

2019 年杭州永创智能设备股份有限公司
公开发行可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【202】号 01

债券简称：永创转债

增信方式：股票质押担
保、实际控制人保证担
保

债券剩余规模：5.1217
亿元

债券到期日期：2025 年
12 月 23 日

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

分析师

姓名：
田珊 党雨曦

电话：
021-51035670

邮箱：
tiansh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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

2019 年杭州永创智能设备股份有限公司公开发行 可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 06 月 11 日	2019 年 01 月 24 日

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）及其 2019 年 12 月 23 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：跟踪期内公司保持智能包装生产设备行业龙头地位，规模优势进一步扩大，经营风险相对可控；公司收入、利润及净现金保持增长；公司研发投入持续增加，产品更新换代能力较有保障；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，公司在扩产能规模较大，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；公司债务规模波动上升，净资产对于负债总额的保障水平整体有所下降，存在一定的资金周转压力；本期债券股票质押股份的市场价值持续低于本期债券尚未偿还本息总额的 110%，需关注其后续补质押情况等风险因素。

正面：

- 公司保持智能包装生产设备行业龙头地位，规模优势进一步扩大，经营风险相对可控。2019 年公司保持智能包装生产设备行业龙头地位，收入规模超同行业最大的竞争对手 2 倍以上¹，规模优势进一步拉大。因公司继续拓展产品种类，下游行业分布广泛，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。

¹ 2019 年永创智能、中亚股份、乐惠国际、达意隆和新美星的营业收入分别为 18.71 亿元、8.58 亿元、7.54 亿元、7.12 亿元和 6.92 亿元。

- **公司收入、利润及净现金保持增长。** 获益于公司细分领域龙头地位巩固及下游食品饮料行业景气度提升，2019 年公司收入及利润分别增长 13.34% 和 38.32%，经营现金流净额增长至 16,660.31 万元。
- **公司研发投入持续增加，公司的产品更新换代能力较有保障。** 截至 2019 年末，公司拥有专利权 549 项，其中发明专利 90 项（含 PCT 专利 30 项），总计数上年新增 63 项专利权；技术研发人员共 672 人，占公司总人数的 21.74%，较上年新增 102 名技术人员。2019 年研发费用增至 1.02 亿元（占比为 5.45%），投入绝对值仍继续增长，未来公司的产品更新换代能力较有保障。
- **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，截至 2020 年 6 月 8 日，出质人实际质押股数为 58,813,803 股，按 2020 年 6 月 8 日收盘价计算，市值为 4.33 亿元。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：

- **公司在扩产能规模较大，公司面临一定的新增产能不能及时消化的风险。** 截至 2019 年末，公司在建智能包装装备扩产项目和年产 40,000 台（套）包装设备建设项目，总计将形成年产 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、60 台开装封设备和 40,000 台（套）包装设备的生产能力。公司新增产能大幅扩大，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。** 截至 2019 年末，公司在建的智能包装装备扩产项目和年产 40,000 台（套）包装设备建设项目计划总投资额为 11.44 亿元，尚需投入资金 10.88 亿元，公司存在一定的资金投资压力。
- **公司债务规模波动上升，净资产对于负债总额的保障水平整体有所下降，存在一定的资金周转压力。** 截至 2020 年 3 月末，公司负债总额波动上升至 18.91 亿元，产权比率为 128.38%，净资产对于负债总额的保障水平较 2018 年末有所下降。2020 年 1-3 月公司经营活动产生的现金流净流出 0.59 亿元，而 2021 年 3 月前需偿付有息债务规模为 6.80 亿元，公司仍存在一定的资金周转压力。
- **本期债券股票质押股份的市场价值持续低于本期债券尚未偿还本息总额的 110%，需关注其后续补质押情况。** 按 2020 年 6 月 8 日收盘价计算出质人质押股份市值为 4.33 亿元，已经连续 30 个交易日低于本期债券未偿还本息总额的 110%，截至 2020

年6月8日,公司尚未补齐质押股份,需持续关注质押股份市值情况与补质押情况。

发行人主要财务指标 (单位: 万元)

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	336,344.13	355,144.47	291,016.14	232,925.95
归属于母公司所有者权益合计	145,533.74	143,947.63	129,277.20	94,412.15
有息债务	106,246.24	124,732.14	75,042.63	62,867.20
资产负债率	56.21%	59.06%	55.44%	59.08%
流动比率	1.72	1.68	1.47	1.39
速动比率	0.94	1.00	0.73	0.62
营业收入	28,720.44	187,116.23	165,090.29	137,664.85
营业利润	1,905.74	11,621.18	8,401.83	7,896.38
净利润	1,646.16	10,145.21	7,194.54	6,477.56
综合毛利率	32.86%	29.23%	29.77%	28.88%
总资产回报率	-	4.31%	4.01%	4.63%
EBITDA	-	18,556.67	14,525.90	13,137.40
EBITDA 利息保障倍数	-	7.88	6.72	8.76
经营活动现金流净额	-5,932.19	16,660.31	7,825.84	5,613.67

资料来源: 公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表, 中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

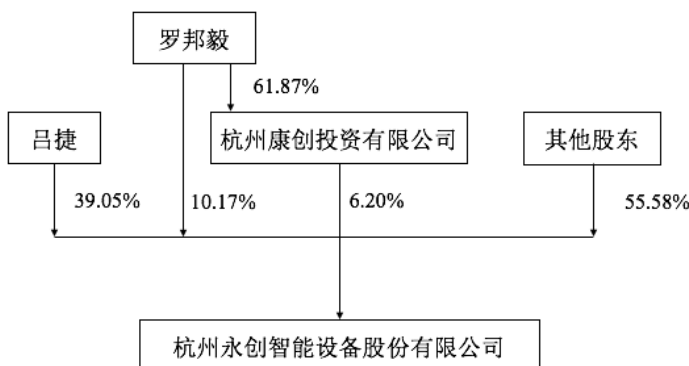
公司于2019年12月23日发行6年期5.12亿元公司债券，募集资金原计划用于年产4万台（套）包装设备建设项目及补充流动资金。根据2020年1月18日公司发布的《杭州永创智能设备股份有限公司关于使用部分闲置募集资金临时补充流动资金的公告》，公司将暂时闲置募集资金购买理财产品。截至2020年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为4,862.51万元。

二、发行主体概况

截至2020年4月末，公司注册资本、实收资本、主营业务范围、控股股东以及实际控制人未发生变化，公司注册资本和实收资本仍为43,938.90万元，公司控股股东、实际控制人仍为吕捷、罗邦毅夫妇（持有股权的质押比率分别为34.27%和31.38%）。

2020年5月，公司财务总监蒋东飞因个人原因离职，目前由公司董事长罗邦毅代行财务总监职责直至公司聘任新的财务总监。

图1 截至2020年4月末，公司股权关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年度公司主营业务未发生变化，仍主要进行智能包装设备生产，公司纳入合并范围内新增子公司3家，无减少子公司，详情见下表。

表1 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
深圳市永创自动化设备有限公司*	51.00%	500.00	自动化设备、自动贴膜机	收购
杭州珂瑞特新机械制造有限公司	100.00%	5,000.00	日用口罩（非医用）生产；日用品生产专用设备制造	设立
南京美创智能装备有限公司	100.00%	10,000.00	食品加工设备、啤酒酿造设备	设立

注：深圳市永创自动化设备有限公司的股权已于2020年3月售出。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、运营环境

2019年下游食品饮料行业景气度稳步上升，受疫情影响，2020年第一季度营收增速大幅下滑，但仍保持增长；随着国内疫情转为常态化防控，下游行业需求有望回暖，且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

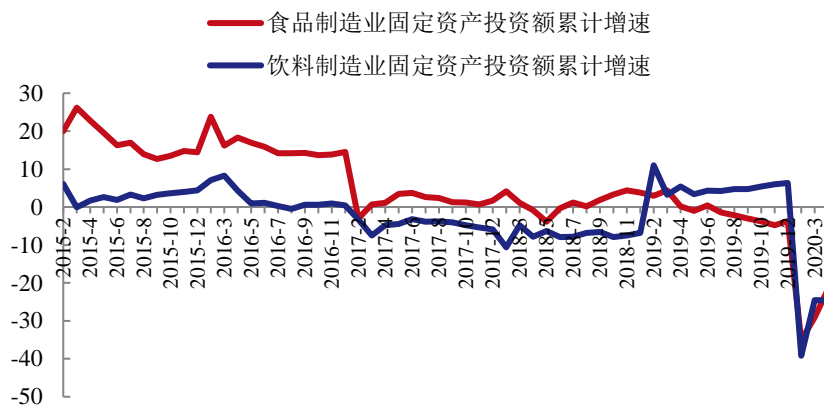
公司的包装设备及配套包装材料主要应用于食品、饮料、医药、化工、家用电器等众多领域。包装机械行业的市场容量、公司产品的需求与下游行业发展状况及固定资产投资呈明显的正向相关趋势。

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之一，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，2019年食品饮料行业终端需求有所增长，业内上市公司共实现营业收入7,110.66亿元，同比增长14.66%，增速较上年上升1.15个百分点，实现净利润1,225.95亿元，同比增长14.26%。食品饮料行业具备较强的社交场景属性，受疫情影响，消费场景暂时性停滞或者消失，导致2020年第一季度食品饮料行业业绩呈现较大的压力，上市公司实现营收1,907.80亿元，同比增长0.15%，营收增速虽大幅下降，但仍保持增长，实现归母净利润390.70亿元，同比下降0.66%。若扣掉茅台五粮液，其他上市公司收入和利润分别下滑16.9%和5.5%，受疫情冲击明显，业内分化加剧。

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2019年全年增速首次转负，全年增速降至-3.70%，受新冠疫情影响，2020年1-4月食品制造业固定资产投资规模增速为-21.50%。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23个月呈现负增长，但2019年增速由负转正，全年增速高达6.30%，较上年增速增长13.10个百分点，受新冠疫情影响，2020年1-4月饮料制造业固定资产投资规模增速为-24.60%。

整体来看，2019年中国食品饮料行业收入增速略有上升，市场景气度表现稳步提升，但受疫情影响，2020年第一季度上市公司营收增速大幅下滑至0.15%，仍保持增长态势；食品制造行业全年投资规模增速首次负增长，饮料制造行业投资规模增速大幅提升13.10个百分点，但2020年1-4月食品及饮料制造业固定资产投资规模均大幅下降，受新冠疫情冲击明显。

图 2 2015-2020 年 4 月我国食品及饮料制造业固定资产投资额同比增速（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

虽然包装设备行业的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，但此次突发新冠疫情带来的影响是系统性风险，导致 2020 年第一季度包装设备行业上市公司的营业收入规模均大幅下滑。考虑到国内疫情最差时刻已过，转为常态化防控，消费将逐步回归正常，且随着白酒淡季涨价，啤酒旺季逐渐来临，再加上一系列消费刺激政策的出台，食品饮料行业收入有望回暖。从中长期来看，疫情不会改变产业趋势，消费升级引领下行业稳中有升的趋势不会改变，且食品饮料行业处于弱周期行业，产品消费弹性系数较低，下游食品饮料行业的需求将有所回升。另一方面，包装设备的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，保证了下游行业对包装设备的基本需求，仍将对包装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继续提高

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。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。

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。目前国内从事包装设备及配件业务的上市企业主要有永创智能、

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。根据营业收入排名，永创智能的市场占有率稳居第一，保持智能包装生产设备行业龙头地位，收入规模超同行业最大的竞争对手 2 倍以上，规模优势进一步拉大。其余可比公司的排名略有变动，竞争较为激烈。随着未来行业整合进程加快，下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。

表2 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	公司简称	2019 年营业收入	2020 年 1-3 月营业收入	2020 年 1-3 月营收增速	2020 年 1-3 月净利润增速
1	永创智能	18.71	2.87	-29.14%	-20.55%
2	中亚股份	8.58	1.70	-18.85%	-54.89%
3	乐惠国际	7.54	2.10	-11.90%	80.89%
4	达意隆	7.12	1.51	-12.88%	46.41%
5	新美星	6.92	1.53	-1.68%	-41.52%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

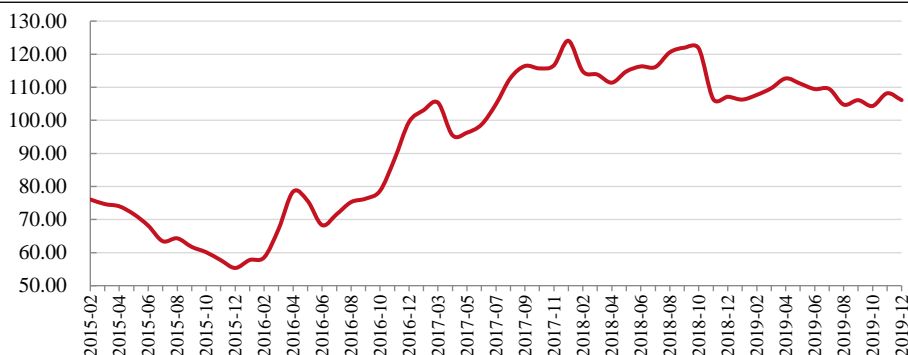
2020 年钢材需求启动推迟，后期钢价存在反弹动力，预计全年钢价将震荡下行，有利于压缩包装设备行业的整体成本控制

包装设备的原材料主要是钢料，2019 年钢材价格有所下滑，截至 2019 年末，中国钢材价格指数降至 106.10，回落至 2017 年年中水平，钢价的下滑在一定程度上缓解了部分厂商的生存压力。

中证鹏元认为 2020 年钢材需求启动推迟，后期钢价存在反弹动力，预计全年钢价将震荡下行，有利于压缩包装设备行业的整体成本。短期来看，考虑到“COVID-19”疫情对钢铁行业的影响主要集中一季度，且对下游需求端的影响大于钢铁生产端，供需错配下，导致钢材库存增长较快，可能会对钢价造成短期冲击。短流程钢厂普遍推迟复工时间，若钢价持续处于低位，不排除长流程钢厂进一步限产、减产，而随着下游行业的陆续复工，部分需求或将阶段性的大幅增长，行业可能呈阶段性的供需紧平衡，钢价存在反弹动力。纵观 2020 年全年，钢材供给量增速将高于需求增速，供应偏宽松，未来钢价下行压力较大，但企业库存仍处于低位，在社会库存后可充当第二层“蓄水池”吸收过剩供给、打赢蓝天保卫战下继续严格环保限产，将缓解钢价的下降幅度。供给端方面，在禁止“一刀切”和钢厂产能置换后环保达标的产能越来越多，大背景下 2020 年环保政策的限产边际作用将减弱，预计 2020 年粗钢产量将保持增长。需求端方面，从地产、基建和机械制造业三个方面分析，在疫情冲击下稳增长政策有望加码，

房地产开发投资房地产开发投资规模增速与地产用钢需求增量仍有保障；2020 年基建投资力度难以触及高峰，整体继续缓慢复苏；2020 年机械制造仍将保持平稳发展，对钢材需求保持稳定增长。整体来看，随着疫情结束后下游需求复苏和环保限产的实施，钢价有反弹机会，但总体是震荡下行。

图 3 2019 年中国钢材价格指数有所下滑，未来钢材供需弱平衡，预计 2020 年钢价将震荡下行



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

四、经营与竞争

2019年公司仍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，2019年公司营业收入规模为18.71亿元，同比上升13.34%。毛利率方面，因公司缠绕捆扎码垛系列产品的价格有所下降，2019年公司综合毛利率下降0.54个百分点，公司整体盈利能力变化不大。

表3 2018-2019 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

类型	项目	2019 年		2018 年	
		金额	毛利率 (%)	金额	毛利率 (%)
包装设备及件	智能包装生产线	67,552.77	31.45	53,214.23	32.38
	缠绕捆扎码垛系列	47,242.86	27.61	44,315.54	29.30
	成型填充封口系列	25,365.38	32.91	24,719.96	32.89
	贴标打码系列	407.00	47.18	477.55	51.15
	配件及其他	22,784.08	31.40	20,114.66	31.27
	小计	163,352.08	30.60	142,841.94	31.42
包装材料		22,744.36	18.25	21,124.37	15.75
合计		186,096.45	29.09	163,966.31	29.40

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

2019 年公司保持智能包装生产设备行业龙头地位，规模优势进一步扩大，对单一供货商的依赖程度仍较低，经营风险相对可控

2019年公司保持智能包装生产设备行业龙头地位，收入规模超同行业最大的竞争对手2倍以上，营收规模达18.71亿元，同比上升13.34%，规模优势进一步拉大。2019年公司继续拓展产品种类，下游行业分布广泛，仍然广泛应用于食品、饮料、医药、化工、家用电器、等众多领域，能够有缓释经营风险。从收入细分来看，2019年公司主要的产品条线收入规模均有所上升，其中智能包装生产线收入同比上升26.94%，对整体营收规模贡献较大，贴标打码系列收入规模有所下降，但对整体利润水平影响不大。

2019年公司主要原材料钢材和塑料颗粒的价格较上年分别同比下降1.80%和5.89%，导致公司直接材料成本在主营业务成本中占比略有下降。2019年公司包装设备生产成本中制造费用占比上升，直接人工成本较上年同期占比有所下降，主要系公司在报告期部分半成品的生产、产成品的简易装配、现场安装采用服务外包方式实现。2019年包装材料生产成本中直接人工上升，制造费用下降，主要系公司报告期调整包装材料生产包装流程，增加少量人工，取消原外包业务。

毛利率方面，2019年智能包装生产线产品平均单价同比上升12.59%，但成本中制造费用大幅上升，导致该产品毛利率下降0.93个百分点；2019年缠绕捆扎码垛系列产品平均单价下降10.67%，导致该产品毛利率下降1.69个百分点，受此影响，2019年公司综合毛利率下降0.54个百分点，降至29.23%。

表4 2018-2019年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		2019年		2018年	
		成本	占比	成本	占比
包装设备及配件	钢料、机械元件、电器元器件等	75,396.24	66.50%	65,041.09	66.39%
包装材料	塑料粒子	15,803.63	84.99%	15,212.45	85.48%
直接材料成本		91,199.87	69.11%	80,253.54	69.33%
主营业务成本		131,964.35		115,760.90	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表5 2018-2019年公司主要原材料钢材和塑料颗粒的均价变动情况

项目	2019年	2018年
钢材（元/吨）	6,596.40	6,717.25
塑料颗粒（元/吨）	7,433.45	7,898.46

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

从采购对象来看，2018-2019年，公司前五大供应商采购金额占比分别为14.74%和15.01%，采购客户集中度仍相对较低，大部分采购原材料不存在对单一供应商依赖情况，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6 2018-2019年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（%）
2019年	供应商一	电器	4,253.60	4.07
	供应商二	电器	2,951.42	2.82
	供应商三	塑料颗粒	2,911.20	2.78
	供应商四	塑料颗粒	2,744.65	2.62
	供应商五	钢材	2,832.44	2.71
	合计	-	15,693.31	15.01
2018年	供应商一	电器	4,561.23	4.39
	供应商二	钢材	2,981.07	2.87
	供应商三	塑料颗粒	2,896.47	2.79
	供应商四	电器	2,891.24	2.78
	供应商五	钢材	1,979.18	1.91
	合计	-	15,309.19	14.74

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产销率水平较高，且持续上升，随着国内疫情转为常态化防控，下游行业需求有回暖，预计公司业务仍存在一定的发展空间

公司销售区域仍主要集中在国内，2019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。从产销率数据来看，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，因此产销率处于较高水平，2019年产销率继续上升；缠绕捆扎码垛系列与成型填充封口系列产品采用的生产模式通常为“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，因此产销率也处于较高水平。整体看来，公司产品滞销风险较低，2019年产销率水平有所上升，保持在较高水平。

表7 2018-2019年公司包装设备的产量、产能等情况（单位：台/套）

项目	2019年			2018年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
智能包装生产线	417	389	93.29%	403	345	85.61%
缠绕捆扎码垛系列	121,796	119,285	97.94%	102,145	99,957	97.86%
成型填充封口系列	13,574	13,537	99.73%	13,433	13,195	98.23%
贴标打码系列	147	143	97.28%	209	179	85.65%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司规模效应增强，龙头地位稳固，公司与客户签订合同时更为强势，收款周期有所缩短，标准化产品要求款到发货，非标产品提前预收部分款项。从销售客户集中度来看，2018-2019年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23.54%和18.35%，客户集中度有所下降，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 8 2018-2019 年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（%）
2019年	客户一	9,075.09	4.88
	客户二	8,523.58	4.58
	客户三	6,424.28	3.45
	客户四	5,362.90	2.88
	客户五	4,754.32	2.55
	合计	34,140.17	18.35
2018年	客户一	15,879.51	9.68
	客户二	9,375.47	5.72
	客户三	5,854.62	3.57
	客户四	3,855.40	2.35
	客户五	3,629.98	2.21
	合计	38,594.98	23.54

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受新冠疫情影响，2020年第一季度公司营业收入规模大幅下滑29.14%。但考虑到国内疫情转为常态化防控，消费将逐步回归正常，食品饮料行业收入有望回暖。从中长期来看，疫情不会改变产业趋势，消费升级引领下行业稳中有升的趋势不会改变，下游食品饮料行业的需求将有所回升。另一方面，公司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，仍将对公司设备销售提供一定支撑。

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；在建项目尚需投入资金较多，公司存在一定的资金压力

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、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2019年末，该项目已投入资金0.25亿元，尚需投入资金规模为5.71亿元。

此外，本期债券的募投项目年产40,000台（套）包装设备建设项目已开工建设，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%，截至2019年末，募投项目已投资金额为0.32亿元，尚需投入5.17亿元。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。截至2019年末，公司在建项目计划总投资额为11.44亿元，两次募集资金承诺投资总额为6.64亿元，总计尚需投入资金10.88亿元，公司存在一定的资金压力。

表9 截至2019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	2,494.86	57,103.14
在建	年产 40,000 台（套）包装设备建设项目	54,830.00	3,158.10	51,671.90
-	合计	114,428.00	5,652.96	108,775.04

注：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

截至2019年末，公司拥有专利权549项，其中发明专利90项（含PCT专利30项），总计较上年新增63项专利权。公司目前拥有较为稳定的技术研发团队，截至2019年末，技术研发人员共672人，占公司总人数的21.74%，较上年新增102名技术人员，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，2019年研发费用增至1.02亿元，投入绝对值仍继续增长，未来公司的研发能力提升存在一定的保障。

表10 2018-2019年公司研发投入情况（单位：万元）

研发费用项目	2019年	2018年
职工薪酬	5,421.10	4,910.80
直接材料	3,110.30	2,793.79
交通差旅办公费	556.37	549.86
其他	1,084.92	855.89
合计	10,172.69	9,110.34
研发费用占营业收入比例（%）	5.44	5.52

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告以及2020年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018年数据采用2019年审计报告期初数。2019年度公司合并报表范围新增3家子

公司，具体详情见表1。

资产结构与质量

2019年公司资产规模保持增长，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

2019年公司公开发行可转换公司债券，资产规模保持增长，截至2019年末，公司资产总额达到35.51亿元，同比上升22.04%。截至2020年3月末，公司资产规模为33.63亿元，略有下降，主要系2020年一季度公司偿还部分债务所致。从资产构成来看，公司仍以流动资产为主，截至2020年3月末公司资产中的流动资产与非流动资产占比分别为76.78%与23.22%。

截至2019年末，公司货币资金余额为9.51亿元，同比大幅上升93.71%，主要系2019年公司公开发行可转换公司债券募集资金到账所致，2020年1-3月公司偿还部分债务，货币资金余额有所回落。从2019年末的货币资金构成来看，以银行存款为主，受限金额大幅下降至0.07亿元，受限比例较小。得益于2019年公司加强对应收账款的催收管理，截至2019年末，公司应收账款规模略有下降，主要应收对象为百威雪津啤酒有限公司、青岛好品海瑞信息技术有限公司、百威雪津（南昌）啤酒有限公司、马鞍山达利食品有限公司和宜昌爱牧客乳品有限公司，上述单位合计欠款规模为0.60亿元，占应收账款的比重为13.05%，考虑到公司主要的应收对象为民营企业，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延长，存在一定的回收风险。2018-2020年3月末公司存货规模持续增长，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。截至2019年末，公司已预收4.98亿元货款。

公司其他非流动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15家公司²，截至2020年3月末，账面价值为1.23亿元。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2019年末公司固定资产规模为3.64亿元，同比上升18.87%。其中房屋及建筑物的增长主要系厂房和办公楼的购置所致。

表 11 2018-2020 年 3 月末公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年
----	---------	-------	-------

² 均为智能包装设备行业上下游的公司，2019年合计公允价值变动64.51万元，获得股利收入10.01万元。

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	64,529.04	19.19%	95,141.24	26.79%	49,114.84	16.88%
应收账款	37,348.82	11.10%	39,358.38	11.08%	40,616.20	13.96%
存货	116,693.87	34.69%	111,348.03	31.35%	108,909.93	37.42%
流动资产合计	258,239.71	76.78%	276,510.95	77.86%	217,285.16	74.66%
其他非流动金融资产	12,338.23	3.67%	12,338.23	3.47%	11,863.27	4.08%
固定资产	35,699.31	10.61%	36,400.42	10.25%	30,621.65	10.52%
非流动资产合计	78,104.42	23.22%	78,633.51	22.14%	73,730.97	25.34%
资产总计	336,344.13	100.00%	355,144.47	100.00%	291,016.14	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 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

公司营运资金周转效率有所上升，优于同行业平均水平；总资产运营效率虽有所下降，但仍高于行业其他企业

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。2019年公司加强对应收账款的催收管理，应收账款周转天数下降至76.93天，低于同行业平均水平22.96天。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，2019年公司存货周转天数为299.40天，较上年下降12.31天，低于同行业平均水平112.00天。2019年公司应付账款周转天数为73.44天。整体来看，2019年公司净营业周期较上年下降13.34天，低于行业平均水平91.86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。

2019年公司公开发行可转换公司债券募集资金，导致公司货币资金余额大幅上升，流

流动资产周转天数有所增加。受下游行业固定资产投资规模增速放缓的影响，2019年包装机械行业的总资产周转天数有所提升，公司的总资产天数虽上升至621.59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 12 2018-2019 年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
应收账款周转天数	76.93	85.62
存货周转天数	299.41	311.71
应付账款周转天数	73.44	81.10
净营业周期	302.91	316.23
流动资产周转天数	475.02	417.84
固定资产周转天数	64.47	65.95
总资产周转天数	621.59	571.26

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

表 13 2018-2019 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	
	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年
达意隆	246.47	185.11	732.45	568.99
乐惠国际	621.72	367.20	940.19	648.65
新美星	342.77	396.75	736.50	849.06
中亚股份	368.08	448.43	820.98	1,027.98
算术平均值	394.76	349.37	807.53	773.67
永创智能	302.90	316.24	621.59	571.26

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司营业收入规模有所上升，利润总额增幅较大；受新冠疫情影响，2020年1-3月营收与利润总额均大幅下滑

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。2019年公司业务规模有所增长，营业收入为18.71亿元，较上年同期上升13.34%。受“COVID-19”疫情影响，公司自2020年2月17日复工后才陆续恢复正常经营，2020年1-3月公司营业收入为2.87亿元，同比大幅下滑29.14%。

盈利能力方面，2018-2019年及2020年1-3月公司综合毛利率存在波动，分别为29.77%、29.23%和32.86%，毛利率保持在30%左右，相对较为稳定，盈利能力尚可。2019年公司净资产收益率与总资产回报率均较上年有所提升。

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，2019年公司销售费用同比上升14.30%，管理费用略有上升，财务费用大幅下降，主要原因系2019年公司收回南京轻工机械厂有限公司投资意向金产生的利息收入，以及2018年9月完成非公开发行股票募集资金，闲置募集资金在2019年产生相应利息收入所致。在上述因素的影响下，2019年公司期间费用略有上升。

利润方面，因2019年公司业务规模增长，财务费用大幅下降且获得较大规模的政府补助，当年利润总额同比上升38.79%，增至1.16亿元。受新冠疫情影响，2020年1-3月公司利润总额为0.18亿元，同比大幅下滑21.68%。

表 14 近年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	28,720.44	187,116.23	165,090.29
营业利润	1,905.74	11,621.18	8,401.83
利润总额	1,789.89	11,584.49	8,346.81
净利润	1,646.16	10,145.21	7,194.54
综合毛利率	32.86%	29.23%	29.77%
期间费用率	19.79%	16.11%	17.40%
营业利润率	6.64%	6.21%	5.09%
总资产回报率	-	4.31%	4.01%
净资产收益率	-	7.36%	6.37%
营业收入增长率	-	13.34%	19.92%
净利润增长率	-	41.01%	11.07%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营资金回笼及时，经营活动现金流表现大幅提升，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及时，2018-2019年及2020年1-3月公司收现比分别为1.00、1.04和1.28，整体销售回款表现良好且回笼能力不断提升。随着2019年公司营收规模增长，公司加强收款力度及新增订单预收款项增加，公司FFO（经营所得现金）同比有所上升，增至1.83亿元。因2019年公司业务规模有所上升，经营性应收项目及应付项目均有所上升，营运资本较上年小幅上升0.17亿元。在经营所得现金增加与营运资本上升的综合影响下，2019年公司经营活动现金流入1.67亿元，表现较上年大幅上升112.89%，整体看来，公司经营活动现金流表现较好。

投资活动方面，2019年公司投资活动产生的现金流量净流出1.26亿元，较2018年净流出减少61.99%，主要系当年公司转让部分参股公司股权，且收回南京轻工机械厂的部分

投资意向金所致。

筹资活动方面，2019年公司公开发行可转债募集资金5.12亿元，导致当年筹资活动产生的现金流量净额增至5.39亿元，同比上升55.44%。2020年1-3月公司偿还大规模借款，导致筹资活动现金净流出1.94亿元。当前公司在建项目尚需投入资金10.88亿元，公司存在一定的资金压力。

表 15 近年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
收现比	1.28	1.04	1.00
净利润	1,646.16	10,145.21	7,194.54
FFO	-	18,333.73	15,244.29
营运资本变化	-	-1,673.42	-7,418.45
其中：存货减少（减：增加）	-	-3,948.24	-15,847.75
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-21,415.45	-16,636.69
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	23,690.27	25,065.99
经营活动产生的现金流量净额	-5,932.19	16,660.31	7,825.84
投资活动产生的现金流量净额	-10,741.51	-12,613.07	-33,182.45
筹资活动产生的现金流量净额	-19,424.07	53,924.44	34,690.40
现金及现金等价物净增加额	-36,038.13	57,999.11	9,353.58

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 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

公司债务规模波动上升，净资产对于负债总额的保障水平整体有所下降，存在一定的资金周转压力

得益于2019年公司发行可转换公司债券，部分列示为权益类资产，新增其他权益工具1.29亿元，截至2019年末，公司所有者权益规模增至14.54亿元。随着持续经营的积累，截至2020年3月末，公司所有者权益继续增至14.73亿元。截至2020年3月末，公司偿还部分债务，负债总额回落至18.91亿元，产权比率调整为128.38%，净资产对于负债总额的保障水平较2018年末整体有所下降。

表 16 近年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	189,067.58	209,733.16	161,329.16
所有者权益	147,276.55	145,411.30	130,432.79
产权比率	128.38%	144.23%	123.69%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

截至2020年3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79.46%，比重整体有所下降。截至2020年3月末，短期借款主要为信用借款，账面总余额达到2.28亿元；应付票据主要为银行承兑汇票，账面余额为3.50亿元；应付账款主要为货款等，账面余额为2.07亿元，账龄主要集中在1年以内；公司预收款项规模较大，账面余额为5.79亿元，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，期末余额也不断上升。截至2020年3月末，公司应付债券主要系2019年发行的永创转债，余额为3.78亿元。

表 17 近年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	22,822.29	12.07%	31,142.65	14.85%	32,846.60	20.36%
应付票据	34,957.97	18.49%	41,511.37	19.79%	33,423.31	20.72%
应付账款	20,714.89	10.96%	27,393.66	13.06%	26,628.85	16.51%
预收款项	57,878.23	30.61%	49,789.71	23.74%	45,494.06	28.20%
流动负债合计	150,228.62	79.46%	164,926.47	78.64%	147,721.68	91.57%
应付债券	37,843.60	20.02%	37,156.42	17.72%	0.00	0.00%
非流动负债合计	38,838.97	20.54%	44,806.70	21.36%	13,607.48	8.43%
负债合计	189,067.58	100.00%	209,733.16	100.00%	161,329.16	100.00%
有息债务	106,246.24	56.19%	124,732.14	59.47%	75,042.63	46.52%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

截至2020年3月末，公司有息债务规模为10.62亿元（含应付票据3.50亿元），在负债总额中占比为56.19%，其中2020年3月末至2021年3月末需偿付有息债务规模为6.80亿元，存在一定的资金周转压力。

从偿债指标来看，2020年3月末公司资产负债率为56.21%，较2018年末增长0.78个百分点，整体负债水平适中。受公司发行可转债货币资金规模上升，同时偿还部分到期借款影响，2020年3月末公司流动比率增至1.72，速动比率波动上升至0.94。因2019年公司利润总额上升38.79%，同期EBITDA增至1.86亿元，同比上升27.75%，使得息税折旧摊销前利润对于公司债务利息的保障程度有所上升，保障程度适中。

表 18 2018-2020 年 3 月末公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	56.21%	59.06%	55.44%
流动比率	1.72	1.68	1.47
速动比率	0.94	1.00	0.73
EBITDA（万元）	-	18,556.67	14,525.90

EBITDA 利息保障倍数	-	7.88	6.72
---------------	---	------	------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

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。《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2020年6月8日，出质人实际质押股数为58,813,803股，按2020年6月8日收盘价计算，市值为4.33亿元，已经低于本期债券未偿还本息总额的110%，截至2020年6月8日，公司尚未补齐质押股份，中证鹏元后续会持续关注质押股份市值情况。

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。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年3月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司不存在对外担保，涉及两项诉讼、仲裁事项，主要系2015年8月12日，公司与南京轻工业机械厂有限公司（以下简称“南轻机械”）签订《意向保证金协议》，约定公司以缴纳意向保证金的形式参与南轻机械子公司南京轻机包装机械有限公司（以下简称“南轻包装”）混合所有制改革及新增股权的认购，并支付意向保证金4,500.00万元。由于南轻包装混合所有制改革项目没有任何实质性的推进，公司决定退出上述合作，双方协商未获成功。2019年3月26日，经杭州市西湖区人民法院一审判决，解除上述《意向保证金协议》和《投资框架协议》，南轻机械应向公司返还意向保证金4,500.00万元及相应利息。2019年6月16日，公司与南轻机械并北京中轻合力国际展览有限公司、轻工业杭州机电设计研究院有限公司签订《和解协议》，南轻机械承诺在2019年至2021年期间向本公司分期付清4,500.00万元款项及相应利息。同时，北京中轻合力国际展览有限公司和轻工业杭州机电设计研究院有限公司为南京轻工机械厂有限公司提供担保。

截至2019年12月31日，南轻机械已按约定归还本金2,000.00万元及利息838.98万元（不含税为791.48万元）。考虑到本次意向保证金的回收已签订和解协议并收回部分款项，且担保方均

为国有企业，整体回收风险相对可控。但待回收规模超2,500.00万元，且具体偿还时间存在一定的不确定性，对公司流动资金造成一定的占用，后续仍需关注款项回收情况。

八、评级结论

公司保持智能包装生产设备行业龙头地位，2019年公司收入规模超同行业最大的竞争对手2倍以上，规模优势进一步扩大，经营风险相对可控；2019年公司研发费用增至1.02亿元，投入绝对值仍继续增长，为公司产品更新换代能力继续提升提供保障；2019年公司加强应收账款的催收管理，截至2019年末公司应收账款余额逆营收规模的上涨而略有下降，整体营运资金周转效率有所上升，优于同行业平均水平；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。

但同时需关注的是，公司在扩产能规模较大，面临一定的新增产能不能及时消化的风险；截至2019年末，公司在建项目计划总投资额为11.44亿元，尚需投入资金10.88亿元，公司存在一定的资金压力；公司债务规模波动上升，净资产对于负债总额的保障水平整体有所下降，2020年1-3月公司经营活动产生的现金流净流出0.59亿元，仍存在一定的资金周转压力；本期债券股票质押股份的市场价值持续低于本期债券尚未偿还本息总额的110%，需关注其后续补质押情况。等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元将公司主体长期信用等级维持为AA-，本期债券信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	64,529.04	95,141.24	49,114.84	25,832.71
应收账款	37,348.82	39,358.38	40,616.20	37,912.12
存货	116,693.87	111,348.03	108,909.93	91,857.18
总资产	336,344.13	355,144.47	291,016.14	232,925.95
短期借款	22,822.29	31,142.65	32,846.60	31,400.00
应付票据	34,957.97	41,511.37	33,423.31	22,647.20
应付账款	20,714.89	27,393.66	26,628.85	25,606.39
预收款项	57,878.23	49,789.71	45,494.06	33,281.59
一年内到期的非流动负债	10,181.76	7,620.80	-	-
应付债券	37,843.60	37,156.42	-	-
总负债	189,067.58	209,733.16	161,329.16	137,604.61
有息债务	106,246.24	124,732.14	75,042.63	62,867.20
所有者权益合计	147,276.55	145,411.30	130,432.79	95,321.35
营业收入	28,720.44	187,116.23	165,090.29	137,664.85
营业利润	1,905.74	11,621.18	8,401.83	7,896.38
净利润	1,646.16	10,145.21	7,194.54	6,477.56
经营活动产生的现金流量净额	-5,932.19	16,660.31	7,825.84	5,613.67
投资活动产生的现金流量净额	-10,741.51	-12,613.07	-33,182.45	-19,685.90
筹资活动产生的现金流量净额	-19,424.07	53,924.44	34,690.40	15,220.67
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	76.93	85.62	84.42
存货周转天数	-	299.41	311.71	282.08
应付账款周转天数	-	73.44	81.10	72.10
净营业周期	-	302.91	316.23	294.40
流动资产周转天数	-	475.02	417.84	371.27
固定资产周转天数	-	64.47	65.95	74.42
总资产周转天数	-	621.59	571.26	529.66
综合毛利率	32.86%	29.23%	29.77%	28.88%
期间费用率	19.79%	16.11%	17.40%	22.06%
营业利润率	6.64%	6.21%	5.09%	5.74%
总资产回报率	-	4.31%	4.01%	4.63%
净资产收益率	1.12%	7.36%	6.37%	6.97%
营业收入增长率	-	13.34%	19.92%	36.93%
净利润增长率	-	41.01%	11.07%	-26.65%
资产负债率	56.21%	59.06%	55.44%	59.08%

流动比率	1.72	1.68	1.47	1.39
速动比率	0.94	1.00	0.73	0.62
EBITDA (万元)	-	18,556.67	14,525.90	13,137.40
EBITDA 利息保障倍数	-	7.88	6.72	8.76
有息债务/EBITDA	-	6.72	5.17	4.79
债务总额/EBITDA	-	11.30	11.11	10.47
经营性净现金流/流动负债	-0.04	0.10	0.05	0.05
经营性净现金流/负债总额	-0.03	0.08	0.05	0.04

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

附录二 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 + 1年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券

附录三 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。