

汕头东风印刷股份有限公司

公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2020）

项目负责人：向 岚 liang@ccxi.com.cn

项目组成员：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年6月23日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1202 号

汕头东风印刷股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“东风转债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十三日

评级观点：中诚信国际维持汕头东风印刷股份有限公司（以下简称“东风印刷”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“东风转债”的信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了公司拥有完整烟标印刷产业链、客户资源优质、财务杠杆水平较低以及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到公司盈利水平有所下降、分红政策激进、投资收益情况不确定和多元化管理压力等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

东风印刷（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	56.88	59.07	61.45	61.13
所有者权益合计（亿元）	40.45	43.16	42.55	44.33
总负债（亿元）	16.43	15.90	18.89	16.81
总债务（亿元）	10.01	8.69	12.17	10.41
营业总收入（亿元）	28.02	33.28	31.73	8.81
净利润（亿元）	6.68	7.59	4.25	1.89
EBIT（亿元）	7.89	9.18	5.74	--
EBITDA（亿元）	9.80	11.00	7.59	--
经营活动净现金流（亿元）	11.92	6.61	7.32	1.33
营业毛利率(%)	42.04	38.63	40.63	40.47
总资产收益率(%)	13.71	15.84	9.52	--
资产负债率(%)	28.88	26.93	30.75	27.49
总资本化比率(%)	19.83	16.75	22.24	19.02
总债务/EBITDA(X)	1.02	0.79	1.60	--
EBITDA 利息倍数(X)	31.62	52.23	22.12	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ 跟踪期内，公司保持完整烟标印刷产业链和优质客户资源。

公司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烟标印刷全产业链条，有利于生产成本及产品质量风险控制，同时，公司为全国 29 个重点卷烟品牌中的 21 个品牌提供印刷包装业务，客户资源优质，稳定性较好。

■ **财务结构稳健，杠杆水平较低。**截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 27.49% 和 19.02%，财务杠杆水平较低。

■ **融资渠道畅通。**截至 2019 年末，公司共获得各银行综合授信额度 21.46 亿元，其中未使用额度 14.97 亿元。较为稳定的银企关系为公司经营性资金需求和债务本息支付提供一定保障。此外，公司作为 A 股上市公司，资本市场直接融资渠道畅通。

关注

■ **跟踪期内，公司盈利水平有所下降。**2019 年，因竞标压力加大，公司经营性业务利润有所下滑，此外，公司并计提商誉减值准备 1.92 亿元，盈利水平有所下滑。

■ **分红政策激进。**2018 年度，公司现金分红 8.12 亿元，占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 108.54%，近年来，公司分红占上市公司股东净利润的比重一直维持在很高比例，不利于利润积累。

■ **公司投资收益情况值得关注，面临一定多元化管理压力。**近年来公司对外投资规模较大，投资收益情况值得关注；公司业务范围涵盖烟标印刷包装及上游材料业务、医药包装、PET 基膜及功能膜、乳制品、消费并购基金等多个领域，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。

评级展望

中诚信国际认为，汕头东风印刷股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**资本实力显著增强，盈利能力大幅上升且具有持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**盈利能力大幅下滑；债务水平继续攀升，流动性压力加大。

同行业比较

2019 年部分包装企业主要指标对比表

公司名称	包装类型	产能	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
裕同科技	精品盒	--	125.75	47.09	98.45	10.68
合兴包装	瓦楞纸包装	瓦楞纸板：32.42 亿平方米/年 瓦楞纸箱：22.24 亿平方米/年	65.12	49.45	110.97	2.90
东风印刷	烟标	烟标：403.10 万大箱/年	61.45	30.75	31.73	4.25

注：“裕同科技”为“深圳市裕同包装科技股份有限公司”简称；“合兴包装”为“厦门合兴包装印刷股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
东风转债	AA	AA	2.95	2.95	2019/12/24~2025/12/24

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

表 1：截至 2020 年 3 月末公司募集资金使用情况（亿元）

债项简称	募集用途	募集资金	已使用资金	募集用途是否变更
东风转债	收购千叶药包 75% 股权	2.59	2.59	否
	补充流动资金	0.36	0.36	否
	合计	2.95	2.95	--

资料来源：《汕头东风印刷股份有限公司关于 2019 年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的

内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽

管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年下游烟草行业保持平稳发展态势，烟标印刷行业市场集中度或将逐步提高

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，是技术和资金密集型行业。

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。根据国家统计局数据，2019 年卷烟产量为 2.36 万亿支，同比小幅增长 1.23%；卷烟销量为 2.37 万亿支，同比小幅下降 0.2%，库存较年初下降 13.4%。根据烟草行业数据显示，2019 年烟草行业实现工商税利总额 12,056 亿元，同比增长 4.3%；上缴财政总额 11,770 亿元，同比增长 17.7%，税利总额和上缴财政总额创历史最高水平。2020 年的新型冠状病毒肺炎疫情延缓了国民经济增长速度，增加了国家财政支出的压力，烟

草行业利税将在国家财政收入中占据更加突出的位置，预计烟草行业整体仍将保持平稳发展的态势。

中诚信国际认为，近年来卷烟品牌总量不断减少，卷烟产品不断向中高端聚集，品牌集中度不断提高，产品设计服务能力强、印刷工艺水平高、防伪性强、节能环保水平高的龙头烟标企业的竞争优势进一步凸显，烟标印刷行业的市场集中度将逐步提高。

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，其中以白卡纸为主的纸品是原料成本的主要组成部分，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。2019 年以来，造纸行业逐步回暖，各细分纸种价格低位企稳，据中国纸网统计，2019 年，全国机制纸及纸板产量为 12,515.30 万吨，同比增长 3.50%。从价格来看，2019 年上半年，白卡纸受中美贸易战和经济下行压力影响，需求低迷，库存压力凸显，价格有所下降，纸厂通过停机转产方式缓解产能压力，2019 年下半年随着节日需求旺季的来临，白卡纸价格趋于平稳。烟用白卡作为高端白卡纸，价格较为坚挺，目前烟标销售价格普遍下滑，烟标企业的利润有所压缩。

跟踪期内，受卷烟消费趋势下行和国家控烟政策影响，公司烟标销量和产品价格均有所下滑

公司是我国烟标印刷龙头企业，在全国设有 6 个大型生产基地。

2019 年，受淘汰老旧生产线影响，公司产能小幅下降约 3%；烟标行业去库存接近尾声，公司产量小幅提升，产能利用率小幅提升，**中诚信国际关注到**，公司汕头本部工厂产能利用率超过 100%，但部分生产基地产能利用率约 50%，2019 年，公司将部分靠近各生产基地的本部订单逐步转移至子公司，各基地产能释放不平衡情况有所缓解。

受卷烟消费趋势下行和国家控烟政策影响，公司烟标销量有所下滑，为消耗前期库存，2019 年公

司烟标产销率高于 100%。近年来，公司产销率波动较大，中诚信国际将对公司生产安排与销售匹配情况保持关注。

公司产品定价采取成本加成的原则，下游客户烟草公司行业地位较高，议价能力较强，2019 年公司对外销售烟标价格有所下滑。公司与下游烟草企业结算周期一般为 90 天。

表 2：近年来公司烟标产能及产销情况

	2017	2018	2019
产能（万套/年）	101,213.00	104,285.00	100,775.00
产量（万套）	86,728.90	82,594.64	83,119.19
产能利用率（%）	85.69	79.20	82.48
销量（万套）	86,259.65	94,793.10	87,693.63
产销率（%）	99.46	114.77	105.50
单价（元/套）	2.91	2.98	2.81

注：公司产能按每年 250 天生产天数核算；烟标计量单位 1 大箱=250 套
 资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年，公司共完成 21 家烟草公司发起的合计 69 次招投标工作，合计中标产品 106 个，其中新中标产品 32 个，包括“双喜”、“贵烟”、“娇子”等知名卷烟品牌，公司在烟标行业市占率约 7.41%。2019 年，公司为全国 29 个重点卷烟品牌中的 21 个品牌提供印刷包装业务，新增为湖北中烟工业有限责任公司提供烟标印刷包装服务。受行业特性影响，公司客户稳定性良好，受客户产品结构调整和国家招投标政策影响，前五大销售客户集中度较 2018 年下降 4.29 个百分点，仍保持较高水平。

表 3：2019 年公司前五大销售客户情况（万元、%）

客户名称	产品种类	销售金额	占烟标业务收入比重

表 5：近年来公司烟标生产成本情况（元/套、%）

项目	2017		2018		2019	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	1.04	69.25	1.14	69.64	1.03	68.97
人工成本	0.13	8.53	0.14	8.60	0.13	8.97
其他制造费用	0.34	22.21	0.36	21.76	0.33	22.05
合计	1.51	100.00	1.64	100.00	1.50	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司共拥有合格供应商（第三方，下同）237 家，并与其中 57 家供应商建立了长

贵州中烟工业有限责任公司	烟标	45,098.22	18.27
湖南中烟工业有限责任公司	烟标	37,365.23	15.14
甘肃烟草工业有限责任公司	烟标	32,580.09	13.20
吉林烟草工业有限责任公司	烟标	31,325.20	12.69
云南中烟物资(集团)有限责任公司	烟标	24,178.12	9.80
合计	--	170,546.85	69.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受烟标卡纸价格上升影响，公司原纸和纸品采购单价有所上升，受益于原料自给率提高，公司生产成本降低

公司烟标生产成本中原材料采购成本占比近 70%，原材料采购产品主要包括原纸、纸品和全息电化铝、油墨等辅助材料，其中，原纸和纸品成本占原材料采购成本约 50%~60%。2019 年，公司各原材料价格走势不一，受优质烟标卡纸价格上涨影响，公司从外部采购的原纸和纸品采购单价呈上升态势，电化铝和聚酯切片价格呈下降态势。

除从外部采购外，公司自产烟标原材料包括纸品、普通油墨和电化铝等，受益于生产工艺改革和原材料自给率提高，烟标生产成本有所降低。

表 4：近年来公司主要原材料自给率情况（%）

原材料	2018	2019
纸品	47.62	50.52
油墨	48.22	50.83
电化铝	29.32	36.52

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期稳定的战略合作关系。2019 年，公司向前五大供应商采购金额占总生产成本的比例与 2018 年基本

持平，主要供应商较为稳定。

表 6：2019 年公司前五大采购商情况（万元、%）

供应商名称	商品种类	采购金额	占比
珠海红塔仁恒包装股份有限公司	原纸	12,027.23	7.55
中国石化仪征化纤有限责任公司	聚脂切片	10,179.41	6.39
汕头市永嘉有限公司	原纸	8,016.36	5.03
山东博汇纸业股份有限公司	原纸	6,852.70	4.30
广东电网有限责任公司汕头供电局	电力	4,360.30	2.74
合计	--	41,436.00	26.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年公司膜产品销量向好；受技改部分生产线停运影响，公司纸品产能下降，对外产销量保持稳定

2019年，公司为消耗前期库存，PET基膜产量有所减少，受益于市场环境向好，公司PET基膜销量小幅增长，产销率提升。此外，2019年，公司开发22款功能膜产品，实现对外销售收入0.31亿元，同比增长20.98%。

表 7：近年来公司基膜产销情况

	2017	2018	2019
产能（万吨/年）	1.50	1.50	1.50
总产量（万吨）	1.28	1.50	--
产能利用率（%）	85.13	100.33	--
对外产量（万吨）	0.93	1.10	1.07
对外销量（万吨）	0.96	1.06	1.10
对外产销率（%）	102.70	96.46	103.23
对外销售收入（亿元）	0.89	1.27	1.32
平均单价（万元/吨）	0.93	1.19	1.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019年，受技改导致部分生产线停运影响，公司纸品产能下降，产量和销量保持稳定，产能利用率上升。

表 8：近年来公司纸品产销情况

	2017	2018	2019
产能（万吨/年）	3.60	3.60	2.70
总产量（万吨）	2.98	2.75	2.72
产能利用率（%）	82.88	76.52	100.74
对外产量（万吨）	0.52	0.47	0.66

¹ 公司自 2019 年 5 月将千叶药包纳入合并范围内。

对外销量（万吨）	0.50	0.62	0.63
对外产销率（%）	96.88	132.28	95.91
对外销售收入（亿元）	0.89	1.12	1.18
平均单价（万元/吨）	1.77	1.81	1.87

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司收购贵州千叶药品包装股份有限公司（以下简称“千叶药包”）股权，带动医药包装业务扩大；持续推进消费产业基金投资；非关联多元化业务的发展使得公司管理能力及风险控制能力面临挑战

2019年4月，公司出资2.59亿元收购千叶药包75%股权，千叶药包主要从事药包材的研发、生产和销售。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。2019年，千叶药包实现营业总收入1.71亿元，净利润1,744万元，对应本次公司收购范围的净利润1,240.98万元¹，2019年，千叶药包已达到承诺利润，中诚信将对千叶药包业绩完成情况及其对公司产生的影响保持关注。

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，随后投资设立澳大利亚福瑞投资有限公司和尼平河乳制品有限公司。截至2019年末，公司农场占地合计57,140亩，共拥有存栏奶牛1,450头，原奶年产量约为347.5万升，2019年，公司加快销售渠道布局，开发新产品品类，乳制品销售收入1.56亿元，同比增长13.80%，由于乳制品业务尚处于前期发展阶段，盈利能力较弱。

公司持续推进消费类基金的投资。公司出资2.50亿元并持股50%的深圳天图东峰投资咨询中心（有限合伙）向深圳市天图东峰中小微企业股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“中小微企业基金”）投资5.00亿元，中小微企业基金总规模12亿元，2019年，新增投资茶饮、精品咖啡、彩妆时尚等消费类企业，截至2019年末，中小微企业基金对外投资合计8.36亿元。2019年，公司权益法下

确认的基金投资收益合计 0.26 亿元。

2020 年 2 月，公司出资约 0.3 亿元认购珠海天威新材料股份有限公司（以下简称“天威新材”）新增股份 348 万股，截至 2020 年 3 月末，公司持股天威新材比例为 5.993%，天威新材在国内数码喷印墨水市场占有率位居前列。

中诚信国际认为，公司近年来对外投资规模较大，公司投资收益情况值得关注，此外，公司业务范围涵盖烟标印刷、医药包装、PET 基膜及功能膜、乳制品、消费并购基金等多个领域，多元化投资有助于分散烟标单一业务风险，但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。

财务分析

以下分析基于经江苏苏亚金诚会计师事务所

表 9：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

业务	2017		2018		2019	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
烟标	25.09	36.61	28.21	34.91	24.68	36.53
医药包装	0.23	18.27	0.28	-4.17	1.37	20.18
纸品	5.01	35.02	5.04	34.61	5.57	35.37
基膜	0.90	-7.05	1.28	11.05	1.35	18.07
其他	3.76	27.13	5.65	23.31	6.74	20.77
减：抵销数	-6.97	--	-7.18	--	-7.98	--
营业总收入/综合毛利率	28.02	42.04	33.28	38.63	31.73	40.63

注：表中公司 2017~2019 年各业务毛利率为合并抵消前

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用主要由销售费用、管理费用和研发费用构成，2019 年，受公司增加品牌及营销投入、拓展消费品业务及合并范围增加影响，公司销售费用小幅增加；受职工薪酬增加影响，公司管理费用增加。受上述因素影响，期间费用及期间费用率有所增长。

公司利润主要来自经营性业务利润和投资收益，2019 年，受烟标收入下降和期间费用增加影响，经营性业务利润下滑；公司权益法下确认的基金投资收益减小，整体投资收益减少。此外，2019 年，因竞标压力加大，公司预计子公司广东凯文印刷有

（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年度财务报表和公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司各期财务报表均依据新会计准则编制，财务数据均采用报表期末数。

跟踪期内，受竞标压力加大影响，公司烟标销售收入规模下降；子公司业绩不及预期，公司计提商誉减值准备，利润水平和利润率均有所下滑

2019 年，公司营业总收入小幅下滑，其中，受竞标压力加大影响，公司烟标销售单价和销量下滑，受益于工艺改革和原材料自给率提高，烟标毛利率有所上升；2019 年 4 月，受益于公司收购千叶药包，医药包装收入及毛利率均快速上升；受益于基膜管理和生产的逐渐成熟，基膜毛利率呈上升态势。2020 年一季度，公司业务收入和毛利率同比保持稳定。

限公司及其控股子公司陆良福牌彩印有限公司未来经营业绩及现金流低于预期，公司计提商誉减值准备 1.92 亿元，资产减值损失有所扩大。2019 年公司利润水平和利润率均有所下滑。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	4.32	4.81	5.84	1.27
期间费用率(%)	15.40	14.47	18.42	14.39
经营性业务利润	7.40	7.90	6.80	2.23
资产减值损失	0.43	1.05	2.13	0.13
投资收益	0.71	2.17	0.81	0.08
利润总额	7.60	9.00	5.39	2.22
EBIT	7.89	9.18	5.74	--
EBITDA	9.80	11.00	7.59	--

EBIT 利润率(%)	28.14	27.59	18.08	--
EBITDA 利润率(%)	34.99	33.06	23.93	--
总资产收益率(%)	13.71	15.84	9.52	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，受公司扩大借款影响，货币资金和债务规模增长，债务结构有待优化；公司对外分配股利规模较大，财务杠杆水平有所上升

2019 年以来，受扩大借款规模等因素影响，公司货币资金、流动资产及总资产规模均较期初有所增长。当期因预计子公司未来经营业绩及现金流低于预期，公司计提商誉减值准备 1.92 亿元，同时，公司收购千叶包装增加商誉 0.87 亿元，期末公司商誉有所下降，此外，2019 年，公司追加对上海绿馨电子科技有限公司等企业的投资，期末长期股权投资有所增长。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
货币资金	8.80	8.51	10.18	8.52
应收票据	3.32	3.32	4.51	4.23
应收账款	6.11	9.92	8.83	11.37
存货	9.39	6.91	6.99	6.03
流动资产合计	28.11	29.10	31.14	31.04
长期股权投资	4.67	8.08	8.78	8.84
固定资产	12.73	13.48	13.28	12.95
商誉	4.13	3.54	2.49	2.49
无形资产	3.43	3.23	3.59	3.48
非流动资产合计	28.77	29.96	30.31	30.10
资产合计	56.88	59.07	61.45	61.13

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年以来，为收购千叶药包股权，公司扩大借款规模，期末债务有所上升；公司短期债务规模较大，债务结构有待优化；公司应付账款小幅下降主要由于公司加快与供应商的结算。

所有者权益方面，2019 年，公司向股东送红股完成后，公司总股本增至 133,440 万股，2018 年度和 2019 年度，公司现金分红占归属于上市公司普通股股东的净利润的比率分别为 108.54% 和 48.60%。受公司分红激进影响，2019 年末公司未分配利润大幅降低，带动 2019 年末所有者权益下降。受益于利润累积，2020 年一季度末公司所有者权益有所增长。

受债务规模扩大影响，2019 年末，公司杠杆水平有所上升；2020 一季度末，财务杠杆水平有所回落。总体来看，公司财务杠杆水平较低。

表 12：近年来公司主要负债情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	7.82	5.87	9.25	7.48
长期债务	2.19	2.81	2.91	2.93
长短期债务比 (X)	3.57	2.09	3.18	2.55
总债务	10.01	8.69	12.17	10.41
应付账款	4.23	4.60	4.26	4.09
总负债	16.43	15.90	18.89	16.81
所有者权益合计	40.45	43.16	42.55	44.33
资产负债率	28.88	26.93	30.75	27.49
总资本化比率	19.83	16.75	22.24	19.02

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本息的覆盖能力明显减弱

受货款回收增快等因素影响，公司经营活动获现能力有所增强，但同期债务增加较快，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所减弱。2019 年，公司收购千叶包装 75% 股权，投资活动现金流维持在一定水平。筹资活动方面，2019 年，公司扩大借款规模，且分配股利规模较大，筹资活动现金维持净流出状态。

2019 年，受经营性利润水平降低和商誉减值准备增加影响，公司 EBITDA 较 2018 年有所下降，其对债务本息覆盖能力有所减弱。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	11.92	6.61	7.32	1.33
投资活动净现金流	-2.74	-2.33	-2.94	-0.53
筹资活动净现金流	-10.48	-4.56	-2.60	-2.17
经营活动净现金流/短期债务	1.52	1.13	0.79	0.71*
经营活动净现金流/总债务	1.19	0.76	0.60	0.51*
经营活动净现金流/利息支出	38.43	31.38	21.32	--
经调整的经营活 净现金流/总债务 (%)	78.44	39.89	10.63	--
EBITDA 利息保障 倍数	31.62	52.23	22.12	--

总债务/EBITDA	1.02	0.79	1.60	--
EBITDA/短期债务	1.25	1.87	0.82	--

注：加*数据为年化指标。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司是 A 股上市公司，具有畅通的融资渠道；受限资产占比不高，无对外担保及重大未决诉讼事项

公司为 A 股上市公司，直接融资渠道通畅。此外，截至 2020 年 3 月末，公司在各大金融机构中共获得人民币 21.46 亿元的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为人民币 14.97 亿元。

资产抵质押方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计 2.51 亿元，占期末总资产比重为 4.11%；其中，公司货币资金受限 1.04 亿元、受限固定资产 1.29 亿元、无形资产 0.14 亿元。此外，截至 2019 年末，公司控股股东香港东风投资集团有限公司供公司质押 2.94 亿股，占其持股比例的 40.50%，占公司总股本比例 22.04%。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保。

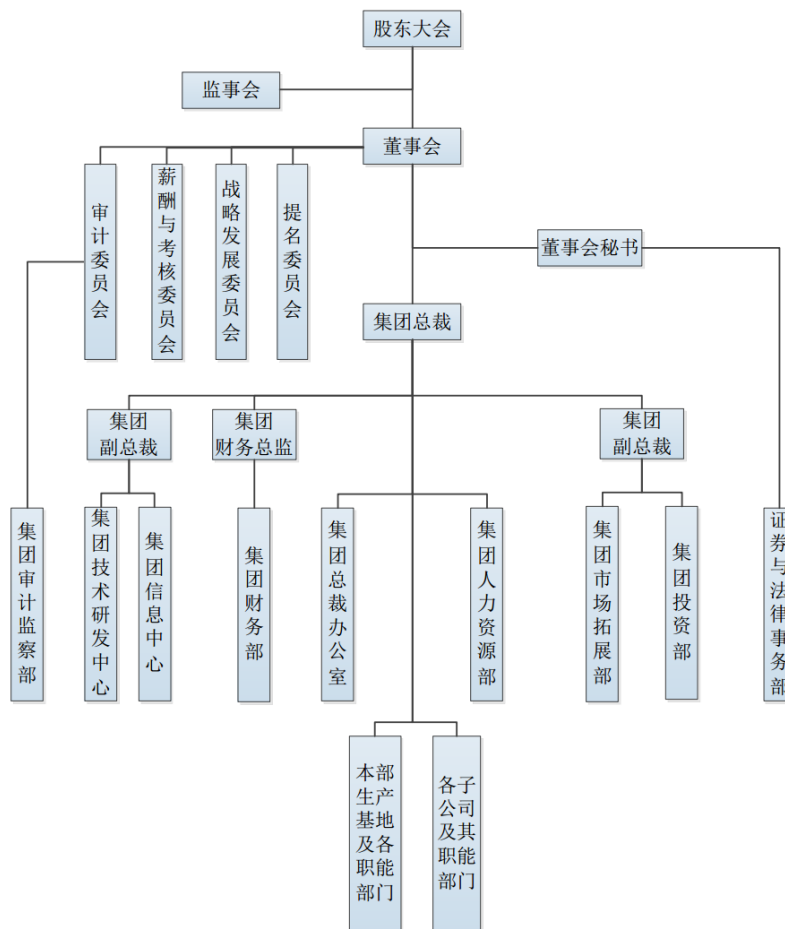
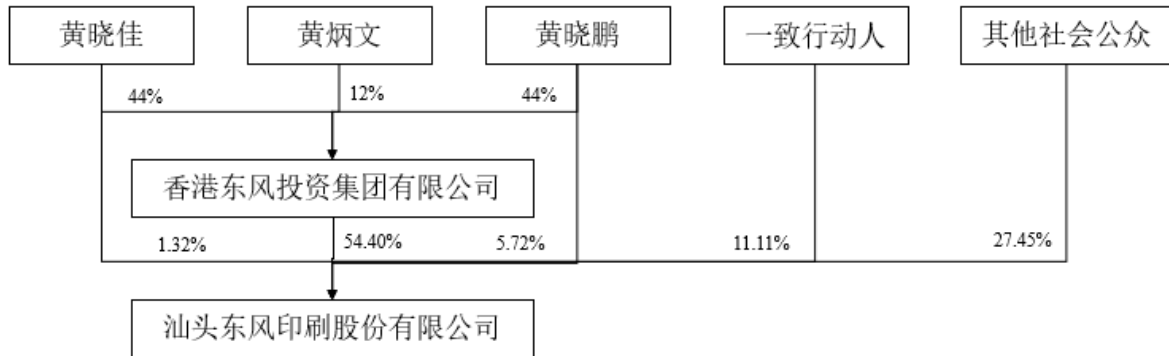
未决诉讼方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对公司运营产生影响的未决重大诉讼或仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的数据，近年来公司未发生债务违约情况。截至 2020 年 3 月末，公司本部及子公司无已到期尚未偿还的银行借款及其他债务融资工具。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持汕头东风印刷股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“东风转债”的信用等级为 **AA**。

附一：汕头东风印刷股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 6 月 18 日）



资料来源：公司提供

附二：汕头东风印刷股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	87,984.31	85,097.17	101,796.08	85,160.04
应收账款净额	61,138.13	99,168.04	88,307.36	113,652.69
其他应收款	776.74	826.67	1,578.06	1,238.98
存货净额	93,884.66	69,054.20	69,880.58	60,265.30
长期投资	64,661.79	88,042.00	94,863.86	95,748.86
固定资产	127,304.65	134,828.41	132,796.10	129,533.58
在建工程	14,659.06	3,892.97	9,868.35	10,022.83
无形资产	34,329.90	32,287.59	35,893.85	34,754.41
总资产	568,753.73	590,662.24	614,495.08	611,330.05
其他应付款	1,826.09	2,789.64	4,422.16	3,707.82
短期债务	78,191.09	58,719.00	92,540.97	74,801.29
长期债务	21,876.32	28,140.21	29,145.37	29,294.58
总债务	100,067.42	86,859.21	121,686.34	104,095.87
净债务	12,083.11	1,762.04	19,890.26	18,935.82
总负债	164,271.26	159,046.85	188,947.96	168,072.74
费用化利息支出	2,819.41	1,811.25	3,431.97	--
资本化利息支出	281.33	295.16	0.00	--
所有者权益合计	404,482.47	431,615.38	425,547.11	443,257.31
营业总收入	280,234.71	332,804.94	317,292.23	88,117.29
经营性业务利润	74,035.50	78,993.67	67,975.23	22,310.24
投资收益	7,060.51	21,663.50	8,131.59	773.51
净利润	66,833.09	75,906.75	42,461.69	18,870.52
EBIT	78,861.62	91,809.97	57,355.16	--
EBITDA	98,047.16	110,026.77	75,914.06	--
经营活动产生现金净流量	119,153.91	66,102.88	73,183.98	13,279.73
投资活动产生现金净流量	-27,361.37	-23,304.65	-29,371.61	-5,341.37
筹资活动产生现金净流量	-104,791.35	-45,593.05	-25,976.89	-21,696.98
资本支出	15,340.23	11,754.77	9,034.40	1,504.11
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	42.04	38.63	40.63	40.47
期间费用率(%)	15.40	14.47	18.42	14.39
EBITDA 利润率(%)	34.99	33.06	23.93	--
总资产收益率(%)	13.71	15.84	9.52	--
净资产收益率(%)	17.35	18.16	9.91	17.38*
流动比率(X)	2.07	2.35	2.05	2.37
速动比率(X)	1.38	1.79	1.59	1.91
存货周转率(X)	1.78	2.51	2.71	3.22*
应收账款周转率(X)	3.81	4.15	3.38	3.49*
资产负债率(%)	28.88	26.93	30.75	27.49
总资本化比率(%)	19.83	16.75	22.24	19.02
短期债务/总债务(%)	78.14	67.60	76.05	71.86
经营活动净现金流/总债务(X)	1.19	0.76	0.60	0.51*
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.52	1.13	0.79	0.71*
经营活动净现金流/利息支出(X)	38.43	31.38	21.32	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	78.44	39.89	10.63	--
总债务/EBITDA(X)	1.02	0.79	1.60	--
EBITDA/短期债务(X)	1.25	1.87	0.82	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	31.62	52.23	22.12	--
EBIT 利息保障倍数(X)	25.43	43.59	16.71	--

注：2020年一季报未经审计；带*指标已经年化处理；由于数据缺失，部分指标无法计算；表中其他应收款未包含应收股利和应收利息、其他应付款未包含应付股利和应付利息。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出	

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。