

上海永冠众诚新材料科技(集团)股份有限公司

# 2020 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【2020】第 Z  
【334】号 01

分析师

姓名：  
陈勇阳 刘志强  
电话：  
0755-82872897

邮箱：  
chenyy@cspengyuan.com

评级日期：  
2020年05月22日

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
化学原料及化学制品制  
造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)

## 上海永冠众诚新材料科技（集团）股份有限公司 2020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：不超过人民币5.20亿元（含） 评级展望：稳定

债券期限：6年

债券偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回及回售条款

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对上海永冠众诚新材料科技（集团）股份有限公司（以下简称“永冠新材”或“公司”，股票代码为“603681.SH”）本次拟发行不超过5.20亿元可转换公司债券（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处于行业领先地位，自身业务持续增长且未来有一定保障，发行股票后资本实力增强；同时中证鹏元也关注到，公司新增产能能否顺利消化并达到预期收益存在一定不确定性；原材料价格波动给公司带来成本控制压力；汇率及衍生金融工具公允价值波动对公司利润影响较大等风险因素。

### 正面：

- 公司处于国内胶带行业领先地位，且产能利用情况较好。截至2019年末，公司布基胶带、纸基胶带、膜基胶带年产能分别达到1.44亿平方米、4.80亿平方米、14.12亿平方米，生产规模位居国内胶带行业前列，且近三年公司整体产能利用率维持在90%以上，产能利用情况较好。
- 公司具有一定客户优势，业务规模增长且未来具有一定保障。公司已经进入3M、ADEO、ADM等国际知名客户供应商体系，公司产品客户增加带来订单增长，2017年-2019年公司营业收入复合增长率达23.31%，考虑到公司目前与众多优质客户均在合作期内，未来收入具有一定保障。
- 2019年发行股票后公司资本实力增强。2019年3月，公司首次向社会公开发行人民币普通股（A股）股票4,164.79万股，募集资金净额35,995.18万元，资本实力

显著增强。

### 关注：

- **新增产能能否顺利消化并达到预期收益存在一定的不确定性。**因胶带市场竞争的激烈性，未来公司产能扩张项目陆续建成投产后，新增美纹纸胶带、PVC 胶带、布基胶带、线束、医用胶带等产能能否完全消化并实现预期经济效益尚待观察。
- **原材料价格波动对公司造成成本控制压力。**公司目前主要产品生产成本中，直接材料成本占比达 80% 左右，产品成本受材料价格影响较大。当原材料价格出现较大的波动，将给公司带来成本控制压力。
- **公司面临汇率波动风险。**尽管公司不断加强国内市场开拓力度，近年出口外销业务在主营业务中占比缩减但仍较高，2019 年达 65.79%，易受汇率波动影响，2017 年-2019 年公司分别发生汇兑损失 1,265.02 万元、-1,367.46 万元和-299.37 万元，公司 2018 年-2019 年使用远期外汇合约等衍生金融工具进行锁汇对冲汇率风险，其交割及公允价值波动带来的损失分别为 2,651.45 万元和 1,436.24 万元，对公司利润造成较大影响。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	198,964.80	185,777.56	131,747.07	112,893.37
归属于母公司所有者权益	138,304.01	136,513.73	89,688.48	76,550.73
有息债务	-	25,485.64	19,551.83	23,067.00
资产负债率	30.49%	26.52%	31.92%	32.19%
流动比率	2.31	2.75	2.31	2.43
速动比率	1.73	2.17	1.59	1.66
营业收入	39,884.56	214,425.73	170,105.05	141,019.39
营业利润	1,897.31	16,637.92	15,080.90	9,133.45
净利润	1,798.99	14,827.83	13,137.75	8,154.20
综合毛利率	16.62%	17.10%	17.57%	16.75%
总资产回报率	-	10.83%	12.90%	9.62%
EBITDA	-	22,744.37	20,724.91	13,939.44
EBITDA 利息保障倍数	-	42.12	31.94	26.95
经营活动现金流净额	2,258.65	20,069.74	17,241.45	13,375.06

注：2018 年数据采用 2019 年审计报告的期初数，2017 年数据采用 2018 年审计报告的期初数，下同。

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

## 一、发行主体概况

公司前身是2002年1月，由自然人吕新民、张林榜、吕存新分别以货币出资80.00万元、10.00万元、10.00万元设立的上海永冠胶粘制品有限公司（以下简称“永冠有限”），注册资本100万元。

后经历次股权变更和股东增资，2014年1月永冠有限注册资本增至10,162.30万元。并整体改组为股份有限公司，后于2014年5月更名为上海永冠胶粘制品股份有限公司（以下简称“永冠股份”），吕新民、郭雪燕合计持有公司88.56%股权，系夫妻关系，为公司的控股股东、实际控制人。2015年6月23日，经永冠股份股东大会决议，公司名称改为现名。

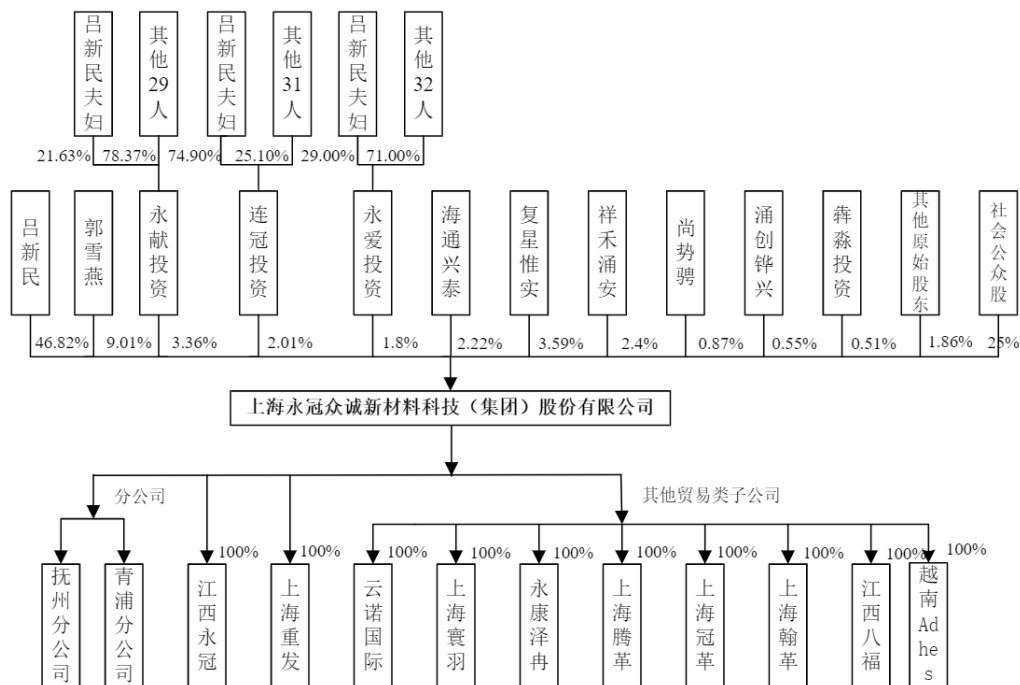
2014年8月26日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具了《关于同意上海永冠胶粘制品股份有限公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌的函》（股转系统函[2014]1276号）。2014年9月15日，永冠股份股票在全国中小企业股份转让系统挂牌公开转让，截至当日公司注册资本为10,496.80万元。公司先后于2016年10月25日和2016年12月29日，非公开发行股票13,580,248股和6,395,455股，两次非公开发行股票完成后，公司注册资本增至12,494.37万元。

2019年1月16日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具《关于同意上海永冠众诚新材料科技（集团）股份有限公司股票终止在全国中小企业股份转让系统挂牌的函》（股转系统函[2019]178号），同意公司股票自2019年1月18日起终止在全国中小企业股份转让系统挂牌。

经中国证券监督管理委员会《关于核准上海永冠众诚新材料科技（集团）股份有限公司首次公开发行股票的批复》（证监许可[2019]197号）核准，2019年3月，公司首次向社会公开发行人民币普通股（A股）股票4,164.79万股，募集资金净额35,995.18万元，并于2019年3月26日在上海证券交易所挂牌上市。首次公开发行股票后，公司股本总额由12,494.37万股变更为16,659.16万股。

截至2019年末，吕新民与郭雪燕夫妇合计直接持有公司股份9,299.74万股，占股份总数的55.83%，并且通过永献（上海）投资管理中心（有限合伙）、连冠（上海）投资管理中心（有限合伙）、永爱（上海）投资管理中心（有限合伙）合计间接控制公司7.17%的股份。吕新民与郭雪燕夫妇合计直接和间接控制公司约63.00%的股份，为公司实际控制人，截至2019年末，公司无股权质押情况。公司产权结构如下图所示。

图 1 截至 2019 年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司是一家综合性胶粘行业解决方案提供商，主营业务为各类胶带产品的研发、生产和销售，主要产品为民用型布基胶带、美纹纸胶带、清洁胶带、PVC胶带、OPP胶带、牛皮纸胶带等。截至2019年末，公司纳入合并范围内的子公司共10家（详见附录二）。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**上海永冠众诚新材料科技（集团）股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券；

**发行总额：**不超过人民币5.20亿元（含）；

**债券期限：**6年；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

**转股期限：**本期债券转股期自可转换公司债券发行结束之日起满6个月后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：**本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告之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；

**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，持有公司本期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股票交易均价和前一交易日交易均价之间的较高者，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，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算；

**债券赎回条款：**在本期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。在本次发行的可转债转股期内，在本期债券转股期内，如果公司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%）或当本期债券未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券；

**债券回售条款：**在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的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面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若本期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上当期应计利息价格回售给公司；

**向原股东配售安排：**本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会根据发行时具体情况确定，并在本次发行的发行公告中予以披露。公司原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的部分采用通过上海证券交易所交易系统网上发行的方式进行，或者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发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金不超过 52,000 万元（含），资金投向明细如下：

**表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目	37,693.68	25,000.00	66.32%
江西永冠智能制造产业升级一期技改项目	13,121.03	12,000.00	91.46%
线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目	10,297.45	5,000.00	48.56%
补充流动资金	10,000.00	10,000.00	-
<b>合计</b>	<b>71,112.16</b>	<b>52,000.00</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

#### （1）山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目

永冠新材料科技（山东）有限公司将作为山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目的实施主体，实施地点位于山东临沭经济开发区，项目拟通过在山东临沭新建 OPP 胶带生产基地，项目建成后将年产 11 万吨 OPP 胶带半成品、7 万吨薄膜（自用 6 万吨）、10 万吨水性胶水（全部自用）、6,000 吨美纹纸胶带、500 吨双面棉纸胶带、500 吨双面泡棉胶带，从而扩大公司 OPP 胶带的产能以满足日益旺盛的市场需求，同时实现规模效应并完善公司在全国范围内的产业基地布局，在激烈的市场竞争中巩固和提高行业领先地位，实现公司的可持续发展。

该项目计划总投资 3.77 亿元，计划使用募集资金 2.50 亿元，建设期 2 年。截至本期债券通过董事会决议之日（2020 年 3 月 4 日），该项目相关备案手续尚在办理之中，尚未发生投入。

#### （2）江西永冠智能制造产业升级一期技改项目

江西永冠智能制造产业升级一期技改项目实施主体为公司全资子公司江西永冠科技发展有限公司（以下简称“江西永冠”），实施地点位于江西省东乡县经济开发区，项目通过车间布局与生产自动化的改造，进一步提高生产效率、降低生产成本，提升产品质量的稳定性以及一致性，进而提高公司的核心竞争力，巩固公司的行业地位。

该项目计划总投资 1.31 亿元，计划使用募集资金 1.20 亿元，建设期 2 年。截至本期债券通过董事会决议之日（2020 年 3 月 4 日），该项目相关备案手续尚在办理之中，尚未发生投入。

#### （3）线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目

公司系线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目的实施主体，该项目未来将重



点发展汽车线束胶带、医用胶带等高附加值产品，该项目的实施将有利于公司实现持续产品创新、提升市场竞争力和盈利能力、进一步巩固公司在胶粘剂和胶粘带行业领先地位。

该项目计划总投资1.03亿元，计划使用募集资金0.50亿元，计划建设期3年。截至本期债券通过董事会决议之日（2020年3月4日），该项目相关备案手续尚在办理之中，尚未发生投入。

我们关注到，受建设工期等因素影响，募投项目能否如期建设完工并投入使用存在不确定性；另外，受需求市场等因素影响，项目建成后能否产生如期收益亦存在不确定性。

## 四、运营环境

**胶带行业稳定增长，国内快递行业的高速发展为产品需求带来较大增量机会，但需关注原材料价格的波动对公司成本控制造成的压力**

胶带是以布、纸、膜等为基材，通过将胶粘剂均匀涂布于各类基材上加工成带状并制成卷盘供应的产品。作为常规消耗品，胶带广泛应用于装修、包装、办公、医用和工业日常等领域，产品下游市场需求受宏观经济和国民收入水平的影响较小。

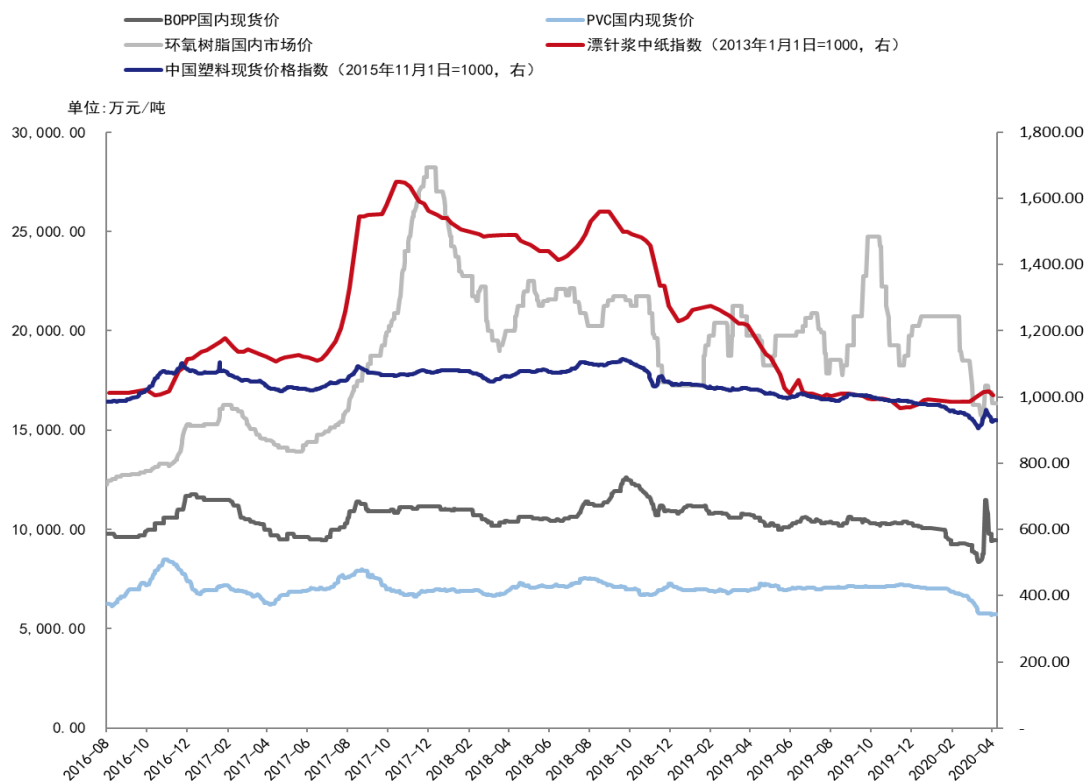
目前我国胶带行业规模稳定增长。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会的统计数据显示，我国粘胶带年销售量从2014年的185.8亿平方米增加至2018年的253.5亿平方米，销售额从2014年的380.4亿元增长至2018年的431.00亿元。细分来看，2018年OPP（BOPP）包装胶带占比最大，约占全年国内胶粘带产品销量56%，其次是标签及广告贴、保护膜胶带、双面胶带、美纹纸胶带等。

胶带行业产业链下游主要包括两部分：民用端部分，包括建筑装饰、家居日用、包装、医疗等多个方面；工业端部分，包括汽车、电子元器件制造、造船、航空航天等行业。近年物流业因电商行业的蓬勃发展迎来契机，《2019年邮政行业发展统计公报》数据显示：2019年度，全国快递服务企业业务量累计完成635.2亿件，同比增长25.3%，快递业务收入累计完成7,497.8亿元，同比增长24.2%。国家邮政局发布的《快递业发展“十三五”规划》中提出：国内快递业务收入预计到2020年将达到8,000亿元，快递业务量达到700亿件。胶带中产销量占比最大的OPP（BOPP）包装胶带主要应用于普通商品包装、封箱粘接等环节，国内快递行业的高速发展将为其需求带来较大的增量机会。

胶带行业产业链上游主要为树脂、橡胶行业，还包括以纸、布、薄膜为代表的基材制备行业。近年PVC、BOPP等塑料类材料价格较稳定，而部分化工原材料价格波动较大，以环氧树脂为例，仅2017年8月至2018年1月上涨幅度逾80%，此外，同期纸浆价格也出现大幅度波动，因产品生产周期的存在，原材料价格的上涨无法即时传导至产成品价格，期

间对胶带生产企业利润将形成一定挤占，需关注原材料价格的波动对其生产经营情况产生的影响。

图 2 胶带行业部分原材料价格波动较大



资料来源: wind, 中证鹏元整理

**国内胶粘企业规模普遍偏小，且主要生产价格较低的低端产品，竞争日益激烈，随着环保政策日趋严格将推动行业集中度提升，同时带动胶带行业产品结构升级**

目前胶带行业内低端市场生产企业中小型企业众多、产业集中度低、竞争激烈；少数拥有自主知识产权的国内企业，具有一定的技术积累，可以生产较高技术含量和较高利润率的产品，逐步占据了中高端市场；而高端市场主要是被拥有强大的研发能力和品牌优势国际化工巨头占据。

我国近年针对胶粘行业出台一系列利好政策，在《产业结构调整指导目录（2011本）（2013年修正）》、《外商投资产业指导目录(2015年修订)》明确将其列为鼓励产业，后来出台的《中国制造2025》、《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录(2016版)》、《新材料产业发展指南》、《鼓励外商投资产业目录（2019年版）》尤其重点促进胶带产业结构调整和技术升级，强化品牌战略，为其发展提供了较好的外部环境。

随着国家环保监管力度的持续加大，2019年以来，生态环境部、市场监督管理总局针对胶

粘行业相继出台了一系列治理方案和更加严格的环保标准，未来还将出台强制性国标《食品接触材料及制品用粘合剂》；GB/T33372-2016《胶粘剂挥发性有机化合物限量》拟由推荐性标准改为强制性标准；《胶粘带制造业大气污染物排放标准》(包含VOCs排放控制要求)，2019年7月已被生态环境部列入标准制定计划中。胶带制造行业面临的环保压力日益增加，环保投入不足、生产工艺落后、生产效率低下的中小型企业将逐渐被淘汰，订单越来越向实力雄厚、管理规范的大企业转移，未来规模生产效应更强的龙头胶粘制品企业竞争优势将更加明显，行业集中度将提升。

**表2 近年胶粘行业相关政策**

时间	发布部门	政策	概要
2019.7	生态环境部、市场监督管理总局	《涂料、油墨及胶粘剂工业大气污染物排放标准》(GB37824-2019)	规范涂料、油墨及胶粘剂工业大气污染物排放控制要求、监测和监督管理要求。
2019.7	生态环境部、市场监督管理总局	《挥发性有机物无组织排放控制标准》(GB37822-2019)	首次发布挥发性有机物排放物(以下简称“VOCs”)在储存、转移、输送、工艺过程、敞开液面中的无组织排放控制要求,设备与管线组件中VOCs泄漏控制要求,以及其废气收集处理系统要求、企业厂区内及周边污染监控要求。
2019.6	发改委、商务部	《鼓励外商投资产业目录(2019年版)》	精细化工:胶粘剂、密封胶,水性油墨、电子束固化紫外光固化等低挥发性油墨、环保型有机溶剂,高性能涂料,高固体份、无溶剂涂料及配套树脂,水性工业涂料及配套水性树脂被列为鼓励投资产业
2019.6	生态环境部	《重点行业挥发性有机物综合治理方案》	《治理方案》指出,到2020年,建立健全VOCs污染防治管理体系,重点区域、重点行业VOCs治理取得明显成效,完成“十三五”规划确定的VOCs排放量下降10%的目标任务,协同控制温室气体排放,推动环境空气质量持续改善。
2017.1	发改委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录(2016版)》	将高效密封剂、密封胶和胶带列重点产品和服务指为国家重点支持的新材料产业。
2017.1	工信部、发改委、科技部、财政部	《新材料产业发展指南》	进一步健全新材料产业体系,下大力气突破一批关键材料,提升新材料产业保障能力,支撑中国制造实灵核网现由大变强的历史跨越。
2015.8	国务院	《中国制造2025》	规划提出要加大基础专用材料研发力度,提高专用材料自给障能力和制备技术水平。
2015.4	商务部	《外商投资产业指导目录(2015年修订)》	将精细化工产业中的胶粘剂行业列为“鼓励投资产业”。
2013.5	发改委	《产业结构调整指导目录(2011本)(2013年修正)》	将改性型、水基型胶粘剂列为鼓励类

资料来源:公开资料,中证鹏元整理

## 五、公司治理与管理

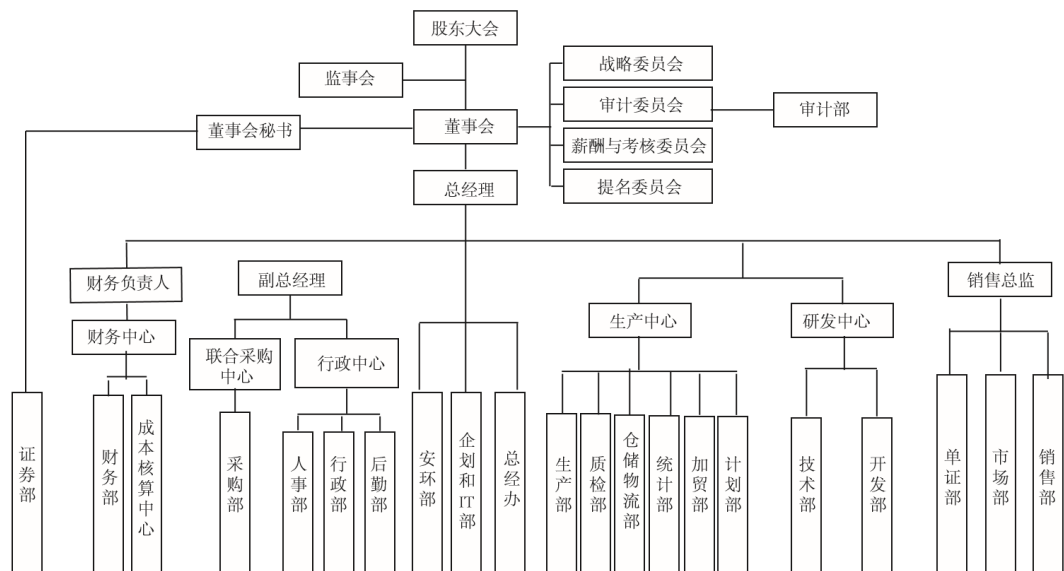
公司依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》等法律、法规,结

合公司实际情况，制定了《公司章程》、《财务会计制度》、《对外担保管理制度》、《对外投资管理制度》、《投资者关系管理制度》、《内部审计制度》、《关联交易管理办法》等内部制度，建立了股东大会、董事会和监事会等治理机构。

近年来，公司根据《公司法》及《公司章程》的要求召开股东大会，股东大会的会议提案、议事程序、会议表决按照相关规定要求执行，年度股东大会于每个会计年度完结6个月内召开一次，并在董事人数不足法定人数或者章程所定人数2/3时、公司为弥补亏损达实收股本总额1/3和其他必要情形下公司召开临时会议。公司设董事会，对股东大会负责，由9名董事组成，其中独立董事3名，董事由股东大会选举或者更换，并可在任期届满前由股东大会解除其职务，董事任期三年，任期届满可连选连任。董事会设董事长1人、由董事会以全体董事的过半数选举产生。近年来公司各位董事均依据《公司章程》等制度出席董事会会议。公司董事会下设战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会四个专门委员会。公司设监事会，由3名监事组成，其中职工监事一名，每届任期三年，连选可以连任。监事会设主席1人，由全体监事过半数选举产生。

内部管理方面，公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。公司部门主要按职能部门划分，具体组织架构如下图所示。近年来公司管理层基本稳定，逐步建立健全和完善了内部控制制度，涵盖公司生产、销售、采购、财务、行政、研发和信息披露等各个经营管理环节。

**图3 公司组织架构图**



资料来源：公司提供

人员方面，截至2019年12月31日，公司拥有在职员工1,497人。公司员工以生产人员居多。从公司员工的学历构成来看，大专以下的占比85.84%，主要是对学历要求不高的生产。具体情况见下表。

**表3 截至2019年末公司人员构成情况**

专业构成			教育程度		
类别	人数	占员工总数的比例	类别	人数	占员工总数的比例
生产	1,166	77.89%	本科	38	2.54%
销售	64	4.28%	专科	174	11.62%
技术	153	10.22%	其他学历	1,285	85.84%
财务	20	1.34%			
行政	94	6.28%			
<b>合计</b>	<b>1,497</b>	<b>100.00%</b>	<b>合计</b>	<b>1,497</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：Wind

公司将以技术研发、质量控制、销售渠道为基础，在保持布基胶带竞争力的同时，不断扩展诸如水性美纹纸胶带、水性PVC胶带等在内的环保型高附加值产品市场，同时进军工业领域，着力开发高温美纹纸胶带、工业用天然橡胶布基胶带、汽车线束胶带等产品，以期将公司建设成为全球技术领先、品牌卓越的胶带研发、生产和销售企业。

## 六、经营与竞争

公司主要从事各类胶带产品的研发、生产和销售，营业收入主要来源于布基胶带、纸基胶带和膜基胶带的产品销售，2017-2019年三者收入合计占比均在90%以上。近年公司进行市场开拓、产能扩张和新产品开发，合同订单持续增加且生产规模持续扩张，带动主营业务收入持续增长。具体来看，近年公司系通过布基胶带建立起的客户基础，逐渐向纸基胶带和膜基胶带延伸，因此纸基胶带和膜基胶带收入增速较快，布基胶带收入规模稳定增长。

毛利率方面，布基胶带经过公司多年的技术积累，已成功实现生产流程的垂直整合，成本得到进一步控制，毛利率远高于其他产品，且2017年公司完成主要生产基地由上海至江西的搬迁，通过提高生产效率和精简人员配置，进一步降低了单位人工成本和制造费用，2017年-2019年布基胶带毛利率保持稳中有升趋势；受主要原材料纸浆价格影响，公司纸基胶带毛利率持续下滑；同期膜基胶带毛利率大幅上升，系公司产能升级、实现量产，有效降低了成本；此外，公司其他胶带主要包括铝箔胶带、双面PP胶带、双面胶、地毯胶带、

玻璃纤维胶带等，收入占比较低，且利润水平较为稳定；以上综合使得公司整体毛利率水平基本保持稳定。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
布基胶带	50,376.90	31.35%	50,848.40	27.75%	45,693.63	26.21%
纸基胶带	61,914.09	13.88%	56,797.46	14.30%	49,760.17	15.95%
膜基胶带	84,933.12	10.34%	46,700.90	10.18%	33,149.58	3.84%
其他	16,977.04	20.09%	15,621.90	18.57%	12,336.90	19.63%
<b>主营业务小计</b>	<b>214,201.15</b>	<b>17.08%</b>	<b>169,968.66</b>	<b>17.58%</b>	<b>140,940.28</b>	<b>16.75%</b>
其他业务	224.58	40.87%	136.40	3.50%	79.11	19.70%
<b>合计</b>	<b>214,425.73</b>	<b>17.10%</b>	<b>170,105.05</b>	<b>17.57%</b>	<b>141,019.39</b>	<b>16.75%</b>

资料来源：公司 2017 年-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司处于国内胶带行业领先地位，近年产品线日益完善，主要产品产能产量实现较大增长，产能利用率维持在较高水平，且具备一定技术实力

公司是国内布基胶带、纸基胶带和膜基胶带系列产品规模最大的生产企业之一，根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会公布的 2018 年中国各类胶带产量及占比数据，2018 年全国粘胶带产量为 253.50 亿平方米，销售额达到 431.00 亿元，2018 年公司营业收入规模达到 170,105.05 万元，根据销售收入规模推算，公司胶粘带市场占有率约为 3.95% 左右，处于国内胶带行业领先地位，具有较强品牌影响力，主要从事各种胶带的研发、生产和销售，近年公司不断拓展相关联的产品品类，目前已成为国内为数不多的具备丰富产品种类、全产业链供应能力的综合性胶带企业，并获得包括 3M、Dollar Tree、ADEO、日东电工等国际知名客户的信赖。

近年公司通过扩建和技术改造不断扩大产能，截至 2019 年末，布基胶带、纸基胶带、膜基胶带年产能分别达到 1.44 亿平方米、4.80 亿平方米、14.12 亿平方米。从产能利用率来看，公司主要产品产能利用率较稳定且维持在较高水平。

**表5 2017-2019 年公司主要产品产能产量情况（单位：万平方米）**

年份	商品	产能	产量	产能利用率
2019年	布基胶带	14,400.00	13,935.57	96.77%
	纸基胶带	48,000.00	45,160.34	94.08%
	膜基胶带	141,200.00	133,954.95	94.87%
	<b>小计</b>	<b>203,600.00</b>	<b>193,050.86</b>	<b>94.82%</b>
2018年	布基胶带	14,400.00	14,096.73	97.89%

	纸基胶带	44,100.00	43,022.30	97.56%
	膜基胶带	55,200.00	51,677.75	93.62%
	<b>小计</b>	<b>113,700.00</b>	<b>108,796.78</b>	<b>95.69%</b>
	布基胶带	13,200.00	12,687.47	96.12%
<b>2017年</b>	纸基胶带	38,400.00	36,959.57	96.25%
	膜基胶带	22,500.00	21,190.16	94.18%
	<b>小计</b>	<b>74,100.00</b>	<b>70,837.20</b>	<b>95.60%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产中心负责生产职能。生产模式方面，公司根据业务性质有所区别，对于普通业务，公司实行“以销定产加安全库存”的生产模式，对于进料加工业务，公司实行“以销定产”的生产模式。

产品维度方面，公司主要产品系列有布基胶带、纸基胶带和膜基胶带。布基胶带主要应用于家装修理、捆扎、包裹等，是公司的主打产品，公司自 2004 年开始投入布基胶带的生产，已经具有一定的技术积累和知名度；纸基胶带主要包括美纹纸胶带、清洁胶带和牛皮纸胶带等，主要应用于家装、清洁等领域；膜基胶带可细分为 PVC 胶带和 OPP 胶带，前者主要用于电线粘合、工地、警示，后者适用于纸箱封口、物品包扎。近年公司通过布基胶带建立起的客户基础，不断拓展新的产品线，逐渐向膜基胶带和纸基胶带延伸，目前公司 OPP 胶带、PVC 胶带、美纹纸胶带、清洁胶带等产品已经逐渐打开市场，产销规模逐年提升。

公司目前有江西、上海、越南三个生产基地，其中江西生产基地系公司全资子公司江西永冠，自公司 2017 年将生产职能从上海搬迁至江西后，江西永冠已成为最主要的生产基地，工序覆盖胶带生产全流程，产品覆盖公司各类胶带产品。上海生产基地仅负责部分胶带后道生产、销售，主要产品为针对日本市场的清洁胶带。越南生产基地系公司为应对美国加征关税风险，于 2019 年 8 月在越南设立的越南 Adhes 包装技术有限公司（以下简称“越南永冠”），主要生产销往美国的各类胶带产品。此外，公司本期债券募集资金拟投资山东生产基地，以进行 OPP 胶带全流程生产，公司未来产能有望得到进一步提高，同时也将完善全国产业基地布局。

作为国家高新技术企业、上海市科技小巨人培育企业、上海市企业技术中心企业，公司具备一定技术实力，对研发较为注重，近年研发投入规模持续扩大，2017-2019年研发费用分别为0.45亿元、0.50亿元和0.90亿元，分别占营业收入的比重为3.20%、2.93%和4.22%。截至2019年末，公司共拥有11项发明专利技术、11项实用新型专利、7项外观设计专利、多项高新技术转化成果。

**表6 公司研发投入情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年	2017年
研发费用	9,045.28	4,980.60	4,509.99
研发费用占营业收入的比重	4.22%	2.93%	3.20%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司客户质量较好，近年销量稳定上升未来收入有一定保障，但面临一定汇率波动风险**

销售模式方面，公司主要通过大型展会、招标、客户推荐、网站等多种途径拓展业务，公司海外销售主要是ODM的销售模式，对个别客户采用OEM模式，或者直接出售母卷。内销主要采用直销的方式，辅以网络销售及经销商模式销售。

定价方面，对于国际知名企业或当地市场份额较大的超市，公司会和客户签订框架协议，进入其供应商体系，后续通过客户订单下达采购意向并在订单中约定采购数量及单价，并在较固定的时间窗口进行调价磋商，调价周期自6个月至1年不等，相较公司原材料采购周期有一定滞后，期间原材料价格波动将对公司成本控制造成一定压力；对于其他的客户则采取为“一单一议”的策略。销售结算方面，公司客户一般使用银行转账和承兑汇票方式，账期在30-90天不等。账款回收方面，2017-2019年公司应收账款周转天数分别为49.54天、54.34天和52.24天，考虑公司客户主要为国际知名企业，信誉度较高，应收账款形成坏账的可能性较小。

得益于近年公司膜基胶带和纸基胶带的产能扩张和市场开拓，公司膜基胶带和纸基胶带产销量迅速增长，在其带动下，公司总体业务规模亦迅速增长。销售单价方面，布基胶带及纸基胶带价格较稳定，膜基胶带中单价较低但市场容量最大的OPP胶带占比逐步提高，拉低了该品类平均单价。公司主要采取“以销定产+安全库存”的生产模式，使得公司产销率维持在较高水平。

**表7 2017-2019年公司主要产品产量销量情况（单位：万平方米，元/平方米，万元）**

年份	商品	产量	销售数量	销售单价	销售收入	产销率
2019年	布基胶带	13,935.57	13,480.94	3.74	50,376.90	96.74%
	纸基胶带	45,160.34	45,143.44	1.37	61,914.09	99.96%
	膜基胶带	133,954.95	131,110.97	0.65	84,933.12	97.88%
	<b>小计</b>	<b>193,050.86</b>	<b>189,735.35</b>	<b>1.04</b>	<b>197,224.11</b>	<b>98.28%</b>
2018年	布基胶带	14,096.73	14,077.53	3.61	50,848.40	99.86%
	纸基胶带	43,022.30	41,948.05	1.35	56,797.46	97.50%
	膜基胶带	51,677.75	47,787.14	0.98	46,700.90	92.47%
	<b>小计</b>	<b>108,796.78</b>	<b>103,812.72</b>	<b>1.49</b>	<b>154,346.76</b>	<b>95.42%</b>
2017年	布基胶带	12,687.47	12,524.07	3.65	45,693.63	98.71%
	纸基胶带	36,959.57	36,670.16	1.36	49,760.17	99.22%



膜基胶带	21,190.16	24,031.39	1.38	33,149.58	113.41%
<b>小计</b>	<b>70,837.20</b>	<b>73,225.62</b>	<b>1.76</b>	<b>128,603.38</b>	<b>103.37%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要海外客户包括3M、Dollar Tree、ADEO、日东电工等，为知名度较高，在全球或区域性市场有着较高市场占有率的客户，销售商品多为终端商品，公司国内客户为包装商、母卷加工商和零售消费者为主。2017-2019年，公司前五大客户较为稳定，销售金额占营业收入的比重分别21.32%、21.48%和18.27%，客户集中度不高并略有下滑，不存在对大客户的重大依赖。公司与主要客户合作稳定，目前与3M、ADEO、ADM均在合作期内，未来一段时间内将持续带来一定规模收入。

**表8 2017-2019 公司前五大客户销售情况（单位：万元）**

年度	客户名称	金额	占比
2019年	3M	17,679.23	8.24%
	GALAXY	10,153.27	4.74%
	THANH TU MANUFACTURE AND EXPORT IMPORT CO. LTD	4,076.96	1.90%
	深圳市卓邦包装制品厂	3,668.91	1.71%
	SOUZPACK CO LTD.	3,594.53	1.68%
	<b>小计</b>	<b>39,172.90</b>	<b>18.27%</b>
2018年	3M	18,620.10	10.95%
	GALAXY	7,815.21	4.59%
	Dollar Tree	3,795.61	2.23%
	ADEO	3,432.71	2.02%
	AL-ASASSIYAH CO. FOR TAPES AND ADHESIVE MATERIAL	2,881.08	1.69%
	<b>小计</b>	<b>36,544.71</b>	<b>21.48%</b>
2017年	3M	15,137.88	10.73%
	Galaxy	5,636.08	4.00%
	Dollar Tree	3,602.92	2.55%
	ADEO	3,543.38	2.51%
	Panamax Tapes International	2,158.99	1.53%
	<b>小计</b>	<b>30,079.25</b>	<b>21.32%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从产品销售区域分布情况来看，公司外销比例一直较高，2019年度，随着公司国内市场开拓力度的不断加强，主营业务收入中内销占比提高至34.21%。出口外销业务仍是公司销售业务的重要组成部分，面临一定的汇率波动风险。2017年-2019年公司分别发生汇兑损失（负数为收益）1,265.02万元、-1,367.46万元和-299.37万元，2018年-2019年公司使用远期外汇合约等衍生金融工具进行锁汇对冲汇率风险，其交割及公允价值波动带来

的损失分别为 2,651.45 万元和 1,436.24 万元。此外，如果国际市场需求出现大幅度不利变动或是外销国家的政治、经济、社会形势以及贸易政策发生重大不利变化时，将对公司产品的出口产生影响。2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

**表9 2017-2019年公司主营业务收入产品销售区域情况（单位：万元）**

地区	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	73,269.26	34.21%	45,666.05	26.87%	36,873.29	26.16%
外销	140,931.89	65.79%	124,302.61	73.13%	104,066.99	73.84%
其中:欧洲	39,254.13	18.33%	35,922.38	21.13%	29,949.87	21.25%
东南亚	23,293.55	10.87%	11,443.89	6.73%	8,971.14	6.37%
美国	20,358.26	9.50%	21,148.47	12.44%	18,076.35	12.83%
印度	19,393.34	9.05%	17,463.00	10.27%	12,894.30	9.15%
中东	10,004.18	4.67%	12,471.25	7.34%	11,857.91	8.41%
南美	9,071.91	4.24%	8,590.40	5.05%	4,468.37	3.17%
日本	8,462.74	3.95%	9,714.92	5.72%	11,842.18	8.40%
澳大利亚	2,608.45	1.22%	2,616.59	1.54%	2,812.27	2.00%
北美	940.27	0.44%	850.67	0.50%	611.41	0.43%
其他	7,545.05	3.52%	4,081.03	2.40%	2,583.20	1.83%
<b>合计</b>	<b>214,201.15</b>	<b>100.00%</b>	<b>169,968.66</b>	<b>100.00%</b>	<b>140,940.28</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 部分原材料价格波动较大，对公司成本控制造成一定压力

由于公司生产水平自动化较高，产品成本构成以直接材料为主，且其占比逐年提高，人工和制造费用占比较低，2019年，各类胶带中直接材料成本占比达80%左右，产品成本受材料价格影响较大。公司主要采购材料包括纱、纸浆、原纸、OPP膜、PVC粉等基材料料和树脂、SIS橡胶、其他橡胶等粘胶剂制备材料。近年纸基胶带主要原材料纸浆价格出现较大的波动，一定程度上加大了公司成本控制压力。

目前，公司已经形成了较为稳定的原材料供货渠道，与主要供应商建立了长期良好的合作关系。2017-2019年公司前五名供应商的采购额占年度采购额的比重分别为20.10%、23.20%和26.81%，对主要供应商的依赖程度逐年增强。从结算方式上来看，采购中心根据采用预付、现金结算、承兑汇票等多种方式，账期在30-60天不等。从应付账款运营效率来看，随着公司业务量增加，原材料需求加大，对原材料采购相应增长且议价能力增强，2017-2019年应付账款周转天数分别为32.43天、36.85天和41.69天，水平有所提升。

**表10 2017-2019年公司前五大供应商名称及采购成本（单位：万元）**

年度	供应商名称	采购内容	金额	占总采购金额比重
2019年	平湖石化	丁酯等	14,014.57	8.25%
	浙江金瑞薄膜材料有限公司	OPP膜	12,985.39	7.65%
	浙江明日	PVC粉、粒子	8,176.85	4.82%
	中国石化	SIS橡胶、其他橡胶	5,416.56	3.19%
	瑞翁贸易（上海）有限公司	树脂、其他橡胶	4,916.58	2.90%
小计	-	-	<b>45,509.95</b>	<b>26.81%</b>
2018年	MARUBENI CORPORATION	纸浆	8,475.37	6.39%
	浙江金瑞薄膜材料有限公司	OPP膜	6,726.13	5.07%
	浙江明日	PVC粉、粒子	5,380.14	4.05%
	国网江西省电力有限公司抚州市东乡区供电分公司	电	5,166.47	3.89%
	瑞翁贸易（上海）有限公司	树脂、其他橡胶	5,048.33	3.80%
小计	-	-	<b>30,796.44</b>	<b>23.20%</b>
2017年	浙江明日	塑料粒子、PVC粉等	5,517.33	5.26%
	中国石化	SIS橡胶、SBS橡胶等	4,364.01	4.16%
	国网江西省电力有限公司抚州市东乡区供电分公司	电力	4,207.00	4.01%
	Marubeni Corporation	纸浆	3,706.92	3.53%
	Global Glory Group Limited	橡胶	3,296.33	3.14%
小计	-	-	<b>21,091.59</b>	<b>20.10%</b>

注：同一控制下供应商采购金额已合并列示。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**随着在建项目的完工，公司产能和产品结构有望进一步提高和完善，但新增产能能否顺利消化并实现预期收益存在一定不确定性**

近年公司通过公开发行股票募集资金，不断以建设生产基地技术改造等方式扩大产能，同时进一步开发高附加值产品，以完善公司产品结构。目前在建及拟建的项目具体如下表所示，其中年产7,380万平方米水性PVC胶带建设项目、年产4,200万平方米无溶剂天然橡胶布基胶带建设项目、年产7,000万平方米水性美纹纸建设项目、山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目主要通过新增生产线或生产基地建设，扩大公司的水性美纹纸、水性PVC胶带胶粘制品、无溶剂天然橡胶布基胶带以及OPP胶带等系列产品产能。研发总部建设项目、江西永冠智能制造产业升级一期技改项目、线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目专注于提升产品生产效率和开发高附加值产品。以上项目的实施将有利于公司系列主要产品研发、生产协作和管理，完工后公司产能和产品结构有

望进一步提高和完善。

但是，受建设工期等因素影响，公司在建及拟建项目能否如期按既定投资计划建设完工并投入使用存在不确定性；另外，因胶带市场竞争的激烈性，未来公司产能扩张项目陆续建成投产后，新增美纹纸胶带、PVC 胶带、布基胶带、线束、医用胶带等产能能否完全消化并实现预期经济效益尚待观察。

**表11 截至 2019 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）**

项目		项目总投资	已投资
IPO 募投项目	年产7,000万平方米水性美纹纸建设项目	14,000.00	6,691.41
	年产7,380万平方米水性PVC胶带建设项目	10,732.73	5,775.93
	年产4,200万平方米无溶剂天然橡胶布基胶带建设项目	10,649.12	4,098.17
	研发总部建设项目	5,000.00	870.47
本期债券 募投项目	山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目	37,693.68	0.00
	江西永冠智能制造产业升级一期技改项目	13,121.03	0.00
	线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目	10,297.45	0.00
<b>合计</b>		<b>101,494.01</b>	<b>17,435.98</b>

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中汇会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告和未经审计的2020年1-3月财务报表，2018年数据采用2019年审计报告的期初数，2017年数据采用2018年审计报告的期初数，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况如下表所示：

**表12 公司合并范围子公司变动情况（单位：家）**

项目	2019 年	2018 年	2017 年
合并子公司家数	10	9	9
其中：当年增加或减少家数	1	0	1
增加或减少原因	投资设立	-	清算注销
增加或减少子公司名称	越南 Adhes 包装技术有限公司	-	美国 Adhes 胶粘科技有限公司

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

### 资产结构与质量

### 公司资产规模持续增长，资产质量较好

近年公司总资产规模持续增长。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，其中现金类资产占比较高，资产质量较好。

**表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	61,696.40	31.01%	46,073.85	24.80%	19,801.34	15.03%	16,158.95	14.31%
交易性金融资产	4,280.98	2.15%	10,916.22	5.88%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收账款	26,232.39	13.18%	32,517.93	17.50%	29,640.75	22.50%	21,063.93	18.66%
存货	33,581.83	16.88%	26,175.10	14.09%	24,939.64	18.93%	19,843.15	17.58%
<b>流动资产合计</b>	<b>132,338.18</b>	<b>66.51%</b>	<b>122,969.17</b>	<b>66.19%</b>	<b>79,716.08</b>	<b>60.51%</b>	<b>63,214.70</b>	<b>56.00%</b>
固定资产	46,050.45	23.15%	46,986.06	25.29%	47,245.27	35.86%	40,002.69	35.43%
在建工程	7,168.54	3.60%	5,359.72	2.89%	900.38	0.68%	4,650.11	4.12%
无形资产	2,264.45	1.14%	2,277.80	1.23%	2,333.16	1.77%	2,389.15	2.12%
其他非流动资产	8,673.15	4.36%	5,782.56	3.11%	289.69	0.22%	1,685.85	1.49%
<b>非流动资产合计</b>	<b>66,626.62</b>	<b>33.49%</b>	<b>62,808.39</b>	<b>33.81%</b>	<b>52,030.99</b>	<b>39.49%</b>	<b>49,678.67</b>	<b>44.00%</b>
<b>资产总计</b>	<b>198,964.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>185,777.56</b>	<b>100.00%</b>	<b>131,747.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>112,893.37</b>	<b>100.00%</b>

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

截至2019年末，公司货币资金余额4.61亿元，其中1,089.46万元系公司存入的银行金融衍生产品保证金、银行承兑汇票保证金、信用证开证保证金和海关保证金，使用受限。因2019年公司收到首次公开发行股票募集资金，货币资金水平较往期大幅增长。2019年，公司使用闲置募集资金购买浮动收益理财产品，期末交易性金融资产规模增长至1.09亿元。

公司应收账款规模随着公司业务规模的扩大逐年增长，截至2019年末，公司应收账款为3.25亿元，占总资产的比重为17.50%，主要为应收客户3M、Galaxy、Souzpack、Dollar General Corporation和印度Pan的货款，其中账龄6个月以内部分占比92.80%，已计提坏账准备996.89万元。公司应收账款规模较大，考虑公司客户主要为国际知名企业，信誉度较高，且大部分客户为长期合作的关系，应收账款形成坏账的可能性较小，但对营运资金造成一定压力。截至2019年末，公司存货为2.62亿元，占总资产的比重为14.09%，主要为半成品、原材料及库存商品等，对资金形成了一定占用；2019年公司期末存货跌价准备395.84万元。

2019年末，公司固定资产为4.70亿元，主要公司生产所需的厂房建筑物及机器设备等经营性资产，其中价值5,910.75万元的部分已用于抵押借款担保、融资租赁担保。随着

工程投入和完工转出，2019年末公司在建工程金额上升至5,359.72万元，主要为设备安装改造、新厂房建设工程、余热余压项目和装修及改造工程。公司无形资产以土地使用权为主，截至2019年末账面价值为2,277.80万元。2019年公司采购设备预付购置款，带动其他非流动资产增长至5,782.56万元。

## 资产运营效率

### 公司净营业周期缩短，资产运营效率较好

公司客户主要为国际知名企业，信誉度较高，履约情况较好。近年公司应收账款周转天数较稳定。存货方面，公司存货主要为胶带原材料、半成品及库存商品等，近年公司存货规模稳定增长，业务规模较快增长，2019年存货周转天数由2017年的60.41天下降到51.76天。应付账款方面，随着公司业务量增加，原材料需求加大，对原材料采购相应增长且议价能力增强，综合使得公司应付账款周转天数有所上升。整体来看，受以上因素综合影响，公司2019年净营业周期由2017年的77.52天降低至62.31天。公司资产运营效率较好。

公司2019年上市，收到大额募集资金，流动资产规模大幅增长，带动流动资产周转天数增大。同期公司账面固定资产金额较稳定，业务规模扩大收入较快增长，综合带动固定资产周转天数小幅下滑。

**表14 公司主要运营效率指标（单位：天）**

项目	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	52.24	54.34	49.54
存货周转天数	51.76	57.49	60.41
应付账款周转天数	41.69	36.85	32.43
净营业周期	62.31	74.98	77.52
流动资产周转天数	170.14	151.25	152.43
固定资产周转天数	79.10	92.32	92.78
总资产周转天数	266.55	258.87	266.76

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**公司收入持续增长，盈利能力较为稳定，但需关注汇率及衍生金融工具公允价值波动风险**

公司营业收入主要来源于布基胶带、纸基胶带和膜基胶带的产品销售，2017-2019年三者收入合计占比均在90%以上。近年公司进行产能扩张、新产品开发和市场开拓，合同

订单持续增加且生产规模持续扩张，带动营业收入持续增长，2017-2019年复合增长率达23.31%。

毛利率方面，得益于公司多年的技术积累和不断的产能升级，同期的工厂搬迁提高生产效率和精简人员配置，公司对人工成本及制造费用控制力度进一步加强，但主要原材料价格波动仍对公司造成一定成本控制压力，以上综合使得公司近年整体毛利率水平基本保持稳定。2018年公司业务规模扩大利润增长，带动总资产回报率及净资产收益率实现增长，随着2019年公司上市，资产规模和权益规模较利润水平大幅提升，总资产回报率及净资产收益率出现回落。

近年公司投资损失及公允价值变动损失对公司利润造成一定侵蚀，主要系公司使用远期外汇合约等衍生金融工具对冲汇率风险，相应金融工具交割及公允价值波动造成，2018-2019年公司因交割该类金融工具分别发生相应投资损失2,651.45万元和826.77万元，2019年因其公允价值波动带来的公允价值变动损失为609.47万元，两者合计与同期营业利润比值为17.58%和8.63%。

公司期间费用以销售费用和研发费用为主。销售费用主要用于出口代理、进仓、物流、渠道建设等开支，随着公司业务规模扩张有所增长，同时公司不断加大研发力度，研发物料及薪酬开支大幅增加带动研发费用增长，此外公司持续获得存款利息收入，且因美元大幅升值获得较高汇兑收益，财务费用处于较低水平，综合使得2017年-2019年公司期间费用率为10.18%、7.20%以及8.76%，公司对期间费用控制能力尚可，但仍需关注汇率波动带来的相关风险。

整体来看，公司收入持续增长，盈利能力较为稳定，但需关注汇率及衍生金融工具公允价值波动风险。

**表15 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
营业收入	39,884.56	214,425.73	170,105.05	141,019.39
投资收益	145.85	-498.98	-2,513.71	45.88
公允价值变动收益	-2,098.19	-593.25	-47.11	47.11
营业利润	1,897.31	16,637.92	15,080.90	9,133.45
利润总额	1,904.89	16,648.09	15,124.44	9,539.28
净利润	1,798.99	14,827.83	13,137.75	8,154.20
综合毛利率	16.62%	17.10%	17.57%	16.75%
期间费用率	9.47%	8.76%	7.20%	10.18%
营业利润率	4.76%	7.76%	8.87%	6.48%
总资产回报率	-	10.83%	12.90%	9.62%

净资产收益率	-	13.11%	15.81%	11.25%
营业收入增长率	-	26.05%	20.63%	42.05%
净利润增长率	-	12.86%	61.12%	-14.90%

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

## 现金流

### 公司经营活动现金流表现较好，但投资需求较大，预计未来对筹资活动较为依赖

2017-2019年，公司收现比分别为1.03、1.04和1.05，现金回收及生成能力较好。2017-2019年随着公司业务规模扩大，存货、应收账款及应付账款增长，基本与业务规模扩张水平相匹配，经营活动现金流量分别净流入1.34亿元、1.72亿元和2.01亿元。

投资活动现金流方面，2017-2019年公司投资活动现金流入主要系收回理财产品本息所产生，投资活动现金流出主要因购买理财产品、衍生金融工具、购建固定资产等产生，因公司近年加大产能扩张投入，投资活动现金分别净流出1.41亿元、1.13亿元和2.85亿元。

筹资活动现金流方面，2017年以来公司筹资活动现金流入主要源于股权融资和银行借款，其中2019年初因公开发行股份上市吸收投资收到现金3.82亿元。公司筹资活动现金流出主要系偿还借款本息及分配股利造成。2017-2019年公司筹资活动现金流量净额分别为0.15亿元、-0.29亿元和3.36亿元。

总体而言，公司收付款项的匹配情况稳定，经营活动现金流表现较好，近年加大产能扩张投入，投资净流出规模整体增长较快，考虑到截至2019年末公司在建及拟建项目规模较大，总投资10.15亿元，后续尚需投资8.41亿元，经营活动现金流入难以满足偿债及项目建设需求，预计未来对筹资活动将较为依赖。

**表16 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年	2017年
收现比	1.05	1.04	1.03
净利润	14,827.83	13,137.75	8,154.20
营运资本变化	-2,786.85	-4,271.98	-506.86
其中：存货减少（减：增加）	-1,556.06	-5,405.19	-492.05
经营性应收项目的减少（减：增加）	-6,930.02	-7,956.72	-2,603.27
经营性应付项目的增加（减：减少）	5,699.23	9,089.94	2,588.46
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>20,069.74</b>	<b>17,241.45</b>	<b>13,375.06</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-28,479.36</b>	<b>-11,340.09</b>	<b>-14,093.75</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>33,628.80</b>	<b>-2,912.21</b>	<b>1,508.50</b>
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-22.98	235.20	-430.77



现金及现金等价物净增加额	25,196.19	3,224.35	359.03
--------------	-----------	----------	--------

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司整体债务压力尚可，有息债务以短期债务为主

近年公司负债规模不断扩大，负债总额由2017年末的3.63亿元增加至2019年末的4.93亿元。所有者权益方面，得益于公司2019年上市公开发行股份，2019年末公司所有者权益由2017年末的7.66亿元增加至13.65亿元，公司产权比率为36.09%，所有者权益对负债的保障程度尚可。

**表17 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
负债总额	60,660.80	49,263.83	42,058.59	36,342.64
所有者权益	138,304.01	136,513.73	89,688.48	76,550.73
产权比率	43.86%	36.09%	46.89%	47.48%

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

公司负债以流动负债为主，且随着非流动负债的逐年偿付，其在总负债中占比持续上升。为缓解资金压力以及降低融资成本，公司增加使用银行承兑汇票与供应商结算，截至2019年末，应付票据为0.84亿元。随着公司业务的推进，应付账款呈增长趋势，2019年末应付账款达1.57亿元，主要为应付供货商采购款，其中98.75%账龄集中在一年内。同期公司预收账款为0.27亿元，主要系预收货款。

公司长期应付款系应付远东国际租赁有限公司、远东宏信融资租赁有限公司、平安国际融资租赁有限公司的融资租赁款及设备分期购买款，随着款项逐年偿付，规模逐渐减小。2019年末公司长期应付款余额为0.21亿元，根据公司提供的偿还期限安排，其中0.16亿元将于2020年内偿还。截至2019年末，公司递延收益规模为0.25亿元，系公司持续获得的与资产相关的政府补助形成，按补助项目下资产折旧年限逐年转入其他收益。

**表18 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	21,118.37	34.81%	14,984.12	30.42%	11,480.00	27.30%	11,600.00	31.92%
应付票据	15,645.85	25.79%	8,393.52	17.04%	3,026.55	7.20%	3,103.32	8.54%
应付账款	12,868.74	21.21%	15,679.63	31.83%	14,071.15	33.46%	8,503.37	23.40%
预收款项	0.00	0.00%	2,658.89	5.40%	2,630.61	6.25%	779.82	2.15%
合同负债	2,932.42	4.83%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%

<b>流动负债合计</b>	<b>57,241.28</b>	<b>94.36%</b>	<b>44,640.80</b>	<b>90.62%</b>	<b>34,449.87</b>	<b>81.91%</b>	<b>26,061.08</b>	<b>71.71%</b>
长期应付款	975.51	1.61%	2,108.00	4.28%	5,045.28	12.00%	8,363.68	23.01%
递延收益	2,444.00	4.03%	2,515.03	5.11%	2,563.44	6.09%	1,910.82	5.26%
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,419.52</b>	<b>5.64%</b>	<b>4,623.03</b>	<b>9.38%</b>	<b>7,608.72</b>	<b>18.09%</b>	<b>10,281.57</b>	<b>28.29%</b>
<b>负债合计</b>	<b>60,660.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>49,263.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>42,058.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>36,342.64</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	37,739.73	62.21%	25,485.64	51.73%	19,551.83	46.49%	23,067.00	63.47%

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

截至2019年末，公司有息债务合计2.55亿元，其中2.50亿元需在一年内偿还，有息债务构成中短期借款占比较高。

截至2019年末，公司资产负债率为26.52%。由于公司2019年收到发行股票募集资金，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比指标向好。公司利润规模增长带动EBITDA增长。公司有息债务中流动负债居多，计息期间较短，因此利息支出水平较低，近年EBITDA对利息、债务总额及有息债务保障程度较好。此外，公司现金对负债保障程度尚可且维持较稳定水平。

**表19 公司偿债能力指标**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	30.49%	26.52%	31.92%	32.19%
流动比率	2.31	2.75	2.31	2.43
速动比率	1.73	2.17	1.59	1.66
现金短期债务比	-	2.44	1.37	1.14
EBITDA（万元）	-	22,744.37	20,724.91	13,939.44
EBITDA 利息保障倍数	-	42.12	31.94	26.95
有息债务/EBITDA	-	1.12	0.94	1.65
债务总额/EBITDA	-	2.17	2.03	2.61
经营性净现金流/流动负债	-	0.45	0.50	0.51
经营性净现金流/负债总额	-	0.41	0.41	0.37

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

## 八、本期债券偿还保障分析

### 本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，本期债券本息的偿付资金主要来源于募投项目产生的收益。同时我们关注到，受建设工期等因素影响，募投项目能否如期建设完工并投入使用存在不确定性；另外，受市场需求等因素影响，项目建成后能否产生如期收益亦存在不确定性。

其次，公司经营活动产生的营业收入及现金流入是本期债券按时还本付息资金的主要补充。公司整体生产经营较为稳定，近三年公司营业收入及经营净现金流入保持增长，公司经营活动现金流表现较好，但近年公司存货及应收账款规模保持增长，公司需关注收付款项的匹配管理以保持经营活动现金流稳健增长，如经营活动净现金流波动较大将加大公司债务期限管理难度。

本期债券可转换为公司股票，转换为股票后，公司偿债压力将有所减小，但股票价格易受公司经营业绩、宏观环境、资金供给、投资者心理等多种因素影响而存在波动。如果公司股票在本期债券发行后价格持续下跌，则存在公司未能及时向下修正转股价格或即使公司持续向下修正转股价格，但公司股票价格仍低于转股价格，导致本期债券价值发生重大不利变化，并进而可能导致出现可转债在转股期内回售或持有到期不能转股的风险。

## 九、其他事项分析

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4月17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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。子公司江西永冠从2017年1月1日至报告查询日（2020年4月13日），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；江西永冠各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 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	61,696.40	46,073.85	19,801.34	16,158.95
应收账款	26,232.39	32,517.93	29,640.75	21,063.93
存货	33,581.83	26,175.10	24,939.64	19,843.15
固定资产	46,050.45	46,986.06	47,245.27	40,002.69
总资产	198,964.80	185,777.56	131,747.07	112,893.37
短期借款	21,118.37	14,984.12	11,480.00	11,600.00
应付票据	15,645.85	8,393.52	3,026.55	3,103.32
应付账款	12,868.74	15,679.63	14,071.15	8,503.37
长期应付款	975.51	2,108.00	5,045.28	8,363.68
总负债	60,660.80	49,263.83	42,058.59	36,342.64
有息债务	-	25,485.64	19,551.83	23,067.00
所有者权益合计	138,304.01	136,513.73	89,688.48	76,550.73
营业收入	39,884.56	214,425.73	170,105.05	141,019.39
营业利润	1,897.31	16,637.92	15,080.90	9,133.45
净利润	1,798.99	14,827.83	13,137.75	8,154.20
经营活动产生的现金流量净额	2,258.65	20,069.74	17,241.45	13,375.06
投资活动产生的现金流量净额	607.66	-28,479.36	-11,340.09	-14,093.75
筹资活动产生的现金流量净额	12,479.33	33,628.80	-2,912.21	1,508.50
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	52.24	54.34	49.54
存货周转天数	-	51.76	57.49	60.41
应付账款周转天数	-	41.69	36.85	32.43
净营业周期	-	62.31	74.98	77.52
流动资产周转天数	-	170.14	151.25	152.43
固定资产周转天数	-	79.10	92.32	92.78
总资产周转天数	-	266.55	258.87	266.76
综合毛利率	16.62%	17.10%	17.57%	16.75%
期间费用率	9.47%	8.76%	7.20%	10.18%
营业利润率	4.76%	7.76%	8.87%	6.48%
总资产回报率	-	10.83%	12.90%	9.62%
净资产收益率	-	13.11%	15.81%	11.25%
营业收入增长率	-	26.05%	20.63%	42.05%
净利润增长率	-	12.86%	61.12%	-14.90%
资产负债率	30.49%	26.52%	31.92%	32.19%

流动比率	2.31	2.75	2.31	2.43
速动比率	1.73	2.17	1.59	1.66
现金短期债务比	-	2.44	1.37	1.14
EBITDA (万元)	-	22,744.37	20,724.91	13,939.44
EBITDA 利息保障倍数	-	42.12	31.94	26.95
有息债务/EBITDA	-	1.12	0.94	1.65
债务总额/EBITDA	-	2.17	2.03	2.61
经营性净现金流/流动负债	-	0.45	0.50	0.51
经营性净现金流/负债总额	-	0.41	0.41	0.37

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

## 附录二 截至 2019 年末公司纳入合并范围内的子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	业务性质	持股比例(%)
上海重发胶粘制品有限公司	100.00	制造业	100
江西永冠科技发展有限公司	12,000.00	制造业	100
上海寰羽实业有限公司	100.00	贸易	100
永康市泽冉家居用品有限公司	100.00	贸易	100
云诺国际贸易有限公司	1.00(港币)	贸易	100
上海腾革电子商务有限公司	100.00	贸易	100
上海冠革实业有限公司	100.00	贸易	100
上海翰革文体用品有限公司	100.00	贸易	100
江西八福科技发展有限公司	500.00	制造业	100
越南 Adhes 包装技术有限公司	500.00(美元)	制造业	100

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 附录三 2017-2019 年公司主要几种原材料的采购情况（单位：吨，万元/吨，万元）

年份	采购标的	采购数量	采购单价	采购金额
2019年	塑料粒子	1,357.49	7.59	10,296.85
	树脂	1,383.20	11.35	15,705.23
	纸浆	1,701.70	4.77	8,113.54
	SIS橡胶	510.54	12.86	6,563.92
	其他橡胶	623.29	12.91	8,043.78
	纱	309.76	12.29	3,805.36
	丁苯乳胶	1,048.61	5.69	5,962.45
	原纸	416.93	7.03	2,932.81
	OPP膜	3,054.71	9.02	27,565.59
	PVC粉	1,027.85	6.06	6,224.10
	环烷油	309.31	6.25	1,932.69
	水性硅	330.09	9.54	3,149.69
	丁酯	2,484.97	7.56	18,788.08
	2018年	塑料粒子	1,375.01	8.47
树脂		1,240.21	11.25	13,957.07
纸浆		1,738.89	5.80	10,084.44
SIS橡胶		396.07	12.41	4,917.20
其他橡胶		593.00	12.14	7,200.21
纱		319.89	13.09	4,188.34
丁苯乳胶		562.21	6.27	3,522.48
原纸		490.59	6.97	3,420.46
OPP膜		1,020.92	9.43	9,627.26
PVC粉		834.26	5.86	4,885.26
环烷油		275.65	6.78	1,867.81
水性硅		268.38	9.63	2,583.37
丁酯		756.15	8.64	6,536.63
2017年		塑料粒子	1,166.24	9.49
	树脂	1,026.63	10.72	11,008.20
	纸浆	1,258.21	4.02	5,055.45
	SIS橡胶	381.55	11.86	4,526.56
	其他橡胶	446.38	15.05	6,717.66
	纱	291.60	11.40	3,324.71
	丁苯乳胶	412.98	6.69	2,762.45
	原纸	516.71	6.87	3,552.06
	OPP膜	286.76	9.20	2,638.29

PVC粉	711.77	5.59	3,976.20
环烷油	256.63	6.45	1,656.50
水性硅	198.32	8.99	1,782.71
丁酯	320.70	8.11	2,599.52

资料来源：公司提供，中证鹏元整理



## 附录四 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款账面价值} + \text{期初应收票据账面价值} + \text{期初应收款项融资} + \text{期末应收账款账面价值} + \text{期末应收票据账面价值} + \text{期末应收款项融资}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货账面价值} + \text{期末存货账面价值}) / 2 ] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款账面价值} + \text{期初应付票据账面价值} + \text{期末应付账款账面价值} + \text{期末应付票据账面价值}) / 2 ] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{长期应付款}$

注：计入财务费用的利息支出仅包含银行贷款利息，未包含融资租赁费用和分期付款费用

## 附录五 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。