

江苏澳洋顺昌股份有限公司

**2015 年可转换公司债券**

**2016 年跟踪信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司  
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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第  
【34】号 01

增信方式: 保证担保和  
质押担保

担保主体: 澳洋集团有  
限公司、昆明螺蛳湾投  
资发展股份有限公司、  
江苏澳洋园林科技发展  
有限公司

债券剩余规模: 5.1 亿元

债券到期时间: 2022 年  
1 月 21 日

债券偿还方式:  
对未转股债券按年计  
息, 每年付息一次

分析师

姓名:  
张伟亚 刘书芸

电话:  
021-51035670

邮箱:  
zhangwy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司公司债券  
评级方法, 该评级方法  
已披露于公司官方网  
站。

鹏元资信评估有限公司  
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.pyrating.cn

## 江苏澳洋顺昌股份有限公司 2015 年可转换公司债券 2016 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	2016 年 04 月 21 日	2015 年 01 月 27 日

### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对江苏澳洋顺昌股份有限公司 (以下简称“澳洋顺昌”或“公司”) 及其 2016 年 1 月 22 日发行的可转换公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2016 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公司金属物流业务规模保持平稳, 盈利能力亦有所增强; 公司 LED 业务收入大幅增长, 已成为公司营业总收入的重要组成部分; 由于归还了部分银行借款, 公司整体负债水平明显下降; 同时我们也关注到, 公司 LED 业务毛利率有所下滑, LED 二期项目投产后新增产能规模较大, 可能存在一定产能消化吸收风险; 公司小贷业务可能产生一定规模坏账等风险因素。

### 正面:

- 公司金属物流业务规模保持平稳, 盈利能力亦有所增强。汽车配件行业金属用材配送量的迅速增长, 有效抵消了 IT 金属物流配送量下滑的不良影响, 维持了公司金属物流业务的规模; 2015 年公司金属物流业务实现毛利 20,512.20 万元, 较上年增长 5.83%, 业务毛利率较上年提升 1.34 个百分点。
- 公司 LED 业务收入大幅增长, 已成为公司营业总收入的重要组成部分。随着 LED 业务产能的完全释放, 公司 LED 业务收入增长较快; 2015 年公司实现 LED 业务收入 36,723.87 万元, 较上年增长 38.99%; 占营业总收入的比重升至 22.11%。
- 公司整体负债水平较低。由于归还了部分银行借款, 公司整体负债规模明显下降; 2015 年末, 公司资产负债率进一步下降至 23.07%, 负债经营程度较低, 财务安全性有所上升。

## 关注：

- **公司 LED 业务毛利率有所下滑，未来需持续关注该业务毛利率状况。**受 LED 芯片市场价格大幅下降影响，2015 年公司 LED 业务毛利率为 33.13%，较上年下降 5.94 个百分点。预计未来几年，LED 芯片价格下降的趋势难以改变，未来需持续关注公司 LED 业务毛利率状况。
- **公司 LED 二期项目投产后新增产能规模较大，未来可能存在一定产能消化吸收风险。**目前，公司 LED 二期项目尚在建设中，计划新增蓝绿光 LED 芯片 264 万片（以 2 寸外延片折合计算）的产能，LED 二期项目投产后，公司 LED 芯片整体产能水平将大幅提升，未来可能存在一定产能消化吸收风险。
- **公司小贷业务发展空间不大，且需关注该业务的坏账风险。**受资本金规模限制及业务风险加大等因素的影响，公司小贷业务发展空间不大；同时，2015 年公司发生坏账及贷款损失共计 597.51 万元，较上年增加 321.47 万元，未来仍需持续关注公司小贷业务的坏账风险。

## 主要财务指标：

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	248,779.53	250,264.42	195,323.88
归属于母公司所有者权益（万元）	162,912.22	140,421.67	75,671.89
有息债务（万元）	12,366.20	31,181.57	71,424.28
资产负债率	23.07%	31.98%	45.57%
流动比率	5.29	2.76	1.10
速动比率	4.54	2.36	0.84
营业总收入（万元）	166,109.06	158,985.24	149,477.13
营业利润（万元）	25,693.91	22,331.59	17,697.64
利润总额（万元）	34,754.08	24,886.96	18,201.48
综合毛利率	23.74%	22.72%	18.57%
总资产回报率	14.05%	11.77%	11.22%
EBITDA（万元）	42,021.38	31,004.38	23,461.32
EBITDA 利息保障倍数	138.93	23.28	9.24
经营活动现金流净额（万元）	35,934.55	18,157.45	11,222.45

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2015]3092号”文核准，公司于2016年1月22日公开发行了510万张可转换公司债券，每张面值100元，发行总额51,000万元。经深交所“深证上[2016]64号”文同意，公司51,000万元可转换公司债券于2016年2月23日起在深交所挂牌交易，债券简称“顺昌转债”，债券代码“128010”。本次发行债券在扣除相关发行费用后，募集资金金额为49,287.90万元。

本期债券存续期限为2016年1月22日至2022年1月21日。本期债券第一年到第六年的利率分别为0.50%、0.70%、1.00%、1.60%、1.60%、1.60%。本期债券每年的付息日为本期债券发行首日起每满一年的当日，如该日为法定节假日或休息日，则顺延至下一个工作日，顺延期间不另付息。每年的付息债权登记日为每年付息日的前一交易日，公司将在每年付息日之后的五个交易日内支付当年利息。在付息债权登记日前（包括付息债权登记日）申请转换成公司股票的本期债券，公司不再向其持有人支付本计息年度及以后计息年度的利息。本期债券的转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，即自2016年7月29日至2022年1月21日止。同时本期债券在满足约定的条件下附转股价格的向下修正条款、赎回条款以及回售条款。

截至2016年2月29日，本期债券尚未到首次付息日且尚未到转股期。截至2016年2月29日，本期债券募集资金使用情况如下：

**表1 截至2016年2月29日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）**

项目	计划		实施进度	
	总投资	拟使用募集资金额度	已投资	已使用募集资金
LED外延片及芯片产业化项目（二期）	92,571.20	51,000.00	6,304.03	6,304.03

资料来源：公司提供

## 二、发行主体概况

2015年，公司实施2014年度权益分派方案，每10股送红股3股；同时，以资本公积金向全体股东每10股转增9股，公司注册资本大幅增加。截至2015年12月31日，公司注册资本由44,171.67万元增加至97,361.15万元。具体增加情况见下表。

**表2 2015年公司股本变动明细（单位：万股）**

日期	项目	增加股本数量
----	----	--------

2015年3月12日	公司股权激励计划股票期权第一个行权期行权	90.00
2015年3月20日	实施2014年度权益分配方案，同时以资本公积金转增股本	53,114.00
2015年9月28日	回购注销离职激励对象持有的尚未解锁的限制性股	-14.52

资料来源：公司2015年年度报告

截至2015年12月31日，公司控股股东仍为澳洋集团有限公司，实际控制人仍为沈学如，未发生变化。截至2015年12月31日，公司前十大股东及持股情况见下表。

**表3 截至2015年12月31日公司前十大股东及持股情况（单位：股）**

股东名称	股东性质	持股比例	期末持股数量
澳洋集团有限公司	境内非国有法人	33.61%	327,228,000
昌正有限公司	境外法人	8.59%	83,619,800
太平人寿保险有限公司-传统-普通保险产品-022L-CT001深	境内非国有法人	2.35%	22,900,000
张家港市金茂创业投资有限公司	境内非国有法人	1.51%	14,666,665
中国工商银行股份有限公司-易方达安心回报债券型证券投资基金	境内非国有法人	0.98%	9,563,460
中国工商银行-广发聚丰混合型证券投资基金	境内非国有法人	0.88%	8,600,000
中国工商银行股份有限公司-鹏华改革红利股票型证券投资基金	境内非国有法人	0.79%	7,703,629
交通银行-金鹰中小盘精选证券投资基金	境内非国有法人	0.44%	4,324,200
招商证券股份有限公司	国有法人	0.41%	4,000,000
陈兰珍	境内自然人	0.40%	3,880,069

资料来源：公司提供

2015年度，公司主营业务未发生变化。2015年4月1日，公司将持有的澳洋顺昌能源技术（苏州）有限公司60%股权转让给钜昌智能科技（上海）有限公司，转让价格为2,000万元人民币。转让结束后，公司将不再持有澳洋顺昌能源技术（苏州）有限公司股权，澳洋顺昌能源技术（苏州）有限公司不再纳入公司合并报表范围。

**表4 2015年度公司合并范围变化情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	不再纳入合并报表的原因
澳洋顺昌能源技术（苏州）有限公司	60%	3,000万元	股权转让

资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

截至2015年12月31日，公司资产总额为248,779.53万元，归属于母公司所有者权益为162,912.22万元，资产负债率为23.07%。2015年，公司实现营业总收入166,109.06万元，利润总额34,754.08万元，经营活动现金流净额35,934.55万元。

### 三、运营环境

**IT 金属物流行业趋于成熟，但存在 IT 制造业转移风险；汽车配件行业的金属材料用量巨大，其金属物流业务具有较大发展潜力**

IT 金属物流行业的市场竞争主要体现在对优质客户的争夺，即争夺世界一流的 IT 产品制造企业。这类客户对金属物流公司的要求很高，但一旦与其建立了良好的合作关系，只要 IT 金属物流企业自身不出现重大问题，一般不会被取代。经过多年发展，各大 IT 制造企业的基材供应商已较为稳定，IT 金属物流配送行业已较为成熟，市场竞争趋向理性。

IT 金属物流行业的产生和发展是伴随着 IT 制造业的快速发展和产业集聚产生的，行业状况与下游 IT 制造业景气度息息相关，随着东南亚国家和我国中西部地区资源及劳动力等优势逐步显现，IT 制造业转移步伐不断加快，部分跨国 IT 企业已开始转移其东部沿海地区的业务，传统的江苏、广东等东部大省的 IT 业务相继减少。受运输成本等因素的影响，我国的 IT 金属物流业主要集中在长三角、珠三角等 IT 制造业发达的区域。如果 IT 制造业大规模地由长三角、珠三角迁出，将使现有 IT 金属物流业受到冲击。

相比于 IT 金属物流业务，汽车配件金属物流业务具有较大发展潜力。汽车行业是钢铁行业重要的下游之一，中国目前已成为全球汽车生产大国，2015 年汽车产量已超 2,400 万辆，年均钢材消耗量在钢铁行业所有下游中占比仅次于建筑和机械两个行业位居第三。从国际汽车产业发展历程来看，汽车零部件的生产和物流配送从汽车制造业中分离，外包给第三方物流服务商的汽车零配件供应物流模式是未来发展趋势。目前，汽车配件金属物流在我国发展时间较短，未来具有较大的发展前景。据相关统计数据显示，2015 年仅汽车零部件用钢就达 2,000 万吨左右，汽车配件行业巨大的金属材料用量使其有望成为金属物流配送的一个重要领域。

**受 LED 芯片价格大幅下降影响，2015 年国内 LED 芯片产值增幅远低于产量增幅；由于盈利空间压缩，部分企业退出 LED 芯片市场在所难免，行业集中度将进一步提升**

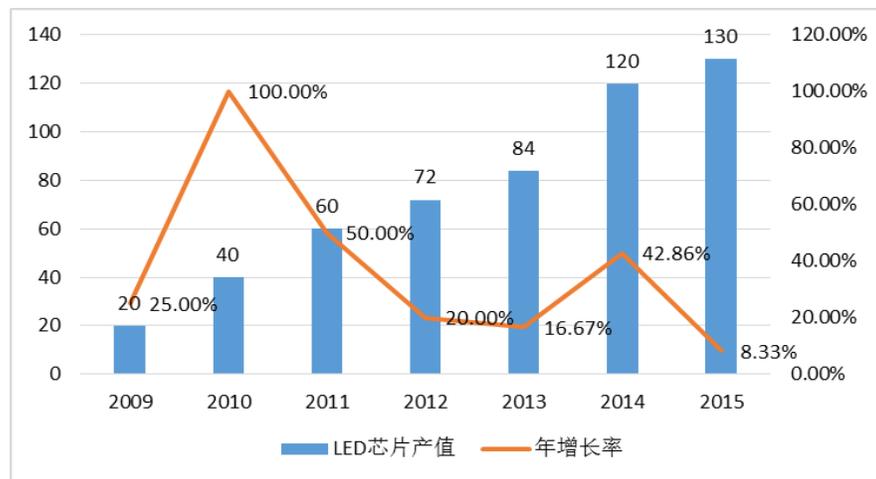
2015 年，随着三安光电股份有限公司等国内芯片厂商的持续扩产，中国 LED 芯片行业规模保持增长，全年 LED 芯片产量增长达 60%。但受国内宏观经济增速下滑、行业竞争加剧以及欧美市场需求疲软等因素的影响，LED 芯片价格下降幅度较大，全年 LED 芯片行业市场规模预计达到 130 亿元，其中大陆企业 LED 芯片产值 108 亿元，台湾厂商在大陆芯片产值 22 亿元，产值仅增加 8.3%，产值增幅远不及产量增幅。

从 2014 年第四季度起，中国 LED 照明产品出口额增速明显放缓，进入 2015 年，出口增速放缓的局面并未改善。面对应用市场需求量的快速放缓，在 2015 年上半年，LED 产业链内出现了一波较为明显的降价潮。作为技术和资金双密集的领域，利润水平一直在产

产业链中处于较高水平的 LED 芯片，也突破了以往价格缓慢下降的局面，以三安光电股份有限公司为代表的国内 LED 芯片龙头企业纷纷降低产品价格，以换取市场占有率。2015 年，中国 LED 芯片行业多数芯片制造企业的产品价格降幅超过 20%。

大幅的降价压缩了芯片制造企业的盈利空间，2015 年国内主要 LED 芯片制造企业的毛利水平均出现下滑；同时，已有超过 10 家芯片制造企业现已停产或退出，其中不乏体量较大的企业。2015 年，中国 LED 芯片产量前五企业的芯片营收规模预计达 70 亿元，占国内同行业企业产值的比重达 64.8%，行业集中度较高。预计未来几年，LED 芯片产品价格下降的趋势恐难以改变，规模效益和成本控制能力将成为 LED 芯片制造企业的核心竞争力，规模较小或者成本控制能力较差的企业退出市场在所难免，行业整合将使得 LED 芯片行业集中度不断提升，大型 LED 芯片制造企业或面临一定的发展机遇。

图 1 近年我国 LED 芯片行业产值及增长率情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯

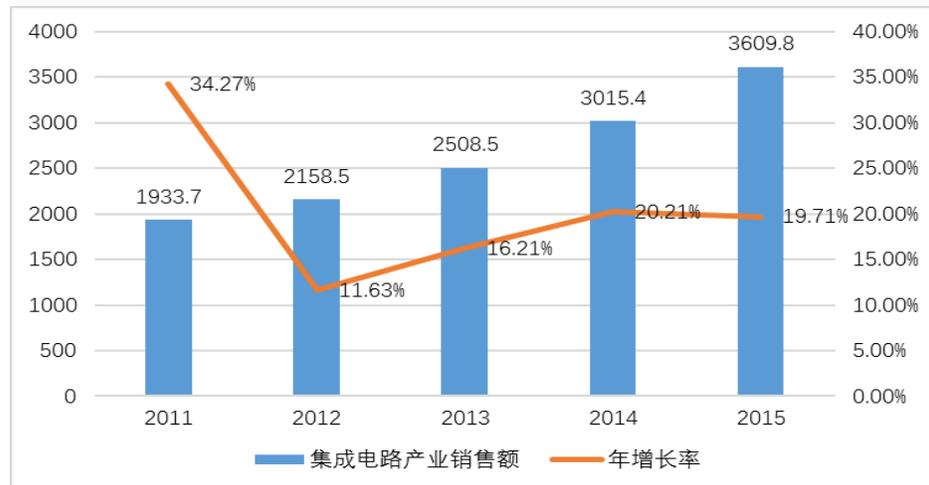
2015 年，我国半导体行业继续保持高速增长，但目前国内半导体企业仍以生产低端的功率器件或从事代工业务为主，高端半导体产品仍依赖于进口，国内集成电路产品自给率偏低的情况未得到明显改善

随着市场规模的进一步增长以及国内集成电路企业自身实力的提升，2015 年中国集成电路产业继续保持高速增长。根据中国半导体行业协会统计，2015 年中国集成电路产业销售额为 3,609.80 亿元，同比增长 19.70%。目前，中国已成为 IGBT、Superjunction 和宽禁带半导体芯片等最大消费国，国外半导体产业亦有向我国转移的趋势，但我国半导体企业的技术积累和规模效应较国际大厂仍有较大差距，境外大型半导体公司凭借其雄厚的资金实力和技术积累占据较大的市场份额，并在某些高端半导体设计和制造方面持续处于垄断地位，国内功率半导体企业目前仍主要以生产低端的功率器件或从事代工业务。

2014年6月，国务院印发《国家集成电路产业发展推进纲要》，纲要目标显示，到2015年，集成电路产业销售收入超过3,500亿元。到2020年，集成电路行业销售收入年均增速超过20%。作为国家重点扶持的产业之一，为推动集成电路产业的发展，国家制定了多项具有针对性的产业政策、产业规划、财政补贴及各项税收优惠政策。近年来，在相关产业政策的支持下，我国集成电路企业有了明显发展，企业实力大幅提升。

尽管国内集成电路行业保持高速增长，但国内集成电路市场的自主可控程度仍不容乐观。例如IGBT市场主要被欧美、日本企业所垄断，广泛应用的大功率IGBT器件基本上依赖进口，在交货周期和采购价格上完全受制于国外公司。根据国家海关统计，2015年我国进口集成电路3,139.96亿块，同比增长10.0%；进口金额总计2,307.0亿美元，同比增长6.0%；目前我国大量高端半导体产品仍依赖于进口。2015年我国出口集成电路1,827.66亿块，同比增长19.1%；出口金额总计693.1亿美元，同比增长13.9%；进出口逆差1,613.9亿美元，同比扩大44.5亿美元。2015年，我国半导体产品出口规模大幅增长，但国内集成电路产品自给率偏低的情况未得到明显改善。

图2 近年我国集成电路产业销售收入规模及增长率情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯

#### 四、经营与竞争

公司收入主要来自金属物流配送、LED业务以及小额贷款业务。2015年，公司金属物流业务继续保持平稳，LED业务产能利用率较高，LED芯片生产及销售量同比大幅增长，成为公司营业总收入增长的主要原因。2015年，公司实现营业总收入166,109.06万元，较上年增长4.48%，上述三大业务板块分别实现营业收入121,637.35万元、36,723.87万元和

7,670.91 万元，占营业总收入的比重分别为 73.23%、22.11%和 4.62%。目前，金属物流业务仍是公司最主要的收入来源，但随着 LED 业务产能的逐步释放，公司 LED 业务收入增速较快，已成为公司营业总收入的重要组成部分。

毛利率方面，2015 年公司综合毛利率为 23.74%，较上年微升 1.02 个百分点。得益于汽车配件行业金属用材配送量的迅速增长，公司金属物流配送业务毛利率较上年增长 1.34 个百分点。受 LED 芯片价格大幅下降的影响，公司 LED 业务毛利率较上年下降 5.94 个百分点；但相比于金属物流配送业务，LED 业务在营业总收入中的占比较小，LED 业务毛利率下滑对公司综合毛利率的影响有限。

**表 5 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
金属物流配送	121,637.35	16.86%	124,876.41	15.52%
LED 行业	36,723.87	33.13%	26,421.08	39.07%
小额贷款业务	7,670.91	87.16%	7,245.25	84.42%
其他	76.94	-	442.50	-
<b>合计</b>	<b>166,109.06</b>	<b>23.74%</b>	<b>158,985.24</b>	<b>22.72%</b>

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

**2015 年，IT 金属物流业务受行业因素影响有所下滑，但汽车配件行业金属用材配送量增长迅速，弥补了 IT 金属物流业务下滑的不良影响**

2015 年，公司金属物流配送的业务模式未发生重大变化，仍为客户提供金属材料的仓储、分拣、套裁、包装、配送等完整供应链服务。公司是长三角地区规模最大的 IT 金属物流配送企业之一，业务范围主要覆盖长三角及珠三角地区。公司金属物流业务主要产品仍为钢铁薄板和铝合金板，配送模式分为主动物流配送模式和委托物流配送模式。主动配送业务模式下，公司需提前 2 个月左右采购备货，然后根据客户要求裁剪、配送，销售价格以销售时基材价格为基础加上一定的服务费确定。在委托业务模式下，公司仅对客户自行提供的材料进行加工并收取服务费，公司的上海基地主要采取此种业务模式。

公司现有三大生产基地，分别位于江苏张家港、上海以及广东东莞，合计产能约 30.5 万吨。其中，张家港本部钢板产能约 13 万吨/年、铝板约 1.5 万吨/年，广东东莞钢板产能约 7 万吨/年、铝板约 1 万吨/年；上海钢板产能约 8 万吨/年。2015 年，公司金属物流配送业务产量、销量分别为 36.05 万吨、35.70 万吨，分别较上年增长 27.15%、15.35%，主要源于钢板配送量大幅增长。得益于汽车配件行业金属用材配送量迅速增长，2015 年度钢板配送量较上年大幅增长 18.43%，达到 31.43 万吨，占比提升至 88.04%，较上年提升 2.31

个百分点。从业务模式结构看，2015年公司主动物流配送业务、委托物流配送业务比重分别为59.05%、40.95%，主动配送业务量占比较上年有所上升，主要系汽车配件的金属物流主要采用主动物流配送模式。

**表6 2014-2015年公司金属物流配送业务产销情况（单位：万吨）**

产品		2015年	2014年
金属物流配送业务	生产量	36.05	28.36
	销售量	35.70	30.95
	库存量	1.76	1.41

资料来源：公司提供

**表7 2014-2015年公司主动物流配送、委托物流配送规模（单位：万吨）**

项目	2015年		2014年	
	配送数量	占比	配送数量	占比
钢板-主动物流配送	19.00	53.22%	15.37	49.66%
钢板-委托物流配送	12.43	34.82%	11.17	36.07%
<b>钢板配送小计</b>	<b>31.43</b>	<b>88.04%</b>	<b>26.54</b>	<b>85.73%</b>
铝板-主动物流配送	2.08	5.83%	1.81	5.86%
铝板-委托物流配送	2.19	6.13%	2.60	8.41%
<b>铝板配送小计</b>	<b>4.27</b>	<b>11.96%</b>	<b>4.42</b>	<b>14.27%</b>
<b>合计</b>	<b>35.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>30.95</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

采购方面，公司金属物流业务所需基材，主要包括钢铁薄板、铝板两大类。在主动配送模式下，公司需要对基材进行采购，由于2015年以来基材价格持续下跌，结算方式由以往的现汇提货改为周结，甚至月结，支付方式上，票据结算的规模有所增加；委托配送模式下公司仅负责套裁、配送，并不进行基材的采购。

公司钢铁薄板主要从宝钢、首钢、鞍钢等境内钢材生厂商及其贸易商购买，少部分高端钢铁薄板主要从韩国、日本、台湾等地进口；普通铝板主要从中国铝业等境内铝板生厂商及其贸易商购买，高端铝板主要从韩国诺贝丽斯等境外生产商购买。由于本年度基材价格持续下跌，公司前五大供应商合计采购金额占年度采购总额的比例降至22.68%，较上年下降14.00个百分点。受汽车配件行业金属用材配送量大幅增长的影响，2015年公司钢板的采购量较上年大幅增长32.60%，至20.46万吨。

**表8 2014-2015年公司金属物流主动配送业务原材料采购情况**

采购基材		2015年	2014年
钢板	采购数量（万吨）	20.46	15.43
	采购均价（万元/吨）	0.317	0.432

铝板	采购数量 (万吨)	2.57	1.82
	采购均价 (万元/吨)	1.439	1.590

资料来源：公司提供

**表 9 2014-2015 年公司金属物流业务原材料采购前五大供应商情况 (单位：万元)**

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
第 1 名	11,091.34	9.62%	8,133.29	8.40%
第 2 名	4,428.85	3.84%	7,831.11	8.09%
第 3 名	3,814.14	3.31%	7,334.65	7.57%
第 4 名	3,707.34	3.21%	6,404.97	6.61%
第 5 名	3,118.53	2.70%	5,821.13	6.01%
合计	<b>26,160.20</b>	<b>22.68%</b>	<b>35,525.14</b>	<b>36.68%</b>

资料来源：公司提供

销售方面，公司金属物流业务的客户目前仍以 IT 制造企业为主，客户总数超过 1,000 家，国内、国外客户约占一半。由于近年来 IT 制造业的表现较为低迷，综合考虑人工成本等因素，部分跨国 IT 制造企业开始转移其东部沿海地区的业务，IT 制造业产业的转移对东部地区的不利影响日益显现。受上述因素的影响，公司 IT 制造用金属用材（如耐指纹镀锌薄板、铝合金板等）的配送量较上年有所下滑。

2015 年，公司加大对下游非 IT 行业客户的开发力度，尤其是汽车配件行业金属用材配送量增长迅速，弥补了 IT 金属物流配送量下滑的不良影响，维持了公司金属物流业务的规模，亦提升该业务的毛利水平。2015 年度，公司金属物流业务实现营业收入 121,637.35 万元，与上年同期基本持平；实现毛利 20,512.20 万元，较上年同期增长 5.83%，业务毛利率较上年同期提升 1.34 个百分点。汽车配件行业金属用材配送量目前占公司金属物流业务配送总量的比重已超过 30%，未来公司仍将大力拓展汽车配件行业的客户，把汽配行业打造成 IT 行业外又一个重点领域，带动公司金属物流业务规模的增长。

**表 10 2015 年公司金属物流业务板块前十大客户情况 (单位：万元)**

客户名称	销售金额	占当期金属物流业务销售总额比重
第 1 名	4,803.52	4.02%
第 2 名	3,799.15	3.18%
第 3 名	2,967.45	2.48%
第 4 名	2,954.90	2.47%
第 5 名	2,043.24	1.71%
第 6 名	1,538.81	1.29%
第 7 名	1,403.92	1.17%
第 8 名	1,240.98	1.04%

第 9 名	1,191.62	1.00%
第 10 名	931.48	0.78%
<b>合计</b>	<b>22,875.07</b>	<b>19.14%</b>

资料来源：公司提供

2015 年，随着 LED 一期项目产能的完全释放，公司 LED 业务收入迅速增长，但受 LED 芯片市场价格大幅下降的影响，公司 LED 业务毛利率有所下滑，未来需持续关注该业务毛利率状况；公司 LED 二期项目尚在建设中，该项目投产后公司 LED 芯片整体产能水平将大幅提升，未来可能存在一定的产能消化吸收风险

公司 LED 业务由公司全资子公司淮安澳洋顺昌光电技术有限公司（以下简称“淮安光电”）负责，生产基地位于江苏省淮安市清河新区，主要生产面向通用照明的蓝绿 LED 外延片。公司 2011 年开始进入 LED 产业，LED 项目一期项目投资 8.08 亿元，共采购 30 台 MOCVD，全部投产后将形成 180 万片（以 2 寸外延片折合计算）的产能。公司购买设备获得了清河区政府科技专项资金补助，总额为 3.00 亿元，截至 2015 年末该补贴已全部到位。公司 LED 一期项目于 2012 年开始基建，2013 年年中开始逐步投产；2015 年，公司 30 台 MOCVD 已全部投产。

随着一期项目 MOCVD 设备逐步到位投产，公司 LED 产能增长迅速，收入规模亦大幅提升。2015 年，公司实现 LED 业务收入 36,723.87 万元，较上年同期增长 38.99%，主要原因系公司 LED 一期项目 2015 年全部达产，而 2014 年为逐步建成投产。毛利率方面，受 LED 芯片市场价格大幅下降的影响，2015 年公司 LED 业务毛利率为 33.13%，较上年同期降低 5.94 个百分点。预计未来几年，LED 芯片产品价格下降的趋势难以改变，未来需持续关注公司 LED 业务毛利率状况。

**表 11 2014-2015 年公司 LED 产销情况（单位：万片）**

产品		2015 年	2014 年
LED 芯片（2 寸）	产能	180.00	100.50
	生产量	221.94	108.02
	产能利用率	123.30%	107.48%
	销售量	185.32	90.89

资料来源：公司提供

公司控股子公司淮安光电于 2014 年 5 月 20 日与木林森股份有限公司（以下简称“木林森”）签署《战略合作协议》，双方将在市场信息、产品研发、技术支持与产品供应等方面进行战略合作，木林森将持续向淮安光电采购 LED 芯片，合同交易价格总计 40,000 万元（以市场价计价）。目前，该订单执行情况良好，自 2014 年 5 月 20 日至 2015 年 12 月 31 日，淮安光电已对其销售 LED 芯片约 17,547.00 万元。木林森向淮安光电采购的 LED 芯

片规模约占公司单年产能的 30%左右，未来需关注第一大客户订单持续性状况。

**表 12 2015 年公司 LED 业务板块前五大客户情况（单位：万元）**

客户名称	销售金额	占当期 LED 业务销售总额比重
第 1 名	8,732.38	26.55%
第 2 名	5,369.82	16.33%
第 3 名	1,581.58	4.81%
第 4 名	1,236.58	3.76%
第 5 名	579.94	1.76%
<b>合计</b>	<b>17,500.30</b>	<b>53.21%</b>

资料来源：公司提供

公司 LED 外延片及芯片产业化项目（二期）项目（以下简称“LED 二期项目”）尚在建设中，受 LED 行业状况及本期债券发行时间延后等因素影响，LED 二期项目建设慢于预期，目前厂房已建成，外延片设备尚未投入，但 LED 二期项目中的 PSS（图形化蓝宝石衬底）生产线已投产。公司 LED 二期项目计划投资 92,571.20 万元，截至 2016 年 2 月末已投资 6,304.03 万元。LED 二期项目计划新增蓝绿光 LED 芯片 264 万片（以 2 寸外延片折合计算）的产能，LED 二期项目投产后，公司 LED 芯片整体产能水平将大幅提升，未来可能存在一定产能消化吸收风险。

**得益于微贷业务拓展情况良好，2015 年公司小额贷款业务经营情况较好，营业收入及净利润均较上年同期有所提升；但由于资本金规模约束及控制业务风险等原因，公司小额贷款业务增长空间有限，且需关注坏账风险**

公司小额贷款业务由下属子公司张家港昌盛农村小额贷款有限公司（以下简称“昌盛小贷”）负责。2015 年，在市场整体贷款利率水平呈现下降趋势的背景下，昌盛小贷创新业务模式，推出针对小微企业及个体商户的微贷业务，该业务贷款额度较大（最高为 100 万元）、还款期限较长（最长为 36 个月），担保方式为道义担保<sup>1</sup>。目前，微贷业务的开发情况良好，截至 2015 年末，公司微贷业务贷款余额约 8,500 万元，占年末贷款净余额的比例为 15.51%。

2015 年，昌盛小贷实现业务收入 7,670.91 万元，净利润 4,301.71 万元，分别较上年增长 5.88%及 7.68%，经营情况较好；年末贷款净余额约 5.48 亿元，较上年略有下降。近年来，昌盛小贷业务规模变化不大，一方面受公司资本金规模所限，另一方面系公司考虑到近年来经济下行压力加大，业务风险有所提升，适当控制业务规模。2015 年，公司发生各类减值损失共计 233.68 万元，较上年大幅减少 36.50%，主要系部分担保赔偿准备转回所致；

<sup>1</sup> 道义担保指与借款人、借款人的法定代表人具有道义关系的第三人提供保证

但本年度公司发生坏账及贷款损失共计 597.51 万元，较上年增加 321.47 万元，未来仍需持续关注公司小贷业务的坏账风险。

**表 13 2014-2015 年公司小贷业务资产减值损失情况（单位：万元）**

项目	2015 年	2014 年
坏账损失	47.00	-39.47
贷款损失	550.51	315.51
未到期责任准备	-40.44	6.57
担保赔偿准备	-323.39	85.40
其他	-	-
<b>合计</b>	<b>233.68</b>	<b>368.01</b>

资料来源：公司提供

**2016 年，公司决定实施集成电路芯片项目，半导体功率电子器件行业作为国家重点扶持的产业之一，具有较好的市场前景，来有望成为公司新的利润增长点**

经过近一年的研究论证，公司与香港芯能科技有限公司（以下简称“芯能科技”）在江苏省淮安市合资发起设立江苏澳洋顺昌集成电路股份有限公司作为项目实施主体，在淮安市清河新区实施集成电路芯片项目，投资建设一条 8 英寸集成电路芯片生产线，投资总额为 15 亿元人民币，主要研发制造以硅基材料生产 IGBT 和 Superjunction 等，同时研发量产碳化硅材料的宽禁带半导体器件。

近年来，中国已成为 IGBT、Superjunction 和宽禁带半导体芯片等最大消费国，且每年以 30% 以上的速度增长，但国内半导体企业的技术积累和规模效应较国际大厂仍有较大差距，国内功率半导体企业目前主要以生产低端的功率器件或从事代工业务。同时，作为国家重点扶持的产业之一，为推动集成电路产业发展，国家制定了多项具有针对性的产业政策、产业规划、财政补贴及各项税收优惠政策。

2016 年，集成电路芯片项目的建设将是公司半导体业务的工作重点，考虑到 IGBT 和 Superjunction 等集成电路产品市场需求较大，且集成电路行业相关扶持政策较多，未来该项目有望成为公司新的利润增长点。

## 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 2014-2015 年审计报告，报告采用新会计准则编制。2015 年，公司合并范围减少

1 家子公司，具体变化情况见表 4。

## 资产结构与质量

**2015 年，公司整体运行情况较为平稳，资产规模较上年变化不大；公司发放贷款及垫款规模在资产中占比较高，未来需关注贷款不良风险**

截至 2015 年末，公司资产规模为 248,779.53 万元，较上年末变化不大。从资产结构看，公司资产仍以流动资产为主，占比为 63.70%，较上年提升 1.55 个百分点。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、存货及其他流动资产等部分构成。得益于公司经营利润增加，2015 年末公司货币资金余额较上年末大幅增长 54.42%，达到 16,607.23 万元，其中受限资金比例为 12.17%，主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金和其他保证金。公司应收账款和应收票据年末总额较上年变化不大，但由于内销业务的增加以及票据结算方式增加，二者比例有所调整。应收票据主要为银行承兑汇票，年末余额为 19,870.75 万元，较上年增加 103.92%；应收账款年末余额为 31,432.23 万元，较上年末减少 20.63%，账龄在 1 年以内的占比 98.18%，其中绝大部分账龄在 6 个月内，公司应收账款账龄较短，回款风险较小。前五位应收对象合计欠款占比 21.57%，集中度较上年明显下降。公司预付款项主要为预付各类原材料款，2015 年末规模为 4,243.99 万元。公司存货主要包括原材料、在产品和库存商品，2015 年末存货账面余额为 22,531.31 万元，较上年末基本持平；但存货结构有所变化，年末原材料账面余额为 8,805.39 万元，在存货中占比 39.08%，较上年末下降 18.63 个百分点，主要系金属物流业务的原材料采购价格大幅下降所致；库存商品账面余额为 10,766.12 万元，在存货中占比 47.78%，较上年末上升 14.30 个百分点，主要系 LED 年末半成品芯片库存增加所致。公司其他流动资产主要为发放贷款及垫款，2015 年末余额为 54,795.47 万元，较上年末略有下降，主要系公司控制小贷业务规模所致；其中保证贷款余额为 22,470.51 万元，抵押贷款余额为 33,348.90 万元，由于农贷抵押借款业务规模减少，年末抵押贷款余额较上年末下降 13.37%；期末公司共计提贷款损失准备 1,023.94 万元，未来需关注贷款不良风险。

公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程 and 无形资产等。截至 2015 年末，公司固定资产净额为 68,849.35 万元，主要由房屋建筑物、机器设备、运输工具等组成，较上年变化不大；本年度公司固定资产账面原值共增加 7,186.23 万元，主要系淮安光电 LED 项目的机器设备投入使用，由在建工程转为固定资产所致。2015 年末，公司在建工程主要为淮安光电 LED 一期项目，由于 5,904.50 万元在建工程转入固定资产，期末在建工程规模较上年

末下降 26.93%。公司无形资产主要为淮安光电的土地使用权，截至 2015 年末，公司无形资产账面净值 9,303.85 万元，较上年末变化不大。

整体上看，2015 年公司运行情况较为平稳，资产规模较上年变化不大，整体流动性尚可；但公司发放贷款及垫款规模在资产中占比较高，未来需关注贷款不良风险。

**表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	16,607.23	6.68%	10,754.29	4.30%
应收票据	19,870.75	7.99%	9,744.20	3.89%
应收账款	31,432.23	12.63%	39,600.21	15.82%
预付款项	4,243.99	1.71%	4,994.81	2.00%
存货	22,531.31	9.06%	22,797.37	9.11%
其他流动资产	59,258.11	23.82%	63,902.18	25.53%
<b>流动资产合计</b>	<b>158,473.02</b>	<b>63.70%</b>	<b>155,543.71</b>	<b>62.15%</b>
固定资产	68,849.35	27.67%	68,589.62	27.41%
在建工程	7,139.48	2.87%	9,770.46	3.90%
无形资产	9,303.85	3.74%	8,900.59	3.56%
<b>非流动资产合计</b>	<b>90,306.52</b>	<b>36.30%</b>	<b>94,720.71</b>	<b>37.85%</b>
<b>资产总计</b>	<b>248,779.53</b>	<b>100.00%</b>	<b>250,264.42</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

### 资产运营效率

**2015 年公司运营状况较为平稳，净营业周期较上年无明显变化；但随着 LED 项目持续建设，公司固定资产规模大幅增长，资产利用效率有所下滑**

2015 年，由于 LED 业务销售收入增幅较大，公司应收账款和应收票据合计余额较上年有所增长，导致应收账款及应收票据周转天数亦有所上升，较上年延长 5.80 天。公司库存管理较好，2015 年存货周转天数为 64.92 天，较上年变化不大，仍维持在较低水平。2013 年后，由于赊欠 LED 项目设备款项及结算方式由现付改为定期结算，公司应付账款规模大幅增长，应付账款及应付票据周转天数亦逐年上升，2015 年为 40.58 天，较上年延长 7.07 天。受上述因素影响，2015 年公司净营业周期为 138.68 天，较上年略有下降。

近年来，随着 LED 项目逐步推进，公司固定资产规模不断上升，导致固定资产周转天数持续增加，2015 年为 156.14 天，较上年延长 32.45 天。同时，在收入规模未明显增加的情况下，资产规模的大幅增加影响了公司的资产利用效率，2015 年公司总资产周转天数为

566.96 天，较上年延长 38.39 天。

整体上看，2015 年公司运营状况较为平稳，净营业周期较上年无明显变化；但随着 LED 项目持续建设，公司固定资产规模大幅增长，资产利用效率有所下滑。

**表 15 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2015 年	2014 年
应收账款及应收票据周转天数	114.34	108.54
存货周转天数	64.92	65.61
应付账款及应付票据周转天数	40.58	33.51
净营业周期	138.68	140.64
流动资产周转天数	356.75	292.05
固定资产周转天数	156.14	123.69
总资产周转天数	566.96	528.57

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

**2015 年，随着 LED 产能的完全释放，公司营业总收入规模有所提高；得益于营业外收入的大幅增长，公司盈利水平较上年同期有较大幅度提升**

随着 LED 产能完全释放，公司 LED 业务收入大幅增长，在金属物流业务收入略有下降的情况下，2015 年公司实现营业总收入 166,109.06 万元，较上年同期增长 4.48%。

毛利率方面，2015 年公司综合毛利率为 23.74%，较上年同期微升 1.02 个百分点。汽车配件行业金属用材配送量的迅速增长，带动公司金属物流配送业务毛利率较上年同期增长 1.34 个百分点。LED 芯片价格大幅下降导致公司 LED 业务毛利率较上年同期下降 5.94 个百分点，但相比于金属物流配送业务，LED 业务在营业总收入中的占比较小，LED 业务毛利率下滑对公司综合毛利的影响较为有限。

期间费用方面，受 2015 年 LED 业务研发费用大幅增加的影响，公司管理费用增至 9,566.44 万元，较上年同期增长 32.12%。公司于 2014 年通过非公开发行股票募集资金，同时 2015 年经营活动现金净流量大幅增加，公司整体资金面较为充裕，并偿还一定规模的银行借款，受上述因素影响，公司利息支出较上年同期大幅下降，财务费用表现为净收益 305.01 万元。2015 年，公司期间费用率与上年基本持平，仍维持在较好水平。

2015 年，公司拟收购一家非关联新能源汽车公司股权，但由于对方违约而终止，公司因此获得赔偿款项人民币 4,000.00 万元，扣除相关中介等费用后计入营业外收入违约金收入为 3,540.00 万元。此外，2015 年公司合计收到各类政府补助 5,400.99 万元，较上年同期

大幅增长 121.64%。受上述因素影响，2015 年公司总计实现营业外收入 9,105.23 万元，较上年同期大幅增长 238.83%。得益于营业外收入的大幅增长，2015 年公司盈利水平较上年同期亦有较大幅度提升；但考虑到未来 LED 业务的毛利率面临下滑风险，公司盈利水平能否持续提升存在一定的不确定性。2015 年，公司实现利润总额 34,754.08 万元，净利润 27,913.18 万元，分别较上年同期增长 39.65% 和 35.59%。

整体上看，随着 LED 产能完全释放，公司营业总收入规模有所提高；得益于营业外收入的大幅增长，本年度公司盈利水平较上年同期有较大幅度提升。

**表 16 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2015 年	2014 年
营业总收入	166,109.06	158,985.24
期间费用	12,329.14	11,408.35
营业利润	25,693.91	22,331.59
政府补助	5,400.99	2,436.86
利润总额	34,754.08	24,886.96
净利润	27,913.18	20,585.83
综合毛利率	23.74%	22.72%
期间费用率	7.78%	7.52%
总资产回报率	14.05%	11.77%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 现金流

2015 年，公司经营活动现金流有所改善并偿还部分债务，同时公司 LED 二期项目的投资节奏有所放缓，投资活动现金流出大幅减少，整体资金面较为充裕；但考虑到 2016 年公司还将投资集成电路芯片项目，未来可能面临一定的资金压力

2015 年，由于公司盈利水平上升，净利润规模增长，现金生成能力亦有所增强，FFO 较上年增长 26.28%。本年度公司经营性应收及应付项目较上年略有波动，但营运资本整体变化不大。为控制信贷风险防止发生坏账，公司小贷业务对借款人资质的审核较往年更为严格，借款规模亦有所下降，受此因素影响，与小贷业务相关的经营活动现金较上年同期大幅减少，公司经营活动现金流有所改善。2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 35,934.55 万元，较上年同期增长 97.91%。

2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额较上年同期减少流出 20,729.42 万元，主要原因一方面系 LED 一期项目的在建工程多数已进入尾声，大部分已结转固定资产，相应的投资支出较上年同期减少；另一方面则由于 LED 行业状况及可转债发行时间慢于预期等

因素的影响，LED 二期项目的投资节奏有所放缓。此外，本年度公司筹资活动产生的现金流量净额为-30,206.13 万元，较上年同期大幅减少，主要系上年度公司通过非公开发行募集资金，而本年度无此事项且归还了部分银行贷款所致。

2015 年，公司经营活动现金流有所改善并偿还部分债务，同时 LED 二期项目的投资节奏放缓，投资活动现金流出大幅减少，整体资金面较为充裕；但考虑到 2016 年公司还将投资规模为 15 亿元的集成电路芯片项目，未来可能面临一定的资金压力。

**表 17 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2015 年	2014 年
收现比	84.20%	85.08%
净利润	27,913.18	20,585.83
非付现费用	7,880.67	6,755.45
非经营损益	-141.55	890.69
FFO	35,652.30	28,231.97
营运资本变化	-138.74	-10,919.60
其中：存货减少（减：增加）	266.07	-1,223.99
经营性应收项目的减少（减：增加）	1,719.75	-20,357.13
经营性应付项目增加（减：减少）	-2,124.56	10,661.52
经营活动产生的现金流量净额	35,934.55	18,157.45
投资活动产生的现金流量净额	-802.98	-21,532.40
筹资活动产生的现金流量净额	-30,206.13	6,651.42
现金及现金等价物净增加额	5,307.84	3,072.20

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

**2015 年，公司有息负债规模大幅减少，整体负债水平明显下降，盈利对利息支付的保障程度较高，财务安全性有所上升**

受益于盈利积累等因素的影响，公司自有资本规模不断增加，截至 2015 年末，公司所有者权益合计 191,393.83 万元，较上年末增长 12.43%。同时，由于公司归还了部分银行借款，负债规模明显下降，负债与所有者权益比率由上年末的 47.01% 下降至 29.98%，公司净资产对负债的保障程度有所提升。

**表 18 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2015 年	2014 年
负债总额	57,385.70	80,023.40
所有者权益	191,393.83	170,241.01

负债与所有者权益比率	29.98%	47.01%
------------	--------	--------

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

从负债结构看，流动负债仍是公司负债的主要构成部分，但占比有所下降，2015 年末公司流动负债占比较上年末下降 18.19 个百分点。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收账款和其他应付款等部分构成。2015 年末，公司短期借款余额为 8,356.18 万元，较上年末减少 70.15%，主要系公司偿还部分银行借款所致；应付票据全部为银行承兑汇票，2015 年末规模为 4,010.02 万元，较上年末增加 824.64 万元；应付账款主要为材料款及工程设备款，2015 年末余额为 8,428.73 万元，较上年末下降 33.70%，主要系上年度淮安光电 LED 项目设备款于本年度支付所致；其他应付款主要为因小贷业务而形成的拆借资金，2015 年末规模为 2,491.40 万元，较上年末大幅减少，主要系公司控制小贷业务规模所致。公司非流动负债主要为递延收益，系公司 LED 项目收到政府补助而形成，2015 年末规模为 26,346.59 万元。

截至 2015 年末，公司有息负债规模为 12,366.20 万元，均为短期有息负债，较上年末大幅减少 60.34%，有息负债占负债总额的比重亦大幅下降至 21.55%，主要原因系公司控制外部融资规模，并偿还部分银行借款。总体而言，公司目前有息负债规模较小，未来面临的债务偿还压力不大。

**表 19 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	8,356.18	14.56%	27,996.19	34.99%
应付票据	4,010.02	6.99%	3,185.38	3.98%
应付账款	8,428.73	14.69%	12,712.99	15.89%
预收款项	1,935.99	3.37%	2,973.69	3.72%
其他应付款	2,491.40	4.34%	6,053.01	7.56%
<b>流动负债合计</b>	<b>29,973.99</b>	<b>52.23%</b>	<b>56,353.40</b>	<b>70.42%</b>
递延收益-非流动负债	26,346.59	45.91%	21,376.19	26.71%
<b>非流动负债合计</b>	<b>27,411.71</b>	<b>47.77%</b>	<b>23,670.00</b>	<b>29.58%</b>
<b>负债合计</b>	<b>57,385.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>80,023.40</b>	<b>100.00%</b>
有息负债	12,366.20	21.55%	31,181.57	38.97%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

从偿债指标看，由于公司对负债规模有所控制，2015 年末资产负债率进一步下降至 23.07%，公司负债经营程度较低。公司流动资产规模变化不大，但受短期借款规模明显下降影响，公司流动比率、速动比率均有所上升。得益于本年度公司盈利情况较好，EBITDA

较上年大幅提升 35.53%，对于利息支出的保障程度亦显著增加。整体上看，公司财务安全性有所上升。但考虑到目前 LED 二期项目尚在建设中，且 2016 年公司将投资规模为 15 亿元的集成电路芯片项目，资金需求量较大，未来公司整体负债规模或有所上升。

**表 20 公司偿债能力指标**

指标名称	2015 年	2014 年
资产负债率	23.07%	31.98%
负债与所有者权益比率	29.98%	47.01%
流动比率	5.29	2.76
速动比率	4.54	2.36
EBITDA（万元）	42,021.38	31,004.38
EBITDA 利息保障倍数	138.93	23.28

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

**澳洋科技股份的质押担保仍对本期债券的信用水平有一定提升作用，但由于担保方已终止评级，担保方提供的保证担保对本期债券的增信效果无法判断**

本期债券由澳洋集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，并以质押所持有的江苏澳洋科技股份有限公司（深交所上市公司，股票代码 002172，以下简称“澳洋科技”）2,500 万流通股股份的方式，按照本期债券本金的 15% 的比例提供无条件不可撤销的质押担保；由昆明螺蛳湾投资发展股份有限公司、江苏澳洋园林科技发展有限公司分别按照本期债券本金的 70%、15% 的比例提供连带责任保证担保。担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

### （一）第三方保证担保

#### 1、澳洋集团有限公司

澳洋集团有限公司（以下简称“澳洋集团”）于 1998 年 7 月成立，原注册资本为 12,000 万元；后经过多次增资。截至 2015 年末，注册资本增资至 80,000 万元，由沈学如等 8 位自然人股东出资。沈学如为澳洋集团第一大股东和实际控制人。

澳洋集团目前主要涉足纺织、物流、光电、医疗、地产、养老、文化、金融、现代农业等九大领域。截至 2013 年末，澳洋集团纳入合并范围子公司 8 家，包括江苏澳洋纺织实业有限公司、澳洋科技、澳洋顺昌、江苏澳洋健康产业投资控股有限公司（以下简称“澳洋健康产业”）、张家港澳洋新科服务有限公司、江苏澳洋绿地养生产业投资控股有限公司（以下简称“澳洋绿地”）、江苏澳洋置业有限公司、宁波澳洋家居购物广场有限公司，其

中澳洋科技、澳洋顺昌均为上市公司，股票代码分别为 002172、002245。

## 2、昆明螺蛳湾投资发展股份有限公司

昆明螺蛳湾投资发展股份有限公司（以下简称“螺蛳湾投资”）成立于 2009 年 11 月，系由云南新瑞安投资控股（集团）有限公司、张家港绿园置业有限公司、澳洋集团有限公司、自然人朱林敏先生共同出资组建，注册资本为人民币 50,000 万元，公司法定代表人为林微。2014 年，发生股权变更，原股东朱林敏将其持有股份全部转让给其妻子林微。截至 2014 年 7 月，螺蛳湾投资注册资本为 50,000 万元，分别由云南新瑞安投资控股（集团）有限公司持股 20%、林微持股 20%、张家港绿园置业有限公司持股 40%、澳洋集团有限公司持股 20%，实际控制人为朱林敏、林微夫妇。

## 3、江苏澳洋园林科技发展有限公司

江苏澳洋园林科技发展有限公司（以下简称“澳洋园林”）原名为“江都市绿化工程有限公司”，成立于 1999 年，注册资本为 1,080 万元。2009 年 10 月，江苏澳洋置业有限公司通过增资收购了原“江都市绿化工程有限公司”，增资后注册资本为 2,080 万元，并更名为现名。经过多次转股、增资。截至 2013 年末，澳洋园林注册资本为 5,000 万元，由江苏澳洋绿地养生产业投资控股有限公司持股 100%，实际控制人为沈学如。

经澳洋顺昌申请，鹏元终止对担保方澳洋集团、螺蛳湾投资、澳洋园林的主体长期信用评级，担保方提供的保证担保对本期债券的增信效果无法判断。

### （二）澳洋科技股权质押

澳洋科技由澳洋集团有限公司控股设立，注册资本为 3.48 亿元，是一家已上市民营企业，以扁平可降解长束纤维、各种功能性纤维和常规粘胶纤维等业务为主。

澳洋集团以质押所持有的澳洋科技 2,500 万股流通股股份的方式，提供无条件不可撤销的质押担保。Wind 数据显示，澳洋科技 2016 年 4 月 13 日的收盘价为 13.06 元，2,500 万股流通股股份市价为 32,650 万元，为本期债券本金 15% 部分的 4.27 倍。

上述股权质押在中国证券登记结算有限公司深圳分公司按照规定办理质押手续，在解除本函所述担保责任前，澳洋科技不得以任何方式处理上述质押股权。

股权质押担保协议中规定：“本协议签订后及本期可转债存续期间内，如澳洋科技进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积转增股本等）导致出质人所持澳洋科技的股份增加的，出质人应当同比例增加质押股票数量。本协议签订后及本期可转债有效存续期间，如澳洋科技实施现金分红的，上述质押股票所分配的现金股利不作为本协议项下的质押财产，出质人有权领取并自由支配。”

股权质押担保协议中还规定：“在质权存续期内，如在连续 30 个工作日内，质押股票的市场价值（已收盘价计算）持续低于本期债券未偿还本息总额 15% 部分的 150%，出质人需在 30 个工作日内追加担保物，以使质押资产的价值与本期债券未偿还本息总额 15% 部分的比率高于 200%；追加的资产限于澳洋科技人民币普通股，追加股份的价值为追加股份办理质押登记日前 30 个交易日澳洋科技收盘价的均价。若质押股票市场价值（以收盘价计算）连续 30 个工作日超过本期债券未偿还本息总额 15% 部分的 300%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券未偿还本息总额 15% 部分的 200%。”

经鹏元评定，澳洋科技股份的质押担保仍对本期债券的信用水平有一定提升作用，但由于担保方澳洋集团有限公司、昆明螺蛳湾投资发展股份有限公司及江苏澳洋园林科技发展有限公司已终止评级，担保方提供的保证担保对本期债券的增信效果无法判断。

## 七、或有事项分析

### 1、或有负债

截至 2015 年 12 月 31 日，公司对外担保金额为 3,930.00 万元，占年末公司净资产的比重为 2.05%，存在一定的或有负债风险。

**表 21 截至 2015 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保到期日
张家港昌盛农村小额贷款有限公司相应客户	3,930.00	2016 年 6 月 30 日
合计	<b>3,930.00</b>	-

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理提供

### 2、重大诉讼、仲裁事项

(1) 子公司昌盛小贷 2011 年 9 月 27 日与苏州阿波罗光伏科技有限公司（以下简称“苏州阿波罗”）签订《委托保证合同》，为江苏金农信息股份有限公司（以下简称“江苏金农”）委托交通银行股份有限公司苏州分（支）行向苏州阿波罗发放的 1,000 万元贷款提供保证，张家港永能光电有限公司（以下简称“张家港永能”）、隆仁明、宋秋娣为此笔担保提供反担保。后因苏州阿波罗生产经营状况恶化，2012 年，昌盛小贷代偿该借款本金及利息。2012 年 6 月 8 日，昌盛小贷就此事向张家港市人民法院提起诉讼，经法院判决苏州阿波罗偿还昌盛小贷垫付款 10,125,733.33 元，张家港永能、隆仁明、宋秋娣对该债务承担连带清偿责任。鉴于债务人资不抵债，昌盛小贷针对该笔代偿款以前年度全额计提担保赔偿准备金。2014 年度，昌盛小贷收到相应还款 48.4 万元，2015 年半年度收到还款 362.69

万元。2015 年 12 月，债务人已无可供执行财产，法院裁定终止执行。昌盛小贷依据该裁定，核销 601.48 万元应收代偿款。

(2) 2012 年 12 月，公司与济南铁路经营集团有限公司远行运贸分公司（下称远行运贸公司）签订《年度购销合同》，并于 2013 年 2 月与远行运贸公司签订《订货订单》，约定远行运贸公司于 2013 年 5 月 5 日前向公司交付 5,500 吨冷轧卷。公司于 2013 年 2 月支付了 2,640.00 万元货款，远行运贸公司未按时交付货物。2013 年，双方均就此事向各自所在地法院提出诉讼。后因发生管辖权争议，最高人民法院将公司与远行运贸的案件移送至上海市第二中级人民法院管辖。2015 年，上海市第二中级人民法院对远行运贸公司诉公司的“合同无效纠纷”一审终结，裁定《年度购销合同》有效。2016 年，远行运贸分公司向上海高院上诉，上海高院已经受理。目前，此案件尚未了结。

(3) 截至 2015 年 12 月 31 日，公司及子公司业务相关其他小额诉讼涉案金额合计 4,775.49 万元。

## 八、评级结论

2015 年，公司金属物流业务规模保持平稳，盈利能力亦有所增强；汽车配件行业金属用材配送量的迅速增长，有效抵消了 IT 金属物流配送量下滑的不良影响；LED 业务收入大幅增长，已成为公司营业总收入的重要组成部分；由于归还了部分银行借款，负债规模明显下降，公司整体负债水平较低，财务安全性有所上升。

同时，鹏元也关注到公司 LED 业务毛利率有所下降，预计未来几年，LED 芯片价格下降的趋势难以改变，未来需持续关注公司 LED 业务毛利率状况；公司 LED 二期项目投产后新增产能规模较大，可能存在一定产能消化吸收风险；受资本金规模限制及业务风险提升等因素的影响，公司小贷业务成长空间不大，且 2015 年公司发生坏账及贷款损失较上年有所增加，未来仍需持续关注公司小贷业务的坏账风险。

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

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
货币资金	16,607.23	10,754.29	9,784.68
应收票据	19,870.75	9,744.20	4,833.09
应收账款	31,432.23	39,600.21	37,322.46
预付款项	4,243.99	4,994.81	8,635.61
应收利息	990.29	659.96	224.36
其他应收款	3,539.11	3,090.70	3,064.14
存货	22,531.31	22,797.37	21,573.38
其他流动资产	59,258.11	63,902.18	5,220.11
流动资产合计	158,473.02	155,543.71	90,657.83
发放贷款及垫款	-	-	50,870.08
长期股权投资	1,237.70	1,329.06	1,411.25
投资性房地产	2,741.58	4,714.12	3,131.55
固定资产	68,849.35	68,589.62	35,683.49
在建工程	7,139.48	9,770.46	5,152.25
工程物资	-	16.42	5.38
无形资产	9,303.85	8,900.59	7,737.22
长期待摊费用	48.47	70.93	48.27
递延所得税资产	986.08	1,011.81	308.88
其他非流动资产	-	317.69	317.69
非流动资产合计	90,306.52	94,720.71	104,666.06
资产总计	248,779.53	250,264.42	195,323.88
短期借款	8,356.18	27,996.19	68,423.89
应付票据	4,010.02	3,185.38	3,000.39
应付账款	8,428.73	12,712.99	3,766.03
预收款项	1,935.99	2,973.69	2,136.60
应付职工薪酬	1,838.52	1,177.17	980.70
应交税费	2,816.70	2,078.39	1,668.40
应付利息	13.10	98.68	237.55
应付股利	83.35	77.90	-
其他应付款	2,491.40	6,053.01	2,072.98
流动负债合计	29,973.99	56,353.40	82,286.54
预计负债	423.07	424.21	332.25
递延收益-非流动负债	26,346.59	21,376.19	-
其他非流动负债	642.05	1,869.60	6,382.33

非流动负债合计	27,411.71	23,670.00	6,714.58
负债合计	57,385.70	80,023.40	89,001.12
实收资本(或股本)	97,361.15	44,171.67	36,480.00
资本公积金	6,023.19	44,983.52	130.07
减：库存股	642.05	1,869.60	-
其它综合收益	-1.32	-1.32	-
盈余公积金	6,371.93	5,230.60	4,343.46
一般风险准备	246.89	503.80	474.81
未分配利润	53,552.43	47,403.00	34,244.86
外币报表折算差额	-	-	-1.32
归属于母公司所有者权益合计	162,912.22	140,421.67	75,671.89
少数股东权益	28,481.61	29,819.34	30,650.88
所有者权益合计	191,393.83	170,241.01	106,322.77
负债和所有者权益总计	248,779.53	250,264.42	195,323.88

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
营业总收入	166,109.06	158,985.24	149,477.13
其中：营业收入	158,438.16	151,739.99	139,852.78
利息收入	7,612.16	7,105.62	9,497.87
手续费及佣金收入	58.75	139.63	126.49
营业总成本	140,493.41	136,687.71	131,522.36
其中：营业成本	125,688.56	121,729.49	120,595.93
利息支出	963.37	1,126.78	1,109.07
手续费及佣金支出	21.44	1.91	12.28
营业税金及附加	575.05	451.30	488.30
销售费用	3,067.71	2,707.22	2,755.54
管理费用	9,566.44	7,240.66	3,639.72
财务费用	-305.01	1,460.47	2,603.24
资产减值损失	915.83	1,969.88	318.28
其他经营收益	78.25	34.05	-257.14
投资净收益	78.25	34.05	-257.14
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-91.36	-82.18	-257.14
营业利润	25,693.91	22,331.59	17,697.64
加：营业外收入	9,105.23	2,687.23	530.30
减：营业外支出	45.05	131.86	26.46
其中：非流动资产处置净损失	4.30	110.02	14.10
利润总额	34,754.08	24,886.96	18,201.48
减：所得税	6,840.90	4,301.12	3,788.68
净利润	27,913.18	20,585.83	14,412.80
减：少数股东损益	3,769.63	3,511.16	5,098.71
归属于母公司所有者的净利润	24,143.54	17,074.67	9,314.09
加：其他综合收益	-	-	8.97
综合收益总额	27,913.18	20,585.83	14,421.77
减：归属于少数股东的综合收益总额	3,769.63	3,511.16	5,104.28
归属于母公司普通股股东综合收益总额	24,143.54	17,074.67	9,317.49
每股收益：			
基本每股收益	0.2493	0.4083	0.2553
稀释每股收益	0.2476	0.4027	0.2553

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	133,407.41	129,105.42	125,140.43
收取利息、手续费及佣金的现金	7,145.29	6,954.85	9,141.14
收到的税费返还	2,093.86	2,275.15	2,424.40
收到其他与经营活动有关的现金	8,310.95	5,048.67	357.43
经营活动现金流入小计	150,957.51	143,384.09	137,063.40
购买商品、接受劳务支付的现金	89,369.01	97,781.33	107,755.41
客户贷款及垫款净增加额	-1,976.43	6,767.84	1,340.50
支付利息、手续费及佣金的现金	1,015.19	1,180.70	1,057.30
支付给职工以及为职工支付的现金	8,395.98	6,225.61	4,601.13
支付的各项税费	9,548.15	7,618.09	5,653.52
支付其他与经营活动有关的现金	8,671.06	5,653.08	5,433.09
经营活动现金流出小计	115,022.96	125,226.64	125,840.96
经营活动产生的现金流量净额	35,934.55	18,157.45	11,222.45
投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	-	26,116.24	1,960.00
取得投资收益收到的现金	-	-	124.13
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	12.17	31.38	13.26
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	1,949.21	-	-
收到其他与投资活动有关的现金	7,500.00	16,338.46	5,000.00
投资活动现金流入小计	9,461.37	42,486.08	7,097.39
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	9,264.36	41,018.47	14,272.12
投资支付的现金	-	23,000.00	3,000.00
支付其他与投资活动有关的现金	1,000.00	-	-
投资活动现金流出小计	10,264.36	64,018.47	17,272.12
投资活动产生的现金流量净额	-802.98	-21,532.40	-10,174.73
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	531.64	51,700.04	-
取得借款收到的现金	20,297.84	54,460.83	109,654.35
收到其他与筹资活动有关的现金		4,115.00	605.00
筹资活动现金流入小计	20,829.48	110,275.87	110,259.35
偿还债务支付的现金	39,937.85	94,888.53	103,728.19
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7,377.76	8,735.91	7,853.61

其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	3,485.66	4,342.70	4,088.92
支付其他与筹资活动有关的现金	3,720.00	-	-
筹资活动现金流出小计	51,035.61	103,624.45	111,581.80
筹资活动产生的现金流量净额	-30,206.13	6,651.42	-1,322.45
汇率变动对现金的影响	382.40	-204.28	-46.95
现金及现金等价物净增加额	5,307.84	3,072.20	-321.69
期初现金及现金等价物余额	9,278.16	6,205.96	6,527.66
期末现金及现金等价物余额	14,586.00	9,278.16	6,205.96

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	27,913.18	20,585.83	14,412.80
加：资产减值准备	915.83	1,969.88	318.28
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,743.42	4,530.99	2,506.75
无形资产摊销	194.63	189.45	168.64
长期待摊费用摊销	26.79	65.13	46.30
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-0.66	91.54	3.37
财务费用	-79.94	1,536.13	2,584.33
投资损失	-78.25	-34.05	257.14
递延所得税资产减少	17.30	-702.93	-30.07
存货的减少	266.07	-1,223.99	2,722.20
经营性应收项目的减少	1,719.75	-20,357.13	-13,773.81
经营性应付项目的增加	-2,124.56	10,661.52	2,006.51
其他	421.00	845.07	-
经营活动产生的现金流量净额	35,934.55	18,157.45	11,222.45
现金的期末余额	14,586.00	9,278.16	6,205.96
减：现金的期初余额	9,278.16	6,205.96	6,527.66
现金及现金等价物净增加额	5,307.84	3,072.20	-321.69

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2015年	2014年	2013年
有息债务（万元）	12,366.20	31,181.57	71,424.28
资产负债率	23.07%	31.98%	45.57%
流动比率	5.29	2.76	1.10
速动比率	4.54	2.36	0.84
综合毛利率	23.74%	22.72%	18.57%
总资产回报率	14.05%	11.77%	11.22%
EBITDA（万元）	42,021.38	31,004.38	23,461.32
EBITDA 利息保障倍数	138.93	23.28	9.24

资料来源：公司2013-2015年审计报告，鹏元整理

## 附录五 截至2015年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
张家港润盛科技材料有限公司	1,730 万美元	75.00%	物流配送
江苏鼎顺创业投资有限公司	3,000 万元人民币	100.00%	创业投资及进出口贸易
张家港昌盛农村小额贷款有限公司	30,000 万元人民币	42.84%	提供小额贷款、担保
上海澳洋顺昌金属材料有限公司	8,000 万元人民币	100.00%	物流配送
江苏澳洋顺昌光电技术有限公司	25,000 万元人民币	100.00%	LED 外延片及芯片研发、生产、销售
张家港奥科森贸易有限公司	500 万元人民币	100.00%	进出口贸易
广东澳洋顺昌金属材料有限公司	500 万美元	75.00%	物流配送
淮安澳洋顺昌光电技术有限公司	60,000 万元人民币	100.00%	LED 外延片及芯片研发、生产、销售
广东润盛科技材料有限公司	6,000 万元人民币	75.00%	物流配送
扬州澳洋顺昌金属材料有限公司	15,000 万元人民币	100.00%	物流配送
香港澳洋顺昌有限公司	10,000 港币	75.00%	贸易

资料来源：公司提供

## 附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	期间费用率	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
	非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	非经营性损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产减少+递延所得税负债增加
FFO	净利润+非付现费用+非经营性损益	
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
有息债务	长期有息债务+短期有息债务	

## 附录七 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。