40.45	43.16
总资产(亿元)	58.16	56.88	59.07
总债务(亿元)	13.15	10.01	8.69
营业总收入(亿元)	23.42	28.02	33.28
营业毛利率(%)	44.78	42.04	38.63
EBITDA(亿元)	8.55	9.80	11.00
所有者权益收益率(%)	16.32	16.52	17.59
资产负债率(%)	37.12	28.88	26.93
总债务/EBITDA(X)	1.54	1.02	0.79
EBITDA利息倍数(X)	37.60	31.62	52.23

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益

分析师

郭世瑶 shyguo@ccxr.com.cn

郭世瑶

李婧喆 jzhli@ccxr.com.cn

李婧喆

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年4月26日

稳定的客户资源是公司烟标业务稳健经营的基础。

- 财务结构稳健，获现能力较强。截至 2018 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 26.93% 和 16.75%，财务结构稳健。此外，公司业务获利情况良好，近三年 EBITDA 规模分别为 8.55 亿元、9.80 亿元和 11.00 亿元，EBITDA 利息倍数分别为 37.60 倍、31.62 倍和 52.23 倍，整体偿债能力很强。

关注

- 政策监管影响。受国家控烟政策趋严以及民众健康意识增强的影响，2015 年以来全国卷烟产量连续四年出现负增长，分别为 -0.80%、-7.89%、-1.57% 和 -0.40%，卷烟消费亦受到一定抑制。宏观政策及消费者需求的持续下降或对公司经营业绩造成一定的不利影响。
- 各基地产能释放不平衡。公司汕头本部基本实现满产，但部分生产基地产能释放率均在 50% 左右。此外，在卷烟消费趋势下行和国家控烟的背景下，公司近三年烟标生产业务产能释放情况存在一定波动，分别为 95.50%、85.69% 和 79.20%。中诚信证评将持续关注公司各基地未来产能释放情况以及因此对其盈利造成的影响。
- 议价能力较弱，盈利水平有所下滑。近年来国内烟草行业库存较高，供给侧改革力度加大，受主要客户降本增效等因素影响，公司烟标业务订单中标价格压力上行。同时，环保政策的趋严使得油墨、纸张价格波动较大，公司相对下游烟草行业的成本转嫁能力较弱，对整体盈利造成一定不利影响。
- 应收账款及存货规模较大。公司给予主要烟草客户一定的结算周期，导致资金沉淀较多，2016~2018 年末公司应收票据、应收账款和存货合计分别为 21.83 亿元、18.82 亿元和 20.15 亿元，分别占同期流动资产的 69.36%、66.96% 和 69.22%，存在一定的资金占用，相关资产的周转效率仍有待提升。
- 绿色环保风险。公司生产过程中涉及废水、废

气和固体废弃物，在国家环保政策日益严格的情况下，中诚信证评将持续关注公司生产管理方面面临的环保问题以及环保支出增加的可能性。

- 多元化管理压力。公司业务范围已涵盖烟标印刷、非烟标消费品包装印刷、PET 基膜及功能膜、乳制品、消费并购基金等多个领域，在整体竞争力增强的同时，非关联多元化业务的发展亦使得公司管理能力及风险控制能力面临挑战。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

汕头东风印刷股份有限公司（以下简称“东风股份”或“公司”）是经广东省对外贸易经济合作厅粤外经贸资字【2010】388号《关于合资企业汕头市东风印刷厂有限公司改制为外商投资股份有限公司的批复》文件批准，由香港东风投资有限公司（现更名为“香港东风投资集团有限公司”）、东捷控股有限公司、汕头市华青投资控股有限公司、汕头市恒泰投资有限公司、泰华投资有限公司、汕头市泰丰投资有限公司、汕头市东恒贸易发展有限公司和上海易畅投资有限公司共同发起设立的外商投资股份有限公司。2012年1月10日，经中国证券监督管理委员会证监许可【2012】77号《关于核准汕头东风印刷股份有限公司首次公开发行股票批复》文件核准，公司向社会公开发行人民币普通股5,600万股。经2012年1月13日上海证券交易所上证发字【2012】2号《关于核准汕头东风印刷股份有限公司人民币普通股股票上市交易的通知》文件批准，公司股票于2012年2月16日在上海证券交易所挂牌上市，证券简称：东风股份，证券代码：601515。根据公司2014年4月29日审议通过的2013年度股东大会决议，公司以截至2013年12月31日总股本55,600万股为基准，以资本公积（股本溢价）向全体股东每10股转增10股的方式转增总股本55,600万股，资本公积（股本溢价）转增股本完成后，公司总股本为111,200万股，注册资本由55,600万元增加至111,200万元。截至2018年12月31日，公司控股股东香港东风投资集团有限公司持有公司股份60,490万股，持股比例为54.40%，其中质押股份40,000万股，自然人黄晓鹏、黄炳文和黄晓佳分别持有香港东风投资集团有限公司34%、33%和33%的股权，是公司实际控制人。

公司主要从事烟标印刷及相关包装材料的设计、生产与销售，系国内烟标印刷行业的领先企业，目前已形成了以烟标印刷产品为核心，涵盖酒包装、药品包装、食品包装等在内的印刷包装产品业务体系。近年来，公司积极发展乳制品、功能膜和消费并购基金等大消费产业板块以培养新的利润

点。2016~2018年，公司烟标印刷业务占主营业务收入的比例分别为90.53%、90.68%和86.30%。

截至2018年末，公司总资产59.07亿元，所有者权益（含少数股东权益）43.16亿元，资产负债率26.93%；2018年，公司实现营业总收入33.28亿元，净利润7.59亿元，经营活动净现金流6.61亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	汕头东风印刷股份有限公司公开发行可转换公司债券
发行规模	本次拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币50,000.00万元（含50,000.00万元），具体发行数额股东大会已授权公司董事会在上述额度范围内确定。
债券品种期限	本次发行的可转换公司债券的期限为自发行之日起六年。
债券利率	本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，公司股东大会已授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
付息方式	本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
初始转股价格的确定	本次发行的可转换公司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，具体初始转股价格公司股东大会已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。
转股价格的向下修正	1、修正权限及修正幅度。在本次发行的可转换公司债券存续期间，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。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开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，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。2、修正程序。如公司决定向下

修正转股价格，公司将在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登相关公告，公告修正幅度、股权登记日及暂停转股期间等。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日）开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

赎回
条款

1、到期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次发行的可转换公司债券转股期内，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）在本次发行的可转换公司债券转股期内，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）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。

回售
条款

1、有条件回售条款：本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司 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，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。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。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。2、附加回售条款若本次发行的可转换公司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，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。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当期应计利息的价格回售给公司。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

募集资金用途 本次募集资金将用于收购贵州千叶药品包装股份有限公司 75% 股权、股份回购及补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业环境

包装印刷行业整体情况

根据国家标准 GB/T4122.1-1996 中规定，包装是为在流通过程中保护产品、方便贮运、促进销售，按一定技术方法而采用的容器、材料及辅助物等的总称，也指为了达到上述目的而采用容器、材料和辅助物的过程中施加一定技术方法等的操作活动。随着经济社会的高速发展，商品种类日益丰富，商品包装的需求同步提升。包装不仅仅是在商品的贮存、运输和销售过程中发挥保护作用的一种载体，也是经济和文化的结合体，它在保护产品的同时传达着产品的文化。好的包装既是产品的载体，也是提升产品附加值的重要手段之一。

从国家标准对包装的定义出发，包装可以分为储存运输包装和展示销售包装，其中储存运输包装的主要目的是保护产品、方便贮运，以瓦楞纸包装、软木箱包装等为代表，其主要下游用户是工业品制造商和运输企业；而销售展示包装的主要目的是促进销售，其材料品种多样，下游用户涵盖食品、饮料、烟草、日化等消费品制造商。市场又通常根据材料将包装区分为纸包装、塑料包装、金属包装、玻璃包装、软木及其它木制品包装等，以包装材料需求结构划分，塑料包装和纸包装占据主导地位。

据全球最大包装研究机构 SmithersPira 的数据显示，全球包装市场规模自 2007 年的 5,160 亿美元稳定增长至 2017 年的 8,510 亿美元，年均复合增速为 5.13%。据中国包装联合会数据显示，我国包装工业的总体产值从 2007 年的 5,158 亿元增至 2017 年的 1.10 万亿元，在经济的持续较快增长和不断扩容的下游需求驱动下，年均复合增长率约为 7.01%，高于世界平均增速。

中国是世界重要的包装产品生产国、消费国以及出口国，自 2009 年开始，中国包装工业总产值超过日本，成为仅次于美国的全球第二大包装工业大国。历经 20 余年的发展，中国包装产业目前已建立起以纸、塑料、玻璃、金属、包装印刷、包装机械为主的现代包装工业体系，基本能够满足国内消费和商品出口的需求，在保护商品、方便物流、促进销售、服务消费等方面发挥了重要作用。

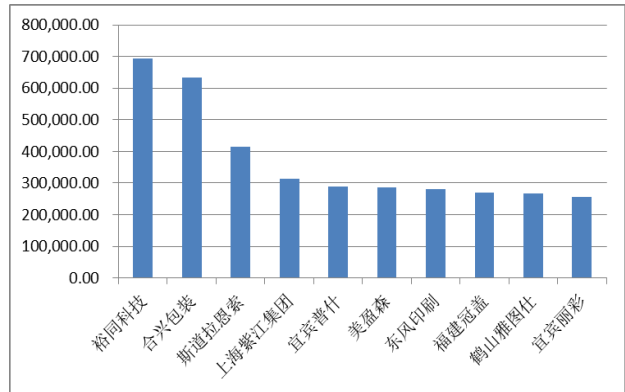
然而，中国包装印刷行业的供需格局与国际包装印刷行业也存在诸多差异。从需求端来看，中国人均包装消费量水平 12 美元/年明显低于全球水平。即使考虑到价格、人口密度等客观因素，中国包装印刷行业的“天花板”还未达到。随着人民生活水平的提高，消费品展示销售包装小型化、环保性能提升；储存运输包装伴随电商渗透率提升起量，中国包装印刷行业的供求结构有望进一步升级。

分类别来看，储存运输类包装的标准化程度高、起量快，工业品的制造与出口曾是拉动储存运输包装需求增长的主要引擎，但逐渐切换为电商业务发展形成的快递包装需求，国内发达的物流体系也为逐年提高的电商渗透率提供了强大支撑，尤其是 2011 年以来我国规模以上快递业务量出现“井喷式增长”。2010 年我国规模以上快递业务量为 23.39 亿件，到 2018 年增长至 507 亿件，复合年均增速超过 50%。

国内外消费品包装需求结构的主要差异一方面体现在我国展示销售类包装下游需求以消费品为主。食品饮料包装在全球和中国都是消费品包装中最重要的部分。根据 Euromonitor 的统计及预测，2018 年全球消费品包装需求共约 4.5 万亿件，其中食品、饮料需求 3.3 万亿件，占比 73%；中国消费品包装需求共约 1.1 万亿件，其中食品、饮料包装需求占比约 55%。另一方面，与国际成熟市场相比，中国的消费品市场发展变化快，对展示销售包装的设计也提出了常新的要求。例如中国牛奶包装材料经历了利乐包形成垄断、无菌包发展迅速和玻璃包规模占比不断下降的结构性变化。同时，在不断变化的消费品市场中，消费品企业不仅需要打造经久不衰的经典款产品，也要能够打造出能够引燃市场的“爆款”单品，这些单品的生命周期较短，短期内较大的需求量要求包装品类和设计变化较快。

图 1：2018 年中国印刷企业 100 强前十名收入比较

单位：万元



资料来源：《印刷经理人》，中诚信证评整理

在供给端，中国的包装印刷行业分散，市场集中度较低。据《印刷经理人》杂志评选出的“2018 年中国印刷企业 100 强”排行榜，其中前十名企业 2017 年总营收合计为 370.42 亿元，以中国包装联合会发布《中国包装行业年度运行报告（2017 年度）》中统计的 2017 年全国包装行业累计完成主营业务收入 11,719.01 亿元作为行业总销售额，中诚信证评计算出行业 2017 年 CR10 仅为 3.16%。目前我国的包装印刷行业仍然处于分散竞争的状态，包装印刷行业规模以上企业总数从 2013 年的 4,321 家增加至 2017 年的 5,693 家。中小包装企业是市场的主要参与者，而中小型企业的产业链延伸服务能力较弱。全球包装印刷市场中包装生产环节占其市场规模的比例约为 73.7%，而包装设计、市场研究、材料测试和设备维护等市场规模占到四分之一以上。对于下游为消费品的展示销售包装生产商而言，仅仅拥有生产能力难以在激烈竞争的分散市场中脱颖而出，提供包装整体解决方案的综合服务能力成为关键，如利乐包装、美国国际包装等包装印刷行业的国际龙头企业都定位于包装解决方案商，从价值链低端的包装生产加工向设计、研究、服务延伸。但是，目前以中小型企业为主的国内印包行业，仍大量以包装加工生产这一相对低附加值的环节为主，而包装设计等产业链延伸服务能力相对偏弱。

总体来看，全球包装印刷行业已经进入了稳定发展的成熟期，而中国尚处于成长期，并且未来仍有提升空间，但存在行业集中度较低，产业链延伸

服务能力偏弱等问题。

行业政策

产业政策导向提升行业集中度。2016 年 12 月，工信部和商务部联合发布了《关于加快我国包装产业转型升级发展的指导意见》，这是我国政府针对包装工业出台的第一个系统性指导文件。一方面，文件设定了整体产业规模的目标，要求包装行业发展增速与国民经济增速同步，到 2020 年全行业主营业务收入达到 2.5 万亿元。另一方面，从行业结构的角 度，要形成 15 家以上年产值超过 50 亿元的企业或集团，上市公司和高新技术企业大幅增加，形成一批具有国际影响力的知名品牌。2017 年 3 月，环保部门印发《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，方案中指出要率先开展包装印刷行业排污许可证发放工作，加强包装等行业的 VOC 治理，同时开展第四批环保督查活动。

表 2: 行业相关政策

日期	政策内容
2016 年 5 月	国务院办公厅发布开展消费品工业“三品”专项行动意见，提出以更加严格的安全、环保、质量、能耗、技术等标准，依法依规退出铅蓄电池、制革、造纸、印染等行业落后产能。
2016 年 6 月	第一批中央环保督查工作启动，8 个督查组分别对内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏等 8 个省市、自治区开展环保督查工作。
2016 年 11 月	第二批中央环保督查工作启动，7 个督查组分别对北京、上海、湖北、广东、重庆、陕西、甘肃等 7 个省市开展环保督查工作。
2017 年 1 月	环保部发布《关于开展火电、造纸行业和京津冀试点城市高架源排污许可管理工作的通知》，要求于 2017 年 6 月 30 日前，完成火电、造纸行业企业排污许可证申请与核发工作，依法开展环境监管执法；从 2017 年 7 月 1 日起，相关企业必须持证排污，并按规定建立自行监测、信息公开、记录台账及定期报告制度。
2017 年 3 月	环保部印发《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，启动空气质量专项督察。6 月 1 日起，京津冀 28 城将严格实施 25 项大气特别排放限值。开展医药、农药、包装印刷、工业涂装等行业排污许可证核发工作。
2017 年 4 月	中央深改组通过《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，要求分行业分种类制定禁止固体废物进口的时间表，分批分类调整进口管理目录，综合运用法律、技术、行政手段，大幅减少进口

种类和数量，加强固体废物回收利用管理，发展循环经济。同时，第三批中央环保督查工作启动，组建 7 个督查组分别对天津、湖南、山西、辽宁、安徽、福建、贵州等 7 个省市开展环保督查工作。

2017 年 6 月

环保部开展为期 1 月的打击进口废物加工利用企业环境违法行为专项行动。重点核查三方面内容，包括核查企业是否具备环评审批、环保验收、排污许可等相关手续；企业是否正常运行污染防治设施，是否规范设置排污口，是否存在偷排漏排行为，是否存在超标排放污染物的违法行为；企业是否落实固体废物、危险废物等方面的环境管理要求，核查是否存在转让固体废物进口许可证、进口废物等违法犯罪行为。

2017 年 7 月

第四批中央环保督察活动展开。各省份有环保督查行动，如广东开展为期 9 个月专项督察行动（17 年 6 月-18 年 2 月），以及山东（17 年 6 月-18 年 3 月，发布《2017 年环境保护突出问题综合整治攻坚方案》，2017 年底率先彻底完成造纸等三大行业清洁化改造任务）、江苏、四川也将于下半年推进。

2018 年 1 月

《环境保护税法》、新版《水污染防治法》正式实施。环保部联合国家质检总局发布了《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准——废纸或纸板》。环保部发布《制浆造纸工业污染防治可行技术指南》，将其定为国家环境保护标准。

2018 年 3 月

国务院公布《快递暂行条例》，鼓励企业和寄件人使用可降解、可重复使用的环保包装材料，鼓励企业采取措施回收快件包装，促进快件包装材料的减量化利用和再利用。

2018 年 6 月

中共中央、国务院印发关于《全面加强生态环境保护、坚决打好污染防治攻坚战》的意见，要求在能源、冶金、建材、有色、化工、电镀、造纸、印染、农副食品加工等行业，全面推进清洁生产改造或清洁化改造。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总体来看，全球包装印刷行业已经进入了稳定发展的成熟期，而中国尚处于成长期，并且未来仍有提升空间，但存在行业集中度较低，产业链延伸服务能力偏弱等问题。

烟标印刷子行业概况

烟标是香烟制品的商标及具有标示性的包装的总称。烟标印刷行业是包装印刷大行业下的细分行业，其上游主要是提供白卡纸、复合纸等产品的造纸及纸板业，以及提供油墨、电化铝、膜品等的化工及新材料行业，下游则是烟草行业。一方面，纸质包装具有原料来源广泛、成本低、易于搬运和储存、绿色环保等优点，另一方面，烟标印刷行业由于自身客户、产品、技术和工艺等特点，行业发展与下游烟草行业密切相关。

烟草传入我国有四百多年的历史，但有品牌形成烟标的时间不过一百多年。烟标行业是伴随着烟草行业发展起来的，在上世纪八九十年代，烟标印刷行业发展迅速，早期烟标图案设计简单、风格单一、套色少。直至改革开放，更健康、时尚的过滤嘴香烟取代了七十年代的平烟，包装工艺日新月异，进入了以翻盖硬盒包装为主流的时代，摄影技术、防伪技术、高档印刷技术、镭射激光技术开始广泛应用于烟标上。如今，为了满足下游客户多品牌产品的包装需求，烟标印刷企业不断在包装材料、印刷工艺上推陈出新，从刚开始的铜版纸到白卡纸，再到复合纸、转移纸，以及后来的全息膜；工艺上也从单色印刷过渡到多色胶印、凹印；油墨也从普通油墨到紫外光固化油墨再到水性油墨。在包装材料、印刷工艺快速发展的同时，下游客户对烟标的印刷要求也更为严格，不论是套切精度、模切规格、绿色环保还是运输储藏等各个方面均有较为严格的控制要求，同时还要求烟标产品对现代化高速卷烟包装机具备高度的适应性。这就要求烟标印刷企业不断提高自身的技术力量、质量把控和环境标准，在不断开发新工艺的同时注重新材料的更新使用。

烟标印刷的发展初期，由于印刷业刚刚起步，从事烟标印刷的企业数量少，我国烟标印刷产能严重不足，国内部分卷烟企业通过自主开发烟标印刷设备并生产烟标等方式提高烟标生产能力，以满足卷烟生产需求，但技术更新与新材料的应用比较缓慢。八十年代开始，国家烟草专卖局逐步开放烟标等烟用物资的社会化采购，众多社会化烟标印刷企业开始出现。烟标印刷行业的市场化发展改变了过去烟标印刷质量水平不高、技术更新缓慢、行业竞争不足的状态。随着改革开放的不断深入，为了进一步扩大市场，加快经济发展，烟标企业的规模和数量不断扩大，面向中高低档不同层次的烟标产业结构逐渐形成，并开始围绕大型卷烟企业进行生产建设，通过本地化的印刷服务来提升市场竞争力。2001年以后，烟草专卖局出台了《关于加快卷烟产品结构调整的意见》，并陆续提出“大市场、大企业、

大品牌”、“发展中式卷烟”、“532”、“461”¹等发展战略和目标，从而推动烟标印刷企业开始由依赖本地优势卷烟企业向服务全国重点卷烟品牌转型。目前，随着烟标印刷工艺技术不断提高，无论在市场规模和客户渠道，还是在印刷技术、加工工艺等方面的竞争都日趋激烈。

相比较其他印刷包装产品的生产过程，烟标印刷具有高稳定性、大批量、多批次、高精度、高防伪和环保性强等特点，在印刷设备、设计工艺、环保水平等方面对比其他印刷包装细分行业有着更高的要求，行业准入门槛较高。烟标中应用多种防伪技术，涵盖印前设计防伪、印刷材料防伪和印刷组合工艺防伪等生产环节，具有高防伪要求的特点。其次，烟标的图案精美度要求较高，涉及激光图案压印转移、冷烫印等各种先进印刷技术的运用。烟标要求配套于自动化程度高、速度快的卷烟包装机械的使用，因为对烟标的平整光滑度、耐磨度、模切精度等要求较高。因此，烟标印刷是整个印刷包装行业运用先进技术最多、最广泛的子行业，另外还需要长期的技术积累，才能实现大批量、多批次产品质量的一致性和稳定性。所以，烟标行业的技术壁垒高，新进入企业难以短时间内熟练掌握先进的生产设备和印刷技术，从而难以实现批量稳定供货。

从烟标企业销售模式来看，卷烟生产企业通常建立供应商认证制度，即通过公开招标的方式采购烟用物资。烟标印刷企业针对各卷烟生产企业的烟标需求，积极参与各卷烟生产企业的烟用物资招投标工作，同时通过包装设计、材料选择、工艺研发、工艺验证、打样等一系列活动与卷烟生产企业建立互动，逐渐推动其市占率的提升。烟标印刷企业客户相对集中，从生产方面来看，烟标印刷企业通常按照“以销定产”的原则，制定并实施生产计划，及时处理订单在执行过程中的相关问题，确保烟标产品供应的及时性。

¹ “532”、“461”战略即争取用五年或更长一段时间，着力培育2个年产量在500万箱、3个300万箱、5个200万箱以上的品牌；培育12个销售收入超过400亿元的品牌，其中6个超过600亿元、1个超过1,000亿元。

表 3: 烟标公司前五大客户集中度情况

公司	2015	2016	2017
东风股份	66.47%	67.53%	62.17%
劲嘉股份	65.60%	57.57%	56.23%
新宏泽	91.64%	91.35%	95.82%
永吉股份	99.49%	99.14%	98.13%
金时科技	97.47%	93.68%	93.96%

数据来源: Choice, 中诚信证评整理

烟标行业属于典型的技术和资金密集型行业,烟标作为卷烟的外包装,是传递品牌形象和价值的载体,在行业不断追求设计和包装精美度背景下,烟标企业的技术能力和设备能力不断提升。烟标行业的主要参与者有大型烟标公司、地方型中小企业和烟草公司附属“三产”企业,各自约占三分之一市场份额。由于下游卷烟行业产品向高端化转型,且在国家政策推动下品牌集中度持续提升,因此客户对卷烟产品包装的设计、印刷工艺水平、防伪性和环保等提出了更高的要求,也更倾向于与服务质量佳、供货稳定的企业合作。而小企业通常较难在产品和服务质量上保持一贯性良好表现,龙头企业的制造、服务和技术创新优势将凸显。在此背景下,市场集中度呈现集中趋势,2017年我国烟标企业销量和销售额的 CR7 分别为 22.00%和 32.50%,较 2014 年提升了 5.2%和 6.4%。

表 4: 2014-2017 年我国烟标行业市场规模测算

项目	2014	2015	2016	2017
全国卷烟产量 (万箱)	5,170.00	5,124.00	4,711.00	4,289.00
单箱卷烟数量 (套/箱)	250.00	250.00	250.00	250.00
烟标产量(亿套)	129.25	128.10	117.78	107.23
烟标均价(元/套)	3.00	3.00	3.00	3.00
全国烟标市场规模(亿元)	387.75	384.30	353.33	321.68

数据来源: Choice, 中诚信证评整理

随着近年国家持续推动烟草行业整合,推进名牌战略,培育大品牌,卷烟厂不断进行整合,烟草制品公司由 1999 年末的 321 家减少至 2018 年的 116 家,卷烟品牌数量也同步减少,卷烟品牌集中度得到提升,烟标龙头进一步凸显优势地位。烟草客户和烟标企业的粘性极强,客户结构较稳定,但是供应链进入门槛较高,烟标龙头的扩张一般是通过收购途径。比如,东风股份收购陆良福牌、广东凯文、

湖南福瑞和增资真龙彩印等项目;劲嘉股份收购湖州天外、宏声印务和宏劲印务等;澳科控股收购杭州伟成、金贵和萃观等项目。随着收购的不断推进,行业龙头的集中度进一步提升。从竞争格局来看,全国规模以上的烟标印刷企业约 200 余家,其中以东风股份、劲嘉股份等上市公司为代表的全国性烟标印刷企业市场份额约为 30%。

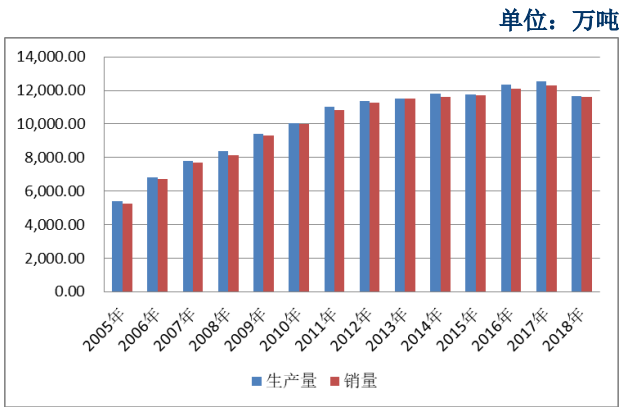
伴随着国内环保政策趋严、下游烟草行业供给侧改革的推进,中小烟标印刷企业在市场竞争中逐渐被淘汰,规模型烟标印刷企业凭借技术实力和收购整合,将继续巩固与拓展市场份额,行业集中度或将进一步提升。

上游造纸行业概况

烟标企业的主要原材料包括纸品、基膜、膜品、电化铝和油墨等,上游原材料的各行业发展较为成熟,已经形成了较为市场化的价格体系,上游原材料供应充足,其中纸品系原料成本的主要组成部分,以白卡纸为主,但由于向下游价格传导存在滞后性,因此纸价的波动将会直接影响烟标企业的利润水平。

2015 年以来,中国纸品消费市场整体仍实现了一定增长,但延续了增速放缓的态势。由于宏观经济景气度偏低,下游需求短期内难以消化近年来集中释放的新增产能,全行业过剩产能需要一定时间逐步消化。2015 年全国机制纸及纸板产量 11,774.10 万吨,销量 11,712.5 万吨。2016 年全国机制纸及纸板产量 12,319.22 万吨,较上年增长 4.63%;销量 12,105.27 万吨,较上年增长 3.35%。受宏观经济企稳以及环保政策趋严影响,我国机制纸及纸板增速明显放缓,2017 年产量 12,542.01 万吨,较上年增长 1.81%;销量 12,285.68 万吨,较上年增长 1.49%。2018 年,全国机制纸及纸板总产量和销量继续收缩,分别为 11,660.60 万吨和 11,585.76 万吨。

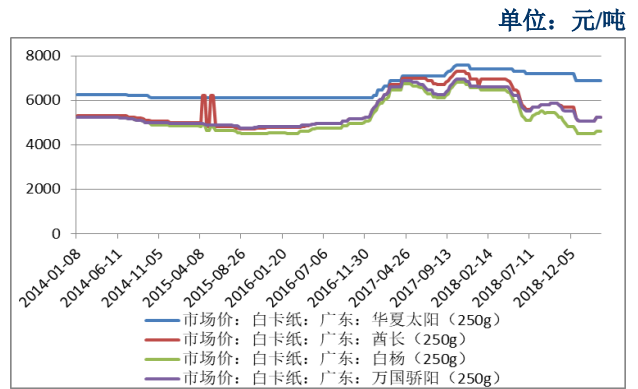
图 2：2005 年~2018 年我国机制纸及纸板产量和销量情况



资料来源：Choice，中诚信证评整理

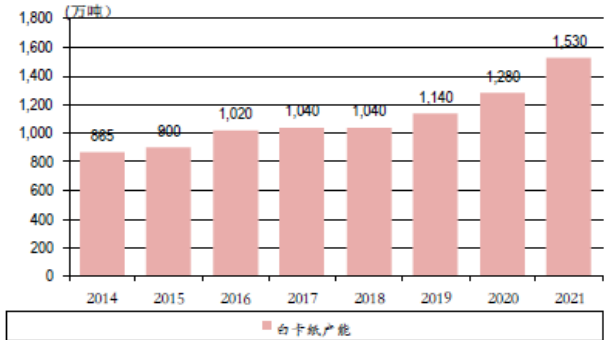
从包装纸品类来看，白卡纸属于包装纸类白板纸的一种，主要用于制作礼品盒、购物纸袋、消费品外包装等，硬度比铜版纸高，比白板纸稍软。国内企业普遍把白卡分为烟卡、食品卡和社会卡，烟卡主要用于生产烟包、烟盒，属于高端白卡范畴。2015~2016 年，白卡纸价格总体呈现平稳运行走势，供需基本平衡，但 2016 年末开始，由于浆价、运输和煤价格上涨较快，带动白卡纸进入涨价通道，加之一季度是白卡纸销售旺季，企业库存和经销商库存处于低位，促使白卡纸价上涨幅度较大；2017 年春节后考虑到补库存需求，并且木浆价格逐步上涨，而白卡纸市场集中度相对较高，成本转嫁能力强，白卡纸实现量价齐升；2018 年年中，价格战因素导致白卡纸价降至底部，不过进口废纸量大量减少，叠加国废供需失衡推动国废价格上涨的因素，白卡纸价格开始震荡回升。但是，从白卡纸国内产能情况来看，博汇纸业的 100 万吨新产能即将投产，APP（Asia Pulp&Paper Co.,Ltd，亚洲浆纸业有限公司）的后续产能规划也在推进，白卡纸行业尚处于产能消化周期，从长期来看，纸价的上行将继续受到新产能释放的制约。

图 3：2014.1~2019.3 广东白卡纸价格走势



资料来源：Choice，中诚信证评整理

图 4：白卡纸新产能释放情况



资料来源：烟草在线，中诚信证评整理

总体来看，受供给侧改革深化、国家环保整治等因素影响，国内纸及纸板过剩产能逐步收窄，2017 年原纸价格走高，但由于造纸行业产能的结构性、阶段性过剩问题，2018 年白卡纸价格波动回升，国内造纸行业整体运行情况仍保持震荡。

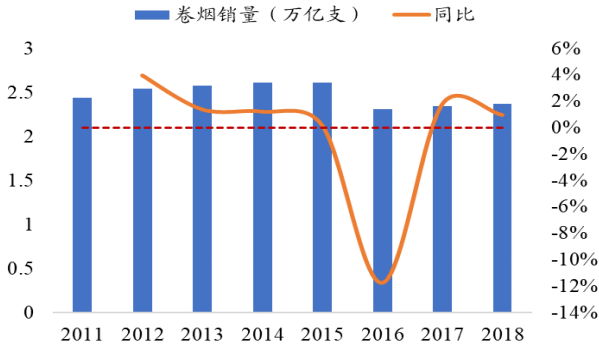
下游烟草行业概况

包装产品应用广泛，主要涉及 IT、食品饮料、日化等各个消费领域，但烟标行业作为特殊的纸包装细分领域，具有相对封闭的供需体系，与传统纸包装行业存在差异，下游需求市场仅针对烟草行业。

2010~2014 年，我国卷烟行业的销量增速保持相对稳定。2015 年 5 月 10 日，财政部、国家税务总局发布通知，将卷烟批发环节从价税由 5% 提高至 11%，并按 0.005 元/支加征从量税。这是自 1994 年我国实行分税制改革以来，第四次提高烟产品消费税。为更好地达到控烟效果，在提税的同时适当顺价，国家烟草专卖局同步调整并适当提高卷烟批发价格和建议零售价。2015~2016 年卷烟销量的增速呈现负增长，自从 2017 年以来，卷烟销量的增

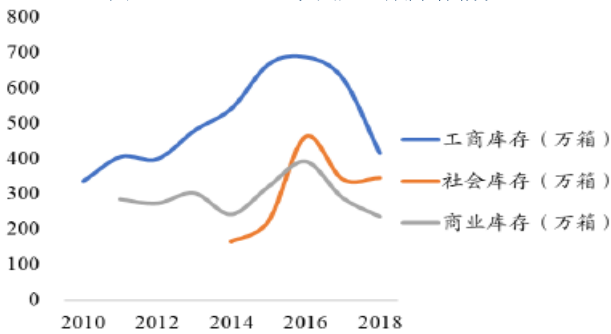
速开始由负转正，对应同期工商库存的去化速度开始持续加快，截至 2018 年末，全国工商、商业和社会库存分别降至 415.45 万箱、234.60 万箱和 345.46 万箱，处于 2012 年以来的历史最低位置，去库存接近尾声。

图 5：2011~2018 年我国卷烟销量及同比情况



资料来源：东北证券，中诚信证评整理

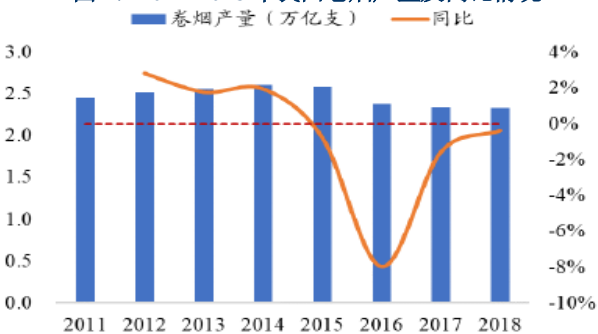
图 6：2010~2018 年我国卷烟库存情况



资料来源：东北证券，中诚信证评整理

从产量的变化趋势来看，2011~2014 年卷烟大幅增产，产量由 2.45 万亿支增产至 2.61 万亿支，但从 2015 年开始全国卷烟产量连续四年出现负增长，2015~2018 年分别为-0.80%、-7.89%、-1.57%和-0.40%，进入去库存周期。其中，2017~2018 年全年产量增速虽然仍呈现下滑趋势，但下滑幅度在逐渐收窄。

图 7：2011~2018 年我国卷烟产量及同比情况

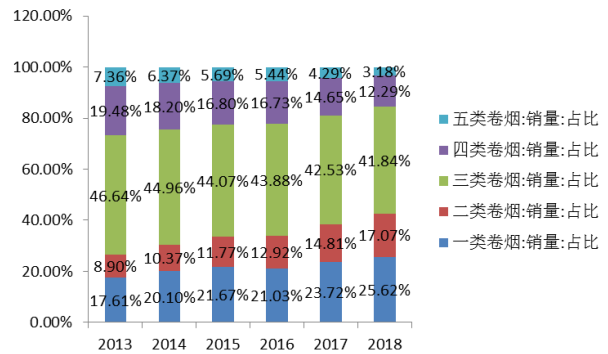


资料来源：东北证券，中诚信证评整理

1992 年 1 月 1 日，我国正式施行《中华人民共

和国烟草专卖法》，实行烟草专卖管理，烟草行业是国家垄断行业。2015 年全国烟草行业工商利税首次突破万亿，2018 年烟草行业工商利税达到 1.16 万亿元，其中 86.54% 上缴国家财政，占全国税收收入 7.39%，是国家财政收入的主要来源之一。在国家禁烟、控烟的背景下，产品结构化升级持续进行。单位售价较高的一、二类卷烟销售数量持续增长，销量占比由 2013 年的 26.51% 持续上升至 2018 年的 42.69%；单价较低的四、五类烟销量持续下降，同期销量占比下降 11.38 个百分点至 15.46%。单箱卷烟销售收入由 2013 年的 2.58 万元持续上升至 2018 年的 3.41 万元，平均每包烟的售价由 10.33 元涨至 2018 年的 13.64 元。一、二类香烟可以贡献更高的利税，单箱利税由 2011 年的 1.55 万元提升至 2018 年的 2.30 万元，结构化改善成果显著。

图 8：2013~2018 年我国卷烟产品销量结构情况



资料来源：Wind，中诚信证评整理

卷烟行业产品结构性调整的不断深入带动高档卷烟产销量保持较快的增长。基于这些卷烟对烟标的防伪技术、烟标设计、烟标质量、烟标一致性的要求显著高于低档烟标产品，或将推动高档烟标需求量的回升，从而进一步推动高端烟标生产企业市占率的提升。另外，从卷烟品牌集聚效应逐渐增强的趋势来看，下游行业的整合为烟标印刷行业的优势企业提供了契机。

政策方面，控烟政策趋严、烟草行业供给侧改革、招投标、客户降本增效、结构调整等也给烟标印刷企业的经营发展带来较大的影响。2016 年，烟草库存达到历史高位导致部分品牌的卷烟出现滞销。而后，2017、2018 年烟草会议决定实施“三去一降一补”，具体指去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。2019 年 1 月 9 日，2019 年

烟草工作会议将工作重点的部分表述改变为巩固“三去一降一补”成果，推动烟叶生产提质增效、优化烟叶结构，这表明 2015~2018 年的去库存周期结束，库存水平已降至合理水平。但是根据党的十八届五中全会战略部署制定，由中共中央、国务院于 2016 年 10 月 25 日印发并实施的《健康中国 2030 规划》中，明确提出了禁烟、控烟方面的具体发展目标，要求在 2030 年要把我国目前 27% 的吸烟人群降低到 20%。按照 15 亿人口测算，即要控制在 3 亿人以下，这将对我国烟草行业的发展产生长期的影响。

表 5：各届烟草工作会议主要内容

时间	回顾上年工作内容	来年工作重点
2009	稳生产；推进改革；严管理	深化改革；调结构；严管理；重创新
2010	强化管理；深化改革；着力创新；提升品牌	稳生产；调结构；推进创新；严管理
2011	育品牌；推进创新；强监管	育品牌；重创新；强监管，调结构
2012	稳增长；调结构；上水平；惠民生；改革创新	育品牌；重基础；调结构；严管理；促规范；强素质
2013	重基础；调结构；严管理；促规范；强素质	强监管；生产提质增效；稳产销
2014	稳产销；增税利；深化改革；专卖打假；促规范	调生产；严规范；专卖管理；市场化改革
2015	深化改革；调生产；稳经济	促进卷烟营销；破解计划增量；增税利；生产提质增效
2016	提税顺价；调生产；增税利	深化改革；创新驱动；降库存；精益管理
2017	降成本；重创新；降库存；强监督	稳经济；生产提质增效；强监督；重创新；深化改革；降库存
2018	深化改革创新；强调控；促生产；降库存	深化改革；降库存；调生产
2019	高质量发展；优结构；稳运行；降库存；育品牌；增税利；控成本	优结构；生产提质增效；强监管；推进改革

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

综合而言，经过去库存周期后，下游烟草行业整体态势维稳，但受控烟政策趋严以及烟草客户降本增效等因素的综合影响，烟标印刷行业整体仍面临一定的经营压力。

竞争优势

烟标业务产业链完整，行业竞争优势明显

公司是历史悠久的全国性烟标印刷龙头企业，长期以来为众多国内重点烟草品牌和知名卷烟客

户提供优质的产品和服务。经过多年的深耕发展，公司从烟标印刷领域向上游行业包装材料领域不断延伸，并建成国内领先的包装材料生产基地，现有产业链覆盖基膜、油墨、涂料、电化铝、镭射膜、成品纸（纸品）、镭射转移纸、印刷包装设计和生产等，已成为烟标行业内产业链最完整的印刷包装企业之一。

烟标印刷难度要求和技术要求较高，主要体现在防伪、图案精美度和自动化生产等方面。防伪技术方面，烟标中应用多种防伪技术，涵盖印前设计防伪、印刷材料防伪、印刷组合工艺防伪等全部生产环节；烟标的精美图案主要得益于设计激光图案印压转移、冷烫印等先进印刷技术的应用；自动化生产则是指烟标要适应自动化程度高、速度快的卷烟包装机械使用，对烟标的平整光滑度、耐磨度、模切精度等要求较高。公司在多年生产经营中积累了较为丰富的生产经验，利用自身技术优势，确保从原辅材料到最终印刷的各个生产环节安全可控，能够实现大批量、多批次产品质量的一致性和稳定性。同时，公司通过集团一体化管理模式以及供应链管理等方式降低采购成本，有效降低了生产成本及质量风险，烟标业务毛利率在行业内处于较高水平。

表 6：2016~2018 年国内可比上市公司烟标业务毛利率情况

上市公司	单位：%		
	2016	2017	2018
东风股份	50.15	46.40	43.52
劲嘉股份	40.82	44.93	45.06
澳科控股	30.90	29.50	29.60

注：1、公司烟标业务毛利率为合并抵消后口径；2、澳科控股三年数据为营业毛利率。

资料来源：公开市场，中诚信证评整理

此外，随着国家持续推动烟草行业整合，推进名牌战略，培育大品牌，烟草制品公司由 1999 年末的 321 家减少至 2018 年的 116 家，卷烟品牌数量也同步减少，卷烟品牌集中度得到提升，烟标龙头进一步凸显优势地位。公司积极参与行业整合，通过外延拓展扩张生产规模，提高市场份额，2016~2018 年，公司烟标销量占全国销量总额的比例分别为 5.77%、7.28% 和 7.98%，竞争优势日益突出。

表 7：2016~2018 年公司烟标印刷业务市场占有率情况

单位：万箱

项目	2016	2017	2018
全国烟标产品销量	270.92	345.04	379.17
全国烟标产品销量 (全国卷烟销量)	4,699.20	4,737.77	4,750.00
公司市场占有率	5.77%	7.28%	7.98%

注：截至评级报告出具日，2018 年度全国卷烟销量准确数据尚未公布，上表数据来源于 2018 年全国烟草工作会议的预测数据。

资料来源：公开市场，中诚信证评整理

优质的卷烟品牌和客户优势

公司与下游烟草客户建立了稳定且长久的合作关系，合作客户包括云南中烟、湖南中烟、贵州中烟等多个国内省级烟草客户及国外烟草客户等，为全国 32 个重点卷烟品牌中的 20 个品牌如“芙蓉王”、“贵烟”、“云烟”、“红塔山”、“白沙”、“黄山”、“兰州”、“真龙”、“长白山”、“钻石”等提供印刷包装业务。根据《中国烟草》杂志的最新数据统计，2018 年销量前 15 名的重点品牌中，公司服务的烟草品牌有 10 个；销售收入前 15 名的重点品牌中，公司服务的烟草品牌有 10 个。同时，公司还积极拓展非烟标消费品包装业务，为贵州茅台、老干妈、贵州益佰、广州酒家、澳优乳业等众多知名客户和品牌提供印刷包装产品。

整体而言，公司具备较强的市场竞争力和品牌影响力，优质客户资源的不断积累有助于公司在印刷包装行业集中度提升的背景下进一步提升竞争优势，奠定市场领先地位。

业务运营

公司主要从事烟标印刷及相关包装材料的设计、生产与销售，现为烟标行业内产业链最完整的包装印刷企业之一。此外，公司积极发展包括乳制品、功能膜及消费并购基金在内的大消费产业板块，培育新的业务及利润增长点。2016~2018 年，公司营业收入分别为 23.42 亿元、28.02 亿元和 33.28 亿元，年复合增长率为 19.22%，业务经营较为稳健。同年，公司烟标业务分别实现收入 20.64 亿元、25.09 亿元和 28.21 亿元，占主营业务收入的比重分别为 90.53%、90.68% 和 86.30%，是公司核心的业务构成。2016 年以来，公司积极发展功能膜及乳制品等多元

化产业，基膜及其他业务收入规模持续增长，非烟标产业为公司进一步提升经营业绩开拓了发展空间。

表 8：2016~2018 年公司主营业务收入构成情况

单位：亿元、%

业务	2016		2017		2018	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
烟标	20.64	90.53	25.09	90.68	28.21	86.30
纸品	4.65	20.39	5.01	18.11	5.04	15.42
基膜	1.10	4.82	0.90	3.25	1.28	3.92
其他	2.58	11.32	3.64	13.16	5.33	16.30
减：合并抵销数	-6.18	-27.11	-6.97	-25.19	-7.18	-21.96
合计	22.80	100.00	27.67	100.00	32.69	100.00

注：表中若出现合计数与所列数值总和不符，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

烟标业务

生产

公司生产工艺流程可分为设计开发阶段、印刷阶段和印后工序阶段。其中，设计验证阶段主要系根据客户需求设计印刷方案，在取得客户确认后投入印刷；印刷工艺分为凹印和胶印两种，胶印工艺网点层次相对丰富，对精细化要求较高，凹印工艺制版技术相对复杂，且制版成本较高，适合大批量印刷产品，主要生产设备包括海德堡胶印机、博斯特凹印机和赛鲁迪凹印机等；印后工序阶段包括镭射转移、烫金等表面装饰处理，以及模切/裁切、喷码、清废、检验、包装等后道工序。公司产业链较为完整，能够在基膜、油墨、电化铝及成品纸等方面实现不同程度的自给。

公司具备较强的产品设计研发能力，在深圳建设有先进的设计研发中心，2018 年，公司本部及控股子公司合计申请专利 100 项，包括发明专利 46 项，新增获得专利授权 34 项，其中发明专利 8 项。截至 2018 年末，公司本部及控股子公司共获得授权专利 228 项，其中发明专利 57 项，实用新型专利 165 项，软件著作权 11 项。随着全国性生产基地布局的逐步建成，公司能够在市场竞争中更好地为客户提供一体化包装解决方案，在国内烟标印刷市场拥有较高的知名度和认可度。

产能方面，近年来国家持续推动烟草行业整

合，卷烟品牌集中度大幅提高，烟标供应商准入门槛较高，公司近年来主要通过收购形式扩张市场份额，除汕头本部外，多家生产子公司系收购获得。截至2018年末，公司共拥有生产基地6个，分布于湖南、吉林、云南、贵州及广东等省份，近两年，公司无大规模产能新增，产能规模较为稳定，年末产能规模合计417万大箱（104,285万套）。

表 9：截至 2018 年末国内公司烟标业务产能情况

单位：万大箱

名称	所在区域	投产时间	产能规模
汕头东风印刷股份有限公司	广东省汕头市	2007 年	133.3
延边长白山印务有限公司	吉林省延吉市	2006 年	41.6
贵州西牛王印务有限公司	贵州省贵阳市	1999 年/2018 年	76.5
陆良福牌彩印有限公司	云南省陆良县	2005 年	27.4
湖南福瑞印刷有限公司	湖南省长沙县	1996 年	112.5
广东凯文印刷有限公司	广东省汕头市	2000 年	25.8
合计	-	-	417.0

注：1、公司产能按每年 250 天生产天数核算；2、贵州西牛王印务有限公司旧厂房投产时间为 1999 年，新厂房投产时间为 2018 年；3、表中若出现合计数与所列数值总和不符，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司生产作业主要根据以销定产的原则进行，生产部门协调物资部、质检部和工艺技术部等履行各自的职责，确保各生产工序的有效开展及客户订单的按时送达。公司于2016年下半年先后收购了广东凯文印刷有限公司（以下简称“广东凯文”）和湖南福瑞印刷有限公司（以下简称“湖南福瑞”），2017年烟标生产规模显著提高，涨幅达到15.44%。但就行业环境而言，2016年国内烟草行业库存达到历史高位，“去库存、调生产”成为行业工作重点，受此影响，2018年公司烟标产量同比有所下滑。2016~2018年，公司烟标产量分别为75,131.61万套、86,728.90万套和82,594.64万套。2019年，烟草行业库存规模已降至合理水平，公司短期内烟标产量有望逐步回升。

表 10：2016~2018 年公司烟标生产情况

单位：万套

	2016	2017	2018
烟标产能	78,675.68	101,213.00	104,285.00
烟标产量	75,131.61	86,728.90	82,594.64

注：烟标计量单位：1 大箱=250 套。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

根据公司提供的全年250天生产天数的产能数据，2016~2018年，公司产能释放率分别为95.50%、85.69%和79.20%。分区域而言，汕头本部作为核心地区，系公司产能规模最大的生产基地，订单饱和度和较高，交货周期紧张时需周日加班，近三年产能释放率均超过100%。但公司部分生产基地订单量相对有限，近三年产能释放率约为50%，公司计划未来将靠近各生产基地的本部订单逐步转移至子公司，以协调各基地产能释放不平衡现状。整体来看，在卷烟消费趋势下行和国家控烟的背景下，公司近三年产能释放情况存在一定波动，中诚信证评将持续关注公司各基地未来产能释放情况以及因此对其盈利造成的影响。

产品种类方面，近年来，“细中短爆”（细支烟、中支烟、短支烟和爆珠烟）等烟草创新类品牌保持了高速增长，公司顺应客户需求，积极开发相关烟标产品，创新型烟标产量逐年增长。2017~2018年，公司细支烟烟标产量分别为16.7万大箱和23.56万大箱，同比分别增长91.95%和41.08%；爆珠烟烟标产量分别为10.7万大箱和11.13万大箱，同比分别增长1,306.58%和4.02%。2018年，公司创新型烟标合计实现销售收入3.16亿元，同比增长64.46%，为公司烟标印刷业务的发展提供了良好的驱动力。

表 11：2017~2018 年公司创新型烟标生产情况

单位：万大箱

创新型烟标	2017		2018	
	产量	同比增量	产量	同比增量
细支烟烟标	16.7	91.95%	23.56	41.08%
爆珠烟烟标	10.7	1,306.58%	11.13	4.02%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

环保方面，2018年1月，我国首部环境保护税法正式施行，同年4月，广东省环保厅、发改委、财政厅、交通厅、质监局联合制定了《广东省挥发性有机物（VOCs）整治与减排工作方案（2018-2020

年)》，印刷属于VOCs减排的重点推进行业。公司控股子公司贵州西牛王于2018年1月29日被列入2018年贵州省重点排污单位名录中“其他重点排污单位”，其主要排放污染物为废气、废水和固体废物，废气主要是印刷油墨挥发产生的VOCs及少量非甲烷总烃，废水主要是职工生活废水，固体废物主要是生产过程中所产生的固体废物及生活垃圾。截至2018年末，贵州西牛王严格执行“三废”排放标准，废气排放未超过《大气污染物综合排放标准》（GB16297-1996）中二级排放标准限值的要求，亦未超过无组织排放监控浓度限值；处理后的废水排放未超过《污水综合排放标准》（GB8978-1996）中三级标准的限值要求。随着环保国家政策的趋紧，中诚信证评将持续关注公司生产管理方面面临的环保问题以及环保支出增加的可能性。

采购

公司采购原料主要包括原纸、成品纸、基膜、油墨、涂料和电化铝等，其中纸张（白卡纸和成品纸）、油墨和电化铝占公司烟标生产采购总额的90%左右。公司根据经营资质、生产能力、设备能力、财务状况和报价等方面进行供应商的选择和评定，建立合格供应商名录，每年定期以送货及时率、运输情况、退货率等多个指标对供应商进行复评，淘汰考核低分的供应商，以保障供应物资品质。

表 12：2016~2018 年公司烟标业务成本构成

单位：亿元、%

成本构成	2016		2017		2018	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	6.63	53.48	9.01	56.34	10.85	54.35
直接人工	0.79	6.41	1.11	6.95	1.34	6.71
制造费用	2.39	19.26	2.89	18.06	3.39	16.99

注：上表中成本占比统计口径为总成本。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司近年来不断从印刷领域向上游包装材料领域延伸，已实现基膜、油墨、涂料、电化铝、成品纸、镭射转移纸等多个原料的自主生产，主要原料电化铝和成品纸的自给率较高。产业链的向上延伸不仅能够保证从原辅材料到最终印刷整个过程的安全可控，同时也能够通过集团一体化的管理降低采购成本，在产品质量和生产成本方面形成有力保障。

截至2018年末，公司共拥有合格供应商（第三方，下同）246家，并与其中55家供应商建立了长期稳定的战略合作关系。当年末，公司前五大供应商分别为珠海红塔仁恒包装股份有限公司、中国石化仪征化纤有限责任公司、山东博汇纸业股份有限公司、万国纸业太阳白卡纸有限公司和汕头市永嘉有限公司，前五大供应商的供应金额占公司烟标业务采购总额的25.13%。结算方式上，原纸和成品纸供应商一般给予公司60天左右的信用期；基膜类和铝膜类供应商多要求公司在30天之内结清账款，或要求款到发货；油墨、涂料和电化铝的结算周期分别为60天、60天和90天。

从采购均价来看，公司与主要原料的供应商每年签订一次框架协议，约定结算方式和大致采购量。公司目前尚未实现完全的集团化采购，纸张、油墨、电化铝等通用原料多为统一议价，再根据地理位置的不同确定物流成本。在采购上述原料时，公司拥有一定的议价能力，在原料价格波动频繁的情况下采购价格相对稳定。2016~2018年，公司汕头本部原纸采购价格分别为6,010.52元/吨、5,949.56元/吨和6,069.97元/吨，主要原料价格波动情况稳定可控。

表 13：2016~2018 年公司主要原材料采购情况

年度	原材料	计量单位	平均单价（元/计量单位）	采购量	采购总额（万元）
2016	原纸	吨	6,010.52	13,199	7,933.10
	纸品	吨	17,230.41	3,287	5,664.34
	全息电化铝	万枚	290.54	187,324.18	5,442.59
	基础油墨	公斤	77.00	226,596	1,744.68
年度	原材料	计量单位	平均单价（元/计量单位）	采购量	采购总额（万元）
2017	原纸	吨	5,949.56	18,565	11,045.51

年度	原材料	计量单位	平均单价 (元/计量单位)	采购量	采购总额 (万元)
	纸品	吨	16,074.73	5,984	9,619.72
	全息电化铝	万枚	270.70	206,732.51	5,596.32
	基础油墨	公斤	69.17	342,298	2,367.54
2018	原纸	吨	6,069.97	18,390	11,162.38
	纸品	吨	16,622.94	3,730	6,199.67
	全息电化铝	万枚	267.94	196,435.87	5,263.23
	基础油墨	公斤	73.63	261,426	1,924.77

注：上表仅提供公司汕头本部向第三方采购的原料情况。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售

公司按照客户订单组织生产销售，并从生产环节开始前就为客户提供多批次的设计打样服务。根据国家相关规定，国内各卷烟公司对大部分原辅材料采用公开招标的形式进行采购，确定中标人后签订正式采购合同，烟标供应商根据卷烟公司的具体订单安排生产和配送。公司凭借较强的研发设计能力、良好的产品品质和服务水平，以及多年与各家卷烟公司的深入合作，在参与卷烟公司烟标供应商的竞争始终占据领先地位。2018年，公司全年完成对14家客户合计40次的投标，累计中标产品规格68个，其中开发设计新产品13个，新增为全国重点卷烟品牌“天子”提供印刷包装服务。

近年来国家持续推动烟草行业整合，国内卷烟企业和卷烟品牌集中度的上升使得烟标龙头企业在竞争中的优势日益显现。同时，公司通过对外收购持续提升市场份额，按销售口径统计，2017年公司在烟标行业市占率达到了7.28%，位居行业前列。客户方面，公司及子公司向云南中烟、湖南中烟、贵州中烟等多个国内省级烟草客户及国外烟草客户提供烟标产品和服务，为全国32个重点卷烟品牌中的20个品牌（如“芙蓉王”、“贵烟”、“云烟”、“红塔山”、“白沙”、“黄山”、“兰州”、“真龙”、“长白山”、“钻石”等）提供印刷包装业务。根据《中国烟草》杂志的最新数据统计，2018年销量前15名的重点品牌中，公司服务的烟草品牌有10个；销售收入前15名的重点品牌中，公司服务的烟草品牌有10个。与多家具有较强品牌影响力和竞争力的中烟公司建立了长期、良好的合作关系，有助于公司在下游烟草行业调结构的背景下提升竞争能力。

2016~2018年，公司烟标销量分别为67,729.51

万套、86,259.65万套和94,793.10万套，同期产销率分别为90.15%、99.46%和114.77%。随着生产规模的扩大以及行业集中度的提升，公司烟标销量保持较快的增长，但值得注意的是，在控烟政策趋严的大背景下，公司烟标业务经营规模的扩张或将面临一定压力。

2018年，公司前五大客户包括湖南中烟工业有限责任公司、贵州中烟工业有限责任公司、吉林烟草工业有限责任公司、云南中烟物资（集团）有限责任公司和甘肃烟草工业有限责任公司。受行业特性影响，公司客户稳定性良好，集中度较高。为降低单一客户变动对公司业绩的影响，提高自身抗风险能力，公司近年来在提高老客户粘性的同时，积极开拓新客户及新市场，2016~2018年，前五大客户集中度分别为67.53%、62.17%和62.21%。

公司产品定价采取成本加成的原则，以客户对产品品质的要求为基准，加上材料运输费、加工费及期间费用等费用，以及税金、合理的利润确定交易价格。受下游客户降本增效及市场招投标竞标等因素影响，2017年以来公司烟标产品整体均价有所下降，对同期烟标业务的毛利率造成一定的不利影响。中烟公司行业地位较高，议价能力较强，与公司的平均结算周期在3个月左右，结算方式主要为银行承兑汇票和银行转账。此外，值得注意的是，在国家降库存、强调控的政策指导下，2016年以来中烟公司执行“零库存”生产原则，按照自身生产进度按批次确认收货，公司资产周转效率有待提高。

总体来看，烟标生产是公司传统的核心业务，购销客户合作关系良好，公司近年来通过外生并购逐步扩大生产规模 and 市场份额，烟标业务经营稳健。但国内控烟政策趋严、对下游客户议价能力相

对较弱等内外部因素对公司未来烟标收入增长及盈利能力造成的影响亦需予以长期关注。

非烟标业务

受近年来烟草行业供给侧改革、控烟政策施行影响，为培育新的利润增长点，公司于2016年开始推进由“包装印刷产业为核心”向“包装印刷与大消费品产业双轮驱动发展”的战略升级，积极拓展面向终端消费者的产品业务，如研发生产销售自有“能膜”品牌汽车隔热膜，自有“尼平河”品牌鲜牛奶生产与销售业务等，并与相关发起方设立消费并购基金，加快在快消费、时尚消费产业方面的调研与投资等。在国内居民消费升级所带来的大消费产业增长的背景下，公司稳步推进包括消费并购基金在内的大消费产业布局，能够较好的降低公司经营风险，并培育新的业绩增长点。

非烟标包装

公司非烟标印刷品的主要生产基地为公司汕头本部和贵州西牛王印务有限公司（以下简称“贵州西牛王”）。公司于2010年8月取得贵州西牛王59.64%的股权，2016年因其实施厂区整体搬迁及企业技改扩能影响，增资3,900万元，公司持股比例不变。贵州西牛王主营纸包装印刷品产品、商标设计及制作等。除烟标外，贵州西牛王还从事酒包装、药品包装、食品包装等非烟标包装等产销。截至2018年末，贵州西牛王厂区整体搬迁及企业技改扩能项目基本完工，公司计划依托贵州当地丰富的酒类、食品、药品生产企业资源，带动社会化包装印刷业务的发展。目前，公司为贵州茅台、老干妈、贵州益佰、广州酒家和澳优乳业等众多知名品牌和客户提供印刷包装产品。2016~2018年，公司非烟标消费品印刷包装业务分别实现营业收入2,994.21万元、3,412.17万元和8,096.73万元，非烟标包装业务收入规模稳步增长。

2019年3月，公司发布公告称计划公开发行可转换公司债券5亿元用于收购贵州千叶药品包装股份有限公司（以下简称“千叶药包”）75%股权（投资总额25,930万元）、股份回购和补充流动资金。千叶药包主要从事药包材的研发、生产和销售，主要产品包括聚氯乙烯（PVC）硬片、固体及液体药用

瓶等药品包装材料。公司计划通过收购千叶药包实现在医药包装领域的产业延伸，深化大印刷包装战略的布局。

根据大华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《贵州千叶药品包装股份有限公司审计报告》，截至2018年末，千叶药包资产总额、负债总额和所有者权益分别为2.35亿元、0.51亿元和1.83亿元，2018年度实现营业收入1.80亿元，利润总额和净利润分别为703.45万元和762.78万元，对应本次东风股份收购范围（即剔除处置子公司股权的影响）的利润总额和净利润分别为1,274.93万元和1,147.58万元。交易对方承诺，千叶药包2019~2023年度净利润分别不低于1,375万元、1,750万元、2,210万元、2,880万元和3,590万元，累计不低于1.18亿元。

总体来看，公司现有非烟标包装业务规模相对有限，随着募投项目的实施，其在印刷包装领域的影响力或将进一步加大，有助于提高公司创收及盈利能力。

PET基膜和功能膜业务

公司该业务的运营主体为广东鑫瑞新材料科技有限公司（以下简称“鑫瑞科技”），鑫瑞科技主要从事包装材料、PET薄膜、功能性薄膜的产销业务，主要产品包括成品纸、转移纸、转移膜、电化铝、窗膜、保护膜等，应用于印刷包装、电子数码、汽车和建筑装饰等多个行业，其中成品纸和少量PET基膜作为原辅料主要用于烟标产品的生产，功能膜和大部分基膜对外销售。

鑫瑞科技拥有PET基膜生产线1条，实际产能约为15,000吨，近三年对外产量分别为10,591.41吨、9,325.61吨和11,021.85吨，对外销量分别为13,423.29吨、9,577.14吨和10,631.59吨，同期产销率分别为126.74%、102.70%和96.46%，2018年，受益于市场环境的整体向好以及自身产品品质的提升，鑫瑞科技PET基膜销量同比增长11.01%。2016~2018年，鑫瑞科技PET基膜对外销售收入分别为10,803.03万元、8,910.81万元和12,671.99万元。

鑫瑞科技功能膜运营品牌主要包括“能膜”和“SOV”。其中“能膜”品牌已在四川、云南、江苏、广东等10个省市建立了代理商渠道，以及多家经销

商合作门店、4S集团服务商和4S合作门店。“SOV”品牌已在黑龙江、吉林、辽宁、河北等25省市建立起代理商渠道，以及多家经销商合作门店、4S集团服务商和4S合作门店。2016~2018年，功能膜对外销售收入分别为939.15万元、1,829.93万元和2,581.61万元。

表 14：近三年鑫瑞科技膜业务收入构成情况

单位：万元

产品	2016	2017	2018
PET 基膜	10,803.03	8,910.81	12,671.99
功能膜	939.15	1,829.93	2,581.61
合计	11,742.18	10,740.74	15,253.60

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

乳制品业务

2015年，公司收购澳大利亚麦当劳农场和诺特曼农场的土地及其附属资产，随后投资设立了澳大利亚福瑞投资有限公司和尼平河乳制品有限公司，初步形成了乳制品产业链的布局（牧场、乳制品加工及国内外销售渠道）。

公司农场占地合计8,000多亩，共拥有存栏奶牛1,600多头，原奶年产量约为600万升。相对国内工业化、圈养型农场而言，公司农场均为天然放牧型，牧草系奶牛主要的营养来源，加之农场所处地理环境优越，公司原奶品质优良。公司原奶主要销售至自有乳制品生产企业和澳大利亚的乳制品加工企业。

乳制品方面，尼平河乳制品有限公司位于澳大利亚新南威尔士州，工厂占地约2万多平方米，已通过SQF食品安全质量方案，ORGANIC有机食品，AQIS澳大利亚检验检疫，HACCPA+危害分析和关键控制点A级评级，HALAL清真食品等多个食品生产资格认证。2016年，公司立足于澳洲本土，与当地ALDI超市签订了代工合同，为新南威尔士州的ALDL超市代工全脂、脱脂、低脂三种类型的巴氏奶和鲜奶油产品，并进一步开拓昆士兰、维多利亚市场。2017年，公司着力于国内销售渠道的培育，依托国内冷链物流技术的发展，积极与国内知名商超建立合作关系，自有品牌“尼平河”鲜奶于当年底入驻华润旗下高端精品超市Ole’全国门店以及盒马鲜生、上海久光、银泰西选和世纪联华等商超。2018

年，公司在澳洲本地市场继续与ALDL超市、WOOLWORTHS超市合作，国内市场上深耕线上线渠道建设，现已进入上海、杭州、南京、无锡、常熟等区域市场。此外，公司“尼平河”品牌产品结构进一步丰富，目前已涵盖低温奶、常温奶、爱视奶、奶油冻和酸奶等多品类。公司将以澳洲市场和中國大陸市场作为现阶段核心目标市场，逐步扩大自有品牌乳制品在国内市场的覆盖区域，提高产品知名度和消费者认可度。公司乳制品品牌建设及渠道培育等仍处于初期阶段，中诚信证评对其未来宣传营销等相关费用的支出刚性及对公司盈利造成的影响予以关注。

股权投资业务-消费基金投资

2016年，公司与深圳天图投资管理股份有限公司及相关方在成都市、深圳市共同投资设立了两只消费并购基金，基金规模合计为8亿元。截至2018年末，公司累计对消费并购基金出资4亿元，其中对成都天图天投东风股权投资基金中心（有限合伙）（以下简称“成都基金”）出资1.5亿元，对深圳天图东峰投资咨询中心（有限合伙）（以下简称“深圳基金”）出资2.5亿元，出资比例均为50%。深圳天图投资管理股份有限公司专注于消费品领域投资，所投项目涵盖了创新消费、新型消费和消费金融三大消费升级方向，公司作为财务投资者参与基金投资运作。

截至2018年末，成都基金累计对外投资约人民币2.63亿元，投资项目包括百果园、奈雪的茶、气味图书馆、笑果文化、卓正医疗、松哥油焖大虾、钟薛高等；深圳基金作为有限合伙人设立的深圳基金天峰中小微企业股权投资基金累计对外投资约人民币6.88亿元，投资项目包括松哥油焖大虾、卤味研究所、茶颜悦色、奈雪的茶、笑果文化、钟薛高、果腾金融、哆吉生物、东君乳业等。

2016~2018年，公司投资收益规模整体呈增长态势。2018年，在消费并购基金已投资项目中，“百果园”、“奈雪的茶”等投资标的估值提升，投资收益对当年业绩形成一定补充。中诚信证评对公司未来基金投资项目的退出情况及相关项目的收益予以关注。

总体而言，公司系国内烟标印刷行业领先企业，市场占有率较高，产业链完善，竞争优势较为明显，烟标业务收入规模稳步增长。在国内控烟政策趋严的大背景下，公司积极开拓非烟标业务，多元化产业的发展降低了公司面临的单一经营风险，并能够对整体业绩形成一定补充。

发展规划

公司以“印刷包装与大消费产业双轮驱动发展”为战略发展方向，在保持以烟标印刷为核心的印刷包装产业稳定发展的同时，公司也在积极推进包括乳制品、消费并购基金、窗膜等在内的大消费产业布局，为公司未来的发展培育新的利润增长点，为进一步提升公司的经营业绩开拓发展空间。

发展战略方面：1、把握烟草行业新的战略机遇，实现高质量发展；2019年，公司下游烟草行业将继续深化供给侧改革，推进行业高质量发展。作为紧密相关的印刷包装服务企业，公司将紧抓“高质量发展”方向，继续以客户需求为核心，关注客户需求的变化，把握下游行业品牌整合提升以及“细中短爆”等烟草创新产品的发展机遇，优化并提升产品结构，积极参与烟草客户的招投标，开拓新的客户品牌和区域市场。2、做大做强印刷包装产业，保持行业领先地位；公司将充分利用集团化和产业链的优势，利用在印刷包装行业多年积累的经验 and 资源优势，抓住中国印刷包装行业的整合机遇，积极做强做大印刷包装主业，保持行业领先地位。公司将积极关注、探索非烟标消费品印刷包装如药品包装、食品包装和其他具备发展潜力的印刷包装业务方向和发展机会，同时逐步探索在数字化印刷、智能包装、环保绿色包装等潜力领域选择合适的切入点进行重点技术研发和资金投入，努力培育新的利润增长点，促进自身印刷包装业务高质量发展。3、提升集团化管理和产业链竞争优势，积极开拓新市场；在生产效率提升和成本控制上，公司将充分发掘并有效发挥集团一体化管理和产业链的成本竞争优势，积极开拓新的客户和新的市场。4、优化并提升大消费产业经济效益；在消费并购基金方面，通过在大消费产业已有的投资经验和优质资源储备，继续寻找合适的消费产业投资机

会，优化公司在大消费产业的布局，提升基金投资水平。在乳制品业务方面，积极提高品牌知名度，加强对各个经营相关环节的管控，提高乳制品业务的市场竞争力，提升“尼平河”进口乳制品品牌的经济效益。

公司针对印刷包装与大消费产业制定了相应的业务发展规划。1、印刷包装产业：2019年，公司将通过以下措施，巩固印刷包装产业的经营成果，促进产业板块整体的协调发展：（1）烟标印刷业务方面，公司将积极参与烟草客户组织的招投标以获取更多订单，不断分析和研究客户需求，在技术和工艺上满足客户多方面需求，打造全方位的包装一体化服务，巩固并提高公司在烟标印刷领域的份额与竞争力。（2）非烟标消费品印刷包装业务方面，公司将不断发掘并充分利用自身产业链优势，积极拓展非烟标消费品包装业务市场。（3）技术研发方面，公司将实时跟进行业技术发展情况，对比同行业其他企业的发展情况，找出自身优势与不足，并加大对新技术、新材料、新产品的研发投入力度，促进自身产业绿色化、智能化、数字化发展。2、大消费产业：（1）消费并购基金方面，在做好已投资项目运营的同时，将继续寻找合适的产业投资机会，多方面分析并寻找适合公司未来发展整合的消费品企业标的，优化消费品产业布局。（2）乳制品业务方面，面对乳制品行业的激烈竞争格局，将对乳品生产、加工到销售各个环节进行严格管控，进一步降低生产成本，打造品牌特色。同时，进一步平衡生产与客户需求的关系，在考虑合理产能分配的同时，加大产品研发力度，积极开拓市场销售渠道，提高“尼平河”品牌的市场份额。

公司管治

公司治理

公司根据《公司法》、《关于设立外商投资股份有限公司若干问题的暂行规定》和其他有关规定建立和完善法人治理结构，并按有关规定规范运作。股东大会是公司的权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项

等职权。公司设董事会，对股东大会负责，董事会由7名董事组成，设董事长1人，独立董事3人，董事由股东大会选举或变更，任期三年，董事任期届满，可连选连任，公司董事可以由总经理或者其他高级管理人员兼任，但兼任总经理或者其他高级管理人员职务的董事以及由职工代表担任的董事，总计不得超过公司董事总数的二分之一。公司设监事会，监事会由3名监事组成，监事会设主席1人，监事的任期每届为3年，监事任期届满，连选可以连任。公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，总经理、副总经理、董事会秘书、财务总监、技术总监为公司高级管理人员。公司管理层下设人力资源部、市场拓展部、投资部、财务部、证券与法律事务部、审计监察部和信息技术部等职能部门。

内部管理

公司按有关规定建立了涉及财务管理、预算管理、投融资管理制度、担保制度、关联交易制度、分子公司管理制度、人力资源管理等方面的公司内部控制制度。

投融资管理方面，董事会是公司资金筹措管理的决策机构，总经理、财务总监、董事会秘书以及财务部负责人组成筹资管理工作领导小组。公司的筹资活动集中在公司总部进行，借款的批准权限按照《汕头东风印刷股份有限公司重大投资和交易决策制度》执行。借款方案（包括贷款额、贷款方式、结构及可行性报告等资料）由财务部以书面的形式提出，经有权机构或人员批准后，由财务部出面与金融机构联系、洽谈，达成借款意向，签订借款合同或协议，办理借款手续，直至取得资金。公司对外投资实行股东大会、董事会、董事长、总经理分层决策制度，下属分子公司无权决策对外投资，全资、控股子公司对外投资必须上报公司，依照《对外投资管理制度》执行。公司发生对外投资事项，必须经过董事会审批，如超过董事会权限，应报股东大会审议通过后批准实施。股东大会及董事会的审批权限划分参照《公司章程》以及《重大投资和交易决策制度》规定处理。

对外担保方面，公司要求有关部门根据申请担保人提供的基本资料，对申请担保人的财务状况、

行业前景、经营状况和信用、信誉情况进行调查，确定资料是否真实，核查结果应当以书面形式提交财务部。对外担保事项经公司财务负责人审核后由公司财务部递交董事会办公室以提请董事会审议决定，重大对外担保事项需进一步提交股东大会审议。财务部同时向董事会提交被担保人资信状况的调查报告，包括被担保人提供的资料以及公司其他承办担保事项部门的核查结果。

预决算方面，公司股东大会是全面预算管理的最高权力机构，审议批准公司的年度财务决算方案。董事会是全面预算管理的决策机构，负责制订公司的年度财务决算方案。公司预算指标执行实行责任人负责制，总经理是全面预算指标的总责任人，各部门负责人是部门预算指标的责任人。公司各项经济行为必须按照预算指标严格控制，财务部根据下达的预算方案实施实时监控，组织资金收入、控制资金支付，调节资金收付平衡、预防资金支付风险。公司按照《预算目标责任书》规定责任、根据预算执行结果，对预算责任人（含对子公司）进行考核，遵循上级考核下级、逐级考核原则，预算执行与预算考核相互分离，公开、公平、公正对预算责任人进行奖惩。

分子公司管理方面，公司依据对分、子公司资产控制和公司规范运作要求，对分公司重大事项直接进行管理；对子公司通过其自身的权力机构对其重大事项进行管理。公司《分、子公司管理制度》要求，分、子公司需及时、完整、准确地向公司提供有关公司经营业绩、财务状况、营销采购、法律事务、人力资源和发展规模等信息，以便公司董事会进行科学决策和监督协调。此外，公司在财务管理、内部审计监督、投资管理和信息披露等方面均制定了相关制度，要求分、子公司遵照执行。

总体来看，公司建立了较为规范的法人治理结构和符合自身经营的企业管理制度，为长期运营和发展奠定了基础。

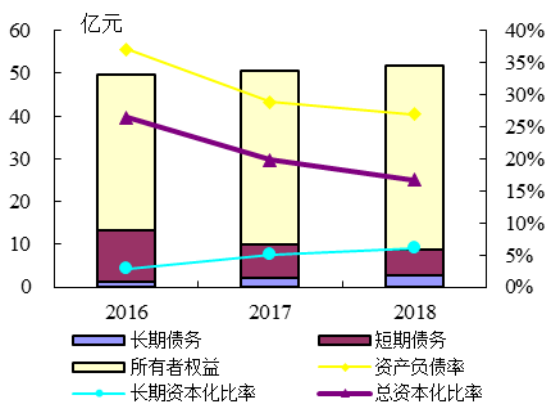
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2018年度审计报告。

资本结构

自 2016 年起，公司在立足烟标印刷核心主业的同时，开始逐步探索大消费品产业，随着“包装印刷与大消费产业双轮驱动发展”战略的实施，公司农业乳制品、消费并购基金等业务板块得以构建并逐步发展，近两年整体业务结构趋于稳定。2016~2018 年末，公司总资产规模分别为 58.16 亿元、56.88 亿元和 59.07 亿元，三年复合增长率为 0.78%。公司投资并购等战略布局集中于 2016 年，当年资本支出需求较大，负债规模相应增加，近三年末总负债规模分别为 21.59 亿元、16.43 亿元和 15.90 亿元，近两年有所回落。所有者权益方面，公司近三年均进行现金分红，自有资本积累较为缓慢。此外，2018 年，公司受让控股子公司广东凯文少数股东达朗投资有限公司持有的广东凯文 25% 股权，根据支付对价高于收购时该少数股东应享有的该公司净资产的差额部分调整了资本公积（资本溢价），导致年末资本公积规模减少。近三年末，公司所有者权益分别为 36.57 亿元、40.45 亿元和 43.16 亿元，复合增长率为 8.64%。

图 9：2016~2018 年公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2016~2018 年末，公司资产负债率分别为 37.12%、28.88% 和 26.93%，总资本化比率分别为 26.44%、19.83% 和 16.75%。随着前期多元化战略布局的完成，公司财务杠杆水平逐年回落，财务结构稳健。

从资产结构来看，公司流动资产和非流动资产规模相当，2016~2018 年末流动资产分别为 31.47 亿元、28.11 亿元和 29.10 亿元，占总资产的比重分

别为 54.11%、49.42% 和 49.27%。2018 年末，公司流动资产包括货币资金 8.51 亿元、应收票据 3.32 亿元、应收账款 9.92 亿元和存货 6.91 亿元。当年末公司货币资金主要为银行存款 7.42 亿元和其他货币资金 1.09 亿元，同比下滑 3.28%，其中其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金和各类保证金等。公司下游客户主要为大型烟草企业，公司议价能力相对较弱，账款回收周期较长，近三年末应收账款及应收票据合计分别为 12.97 亿元、9.43 亿元和 13.24 亿元，同期应收账款周转率分别为 2.70 次、3.43 次和 3.75 次。此外，公司应收账款账龄在一年以内的占比超过 90%，其中期末余额前五大客户占比合计 77.58%，客户包括吉林烟草工业有限责任公司、甘肃烟草工业有限责任公司等优质客户，账款回收风险相对较小，2018 年公司计提坏账准备 0.17 亿元。公司存货主要为原材料、库存商品和发出商品，由于客户执行“零库存”政策，以实际生产需要按批次确认收货，导致公司近三年末发出商品的账面价值分别为 5.06 亿元、5.28 亿元和 3.44 亿元，占同年末存货的比重分别为 57.10%、56.20% 和 49.79%。受此影响，公司近三年存货周转率分别为 1.53 次、1.76 次和 2.44 次，2018 年公司加大库存管理力度，年末存货规模同比下降 26.45%，周转效率有所改善。同时，由于公司发出商品确认收入周期较长，出于谨慎性原则，公司近三年分别计提存货跌价准备 0.04 亿元、0.17 亿元和 0.25 亿元。

2016~2018 年末，公司非流动资产分别为 26.69 亿元、28.77 亿元和 29.96 亿元，占总资产的比重分别为 45.89%、50.58% 和 50.73%。2018 年末，公司非流动资产主要由长期股权投资 8.08 亿元、固定资产 13.48 亿元、无形资产 3.23 亿元和商誉 3.54 亿元构成。公司年末长期股权投资主要为对合营企业成都基金和深圳基金，以及广西真龙彩印包装有限公司、上海绿馨电子科有限公司等联营企业的投资，深圳基金公司按权益法下确认投资收益，年末长期股权投资同比增长 72.87%。公司年末固定资产包括房屋建筑物、机器设备和运输工具等，同比增长 5.91%，主要系贵州西牛王新厂区基建项目主体工程完工并转固影响；年末无形资产主要为土地使用

权和专利权等；年末商誉构成如表 15 所示，2018 年公司对收购陆良福牌彩印有限公司和广东凯文印刷有限公司形成的商誉进行了减值测试，本期计提商誉减值准备 0.59 亿元。

表 15：2018 年末公司商誉账面原值及商誉减值准备

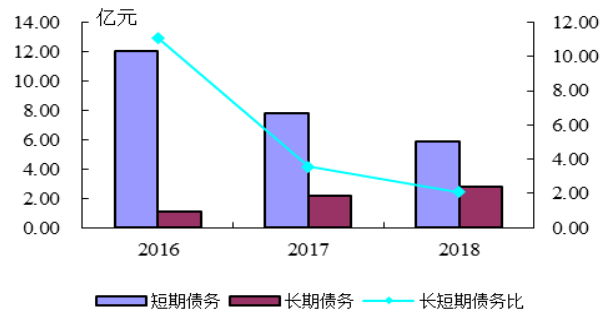
单位：亿元

被投资单位或形成商誉的事项	期末余额	商誉减值准备
合并陆良福牌彩印有限公司	0.92	0.45
合并广东可逸智膜科技有限公司	0.45	-
合并广东凯文印刷有限公司	2.32	0.44
合并湖南福瑞印刷有限公司	0.74	-
合计	4.43	0.89

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2016~2018 年末，流动负债分别为 19.66 亿元、13.61 亿元和 12.40 亿元，占负债总额的比重分别为 91.05%、82.86% 和 77.99%，随着多元化业务布局的逐步落地以及债务期限结构的调整，公司流动负债占比逐年下滑。2018 年末公司流动负债包括短期借款 0.14 亿元、应付票据及应付账款 9.24 亿元和一年内到期非流动负债 1.08 亿元。其中，应付票据 4.65 亿元均为银行承兑汇票，应付账款主要为购买材料款和电费的成本类的应付款项；一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款。近三年末，公司非流动负债分别为 1.93 亿元、2.82 亿元和 3.50 亿元，占负债总额的比重分别为 8.95%、17.14% 和 22.01%，主要为长期借款和递延所得税负债。随着业务结构布局的完成，公司债务依赖度逐年下降，近三年末总债务规模分别为 13.15 亿元、10.01 亿元和 8.69 亿元。从债务期限结构上来看，公司债务大部分为短期债务，近三年末长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 11.08 倍、3.57 倍和 2.09 倍，且以银行借款和应付票据为主，但公司财务杠杆水平较低，货币资金较为充裕，财务结构较为稳健，短期债务偿还压力相对较小。

图 10：2016~2018 年公司长短期债务情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体看，自 2016 年集中开展多元化经营布局后，近两年公司无大规模资本支出，债务规模逐年减少，总资产和所有者权益规模均保持增长态势，财务杠杆水平逐年降低。但受行业特点影响，公司近年来应收账款和存货规模较大，中诚信证评对此予以长期关注。

盈利能力

近年来，随着控烟措施的实施和民众健康意识的提高，国内卷烟产量自 2015 年开始下滑。在此背景下，公司于 2016 年开始推进“包装印刷与大消费品产业双轮驱动发展”战略，通过收并购进入非烟标包装印刷及农产品领域，经过两年多来的发展，非烟标业务逐步成为公司新的业务增长点。2016~2018 年，公司分别实现营业收入 23.42 亿元、28.02 亿元和 33.28 亿元，其中烟标业务收入分别为 20.64 亿元、25.09 亿元和 28.21 亿元，占主营业务收入的比重分别为 90.53%、90.68% 和 86.30%，仍是公司核心的收入构成。此外，公司其他业务（非烟标印刷业务和乳制品等）仍处于培育阶段，近三年收入及占比逐步提高。

毛利率方面，2016~2018 年公司综合毛利率分别为 44.78%、42.04% 和 38.63%。公司是行业内产业链最完整的烟标印刷包装企业之一，产品覆盖基膜、电化铝、印刷包装设计和生产的全产业链条，并能够通过主要原材料的集团一体化管理模式等降低采购成本，毛利率在行业内处于较高水平。分板块来看，受烟草公司降本增效影响，公司烟标产品销售均价有所下滑，烟标业务毛利率逐年走低，近三年分别为 38.22%、36.61% 和 34.91%。公司乳制品等业务尚处于运营初期，销售尚未形成规模化

的增长，加之设备、基建的持续投入，负面影响其他业务的毛利率表现，导致近三年综合毛利率逐年下滑。

表 16：2016~2018 年公司主营业务收入构成及毛利率情况

单位：亿元、%

业务结构	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
烟标	20.64	38.22	25.09	36.61	28.21	34.91
纸品	4.65	38.77	5.01	35.02	5.04	34.61
基膜	1.10	-10.00	0.90	-7.05	1.28	11.05
其他	2.58	32.10	3.64	20.96	5.33	18.27
减：抵销数	-6.18	-	-6.97	-	-7.18	-
合计	22.80	45.66	27.67	42.19	32.69	38.95

注：上表公司 2016~2018 年毛利率为合并抵消前。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016~2018 年，公司期间合计分别为 3.87 亿元、4.32 亿元和 4.81 亿元，同期期间占收入的比重分别为 16.53%、15.40% 和 14.47%，随着收入规模的增长，公司期间费用占比呈逐年下降的趋势。公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，其中管理费用包括职工薪酬、折旧费、无形资产摊销等。公司计划于 2019 年积极构建乳制品国内销售渠道，广告及宣传等营销费用投入或将相应加大，中诚信证评关注公司未来乳制品业务拓展对其期间费用及整体盈利造成的影响。

表 17：2016~2018 年公司期间费用分析

单位：亿元、%

项目	2016	2017	2018
销售费用	0.71	0.93	1.08
研发费用	-	1.29	1.40
管理费用	3.01	1.86	2.20
财务费用	0.15	0.23	0.14
期间费用合计	3.87	4.32	4.81
营业总收入	23.42	28.02	33.28
期间费用/营业总收入	16.53	15.40	14.47

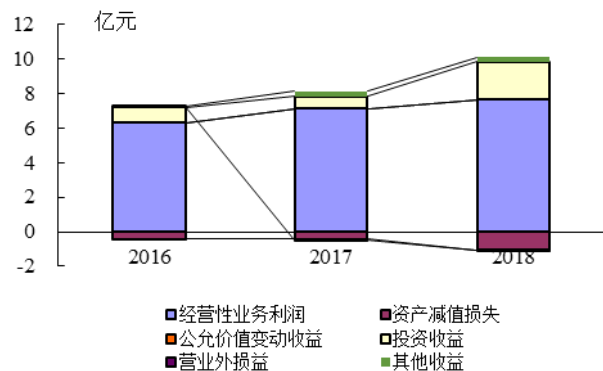
注：根据 2016 年财务报表列报规则，研发费用包含在管理费用内，未单独列示。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2016~2018 年，公司利润总额分别为 6.86 亿元、7.60 亿元和 9.00 亿元，同期经营性业务利润分别为 6.29 亿元、7.12 亿元和 7.64 亿元，资产减值损失为 0.42 亿元、0.43 亿元和 1.05 亿元，其中 2018 年公司计提坏账损失 0.17 亿元、存货跌价损失 0.23 亿

元和商誉减值损失 0.59 亿元。同期，公司投资收益分别为 0.88 亿元、0.71 亿元和 2.17 亿元，能够对当期盈利形成较好的补充，但后续消费基金投资项目的持续发展仍存在一定不确定性，中诚信证评对相关项目的投资回报对公司整体盈利的影响予以关注。

图 11：2016~2018 年公司利润总额构成



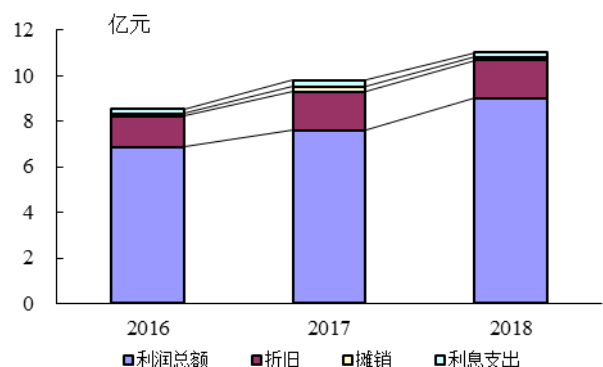
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于烟标印刷业务的持续发展以及大消费产业的补充，公司近三年营业收入保持增长。另外，公司主营业务获利能力较强，经营性业务盈利表现良好，经营情况稳健。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成，公司盈利情况良好，近年来利润总额规模持续增长，受此影响，公司近三年 EBITDA 分别为 8.55 亿元、9.80 亿元和 11.00 亿元，获现能力较强。从偿债指标来看，公司同期总债务/EBITDA 分别为 1.54 倍、1.02 倍和 0.79 倍，EBITDA 利息倍数分别为 37.60 倍、31.62 倍和 52.23 倍，经营所得能够对债务利息形成良好的保障。

图 12：2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

现金流方面，2016~2018 年公司经营活动净现金流分别为 5.33 亿元、11.92 亿元和 6.61 亿元。2017 年，公司经营活动净现金流同比增长 123.43%，主要系当年货款回笼较上年有所增加，加之上年并表范围内新增的湖南福瑞和广东凯文经营性现金流表现较好；公司对下游烟草客户的议价能力较弱，在收入规模增长的情况下，2018 年货款回笼较上年有所减少，加之付现购货支出、支付职工支出、支付各项税费较上期增加，当年公司经营活动净现金流同比下滑 44.52%。同期，公司投资活动净现金流分别为-6.59 亿元、-2.74 亿元和-2.33 亿元，2016 年系公司投资密集期，近两年投资性现金流出规模逐渐下降。

表 18: 2016~2018 年公司主要偿债指标

指标	2016	2017	2018
总资产（亿元）	58.16	56.88	59.07
总债务（亿元）	13.15	10.01	8.69
资产负债率（%）	37.12	28.88	26.93
总资本化比率（%）	26.44	19.83	16.75
经营活动净现金流（亿元）	5.33	11.92	6.61
经营活动净现金/总债务（X）	0.41	1.19	0.76
经营活动净现金/利息支出（X）	23.46	38.43	31.38
EBITDA（亿元）	8.55	9.80	11.00
总债务/EBITDA（X）	1.54	1.02	0.79
EBITDA 利息倍数（X）	37.60	31.62	52.23

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与中国工商银行、中国民生银行、招商银行、长沙银行、中国光大银行等多家银行均建立了长期稳定的信贷业务关系，具有较强的间接融资能力。截至 2018 年末，公司获得授信额度合计人民币 16.73 亿元和澳元 250 万元，未使用授信额度合计约人民币 13.00 亿元，具备一定的备用流动性。

或有事项方面，截至 2018 年末，公司无未清担保余额。过往债务履约方面，截至 2018 年末，根据中国人民银行征信报告，公司未发生逾期未偿还银行贷款的情况，未发生已发行债务融资工具到期未偿付的情况，债务履约情况良好。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产合计 3.15 亿元，主要系为融资目的而进行的质押或抵押资产，占年末净资产规模的 7.31%。

表 19: 截至 2018 年末公司受限资产情况

单位：亿元

项目	期末账面价值	受限情形
货币资金	1.35	主要是用于开具银行承兑汇票的银票保证金
应收票据	0.04	质押用于办理银行承兑汇票
固定资产	1.50	抵押用于办理银行贷款
在建工程	0.12	抵押用于办理银行贷款
无形资产	0.15	抵押用于办理银行贷款
合计	3.15	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，受销售模式影响，公司应收账款及存货规模较大，占流动资产的比重长期维持在较高水平，流动性偏弱，且存在资产减值损失风险。但公司财务结构稳健，得益于良好且稳定的经营性业务利润，公司获现能力较好，经营所得能够对债务本息形成保障，整体综合竞争实力和偿债能力很强。

结论

综上，中诚信证评评定汕头东风印刷股份有限公司主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；评定“汕头东风印刷股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用级别为**AA**。

关于汕头东风印刷股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

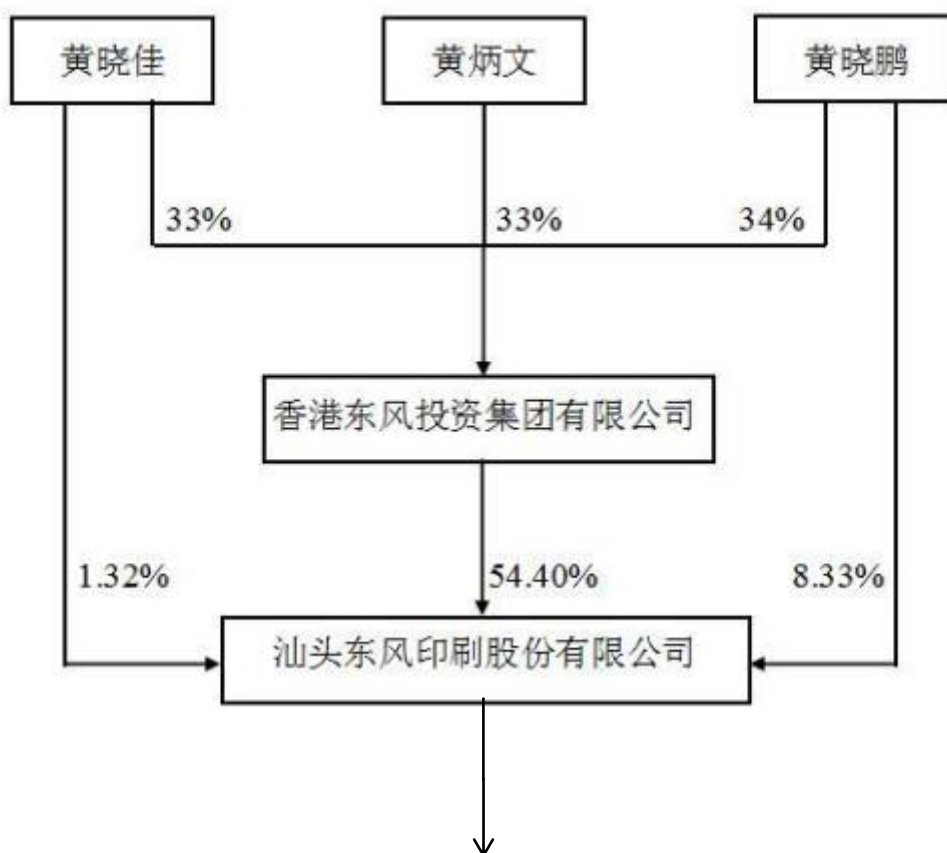
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

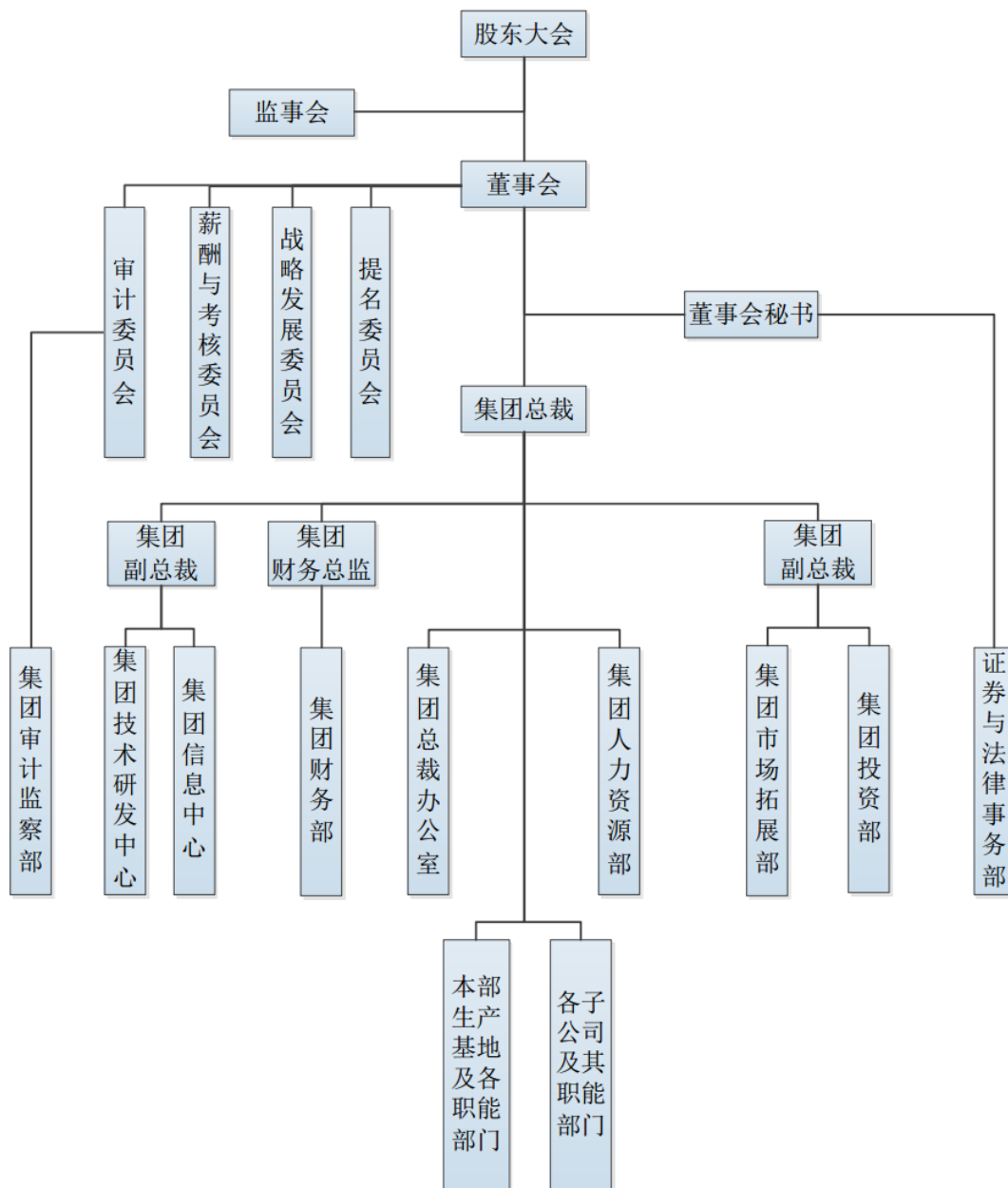
附一：汕头东风印刷股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



主要子公司名称	持股比例 (%)		主要子公司名称	持股比例 (%)	
	直接	间接		直接	间接
延边长白山印务有限公司	72.00	28.00	无锡东峰供应链管理有限公司	100.00	-
贵州西牛王印务有限公司	30.00	29.641	汕头东峰消费品产业有限公司	100.00	-
陆良福牌彩印有限公司	69.00	-	汕头东峰创业投资有限公司	-	100.00
湖南福瑞印刷有限公司	100.00	-	汕头东风柏客新材料科技有限公司	51.00	-
广东凯文印刷有限公司	100.00	-	香港福瑞投资有限公司	100.00	-
广东鑫瑞新材料科技有限公司	63.75	31.25	DFP AUSTRALIA PTY LTD	100.00	-
广东可逸智膜科技有限公司	-	95.00	AUSTRALIA LUCK INVESTMENT COMPANY PTY LIMITED	100.00	-
深圳市凯文印刷有限公司	100.00	-	NEPEAN RIVER DAIRY PTY LIMITED	-	51.00
深圳忆云互联网通科技有限公司	70.00	-	Q & I PTY LIMITED	-	100.00
无锡东峰佳品贸易有限公司	100.00	-	-	-	-

资料来源：公司提供

附二：汕头东风印刷股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：汕头东风印刷股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	87,955.28	87,984.31	85,097.17
应收账款净额	86,049.48	61,138.13	99,168.04
存货净额	88,555.50	93,884.66	69,054.20
流动资产	314,715.99	281,094.52	291,042.46
长期投资	35,538.55	64,661.79	88,042.00
固定资产合计	144,149.96	142,585.52	139,220.51
总资产	581,587.28	568,753.73	590,662.24
短期债务	120,578.67	78,191.09	58,719.00
长期债务	10,886.46	21,876.32	28,140.21
总债务（短期债务+长期债务）	131,465.13	100,067.42	86,859.21
总负债	215,868.16	164,271.26	159,046.85
所有者权益（含少数股东权益）	365,719.12	404,482.47	431,615.38
营业总收入	234,163.69	280,234.71	332,804.94
三费前利润	101,637.39	114,375.52	124,558.53
投资收益	8,778.05	7,060.51	21,663.50
净利润	59,703.00	66,833.09	75,906.75
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	85,457.32	98,047.16	110,026.77
经营活动产生现金净流量	53,328.22	119,153.91	66,102.88
投资活动产生现金净流量	-65,880.21	-27,361.37	-23,304.65
筹资活动产生现金净流量	13,539.35	-104,791.35	-45,593.05
现金及现金等价物净增加额	1,192.15	-13,228.38	-3,169.36
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	44.78	42.04	38.63
所有者权益收益率（%）	16.32	16.52	17.59
EBITDA/营业总收入（%）	36.49	34.99	33.06
速动比率（X）	1.15	1.38	1.79
经营活动净现金/总债务（X）	0.41	1.19	0.76
经营活动净现金/短期债务（X）	0.44	1.52	1.13
经营活动净现金/利息支出（X）	23.46	38.43	31.38
EBITDA 利息倍数（X）	37.60	31.62	52.23
总债务/EBITDA（X）	1.54	1.02	0.79
资产负债率（%）	37.12	28.88	26.93
总资本化比率（%）	26.44	19.83	16.75
长期资本化比率（%）	2.89	5.13	6.12

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益（含少数股东权益）

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

注：上表中短期债务、长期债务及总债务均只含有息负债

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。