

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（2021）

项目负责人：向 岚 lxiang@ccxi.com.cn

项目组成员：李 昂 ali@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年6月11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，充分履行了实地调查和诚信义务，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 [2021]跟踪 0631 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

二零二一年六月十一日

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、客户资源优质和财务杠杆水平较低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烟标业务收入及毛利率水平有所下降、面临一定商誉减值风险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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	59.07	61.45	64.17	66.98
所有者权益合计（亿元）	43.16	42.55	46.29	48.80
总负债（亿元）	15.90	18.89	17.88	18.18
总债务（亿元）	8.69	12.17	8.43	9.14
营业总收入（亿元）	33.28	31.73	30.69	9.71
净利润（亿元）	7.59	4.25	5.45	2.44
EBIT（亿元）	9.18	5.74	6.30	2.86
EBITDA（亿元）	11.00	7.59	8.20	--
经营活动净现金流（亿元）	6.61	7.32	12.46	1.04
营业毛利率(%)	38.63	40.63	37.07	33.85
总资产收益率(%)	15.84	9.52	10.03	17.43*
资产负债率(%)	26.93	30.75	27.86	27.14
总资本化比率(%)	16.75	22.24	15.41	15.78
总债务/EBITDA(X)	0.79	1.60	1.03	--
EBITDA 利息倍数(X)	52.23	22.12	38.18	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；加*为年化指标。

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 22 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 2021 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 27.14% 和 15.78%，财务杠杆水平较低。

同行业比较

2020 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)
合兴包装	瓦楞纸包装	瓦楞纸板：359,960 万立方米/年 瓦楞纸箱：233,450 万立方米/年	81.30	53.38	120.07	3.27
东风印刷	烟标	烟标：437.0 万大箱/年	64.17	27.86	30.69	5.45

注：“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	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
东风转债	AA	AA	2020/6/23	2.95	2.95	2019/12/24~2025/12/24	回售、赎回

关注

■ **跟踪期内，公司烟标收入及毛利率水平均有所下降。**2020 年，受疫情、下游烟草客户提税顺价¹等因素影响，公司烟标产销量和收入下滑，部分子公司产能利用不足。此外，受下游客户招投标竞价及原材料价格上涨等因素影响，公司烟标业务毛利率也有所下降。

■ **公司商誉减值情况值得关注，**近年来公司以收购形式完善业务布局，形成一定规模商誉，面临商誉减值风险。

■ **公司面临一定多元化管理压力。**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。

¹ 提税顺价是指公司下游烟草客户提高卷烟产品的批发价格（调拨价）和升级卷烟产品结构，从而达到上调卷烟消费税的目的；同时开展增收节支，则增值税等流转税额和所得税额相应增加，上缴国家税利总额（财政收入）增加。

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 2021 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前次募集资金使用情况的专项报告》，中诚信国际整理

宏观经济与政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供

给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠

杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 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；2020 年下半年以来白卡纸价格持续提高，烟标企业成本控制面临一定压力

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，2020 年卷烟产量为 2.39 万亿支，同比小幅增长 0.9%；根据烟草行业数据显示，2020 年烟草行业实现工商税利总额 12,803 亿元，同比增长 6.2%；上缴财政总额 12,037 亿元，同比增长 2.3%，税利总额和上缴财政总额创历史最高水平，为国家和地方财政增收、经济发展作出积极贡献。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、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。2020 年上半年，白卡纸受中美贸易战和疫情影响，需求低迷，价格有所下降，2020 年下半年随着节日需求旺季的来临、国内疫情的恢复以及上游纸浆价格的上升，白卡纸价格持续上涨，烟标企业成本控制面临一定压力。

跟踪期内，受卷烟消费趋势下行、国家控烟政策和调整产品结构影响，公司烟标产销量均有所下滑

公司是我国烟标印刷龙头企业之一，以汕头集团总部为核心，在广东、湖南、贵州、吉林、云南及广西等多个省份设立区域性生产基地，2020 年产能小幅上升。

2020 年，受新冠疫情、下游烟草客户提税顺价和烟标产品结构调整等因素影响，公司烟标产销量有所下降，产能利用率和产销率均有所下滑，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 45%，未来产能平衡情况有待进一步关注。

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，虽然 2020 年招投标竞价激烈，但由于公司烟标产品结构不断向中高端转化，结构提升导致单价上升覆盖了招投标竞价导致的原产品单价的下降，导致公司对外销售烟标平均单价有所上升。公司与下游烟草企业结

算周期一般为 60 天，跟踪期内，受中小企业支付令政策颁布的影响，公司应收账款的回款速度有所加快。

表 2：近年来公司烟标产能及产销情况

	2018	2019	2020
产能（万套/年）	104,285.00	100,775.00	109,275.00
产量（万套）	82,594.64	83,119.19	76,911.95
产能利用率（%）	79.20	82.48	70.38
销量（万套）	94,793.10	87,693.63	74,641.59
产销率（%）	114.77	105.50	97.05

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

公司主要在建项目为湖南福瑞高端包装印刷智能工厂技改搬迁建设项目，项目总投资 7.30 亿元，截至 2021 年 3 月末，项目已投资 1.15 亿元。

烟草客户是公司长期服务的主要对象和优质的业务合作伙伴，经过多年的积累，公司已成为湖南中烟、云南中烟、贵州中烟、吉林烟草、甘肃烟草、广东中烟、河南中烟等多家省级中烟工业公司的供应商。根据烟草综合网站提供的数据显示，2020 年重点烟草品牌一、二类烟销量排名前 15 名的品牌中，公司服务的品牌有 9 个，其中包括“芙蓉王”、“玉溪”、“云烟”等品牌；2020 年三类烟以上销量排名前 15 名的品牌中，公司服务的品牌有 10 个，其中包括“双喜·红双喜”、“红塔山”、“黄山”等品牌。2020 年，公司共参加 30 家烟草客户发起的合计 122 个项目投标，中标项目 51 个，并通过招投标新增客户河南中烟工业有限责任公司，中标其 8 款产品。2020 年公司在烟标行业市场占有率约 6.3%。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为 68.81%，主要为烟草公司，较 2019 年基本持平，仍保持较高水平。

表 3：2020 年公司前五大销售客户情况（万元、%）

客户	产品种类	销售金额	占烟标业务收入比重
客户一	烟标	46,070.65	20.49
客户二	烟标	33,538.96	14.92

客户三	烟标	32,365.98	14.40
客户四	烟标	29,144.75	12.97
客户五	烟标	13,554.48	6.03
合计	--	154,674.82	68.81

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受烟标卡纸价格上扬影响，公司原纸和纸品采购单价有所上升，2021 年以来，原纸价格上升较快或加大公司采购压力

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 70%。2020 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，电化铝由于公司采购品种有所改变，价格有所上浮，基础油墨价格呈下降态势。2021 年以来，卡纸价格大幅上升，公司成本控制压力进一步增加。

表 4：近年来汕头本部主要原材料采购单价情况（%）

年度	原材料	计量单位	平均单价（元/计量单位）
2018	原纸	吨	6,069.97
	纸品	吨	16,622.94
	全息电化铝	万枚	267.94
	基础油墨	公斤	73.63
2019	原纸	吨	6,091.62
	纸品	吨	18,254.22
	全息电化铝	万枚	256.83
	基础油墨	公斤	87.25
2020	原纸	吨	6,295.37
	纸品	吨	18,371.55
	全息电化铝	万枚	282.81
	基础油墨	公斤	82.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。公司建立了覆盖成品纸（纸品）、基膜、电化铝、膜品、油墨、印刷包装设计生产的烟标印刷全产业链条，2020 年受烟标产品结构改变影响，公司原材料自给率有所下降。

表 5：近年来公司主要原材料自给率情况（%）

原材料	2018	2019	2020
纸品	47.62	50.52	46.55
油墨	48.22	50.83	48.57
电化铝	29.32	36.52	35.42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：近年来公司烟标生产成本情况（元/套、%）

项目	2018		2019		2020	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	1.14	69.64	1.03	68.97	1.10	66.61
人工成本	0.14	8.60	0.13	8.97	0.15	9.42
其他制造费用	0.36	21.76	0.33	22.05	0.40	23.97
合计	1.64	100.00	1.50	100.00	1.65	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司共拥有合格供应商（第三方，下同）237 家，并与其中 67 家供应商建立了长期稳定的战略合作关系。2020 年，公司向五大供应商采购金额占总生产成本的比例达 18.15%，较 2019 年下降约 8 个百分点，主要由于 2020 年印刷烟标原材结构变化，供应商的集中度有所下降。

表 7：2020 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	8,538.52	4.82
汕头市永嘉有限公司	原纸	7,069.10	3.99
中国石化仪征化纤有限责任公司	聚脂切片	6,928.30	3.91
山东博汇纸业股份有限公司	原纸	4,805.30	2.71
宜宾天原集团股份有限公司	SPVC 树脂	4,803.05	2.71
合计	--	32,144.27	18.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年公司膜产品升级，销量向好；纸品销售价格及销售收入小幅下降

2020 年，公司全资子公司广东鑫瑞新材料科技有限公司（以下简称“鑫瑞科技”）PET 基膜业务加快科技创新和产品结构升级，重点研发高附加值产品，实现差异化产品批量销售。2020 年度鑫瑞科技累计销售差异化基膜产品约 1,695.58 吨，较上年同期增加 1,312.59 吨，同比增长 342.72%，已初步完成基膜产品结构的转型升级，受益于产品市场需

求的增长，公司 PET 基膜销量小幅增长。受基膜生产所使用的原材料的聚酯切片 2020 年价格下降影响，销售单价也有所降低，销售收入保持稳定。

此外，2020 年度公司功能膜产品累计实现对外销售收入人民币 5,154.29 万元，较上年同期增加 2,030.46 万元，同比增长 65.00%。

表 8：近年来公司基膜产销情况

	2018	2019	2020
产能（万吨/年）	1.50	1.50	1.50
总产量（万吨）	1.50	1.51	1.49
产能利用率（%）	100.33	100.75	99.33
对外产量（万吨）	1.10	1.07	1.14
对外销量（万吨）	1.06	1.10	1.13
对外产销率（%）	96.46	103.23	99.95
对外销售收入（亿元）	1.27	1.32	1.32
平均单价（万元/吨）	1.19	1.20	1.17

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年，公司纸品产能保持稳定，受市场竞争及纸品销售品种变化影响，纸品销售单价下降，带动销售收入有所下滑。纸品产量有所下降，销量保持稳定，产能利用率为 75%。

表 9：2020 年公司纸品产销情况

	2020
产能（万吨/年）	3.60
总产量（万吨）	2.70
产能利用率（%）	75.00
对外产量（万吨）	0.60
对外销量（万吨）	0.63

对外产销率 (%)	104.55
对外销售收入 (亿元)	1.08
平均单价 (万元/吨)	1.71

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司完成了对两家药包公司的收购，进一步完善医药包装行业布局；前期投资的消费产业基金投资稳健发展；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

近年来，除烟标印刷外，公司大力拓展医药包装业务。公司医药包装客户包括贵州百灵、同济堂、国药集团等知名医药品牌企业以及消费品品牌企业。2020年，公司医药包装板块并表收入为2.81亿元，重庆首键药用包装材料股份有限公司（以下简称“首键药包”）、常州市华健药用包装材料有限公司（以下简称“华健药包”）和贵州千叶药品包装有限公司（以下简称“千叶药包”）分别实现营业收入总收入0.81亿元、1.30亿元和1.93亿元，实现净利润0.11亿元、0.08亿元和0.28亿元，三家药包材子公司均实现良好的业绩增长，并完成了2020年度的业绩承诺。

跟踪期内，公司分别出资1.35亿元和1.10亿元收购首键药包75%和华健药包70%股权，完善公司在医药包装产业的战略布局。其中首键药包主要从事I类医药用瓶盖的研发、生产与销售，股权转让方承诺2020~2024年度净利润分别不低于950万元、1,290万元、1,630万元、1,930万元和2,200万元，累计不低于8,000万元。华健药包主要从事药用SP复合膜、药用包装铝箔、成型冲压复合硬片（包括冷冲压成型铝、热带型泡罩铝）等研发、生产和销售，股权转让方承诺2020~2024年度净利润分别不低于600万元、900万元、1,350万元、1,900万元和2,250万元，累计不低于7,000万元。

除医药包装外，公司发展电子产品包装、酒包装、食品包装等业务，2020年子公司贵州西牛王进入贵州茅台的供应商体系。2020年，公司其他包装业务实现销售收入人民币11,360.31万元，同比增长40.87%。

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2020年末，公司农场占地合计57,140亩，共拥有存栏奶牛1,582头，原奶年产量约451.3万升，产量同比有所增加。2020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1.63亿元，同比增长4.49%，受疫情影响，进口牛奶国内外运费上升，公司乳制品业务盈利能力较弱。

前期，公司直接及间接投资了两只消费类基金，其中，成都天图天投东股权投资基金中心（有限合伙）（以下简称“成都基金”）出资总额为人民币3亿元，其中公司出资额为人民币1.5亿元，出资比例为50%，截至2020年末该基金累计对外投资约人民币2.63亿元。深圳市天图东峰中小微企业股权投资基金（有限合伙）（以下简称“中小微基金”）出资总额为人民币12亿元，其中公司出资额为人民币2.5亿元，间接出资比例为20.83%，该基金累计对外投资约人民币9.91亿元，公司所间接持有的中小微基金投资份额估值约为3.22亿元。2020年，公司权益法下确认的基金投资收益合计1.17亿元，较2019年有所增加。

2020年2月，公司出资约0.37亿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2021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。

中诚信国际关注到，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

(特殊普通合伙) 审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年度财务报表和公司提供的未经审计的 2021 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。为计算有息债务，中诚信国际已将公司长期应付款和租赁负债中的有息债务调整至长期债务。2020 年，公司合并范围有所增加，主要新增控股子公司首键药包和千叶药包。

跟踪期内，公司烟标销售收入及经营性业务利润有所下降；受益于基金投资收益增加及资产减值损失

表 10：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

业务	2018		2019		2020	
	收入	收入	收入	毛利率	收入	毛利率
烟标	28.21	34.91	24.68	36.53	22.48	33.35
医药包装	0.28	-4.17	1.37	20.18	2.81	26.22
纸品	5.04	34.61	5.57	35.37	4.55	31.80
基膜	1.28	11.05	1.35	18.07	1.36	30.09
其他	5.65	23.31	6.74	20.77	6.58	20.13
减：抵销数	-7.18	--	-7.98	--	-7.09	--
营业总收入/综合毛利率	33.28	38.63	31.73	40.63	30.69	37.07

注：表中公司 2018~2020 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，2020 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等因素影响，公司销售费用有所增加；受职工薪酬增加影响，公司管理费用小幅增加。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，2020 年，受烟标收入和盈利能力下降，经营性业务利润有所下滑；2020 年公司发生资产减值损失为 0.91 亿元，比 2019 年下降较多，主要是 2020 年计提商誉减值损失减少导致。公司权益法下确认的基金投资收益增加带动投资收益上升，对利润形成良好补充。此外，公司于 2016 年收购子公司广东凯文印刷有限公司（以下简称“凯文印刷”），由于凯文印刷未按预期实现对两家大客户的中标，且出口业务受到疫情影响有所下降，公司计提商誉减值准备 4,362.49 万元。2020 年公司利润总额和利润率均有所上升。

减少，利润水平和利润率均有所上升

2020 年，公司营业总收入和毛利率均呈下滑态势，其中，受疫情、对下游烟草客户让利增加等因素影响，烟标收入和毛利率均有下滑；2020 年受益于公司收购首键药包和华健药包，医药包装收入及毛利率均快速上升；受益于产品附加值及结构提升的影响，基膜毛利率呈上升态势。2021 年一季度，由于并表范围的扩大，公司业务收入同比增加约 10%，但受印刷烟标产品招投标降价的影响，业务毛利率有所下滑。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	1.08	1.49	1.82	0.39
管理费用	3.59	2.67	2.86	0.67
研发费用	-	1.43	1.34	0.35
财务费用	0.14	0.25	0.09	-0.01
期间费用合计	4.81	5.84	6.11	1.40
期间费用率(%)	14.47	18.42	19.91	14.39
经营性业务利润	7.90	6.80	5.17	1.84
资产减值损失	1.05	2.09	0.91	0.04
投资收益	2.17	0.81	1.68	1.05
利润总额	9.00	5.39	6.08	2.79
EBIT	9.18	5.74	6.30	--
EBITDA	11.00	7.59	8.20	--
EBIT 利润率(%)	27.59	18.08	20.52	--
EBITDA 利润率(%)	33.06	23.93	26.72	--
总资产收益率(%)	15.84	9.52	10.03	--

注：2018 年管理费用包含研发费用

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于回款加快，公司货币资金规模持续提升，2020 年短期债务规模下降较多，债务结构有所优化；受益于利润的积累，公司所有者权益规

模持续提升，财务杠杆始终处于低位；分红政策较激进

2020年以来，公司资产规模进一步扩大，公司流动资产和非流动资产的规模相当，受益于公司加快账款回收速度，公司应收账款和应收票据规模下降，货币资金规模增加。由于原材料纸品价格提升，公司提前进行原材料的储备，且合并范围增加，2020年以来存货规模呈上升态势。

2020年，受益于公司权益法下确认的基金和联营企业的投资收益增加及新增对天威新材的投资，期末长期股权投资有所增长。2020年公司无形资产和固定资产规模增长，主要系当期全资子公司湖南福瑞印刷有限公司高端包装印刷智能工厂项目取得土地使用权、药包产能扩建以及合并范围增加所致。2020年末，因凯文印刷未来经营业绩及现金流低于预期，公司计提商誉减值准备0.44亿元，同时，公司收购首键包装和华健包装增加商誉1.46亿元，期末公司商誉有所增加，面临一定商誉减值风险。

表 12：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
货币资金	8.51	10.18	11.41	12.44
应收票据	3.32	4.51	3.35	3.29
应收账款	9.92	8.83	5.31	6.43
存货	6.91	6.99	8.09	8.27
流动资产合计	29.10	31.14	29.11	31.93
长期股权投资	8.08	8.78	10.43	11.00
固定资产	13.48	13.28	14.59	14.18
商誉	3.54	2.49	3.52	3.52
无形资产	3.23	3.59	4.78	4.72
非流动资产合计	29.96	30.31	35.06	35.05
资产合计	59.07	61.45	64.17	66.98

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债主要由有息债务和应付账款构成。2020年，公司加快对短期债务的偿付力度，短期债务规模下降，债务结构有所优化。2020年，公司应付账款增加主要由于公司合并范围的增加及应付供应商账期延长，2021年一季度，公司增加了对供应商应付账款的偿付，期末应付账款规模略有下降。

所有者权益方面，受益于利润累积，2020年以

来所有者权益增加。2021年五月，公司共计派发2020年现金红利4.00亿元，占当期归属于上市公司普通股股东净利润的比率约为73.12%，分红政策较激进。

受债务规模收缩的影响，2020年末，公司杠杆水平有所下降；2021年一季度末，财务杠杆水平保持稳定。总体来看，公司财务杠杆水平较低。

表 13：近年来公司主要负债情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
短期债务	5.87	9.25	5.49	6.19
长期债务	2.81	2.91	2.94	2.95
长短期债务比（X）	2.09	3.18	1.87	2.10
总债务	8.69	12.17	8.43	9.14
应付账款	4.60	4.26	6.12	5.75
总负债	15.90	18.89	17.88	18.18
盈余公积	4.82	4.99	5.57	5.57
未分配利润	26.09	22.17	25.06	27.51
所有者权益合计	43.16	42.55	46.29	48.80
资产负债率	26.93	30.75	27.86	27.14
总资本化比率	16.75	22.24	15.41	15.78

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于账款回收加快，公司经营活动净现金流入规模扩大，偿债指标明显增强

2020年，受益于回款速度增快和支付供应商货款账期延长等因素影响，公司经营活动获现能力大幅增强。2020年，公司收购首键药包75%和华健药包70%股权，并推进项目建设，投资活动现金流出规模扩大。筹资活动方面，2020年，公司偿还短期债务，筹资活动现金净流出规模同比增加。

2020年，公司经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力大幅提升，此外，公司EBITDA亦有所增加，公司对债务本息的偿还能力有所增强。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	6.61	7.32	12.46	1.04
投资活动净现金流	-2.33	-2.94	-4.36	0.11
筹资活动净现金流	-4.56	-2.60	-6.71	-0.29
经营活动净现金流/短期债务	1.13	0.79	2.27	0.67*
经营活动净现金流/	0.76	0.60	1.48	0.45*

总债务				
经营活动净现金流/利息支出	31.38	21.32	58.02	16.50
经调整的经营活 净现金流/总债务 (%)	39.89	10.63	121.39	--
EBITDA 利息保障 倍数	52.23	22.12	38.18	--
总债务/EBITDA	0.79	1.60	1.03	--
EBITDA/短期债务	1.87	0.82	1.49	--

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

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**。

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

截至 2021 年 3 月末，公司在各大金融机构中共获得人民币 20.39 亿元的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为人民币 16.05 亿元，具有一定备用流动性。此外，公司为 A 股上市公司，具有直接融资渠道，公司目前已经启动了非公开发行 A 股股票的筹资活动，非公开发行股票的申请已于 2021 年 3 月 8 号获得证监会的核准批文，核准公司非公开发行不超过 400,320,310 新股。

资产抵质押方面，截至 2021 年 3 月末，公司受限资产合计 3.13 亿元，占期末总资产比重为 4.67%；其中，公司货币资金受限 1.16 亿元、受限固定资产 1.88 亿元、受限在建工程 0.01 亿元、受限应收票据 0.08 亿元。

对外担保方面，截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保。

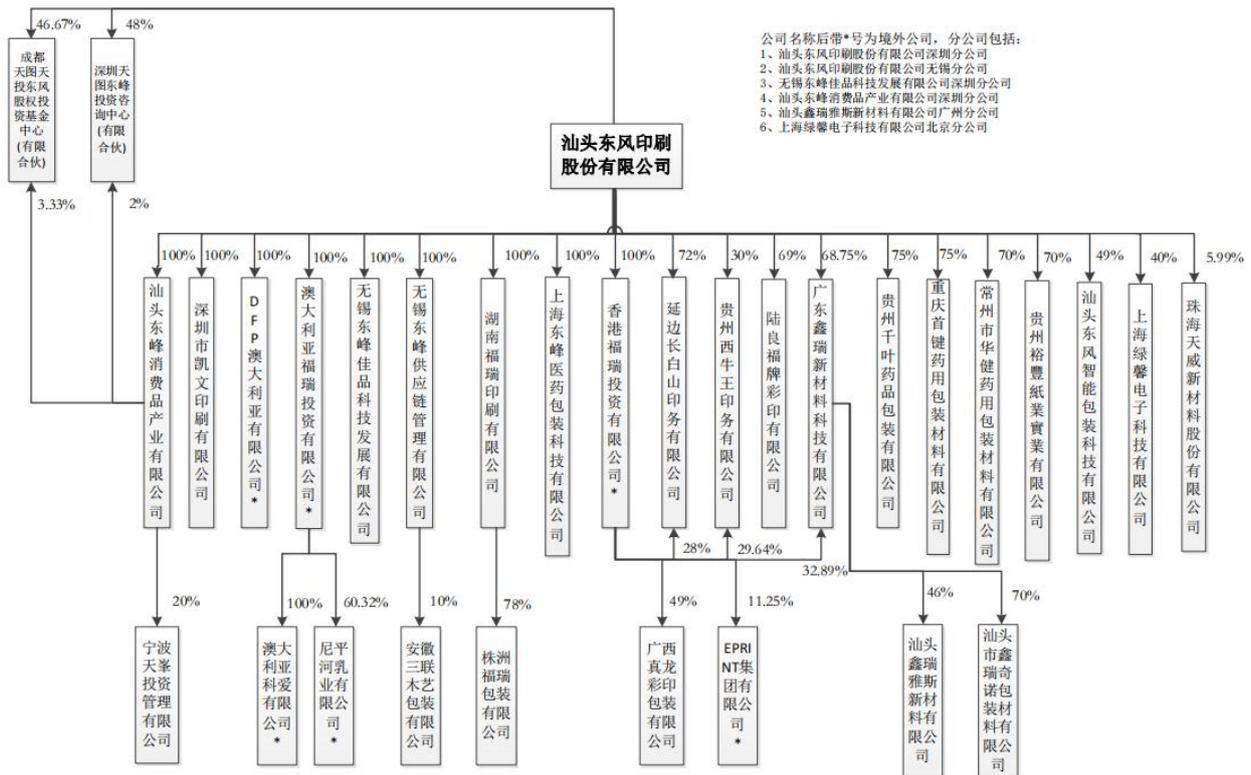
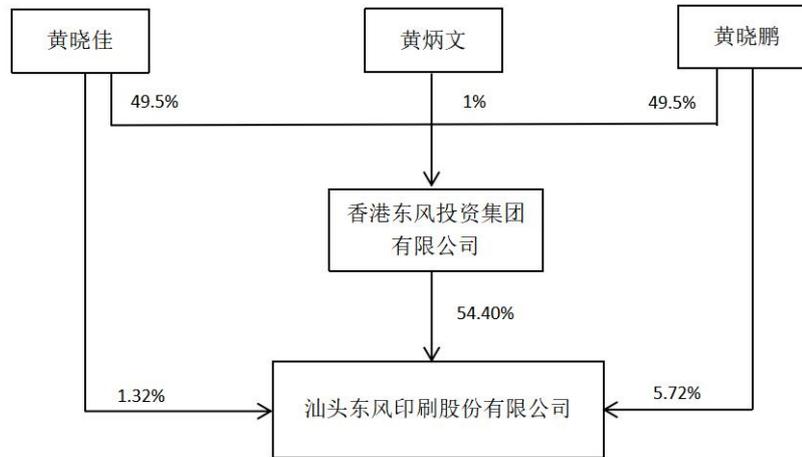
未决诉讼方面，截至 2021 年 3 月末，公司无对公司运营产生影响的未决重大诉讼或仲裁事项。

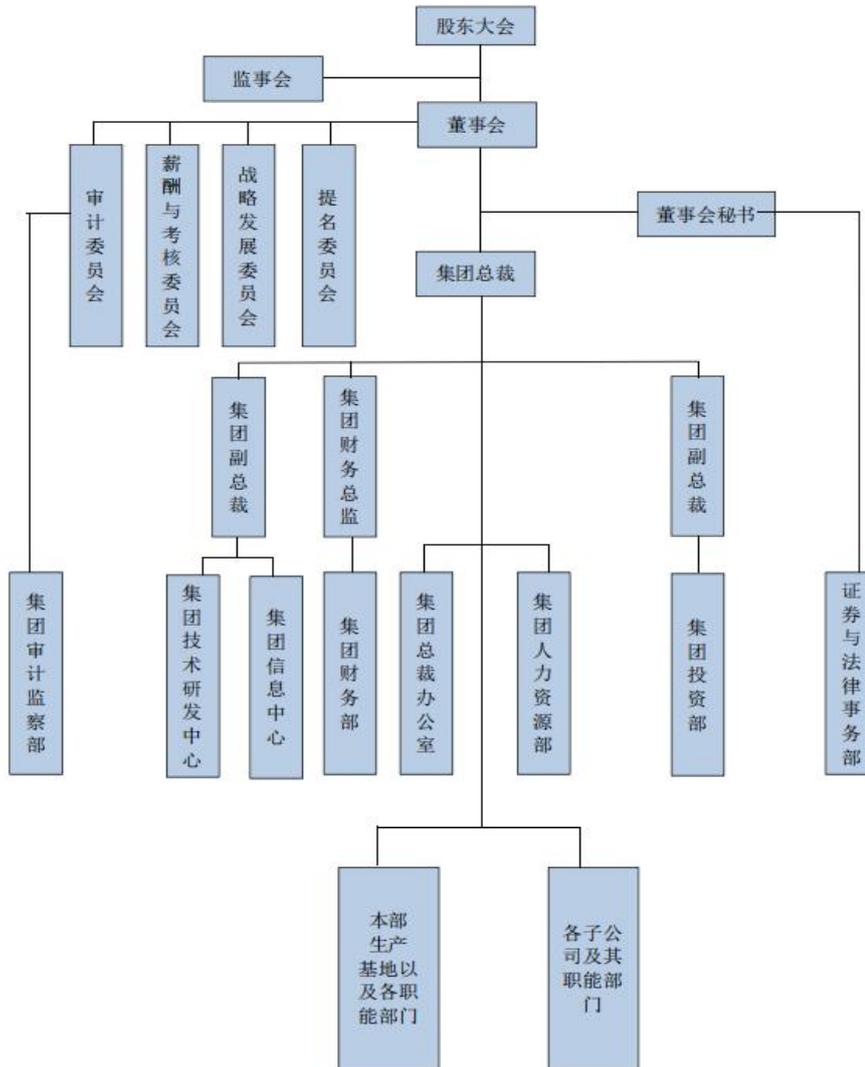
过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2018~2021 年 5 月 24 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持汕头东风印刷股

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 2021 年 5 月 25 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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	85,097.17	101,796.08	114,119.37	124,387.19
应收账款净额	99,168.04	88,307.36	53,137.23	64,301.58
其他应收款	826.67	1,578.06	1,648.64	6,676.57
存货净额	69,054.20	69,880.58	80,914.71	82,650.49
长期投资	88,042.00	94,863.86	110,959.13	113,349.14
固定资产	134,828.41	132,796.10	145,944.92	141,760.85
在建工程	3,892.97	9,868.35	3,776.90	3,933.78
无形资产	32,287.59	35,893.85	47,768.52	47,223.70
总资产	590,662.24	614,495.08	641,704.99	669,835.06
其他应付款	2,858.24	4,422.16	4,499.39	3,847.23
短期债务	58,719.00	92,540.97	54,927.53	61,923.89
长期债务	28,140.21	29,145.37	29,397.78	29,517.37
总债务	86,859.21	121,686.34	84,325.31	91,441.26
净债务	1,762.04	19,890.26	-29,794.06	-32,945.92
总负债	159,046.85	188,947.96	178,803.30	181,817.10
费用化利息支出	1,811.25	3,431.97	2,147.71	628.36
资本化利息支出	295.16	0.00	0.00	1.50
所有者权益合计	431,615.38	425,547.11	462,901.69	488,017.96
营业总收入	332,804.94	317,292.23	306,939.39	97,121.47
经营性业务利润	78,993.67	67,975.23	51,691.99	18,353.02
投资收益	21,663.50	8,131.59	16,774.81	10,516.71
净利润	75,906.75	42,461.69	54,481.93	24,441.68
EBIT	91,809.97	57,355.16	62,984.18	28,578.10
EBITDA	110,026.77	75,914.06	82,002.86	--
经营活动产生现金净流量	66,102.88	73,183.98	124,600.41	10,395.81
投资活动产生现金净流量	-23,304.65	-29,371.61	-43,602.06	1,057.37
筹资活动产生现金净流量	-45,593.05	-25,976.89	-67,064.52	-2,938.77
资本支出	11,754.77	9,034.40	20,159.27	3,194.26
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率（%）	38.63	40.63	37.07	33.85
期间费用率（%）	14.47	18.42	19.91	14.39
EBITDA 利润率（%）	33.06	23.93	26.72	--
总资产收益率（%）	15.84	9.52	10.03	17.43
净资产收益率（%）	18.16	9.91	12.26	20.56
流动比率（X）	2.35	2.05	2.11	2.29
速动比率（X）	1.79	1.59	1.52	1.70
存货周转率(X)	2.51	2.71	2.56	3.14*
应收账款周转率（X）	4.15	3.38	4.34	6.62*
资产负债率（%）	26.93	30.75	27.86	27.14
总资本化比率（%）	16.75	22.24	15.41	15.78
短期债务/总债务（%）	67.60	76.05	65.14	67.72
经营活动净现金流/总债务（X）	0.76	0.60	1.48	0.45*
经营活动净现金流/短期债务（X）	1.13	0.79	2.27	0.67*
经营活动净现金流/利息支出（X）	31.38	21.32	58.02	16.50
经调整的经营净现金流/总债务（%）	39.89	10.63	121.39	--
总债务/EBITDA（X）	0.79	1.60	1.03	--
EBITDA/短期债务（X）	1.87	0.82	1.49	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	52.23	22.12	38.18	--
EBIT 利息保障倍数（X）	43.59	16.71	29.33	45.37

注：2021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；中诚信国际已将公司长期应付款和租赁负债中的有息债务调整至长期债务。

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：信用等级的符号及定义

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。