

2016 年江苏澳洋顺昌股份有限公司

# 可转换公司债券 2019 年跟踪 信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【9】号 02

债券简称：顺昌转债

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：

50,954.31 万元

债券到期日期：2022 年  
1 月 22 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：  
杨培峰 毕柳

电话：  
021-51035670

邮箱：  
yangpf@cspengyuan.co  
m

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
公司债券评级方法，该  
评级方法已披露于公司  
官方网站。

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)

## 2016 年江苏澳洋顺昌股份有限公司可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2019 年 03 月 27 日	2018 年 04 月 10 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对江苏澳洋顺昌股份有限公司（以下简称“澳洋顺昌”或“公司”，股票代码：002245.SZ）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 2019 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收入规模继续增长，经营现金回款改善，重要子公司通过高新技术企业认定；同时我们也关注到，目前 LED 芯片行业供过于求，芯片价格不断下跌，LED 业务毛利率下滑明显，锂电池业务毛利率大幅下滑，产能利用情况不佳，整体盈利能力有所下滑，有息债务规模进一步上升，短期偿债压力加大，以及存在一定或有负债等风险因素。

### 正面：

- 公司收入规模继续增长。2018 年公司实现营业总收入 42.97 亿元，同比增长 18.06%，其中金属物流业务收入 19.85 亿元，较上年稳步增长，LED 业务和锂电池业务受益于前期扩产，2018 年分别实现业务收入 12.79 亿元和 9.91 亿元，同比分别增长 28.28%和 45.99%，其中 LED 业务三期扩产项目 2018 年底已全部安装完毕，后续该业务规模或进一步增长，但同时也需关注产能消化情况。
- 经营现金回款改善。2018 年公司经营收现比由上年的 0.56 上升至 0.79，经营活动现金净流入金额达 3.04 亿元，同比增长 251.51%，经营活动现金流表现好转。
- 重要子公司通过高新技术企业认定。LED 芯片系公司主营业务，2018 年实现收入 12.79 亿元，该业务主要由淮安澳洋顺昌光电技术有限公司（以下简称“淮安光电”）

负责，2018年淮安光电通过江苏省高新技术企业认定，企业所得税率降至15%，有利于净利润的累积。

### 关注：

- **LED芯片行业供过于求，芯片价格下跌导致公司LED业务毛利率下滑明显。**受前期芯片厂商扩产产能集中释放影响，2018年芯片行业供给过剩，芯片价格持续走低，公司LED业务毛利率同比下滑13.15个百分点至18.63%。
- **锂电池业务毛利率大幅下滑，产能利用率下降明显。**受上游正极材料价格上涨影响，2018年公司锂电池制造成本同比进一步上升，叠加下游补贴退坡带来的不利影响，公司锂电池业务毛利率同比下滑11.31个百分点至24.36%，同时公司锂电池产能利用率为59.49%，产能利用情况不佳，目前公司正在扩产二期项目，需关注未来产能消化情况。
- **公司主营业务毛利率大幅下滑，盈利能力有所下降。**受LED和锂电池业务毛利率下滑影响，2018年公司综合毛利率同比下滑5.55个百分点至19.48%，同时管理、财务、研发等费用快速增长，期间费用率同比上升2.95个百分点至10.79%，公司净利润同比下滑30.21%，整体盈利能力有所下滑。
- **有息债务规模进一步上升，短期偿债压力加大。**2018年末公司有息债务规模增至24.45亿元，较上年增长26.10%，其中短期有息负债18.87亿元，同比增长42.52%，公司短期偿债压力有所上升。
- **存在一定或有负债风险。**截至2018年末，公司对外担保金额为0.60亿元，占年末公司净资产的比重为1.51%，考虑到被担保方主要系小微企业，存在一定的或有负债风险。

### 发行人主要财务指标：

项目	2018年	2017年	2016年
总资产（万元）	737,889.18	651,851.57	502,682.01
归属于母公司所有者权益合计（万元）	269,648.12	245,697.69	190,070.01
有息债务（万元）	244,546.84	193,938.35	160,283.22
资产负债率	45.80%	44.31%	46.35%
流动比率	1.44	1.68	1.89
速动比率	1.08	1.31	1.56
营业总收入（万元）	429,657.79	363,933.83	198,948.97
营业利润（万元）	42,522.38	63,218.22	27,505.99

净利润（万元）	37,198.20	53,303.05	26,612.65
综合毛利率	19.48%	25.03%	23.59%
总资产回报率	7.33%	12.42%	9.47%
EBITDA（万元）	72,321.46	82,807.69	44,205.91
EBITDA 利息保障倍数	8.63	15.30	14.26
经营活动现金流净额（万元）	30,384.66	8,644.00	14,849.86

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

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。经深圳证券交易所“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。本期债券初始转股价格为9.44元/股，后经多次调整，截至2018年12月31日，本期债券转股价格已调整至9.28元/股。

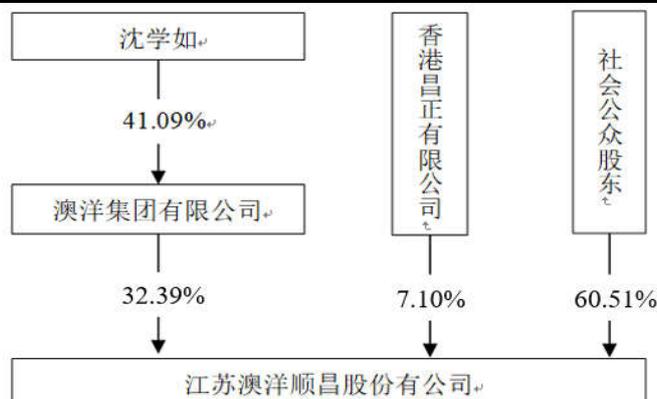
本期债券存续期限为2016年1月22日至2022年1月21日。本期债券第一年到第六年的利率分别为0.50%、0.70%、1.00%、1.60%、1.60%、1.60%。本期债券的转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，即自2016年7月29日至2022年1月21日止。同时本期债券在满足约定的条件下附转股价格的向下修正条款、赎回条款以及回售条款。

本期债券前三期利息公司已按时、足额支付，截至2018年12月31日，本期债券累计转股48,813股，尚有509,543,100元挂牌交易。

## 二、发行主体概况

截至2019年3月18日，公司注册资本和实收资本均为98,131.18万元，公司控股股东仍为澳洋集团有限公司，持有公司股份32.39%，其中已质押20,900.00万股，占总股本21.30%，占其持有的股份数65.76%，实际控制人仍为沈学如。公司股权及实际控制关系如下图。

图1 截至2019年3月18日公司股权及实际控制图



资料来源：公司提供

公司主要从事LED芯片业务、锂电池及金属物流配送三大业务，拥有10多家控股子公司

公司，遍布于长三角及珠三角的苏州、上海、淮安、扬州、东莞等地区，截至2018年末，公司纳入合并范围子公司合计15家，详见附录五，2018年公司合并范围未发生变化情况。

截至2018年12月31日，公司资产总额为73.79亿元，归属于母公司的所有者权益为26.96亿元，资产负债率为45.80%；2018年度，公司实现营业总收入42.97亿元，净利润3.72亿元，经营活动现金流净额3.04亿元。

### 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，但2018年国内汽车市场出现下滑，对上游金属物流配送有一定不利影响**

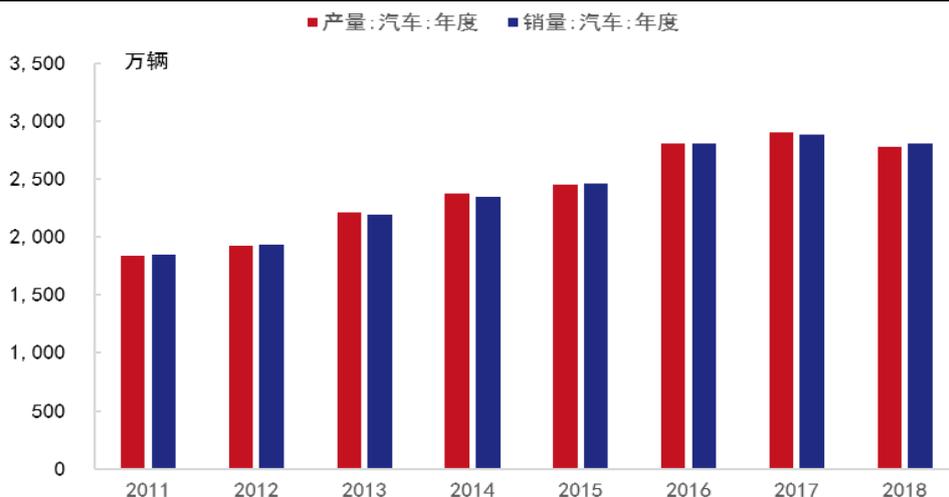
IT金属物流行业的成长是伴随着IT制造业的快速发展和产业集聚产生的，行业状况与下游IT制造业景气度息息相关，IT金属物流行业的市场竞争主要体现在对优质客户的争夺，即争夺世界一流的IT产品制造企业，一旦与其建立了良好的合作关系，只要IT金属物流企业自身不出现重大问题，一般不会被取代。经过多年发展，各大IT制造企业基材供应商已较为稳定，IT金属物流配送行业已较为成熟，市场竞争趋向理性。

在国内IT制造业的发展中，珠三角地区最先承接全球IT产业的转移，具有良好的产业基础、庞大的厂商群落，是中国IT产业发展的重要区域。长三角地区则立足于良好的金融环境、优越的基础设施配套条件以及稳定的产业发展环境，吸引了大量外来投资和优秀人才的参与，形成了由微电子、通信及网络、计算机及软件、电子元器件和信息服务组成的信息产业群。但近年来，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。

汽车行业是钢铁行业重要的下游之一，用于汽车制造的钢材品种主要有型钢、中板、薄板、钢带、优质钢材、钢管等，其中以薄板和优质钢材为主。目前，高强钢是实现汽车轻量化最经济可行的材料，钢材在相当长的时间内仍将是我国汽车最主要的原材料，并将长期稳定在60%至70%的使用比例。中国目前已成为全球汽车生产大国，2018年汽车销量超过2,800万辆，同比有小幅下滑，汽车保有量已超过2.40亿辆，汽车行业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。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。但近年国内宏观经济仍处于探底过程，同时叠加高房价产生的消

费挤出效应，2018年国内汽车市场销量首次出现回落，虽然2019年国家推出“汽车下乡”政策，但在实际购买力不足、财富增值幻觉修正及居民杠杆增至高位等因素共同作用下，预计短期内国内汽车市场增至空间有限，对上游金属物流配送有一定不利影响。

图2 汽车产销量走势



资料来源：国家统计局，Wind，中证鹏元整理

**2018年LED芯片龙头企业产能逐步释放，行业集中度进一步提高，同时市场供过于求现象明显，产品价格持续下滑，行业利润空间受到压缩**

受全球经济不景气及中美贸易摩擦的影响，2018年LED市场需求端增速不及预期，根据中国照明电器协会的统计，2018年前三季度中国LED照明出口总额为230亿美元，同比仅增长2%，相对于2017年20%的增速，下滑明显。而在供给端，根据高工产研LED研究所数据，2017年LED芯片供需比为0.98，行业处于供不应求状态，但2017年三安光电股份有限公司（以下简称“三安光电”）、华灿光电股份有限公司（以下简称“华灿光电”）、澳洋顺昌等龙头企业大幅扩产，其产能在2018年不断释放，导致2018年行业供过于求现象明显，2018年第三季度LED芯片的供需比达到1.2。

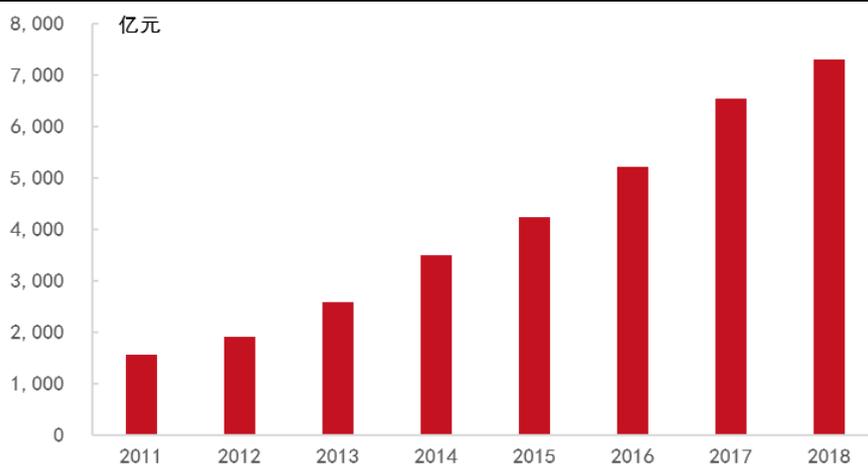
据统计，2018年中国LED芯片市场规模为171亿元，同比增长4%，较2017年19%的增速回落明显。同时我们也注意到，三安光电、华灿光电、澳洋顺昌等龙头企业随着产能的不断提高，其2018年LED芯片业务收入仍维持20%左右的增速，而中小型厂商在供过于求的市场竞争中，其市场份额逐渐被侵吞。根据LEDinside统计，2018年三安光电一家市占率已超32%，前三家市占率超过64%，前十家市占率超过85%，市场集中度较2017年有进一步提升。2018年国内LED芯片市场供给结构大幅变动，供过于求的竞争格局对企业成本控制有了更高的要求，而国内龙头企业在衬底、外延生长等上游环节均已不同程度实现自产，生产环节中龙头企业新增产能的生产效率更高、耗材成本更低，龙头企业竞争优势在

市场结构快速转变过程中得到进一步凸显，而缺乏资金、技术以及无法获取政府补贴的中小型厂商将被加速淘汰。

受市场供给结构变化影响，2018年LED芯片价格持续走低，以LED灯（取代60W白炽灯）为例，其平均销售价格由年初5.8美元跌至年末5.2美元，跌幅超过10%，而LED行业下游封装及应用环节相对强势，终端产品价格压力几乎可以完全传导至中游芯片环节，叠加芯片供给过剩因素，芯片价格跌幅远超10%，行业前十厂商前三季度毛利率出现了普跌，甚至有部分厂商由盈转亏，行业利润空间受到压缩。

虽然行业产品价格普遍下跌，但总体市场规模仍同比上涨，表明LED行业出货量同比持续上升，且增幅超过价格跌幅，根据高工产研LED研究所数据，2018年国内LED行业规模已超7,000亿元，同比增长13.5%，LED产品应用规模及应用范围仍在快速提升。从各细分应用领域来看，照明、显示、背光、景观照明依然是LED应用最广泛的领域，但市场规模增速已逐步回落，随着3C产品市场趋于饱和以及房地产市场降温，叠加贸易摩擦等因素，预计传统LED应用领域市场规模增速将持续放缓，或对上游芯片新增产能消化带来一定压力。而近年Mini LED、Micro LED、汽车照明、高端健康照明等领域发展较快，市场关注度较高，未来或将成为LED行业发展的新增长点，但上述领域对企业技术积累要求较高，拥有技术优势的龙头企业将从中受益。

图3 LED行业市场规模



资料来源：国家统计局，Wind，中证鹏元整理

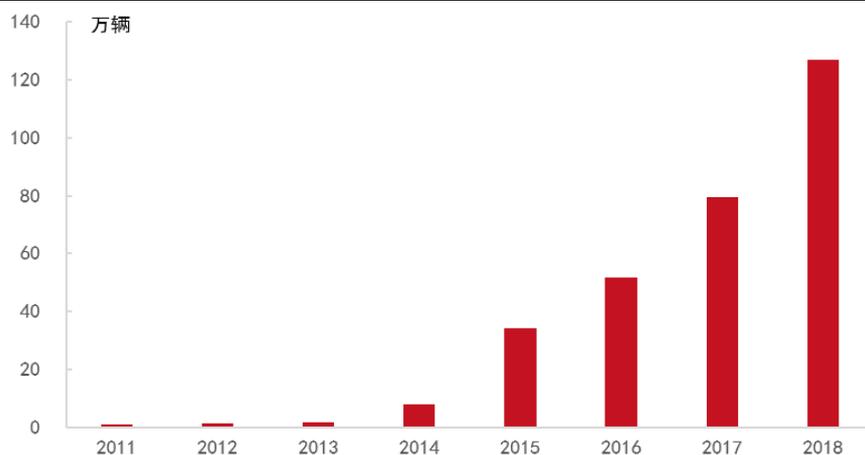
**2018年正极材料采购均价同比继续上升，同时下游财政补贴退坡进一步压缩电池价格，锂电产业链利润空间进一步缩小，低端产能加速淘汰，市场集中度继续提升**

锂离子电池具有比能量和比功率较高、工作温度范围宽、自放电小、循环寿命长等优点，主要应用于3C消费电子、电动汽车、储能等领域。得益于我国手机、笔记本等消费电

子产品市场规模的迅猛增长，国内锂离子电池产业迎来一个快速发展阶段。近年来，由于消费电子市场整体趋于饱和，而电动汽车产销量增长迅速，国内锂离子电池应用市场格局发生了显著变化，电动汽车成为驱动锂离子电池产业成长的主要力量。

受益于补贴、减税等多重优惠政策的刺激，近年国内新能源汽车市场迅速发展，从销量上来看，由2011年的0.84万辆大幅攀升至2018年的127.05万辆。但诸多优惠政策导致部分车企过度依赖补贴，甚至存在骗补现象，为规范行业发展，促进产业技术创新与产品升级，2016年12月29日财政部发布了《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，主要从调整补贴办法、改进资金拨付方式、提高补贴门槛以及健全监管体系四个方面进行调整；2018年2月又颁布了《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，该通知废止了2017年第1-12批及2018年第1-4批《推荐车型目录》，新能源汽车要获得补贴则必须进入新目录，而新目录在续航里程、百公里能耗以及各方面综合指标上都更高、更严格，此外该通知在补贴力度上也进一步收缩。补贴政策的不断退坡将加速淘汰部分缺乏技术、资金、创新的中小车企，同时政策调整的压力将推动行业技术革新并向上游传导降成本的意愿，长期来看补贴力度的逐步下降对锂动力电池行业的产品价格形成较大压力，2018年每瓦时价格仍延续下跌态势。

图4 新能源汽车产量

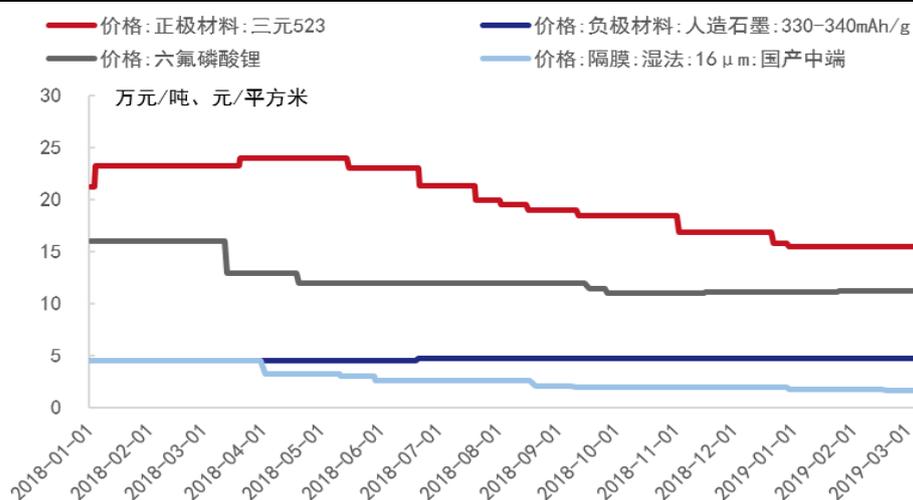


资料来源：中国汽车工业协会，Wind，中证鹏元整理

除电池本身价格对电池厂盈利有较大影响外，上游原材料价格走势同样有着重要影响。正极材料受上游锂、钴等金属产品价格下跌影响，2018年三元材料、磷酸铁锂、锰酸锂、钴酸锂等价格普遍走低，跌幅普遍在30%左右，其中三元材料价格在2018年上半年呈上升态势，进入下半年后开始下跌，总体上看2018年三元材料均价仍高于2017年，2019年以来有所企稳。负极材料上游石油焦、针状焦等原材料价格基本保持稳定，全年人造石墨价格也基本保持稳定。电解液受上游六氟磷酸锂价格大幅下跌影响，2018年三元电解液、

磷酸铁锂电液价格均有不同程度下滑。隔膜行业受产能释放竞争加剧影响，湿法隔膜、干法隔膜价格均有较大程度下跌。由于正极材料系锂电池上游采购占比最大的原材料，2018年上半年以前正极材料价格持续上涨，导致行业生产成本不断攀升，2018年锂电池生产厂商毛利率普遍下行，以宁德时代、国轩高科等行业龙头为例，虽然销售收入大幅增长，但利润却同比下滑。我们认为，下游客户压价是主要外部原因，而电池容量提升依赖于单位耗材增加是主要内部原因。此外，正极材料系锂电池上游最重要的材料，2018年其价格先升后降，考虑到电池制造环节的周期性及其先进先出的记账原则，下半年的价格下跌反应到销售端存在一定时滞性。

图5 锂电池原材料价格走势



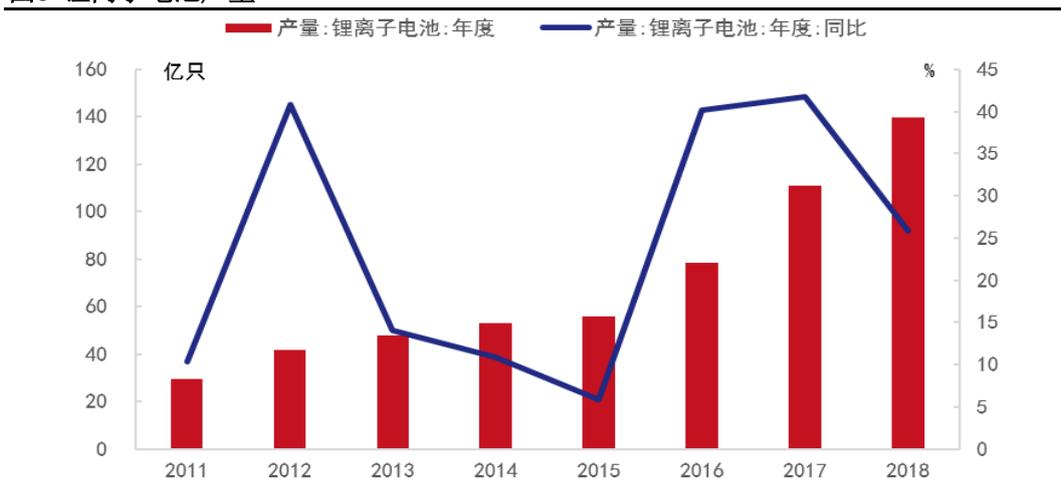
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

市场竞争格局方面，2018年国内动力电池装机量达到57GWH，较2017年增长约57%，市场容量进一步扩大。其中，宁德时代装机量超过23GWH，市占率超过40%，较2017年增长超过11%，龙头地位进一步凸显。此外，比亚迪、国轩高科、亿纬锂能等大型生产厂商也在不断扩产，根据工信部数据，2018年前十大动力电池生产厂商市占率合计达到81%，较2017年大幅提升。两份新能源汽车推广应用的财政补贴通知，在补贴力度及技术参数方面的要求均更加严苛，对于缺乏资金及技术储备的中小企业，其市场份额被龙头企业快速吞噬，市场集中度将持续提升，落后产能将逐步清退。

整体上看，随着下游新能源汽车市场的快速发展，锂电池行业规模也迅速扩张，其中2017年锂电池制造业合计完成固定资产投资1,832.40亿元，同比增长41.30%，随着2017年新增产能的逐步释放，2018年全国锂电池厂商合计生产电池139.87亿只，同比增加25.87%，整体增速同比均有所下滑。锂电池行业投资增速回落是在财政补贴力度退坡叠加行业利润空间收缩背景下，由前期高额财政补贴导致行业内无序竞争向落后产能逐步出清的理性回

归。此外，根据《关于2016-2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，2019年补贴标准在2016年基础上下调40%，2020年补贴政策将完全退出，锂电池产业链竞争将进一步加剧。

图6 锂离子电池产量



资料来源：国家统计局，Wind，中证鹏元整理

#### 四、经营与竞争

2018年公司实现营业总收入42.97亿元，同比增长18.06%，主营业务构成未发生变动，仍然为金属物流配送、LED芯片、锂电池三大业务板块，分别实现业务收入19.85亿元、12.79亿元和9.91亿元，占比营业总收入比重分别为46.20%、29.78%和23.05%。其中，金属物流配送业务系公司收入的最主要来源，近年收入规模稳中有增，LED芯片和锂电池业务系公司近年着力发展的板块，随着产能的不断扩张，两项业务收入规模快速提升，2018年收入占营业总收入比重同比分别提高了2.38个百分点和4.41个百分点。此外，公司还有部分小额贷款业务，非公司核心业务，近年主要注重防范和规避风险，2018年业务收入为0.41亿元，同比减少18.60%。

毛利率水平方面，2018年国内钢材价格基本稳定，均价较2017年有小幅上升，铝材价格整体上小幅下滑，公司金属物流配送业务毛利率同比提升0.33个百分点至16.15%；LED芯片行业受2017年产能扩张影响2018年出现大面积供给过剩，芯片价格大幅下降，公司LED业务毛利率同比下滑13.15个百分点至18.63%；2018年锂电池行业上游正极材料价格先增后降，但由于原材料价格波动反映到销售端存在一定滞后，2018年公司锂电池业务毛利率同比大幅下降11.31个百分点至24.36%。整体来看，2018年公司综合毛利率为19.48%，同比下滑5.55个百分点。

**表1 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
金属物流配送	198,517.02	16.15%	191,256.44	15.82%
LED	127,939.34	18.63%	99,732.25	31.78%
锂电池	99,056.70	24.36%	67,853.45	35.67%
小额贷款	4,144.74	88.77%	5,091.70	96.58%
合计	<b>429,657.80</b>	<b>19.48%</b>	<b>363,933.83</b>	<b>25.03%</b>

资料来源：公司提供

**2018年金属物流配送业务收入稳中有增，毛利水平保持稳定，但销量受汽车市场下滑影响有小幅下降，后续需持续关注汽车行业变化及其对该业务的影响**

2018年度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。委托配送业务模式下，公司仅对客户自行提供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。目前，公司共有三大生产基地，分别位于江苏张家港、上海和广东东莞，上述生产基地合计产能约31万吨，较上年变化不大。其中，江苏张家港本部钢板产能约13万吨/年、铝板约2万吨/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。

受汽车行业销量下滑影响，2018年公司金属物流配送业务产量、销量分别为39.47万吨、39.74万吨，规模较上年分别下滑3.83%和3.40%。其中，钢材类产品仍是公司金属物流配送的主要产品，2018年钢板配送量为32.38万吨，占该业务销售量的比重为81.48%。从业务模式结构看，2018年公司主动物流配送业务、委托物流配送业务所占比重分别为52.04%和47.96%，主动配送业务占比较上年下滑9.39个百分点，主要系下游需求减弱，公司主动调整了主动配送及委托配送的产能结构，适度下调主动配送产能规避潜在经营风险。

**表2 公司金属物流配送业务产销情况（单位：万吨）**

产品	2018年		2017年	
	生产量	销售量	生产量	销售量
金属物流配送业务	39.47	39.74	41.04	41.14
	2.29	2.29	2.56	2.56

资料来源：公司提供

**表3 公司主动物流配送与委托物流配送规模（单位：万吨）**

项目	2018年		2017年	
	配送数量	占比	配送数量	占比
钢板-主动物流配送	18.08	45.51%	22.15	53.85%
钢板-委托物流配送	14.30	35.97%	13.43	32.64%
<b>钢板配送小计</b>	<b>32.38</b>	<b>81.48%</b>	<b>35.58</b>	<b>86.49%</b>
铝板-主动物流配送	2.60	6.53%	3.12	7.58%
铝板-委托物流配送	4.76	11.99%	2.44	5.94%
<b>铝板配送小计</b>	<b>7.36</b>	<b>18.52%</b>	<b>5.56</b>	<b>13.51%</b>
<b>合计</b>	<b>39.74</b>	<b>100.00%</b>	<b>41.14</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

原材料采购方面，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。主动配送模式下，公司需要对基材进行采购，2018年采购结算方式较上年变化不大，结算周期仍为1-4周左右，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股份有限公司等境内铝板生厂商及其贸易商购买，高端铝板主要从韩国Novelis等境外生产商购买。2018年，公司金属物流业务主要原材料钢板采购规模较上年变化不大，价格有小幅上升，铝板采购规模有所增加，采购价格有小幅下降。供应商集中度方面，2018年公司前五大供应商合计采购金额占年度采购总额的比例升至43.24%，较上年提升4.05个百分点，原材料采购集中度进一步上升，主要系近年公司在供应商选择上以稳定为主，兼顾价格优势，有利于公司控制采购成本，保证原材料供应及时。

**表4 公司金属物流主动配送业务原材料采购情况**

采购基材		2018年	2017年
钢板	采购数量（万吨）	19.64	19.89
	采购均价（万元/吨）	0.52	0.48
铝板	采购数量（万吨）	3.27	2.14
	采购均价（万元/吨）	1.66	1.68

资料来源：公司提供

**表5 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）**

客户	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
第1名	27,399.56	17.57%	24,702.21	18.68%
第2名	18,753.98	12.03%	11,701.89	8.85%
第3名	7,165.38	4.60%	5,468.80	4.14%

第4名	7,401.88	4.75%	5,000.17	3.78%
第5名	6,693.46	4.29%	4,950.30	3.74%
<b>合计</b>	<b>67,414.27</b>	<b>43.24%</b>	<b>51,823.37</b>	<b>39.19%</b>

资料来源：公司提供

销售方面，公司主要业务集中于长三角及珠三角地区，IT金属物流配送行业经过多年的发展已较为成熟，市场竞争趋向理性。同时，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IT金属物流配送行业的不利影响日益显现。此外，汽车市场2018年首次出现下滑，对整车制造及其零部件市场带来较大负面影响，汽车金属物流配送业务需求亦有所收缩，后续仍需密切关注汽车行业变化及其对公司金属物流配送业务的影响。2018年公司金属物流配送业务毛利率小幅回升0.33个百分点，实现毛利3.21亿元，较上年增长5.94%，前五大客户销售总额占比12.24%，客户较分散。

**表6 公司金属物流业务前五大客户情况（单位：万元）**

客户	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
第1名	6,302.99	3.18%	5,637.12	2.95%
第2名	6,169.29	3.11%	4,221.14	2.21%
第3名	4,807.69	2.42%	4,064.09	2.12%
第4名	3,568.83	1.80%	3,890.05	2.03%
第5名	3,455.76	1.74%	3,770.29	1.97%
<b>合计</b>	<b>24,304.55</b>	<b>12.24%</b>	<b>21,582.69</b>	<b>11.28%</b>

资料来源：公司提供

**2018年LED业务收入规模继续增长，但毛利率同比大幅下滑，目前芯片行业供过于求，公司扩产项目或面临一定产能消化风险**

公司LED业务主要由淮安光电负责运营，该业务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外延片及芯片。公司于2011年开始进入LED产业，LED一期项目投资额8.08亿元，共采购30台MOCVD，全部投产后会形成180万片/年（以2寸外延片折合计算）产能。公司LED一期项目于2012年开始基建，2015年30台MOCVD设备已全部投产。2016年，公司发行本期可转债，募集资金用于LED外延片及芯片产业化项目（二期）建设，该项目于2017年11月全部完工并投产，公司LED芯片年产能增至1,200万片。2017年公司开工建设LED芯片三期项目，2018年底设备已全部安装完毕，目前处于设备调试、产能逐步释放过程中。LED芯片三期项目设计年产能为480万片，待该项目产能完全释放，预计2019年底芯片产能将达到1,680万片/年，芯片供货能力进一步增强。但

同时需注意，公司LED芯片一、二期项目主要系对接木林森股份有限公司（以下简称“木林森”），并签有战略合作协议，考虑到目前国内LED芯片市场已供过于求，公司LED芯片三期项目或面临一定产能消化风险。

随着LED芯片二期项目产能的完全释放，2018年公司LED业务实现收入12.79亿元，同比增长28.28%，毛利润3.21亿元，较上年变化不大，主要系该业务毛利率大幅下滑所致。受2016年国内LED产品价格上涨影响，2017年芯片行业大幅扩产，其产能于2018年集中释放，导致市场短期内出现明显的供过于求现象，LED芯片价格大幅走低，2018年公司LED业务毛利率下滑至18.63%，较上年大幅下降13.15个百分点。产能利用率方面，2018年末公司芯片年产能为1,200万片，全年生产1,143.47万片，产能利用率约95.29%，较上年下滑9.94个百分点，但仍保持较高利用水平，产销率为96.96%，产品销售保持通畅。

**表7 公司LED芯片产销情况（单位：万片）**

产品		2018年	2017年
LED芯片（2寸）	产能（年产）	1,200.00	770.00
	生产量	1,143.47	810.29
	产能利用率	95.29%	105.23%
	销售量	1,108.75	683.99

资料来源：公司提供

原材料采购方面，2018年公司LED业务前五大原材料供应商采购金额合计7.36亿元，占当期LED业务原材料采购总额比重为81.06%，较上年上升17.66个百分点，其中前两名供应商采购金额较大，分别是蓝宝石和黄金供应商，整体来看公司供应商集中度偏高。从原材料分类来看，蓝宝石衬底是LED外延片最重要的原材料之一，2018年公司蓝宝石衬底采购金额占原材料采购总额的比重达35.59%。为了节约原材料成本，公司积极布局上游蓝宝石产业，在此前终止的集成电路芯片项目的土地及前期筹备设施基础上建设蓝宝石图形产业化项目，预计总投资约10.60亿元，但目前LED芯片行业处于买方市场，芯片价格及其上游原材料价格均有不同下滑，出于经济性及谨慎性考虑，公司暂缓了蓝宝石项目投资，截至2018年末，蓝宝石项目已投资0.60亿元，占计划总投资的5.69%。

**表8 公司LED芯片业务前五大原材料供应商情况（单位：万元）**

客户	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
第1名	28,539.39	31.43%	13,510.11	19.05%
第2名	28,309.99	31.18%	13,139.04	18.52%
第3名	8,873.56	9.77%	7,441.37	10.49%
第4名	4,314.91	4.75%	5,867.54	8.27%

第 5 名	3,558.58	3.92%	5,009.30	7.06%
<b>合计</b>	<b>73,596.43</b>	<b>81.06%</b>	<b>44,967.36</b>	<b>63.40%</b>

资料来源：公司提供

销售方面，2018年公司LED业务前五大客户销售额合计12.59亿元，占当期LED业务销售总额比重达98.39%，占比较上年上升5.13个百分点，公司该业务存在较高的客户集中风险。另一方面，淮安光电在2016年末引入战略投资合作伙伴木林森，木林森目前持有淮安光电26.07%的股份，而木林森作为国内芯片封装龙头，是目前淮安光电最大的下游客户，同时，根据谨慎性判断，公司将其作为关联方对待，以后年度与其发生的交易构成关联交易。此外，在和木林森进行战略合作的基础上，公司正积极开发国际高端客户并逐步进行供货，且目前LED芯片三期项目已具备大规模供货能力，后续大客户开发情况有待观察。

**表9 公司 LED 芯片业务前五大客户情况（单位：万元）**

客户	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
第 1 名	95,594.77	74.71%	34,974.70	35.07%
第 2 名	16,249.57	12.70%	19,613.59	19.67%
第 3 名	10,979.17	8.58%	17,853.61	17.90%
第 4 名	2,118.46	1.66%	14,111.14	14.15%
第 5 名	949.98	0.74%	6,455.89	6.47%
<b>合计</b>	<b>125,891.95</b>	<b>98.39%</b>	<b>93,008.93</b>	<b>93.26%</b>

资料来源：公司提供

外部发展环境方面，目前半导体行业是国家重点扶持的产业之一，为推动该产业的发展，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。根据江苏省发展和改革委员会及江苏省财政厅文件，淮安光电LED外延片及芯片建设项目已列入省级战略性新兴产业发展专项资金项目及投资计划，获得支持补助资金1,000.00万元。同时，根据江苏省十二部委联合印发的《加快半导体照明产业发展实施意见的通知》，为贯彻落实国家《半导体照明产业“十三五”发展规划》，“十三五”期间江苏省将继续强化政府引导，完善政策机制，释放市场潜在需求，以应用促发展，推动半导体照明行业增品种、提品质、创品牌，大力培育发展龙头骨干企业，推进产业集聚发展，力争半导体照明产业年均增长25%左右，到2020年达到1,200.00亿元，形成3-5家掌握核心技术、拥有较多知识产权和知名品牌的重点龙头骨干企业，积极引导、鼓励优势企业通过兼并重组做大做强。政府提供的产业政策引导、财税补贴优惠等措施能为公司LED业务发展提供一定外部支持。此外，2018年淮安光电已通过高新技术企业认定，将在税收方面取得优惠。

但我们也注意到，根据LEDinside统计数据显示，2018年中国LED芯片市场规模同比

仅增长4%，相较于2017年的19%，增速下降明显。2017年下半年开始，随着芯片厂商的产能持续释放，产能增速高于需求增速，导致部分厂商库存居高不下，芯片价格持续下跌，预计2019年芯片行业整体形势依旧不容乐观，行业可能会进入结构性整合阶段。

综合来看，随着扩产产能的不断释放，公司LED芯片业务收入规模继续增长，同时公司正积极拓展LED芯片三期项目，从目前设计产能来看，公司LED业务规模已位列芯片细分行业前三，具备较强竞争优势。但2018年行业表现不及预期，前期产能的集中释放导致市场供过于求，产品价格大幅下跌，企业利润空间被迅速压缩，行业正处于走向成熟之前的震荡期，业内竞争不断加大，公司的LED三期项目产能能否及时消化存在一定不确定性。

**2018年公司锂电池业务收入进一步增长，但业务毛利率受前期正极材料价格上涨影响大幅下滑，同时锂电池生产线产能利用率不高，目前公司正在建设二期扩产项目，需关注后续产能消化情况**

公司锂电池业务主要由江苏天鹏电源有限公司（以下简称“江苏天鹏”）负责运营，2018年该业务实现销售收入9.91亿元，同比增长45.99%，业务毛利率为24.36%，较上年下滑11.31个百分点，毛利率大幅下滑主要系电芯价格（按每瓦时计算）持续下跌、单位容量耗材增加、上半年正极材料价格上涨等因素共同导致。公司锂电池业务主要产品为圆柱形三元动力锂电池，随着江苏天鹏新厂一期日产50万支三元圆柱锂电池项目顺利完成建设并开始投入运营，目前公司锂电池电芯产能已达到80万支/日。从生产情况来看，2018年公司分别生产和销售电芯14,277.46万支和12,798.11万支，较上年分别增长44.14%和40.78%，产能利用率和产销率分别为59.49%和89.64%，其中产能利用率较上年下滑9.3个百分点，主要系新厂一期项目系新上全自动生产线，2018年产能在逐步释放，生产工艺仍处于不断优化过程中，此外不同产品切换对产能利用有一定影响，导致该生产线产能释放不足。

**表10 公司锂电池产销情况（单位：万支）**

产品		2018年	2017年
锂电池电芯	产能（日产）	80.00	48.00
	生产量	14,277.46	9,905.45
	产能利用率	59.49%	68.79%
	销售量	12,798.11	9,090.60

资料来源：公司提供

产品销售方面，公司锂电池产品主要应用于电动汽车及电动工具领域，下游客户为新能源汽车制造厂商及动力工具制造厂商。2018年，江苏天鹏锂电池业务板块前五大客户合计销售金额为6.13亿元，占当期锂电池业务销售总额的比重为61.89%，较上年下降4.07个百分点，客户集中度较上年有所下降，但单一客户依存度较高。

**表11 公司锂电池业务前五大客户情况（单位：万元）**

客户	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
第1名	26,793.90	27.05%	11,426.79	16.84%
第2名	11,035.87	11.14%	11,425.49	16.84%
第3名	9,201.39	9.29%	8,463.14	12.47%
第4名	8,691.48	8.77%	7,863.88	11.59%
第5名	5,582.76	5.64%	5,579.65	8.22%
<b>合计</b>	<b>61,305.40</b>	<b>61.89%</b>	<b>44,758.96</b>	<b>65.96%</b>

资料来源：公司提供

原材料采购方面，公司采购的原材料主要包括三元材料、石墨、铜箔、电解液等，其中三元材料即锂电池正极材料，公司主要采用镍钴锰酸锂，2018年新增镍钴铝酸锂，石墨加工用作负极材料。从采购金额来看，镍钴锰酸锂、镍钴铝酸锂是主要的上游原材料，2018年采购金额分别为2.09亿元和1.66亿元，合计占锂电池业务原材料采购金额比重达43.78%，石墨、铜箔、电解液采购占比分别为6.55%、6.34%和3.44%。供应商集中度方面，2018年公司锂电池业务前五大原材料供应商采购金额合计4.88亿元，占采购总额的比重为57.06%，同比上升15.48个百分点。

**表12 公司锂电池业务主要原材料采购情况**

主要原材料分类		2018年	2017年
镍钴锰酸锂	采购数量（吨）	1,213.12	1,579.13
	金额（万元）	20,851.43	23,130.94
	平均单价（元/吨）	171,882.08	146,479.00
	占采购比重(%)	24.37%	46%
镍钴铝酸锂	采购数量（吨）	705.05	-
	金额（万元）	16,606.02	-
	平均单价（元/吨）	235,529.70	-
	占采购比重(%)	19.41%	-
石墨	采购数量（吨）	1,129.50	848.02
	金额（万元）	5,602.78	4,190.40
	平均单价（元/吨）	49,604.17	49,414.21
	占采购比重(%)	6.55%	8%
铜箔	采购数量（吨）	631.61	495.49
	金额（万元）	5,427.37	3,668.67
	平均单价（元/吨）	85,929.07	74,041.90
	占采购比重(%)	6.34%	7%
电解液	采购数量（吨）	766.99	623.35

金额(万元)	2,945.44	3,279.26
平均单价(元/吨)	38,402.60	52,606.78
占采购比重(%)	3.44%	6%

资料来源：公司提供

**表13 公司锂电池业务前五大原材料供应商情况(单位：万元)**

客户	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
第1名	21,833.67	25.52%	14,871.97	24.70%
第2名	16,596.34	19.40%	2,866.31	4.76%
第3名	3,935.84	4.60%	2,661.36	4.42%
第4名	3,629.73	4.24%	2,571.65	4.27%
第5名	2,821.49	3.30%	2,064.94	3.43%
<b>合计</b>	<b>48,817.06</b>	<b>57.06%</b>	<b>25,036.22</b>	<b>41.58%</b>

资料来源：公司提供

整体来看，随着江苏天鹏新厂一期产能的全面投产，2018年公司锂电池业务收入进一步增长，但业务毛利率受上半年正极材料价格上涨影响有所下跌。目前来看，正极材料价格有所企稳，负极材料经过一轮下跌后亦有所企稳，电解液价格基本稳定，隔膜价格持续走低，2019年锂电池生产成本压力或有所缓解。

此外，公司正积极推进二期三元动力锂电池项目建设，二期项目设计产能为50万支/日，计划总投资4亿元，截至2018年末已投资2.83亿元，预计2019年底完成设备安装并逐步投产。根据规划，二期项目客户将主要集中于两轮电动车，但目前公司相关客户正在开发中，未来存在一定产能消化风险。

同时需注意，虽然近年国内新能源汽车市场发展迅速，但增速有所回落，且新能源汽车行业补贴政策逐步退坡，锂电池行业受下游降成本压力将有所加大，或对公司锂电池业务毛利率产生一定不利影响。

**小额贷款业务作为非核心业务，2018年小贷公司注册资本进一步减少，收入规模同比下降，未来该业务规模或继续收缩**

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”）负责运营，业务范围涉及发放贷款、对外担保等，业务范围集中于江苏地区。该业务作为公司非核心业务，近年主要以防范和规避风险为主，2018年公司小额贷款业务收取收入0.41亿元，同比减少18.60%，净利润为0.15亿元，年末贷款余额为3.60亿元，净余额为3.53亿元。资产减值损失方面，2018年公司小额贷款业务贷款损失0.02亿元，较上年减少84.72%，综合坏账损失、未到期责任准备、担保赔偿准备等，2018年小额贷款业务资

产减值损失合计0.01亿元，较上年减少92.15%。

整体上看，小额贷款业务作为非核心业务，经营策略以防范和规避风险为主。2018年，昌盛小贷进行了减资，注册资本由2亿元减为1.5亿元，未来该业务规模或将进一步收缩。

**表14 公司小贷业务资产减值损失情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
坏账损失	3.85	3.28
贷款损失	171.69	1,123.30
未到期责任准备	-119.17	115.96
担保赔偿准备	51.32	129.26
<b>合计</b>	<b>107.70</b>	<b>1,371.80</b>

资料来源：公司提供

## 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2017-2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

本公司根据《财政部关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号）及其解读和企业会计准则的要求编制2018年度财务报表，此项会计政策变更采用追溯调整法。2017年度财务报表受重要影响的报表项目和金额如下：

**表15 会计政策变更追溯调整情况（单位：万元）**

原列报报表项目及金额		新列报报表项目及金额	
应收票据	79,828.28	应收票据及应收账款	182,820.47
应收账款	102,992.19		
应收利息	524.04	其他应收款	963.04
应收股利	-		
其他应收款	439.00		
应付票据	36,718.83	应付票据及应付账款	84,437.93
应付账款	47,719.10		
应付利息	540.51	其他应付款	8,458.64
应付股利	2,102.99		
其他应付款	5,815.14		
管理费用	18,256.44	管理费用	7,856.32

研发费用 10,400.12

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司合并范围未发生变化。

## 资产结构与质量

**公司资产规模继续增长，增长主要来源于固定资产、在建工程等非流动资产，整体资产流动性一般，同时需关注不良贷款风险**

2018年公司业务规模进一步扩大，同时LED三期项目、锂电池三期项目持续推进，公司资产规模继续增长，年末资产总额升至73.79亿元，同比增加13.20%，其中流动资产占比51.41%，非流动资产占比48.59%，资产结构上非流动资产占比进一步提升。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据及应收账款、存货和其他流动资产，2018年末账面价值为37.94亿元，同比增长11.26%。其中，货币资金2018年末账面余额为2.82亿元，其中库存现金及银行存款约1.86亿元，各类保证金约0.96亿元，使用受限资金约1.44亿元，占比51.06%。应收票据及应收账款主要是经营销售形成的下游货款，2018年末账面价值合计19.94亿元，同比增长9.04%，其中应收票据10.79亿元，包括5.73亿元银行承兑汇票和5.06亿元商业承兑汇票，银行承兑汇票已对外质押4.06亿元；应收账款期末账面价值9.15亿元，较上年减少11.20%，其中98%以上款项账龄在1年以内。总体来看，公司应收票据及应收账款规模仍较大，对营运资金形成一定占用。截至2018年末，公司存货账面价值合计9.43亿元，同比增长26.69%，主要系LED及锂电池扩产项目产能于2018年全部投产，生产规模较2017年有所上升，但同时需注意，目前国内LED芯片及锂电池电芯价格持续走低，存货规模过大存在一定贬值风险。其他流动资产规模同比变化不大，2018年末账面价值为4.83亿元，其中发放贷款及垫款3.53亿元，待抵扣增值税进项税额1.10亿元，预缴企业所得税、理财产品和应收代偿款0.18亿元，考虑到剩余贷款规模仍较大，存在一定坏账风险。

**表16 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	28,214.38	3.82%	24,455.49	3.75%
应收票据及应收账款	199,350.98	27.02%	182,820.47	28.05%
存货	94,251.22	12.77%	74,396.23	11.41%
其他流动资产	48,340.05	6.55%	50,293.44	7.72%
<b>流动资产合计</b>	<b>379,371.65</b>	<b>51.41%</b>	<b>340,962.42</b>	<b>52.31%</b>

固定资产	237,390.53	32.17%	202,896.10	31.13%
在建工程	36,720.38	4.98%	23,105.21	3.54%
无形资产	16,373.75	2.22%	15,625.27	2.40%
商誉	59,738.38	8.10%	59,738.38	9.16%
<b>非流动资产合计</b>	<b>358,517.53</b>	<b>48.59%</b>	<b>310,889.14</b>	<b>47.69%</b>
<b>资产总计</b>	<b>737,889.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>651,851.57</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司非流动资产账面价值合计35.85亿元，同比增长15.32%，主要系扩产项目持续投入所致。固定资产是非流动资产的主要构成，2018年末账面价值23.74亿元，同比增长17.00%，主要系LED三期项目逐步完工，由在建工程转入所致。公司在建工程主要LED项目剩余部分及锂电池扩产项目，2018年末账面价值合计3.67亿元，同比增长58.93%。无形资产主要系土地使用权，2018年末账面价值1.64亿元。商誉系投资江苏绿伟锂能有限公司所形成，2018年末账面价值5.97亿元，未发生减值情况。截至2018年末，公司受限资产规模5.61亿元，占总资产比重7.61%。

整体来看，公司2018年资产规模继续增长，其中非流动资产增长较快，同时应收款项占款风险进一步上升，公司资产整体流动性一般。

## 资产运营效率

**受应收款项及存货等增长影响，2018年公司净营业周期有所拉长，整体资产经营效率小幅下滑**

随着经营规模的持续扩大，2018年公司应收票据及应收账款规模同比继续增长，应收票据及应收账款周转天数进一步上升至161.67天，应收款项占款情况进一步加重。LED二期及锂电池扩产项目于2018年全面投产，此外LED三期项目于2018年底也逐步调试运营，年末公司存货规模同比有所增加，存货周转天数较上年上涨6.86天至87.86天。2018年公司原材料采购中同样增加了对票据的使用，年末应付票据及应付账款规模增长明显，其周转天数较上年延长8.87天至104.76天。综合上述因素影响，2018年公司净营业周期上升至144.77天，同比上升了27.62天。

虽然应收票据及应收账款、存货等流动资产同比有所增长，但产能的释放使得营业收入亦增长较快，综合影响下2018年流动资产周转天数较上年小幅下滑至304.71天。而LED三期项目逐步完工转固，使得2018年末固定资产账面价值较上年大幅增长，全年固定资产周转天数同比上升42.39天至186.25天，扩产产能尚未完全转化为有效产能，后续产能消化情况尚需观察。总体来看，2018年公司总资产周转天数同比上升8.76天至587.89天，整体

经营效率较上年小幅下滑。

**表17 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2018年	2017年
应收票据及应收账款周转天数	161.67	132.04
存货周转天数	87.86	81.00
应付票据及应付账款周转天数	104.76	95.89
净营业周期	144.77	117.15
流动资产周转天数	304.71	308.89
固定资产周转天数	186.25	143.86
总资产周转天数	587.89	579.13

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**公司营业收入进一步增长，但毛利水平下滑较大，叠加期间费用率上升较快，公司盈利能力有所下降**

随着前期扩产产能的释放，2018年公司LED业务及锂电池业务收入进一步增长，金属物流配送业务收入也小幅增加，全年实现营业总收入42.97亿元，同比增长18.06%。毛利率方面，2018年LED行业前期扩产产能集中释放，导致行业产能过剩，芯片价格持续走低，业务毛利率随之下滑；此外，锂电池业务受上半年正极材料价格上涨及公司原材料采购结构调整影响，业务毛利率亦大幅下滑。在上述业务毛利下滑影响下，2018年公司综合毛利率同比下滑5.55个百分点至19.48%。

期间费用方面，2018年期间费用总额为4.59亿元，同比增长63.32%，其中销售费用0.46亿元，同比基本持平，管理费用随经营规模扩大进一步增长20.88%至0.95亿元，而有息债务的不断增长使得财务费用同比增长78.31%，此外，LED芯片和锂电池作为技术密集型行业，2018年公司加大了研发投入力度，研发费用同比增长117.47%至2.26亿元。受上述因素影响，2018年公司期间费用率达到10.79%，同比上升2.95个百分点。

公司LED芯片业务属于近年来政府扶持产业，每年地方政府会给予公司较大规模财政补贴，2018年公司收到补贴款0.70亿元，同比增长129.16%，一定程度上增厚了公司利润。但2018年公司综合毛利水平下滑较大，同时期间费用增长较快，全年实现营业利润4.25亿元，同比下滑32.74%，营业利润率较上年下滑7.47个百分点至9.90%，实现净利润3.72亿元，同比减少30.21%，公司盈利能力有所下降。

**表18 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
营业总收入	429,657.79	363,933.83
期间费用	45,930.29	28,122.20
其他收益	6,975.03	3,043.77
营业利润	42,522.38	63,218.22
利润总额	42,535.07	66,308.52
净利润	37,198.20	53,303.05
综合毛利率	19.48%	25.03%
期间费用率	10.79%	7.84%
营业利润率	9.90%	17.37%
总资产回报率	7.33%	12.42%
净资产收益率	9.75%	16.85%
营业总收入增长率	18.06%	82.93%
净利润增长率	-30.21%	100.29%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司经营活动现金流有所改善，但扩产导致投资活动持续现金净流出，公司对外部融资仍有一定依赖**

受主营业务盈利能力下滑影响，2018年公司净利润同比下滑较多，同时公司产能不断扩张，固定资产规模持续增长，固定资产折旧随之大幅增长，使得2018年公司非付现费用同比增长72.82%至2.23亿元，此外财务费用的大幅增长使得非经营损益增长较多。总体来看，2018年公司FFO同比下滑5.01%至6.74亿元，利润现金转化能力尚可。2018年公司收现比较上年有所回升，全年经营性应收增长规模有所回落，存货增加规模同比变化不大，应付项目增长规模有小幅回落，全年营运资本进一步增长，但规模有所收缩。综合来看，2018年公司经营活动现金净流入3.04亿元，同比有所改善。

公司投资活动主要集中于理财及购建固定资产方面，其中理财主要系公司将暂时不用的闲置资金购买银行短期理财产品，购建固定资产主要系LED及锂电池扩产工程。由于近年公司一直处于扩产阶段，因此投资活动现金流持续净流出，2018年净流出5.22亿元。

2018年公司取得借款收到的现金合计14.81亿元，同期公司到期债务规模较大，偿还债务支付的现金达12.96亿元，全年筹资活动现金净流入1.88亿元。

整体来看，2018年公司经营现金流有所改善，但目前公司仍处于扩产期，投资活动现金流缺口依然存在，考虑到公司短期借款规模较大，对筹资活动仍有一定依赖性。

**表19 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
收现比	0.79	0.56
净利润	37,198.20	53,303.05
非付现费用	22,284.61	12,894.62
非经营损益	7,913.96	4,752.81
FFO	67,396.77	70,950.48
营运资本变化	-37,970.80	-63,473.84
其中：存货减少（减：增加）	-23,787.38	-26,090.10
经营性应收项目的减少（减：增加）	-52,812.80	-83,154.94
经营性应付项目增加（减：减少）	38,629.38	45,771.20
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>30,384.66</b>	<b>8,644.00</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-52,237.88</b>	<b>-73,264.05</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>18,757.06</b>	<b>61,090.09</b>
现金及现金等价物净增加额	-2,872.40	-3,561.29

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

2018年公司负债规模继续上升，且增长主要集中于短期有息债务，公司短期偿债压力有所上升

受益于公司少数股东权益的增加及未分配利润的不断累积，2018年公司净资产达到39.99亿元，同比增长10.16%。同时，公司有息债务及应付款项等规模亦有所增长，2018年公司负债总额升至33.79亿元，同比增长17.01%。公司产权比率升至84.50%，同比上升4.95个百分点，所有者权益对负债的保障程度有小幅下降。

**表20 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018年	2017年
负债合计	337,940.95	288,804.36
所有者权益合计	399,948.23	363,047.21
产权比率	84.50%	79.55%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

负债结构方面，流动负债系主要构成，2018年末账面余额为26.42亿元，同比增长29.78%，占负债总额的比重为78.17%，同比上升7.69个百分点。

公司流动负债主要包括短期借款、应付票据及应付账款、一年内到期的非流动负债等。截至2018年末，公司短期借款账面余额为10.83亿元，较上年末增加29.40%，以保证借款为主。应付票据及应付账款2018年末账面余额为11.66亿元，同比增长38.14%，其中应付

票据6.64亿元，同比增长80.79%，应付账款5.03亿元，同比增长5.33%。一年内到期的非流动负债全部系即将到期的长期借款，到期规模为1.40亿元。

非流动负债主要包括长期借款、应付债券、递延收益等，2018年末账面余额为7.38亿元，较年初减少13.46%。长期借款全部为保证借款，年末余额为0.78亿元。应付债券即本期债券，年末账面余额4.80亿元。递延收益主要系LED项目收到的政府补助，公司按照相应设备使用年限分10年平均计入当期损益，每年约0.30亿元，2018年末剩余1.73亿元。

**表21 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	108,295.81	32.05%	83,689.76	28.98%
应付票据及应付账款	116,645.43	34.52%	84,437.93	29.23%
一年内到期的非流动负债	14,000.00	4.14%	12,000.00	4.16%
<b>流动负债合计</b>	<b>264,155.57</b>	<b>78.17%</b>	<b>203,540.57</b>	<b>70.48%</b>
长期借款	7,827.28	2.32%	14,677.95	5.08%
应付债券	48,038.85	14.22%	46,851.81	16.22%
递延所得税负债	17,304.61	5.12%	20,342.38	7.04%
<b>非流动负债合计</b>	<b>73,785.38</b>	<b>21.83%</b>	<b>85,263.79</b>	<b>29.52%</b>
<b>负债合计</b>	<b>337,940.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>288,804.36</b>	<b>100.00%</b>
有息债务	244,546.84	72.36%	193,938.35	67.15%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息债务规模为24.45亿元，同比增长26.10%，占负债总额的比重上升至72.36%，占比较上年提高5.21个百分点。从有息债务结构来看，2019年即将到期债务规模进一步升至18.87亿元，占有息债务比重较上年上升10.01个百分点至77.16%，公司短期债务压力有所上升。

负债水平方面，2018年末公司资产负债率为45.80%，同比上升1.49个百分点，且负债增长主要集中于应付票据、短期借款等流动负债，年末流动比率、速动比率分别下降至1.44和1.08，短期偿债压力有所上升。综合偿债能力方面，由于2018年公司盈利能力有所下降，息税折旧摊销前利润同比下滑12.66%至7.23亿元，利息保障倍数由上年15.30倍下降至8.63倍，盈利对利息的保障能力有所下滑，但总体水平依然较高。此外，有息债务及债务总额较EBITDA比值均有不同程度增长，反映公司总体债务压力同比上升。

**表22 公司偿债能力指标**

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	45.80%	44.31%
流动比率	1.44	1.68

速动比率	1.08	1.31
EBITDA（万元）	72,321.46	82,807.69
EBITDA 利息保障倍数	8.63	15.30
有息债务/EBITDA	3.38	2.34
债务总额/EBITDA	4.67	3.49
经营性净现金流/流动负债	0.12	0.04
经营性净现金流/负债总额	0.09	0.03

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

本期债券由澳洋集团有限公司（以下简称“澳洋集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，并以质押其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”）3,950万流通股股份的方式，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

澳洋集团于1998年7月成立，初始注册资本12,000万元；后经过多次增资，截至2018年末，澳洋集团注册资本为80,000万元，沈学如持有澳洋集团41.09%的股份，为第一大股东和实际控制人。澳洋集团系一家跨地区、多元化的民营集团企业，目前澳洋集团旗下共拥有3家上市公司，澳洋科技、澳洋顺昌分别于2007年、2008年在深交所中小板挂牌上市，江苏如意通动漫产业股份有限公司（股票代码：837083）于2016年在新三板挂牌上市。

#### 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（以下简称“新瑞安投资”）、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，公司法定代表人为自然人林微。后股权经过多次变更，截至2018年末，螺蛳湾投资注册资本为50,000万元，分别由云南百瑞实业发展有限公司持股40%、云南新瑞安持股20%、林微持股20%、澳洋集团有限公司持股20%。

#### 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。后经过多次转股、增资，截至2018年末，澳洋园林注册资本为10,000万元，由澳洋集团持股65%，实际控制人为沈学如。2018年3月30日，澳洋园林更名为江苏澳洋生态园林股份有限公司。

2016年4月，经澳洋顺昌申请，中证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7.76亿元，是一家已上市民营企业，以健康产业领域投资开发、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，2018年9月5日，澳洋科技更名为江苏澳洋健康产业股份有限公司。

澳洋集团以质押其所持有的澳洋科技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。根据公司2018年10月18日公告，澳洋科技股票价格下跌导致澳洋集团触及补充质押义务，根据本期债券募集说明书及相关约定，澳洋集团追加1,450万股澳洋科技股份为本期债券提供补充质押担保。Wind数据显示，澳洋科技2019年3月18日的收盘价为4.68元，3,950万股流通股股份市价为18,486万元，为本期债券本金15%部分的2.42倍。

经中证鹏元评定，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保障作用，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2018年12月31日，公司对外担保金额为6,036.34万元，较上年有所回落，占年末公司净资产的比重为1.51%，占比较上年下降1.61个百分点，考虑到被担保方主要系小微企业，存在一定的或有负债风险。

**表23 截至2018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
张家港昌盛农村小额贷款有限公司相应客户	6,036.34
<b>合计</b>	<b>6,036.34</b>

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

## 2、重大诉讼、仲裁事项

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签订《年度购销合同》，合同价款2,640.00万元。后因双方就合同事项产生纠纷，并进入诉讼程序。经多轮诉讼后，目前本案已移送上海市第二中级人民法院审理；同时，向张家港市人民法院申请实施财产保全，冻结济南铁路经营集团有限公司3,000.00万元银行存款。截至2018年12月31日，该案件仍在诉讼中。由于此案件尚未了结，本公司出于谨慎性原则将相关合同金额列报为其他应收款并于以前年度全额计提坏账准备。

## 八、评级结论

随着产能的不断扩张，公司经营规模不断扩大，金属物流配送、LED芯片、锂电池等业务收入规模较上年均有不同程度增长，同时经营收现比有所回升，现金回款有所改善，此外，重要子公司通过高新技术企业认定，将享有一定税收优惠。

同时我们也关注到，目前LED芯片行业供过于求，芯片价格不断下跌，公司LED业务毛利率下滑明显；锂电池业务毛利率受上游正极材料上涨及下游财政补贴退坡等因素影响亦大幅下滑，此外锂电池产能利用率不佳，目前公司正在进行二期扩产，需关注产能消化情况；主营业务毛利率的大幅下滑，叠加期间费用的大幅增长，整体盈利能力有所下降；有息债务规模进一步上升，且主要集中于短期有息负债，即期偿债压力有所加大；对外担保规模较大，考虑到被担保单位以小微企业为主，存在一定或有负债风险。

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

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
货币资金	28,214.38	24,455.49	81,734.86
应收票据及应收账款	199,350.98	182,820.47	80,417.73
预付款项	7,907.55	8,033.75	9,226.17
其他应收款	1,307.48	963.04	2,617.08
存货	94,251.22	74,396.23	48,306.13
其他流动资产	48,340.05	50,293.44	52,527.61
<b>流动资产合计</b>	<b>379,371.65</b>	<b>340,962.42</b>	<b>274,829.57</b>
长期股权投资	615.39	779.14	757.71
投资性房地产	5,505.02	4,691.10	2,588.46
固定资产净额	237,390.53	202,896.10	83,900.41
在建工程	36,720.38	23,105.21	61,834.12
无形资产	16,373.75	15,625.27	15,263.51
商誉	59,738.38	59,738.38	59,738.38
长期待摊费用	169.84	248.51	180.94
递延所得税资产	2,004.23	2,567.53	3,588.90
其他非流动资产	-	1,237.92	-
<b>非流动资产合计</b>	<b>358,517.53</b>	<b>310,889.14</b>	<b>227,852.43</b>
<b>资产总计</b>	<b>737,889.18</b>	<b>651,851.57</b>	<b>502,682.01</b>
短期借款	108,295.81	83,689.76	62,730.09
应付票据及应付账款	116,645.43	84,437.93	60,828.06
预收款项	1,945.25	3,588.94	2,436.05
应付职工薪酬	3,202.57	3,037.26	1,995.35
应交税费	2,032.73	8,137.66	4,610.37
其他应付款	18,033.79	8,458.64	6,974.05
一年内到期的非流动负债	14,000.00	12,000.00	6,000.00
其他流动负债	-	190.38	35.57
<b>流动负债合计</b>	<b>264,155.57</b>	<b>203,540.57</b>	<b>145,609.53</b>
长期借款	7,827.28	14,677.95	18,000.00
应付债券	48,038.85	46,851.81	45,585.28
预计负债	614.64	682.49	437.27
递延所得税负债	17,304.61	20,342.38	23,386.15
其他非流动负债	-	2,709.16	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>73,785.38</b>	<b>85,263.79</b>	<b>87,408.70</b>
<b>负债合计</b>	<b>337,940.95</b>	<b>288,804.36</b>	<b>233,018.23</b>

实收资本（股本）	98,131.18	98,709.90	97,522.70
其他权益工具	4,948.73	4,948.75	4,951.49
资本公积	37,128.86	34,146.21	9,805.19
减：库存股	-	2,899.54	35.57
其他综合收益	-1.47	-1.47	13.47
盈余公积	11,199.86	10,208.58	8,452.11
一般风险准备	114.75	96.02	163.16
未分配利润	118,126.20	100,489.24	69,197.46
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>269,648.12</b>	<b>245,697.69</b>	<b>190,070.01</b>
少数股东权益	130,300.11	117,349.51	79,593.77
<b>所有者权益合计</b>	<b>399,948.23</b>	<b>363,047.21</b>	<b>269,663.78</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>737,889.18</b>	<b>651,851.57</b>	<b>502,682.01</b>

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
一、营业总收入	429,657.79	363,933.83	198,948.97
其中：营业收入	425,513.06	358,842.13	192,598.94
利息收入	4,122.72	4,831.35	6,321.60
手续费及佣金收入	22.02	260.35	28.44
二、营业总成本	394,048.41	303,957.72	171,272.79
其中：营业成本	345,492.57	272,675.01	151,508.49
利息支出	390.71	171.25	495.35
手续费及佣金支出	74.71	2.94	9.56
税金及附加	1,277.69	1,177.20	728.88
销售费用	4,557.26	4,672.91	3,521.73
管理费用	9,496.42	7,856.32	9,964.38
研发费用	22,617.44	10,400.12	-
财务费用	9,259.17	5,192.85	917.58
资产减值损失	882.45	1,809.11	4,126.82
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-69.28	212.99	-50.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-163.75	21.43	-50.00
资产处置收益（损失以“-”号填列）	7.25	-14.66	-120.20
其他收益	6,975.03	3,043.77	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	42,522.38	63,218.22	27,505.99
加：营业外收入	205.32	3,276.55	5,018.72
减：营业外支出	192.64	186.25	43.21
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	42,535.07	66,308.52	32,481.49
减：所得税费用	5,336.86	13,005.47	5,868.84
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	37,198.20	53,303.05	26,612.65
归属于母公司所有者的净利润	22,557.76	35,441.81	20,562.14
少数股东损益	14,640.45	17,861.24	6,050.51

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	337,985.71	202,534.88	158,272.01
收取利息、手续费及佣金的现金	4,403.53	5,188.85	6,649.89
收到的税费返还	1,992.23	1,738.11	999.32
收到其他与经营活动有关的现金	9,205.77	30,102.49	21,792.11
经营活动现金流入小计	353,587.24	239,564.33	187,713.33
购买商品、接受劳务支付的现金	256,773.19	192,949.81	132,912.02
客户贷款及垫款净增加额	4,840.64	-14,318.05	-7,205.63
支付利息、手续费及佣金的现金	369.31	174.19	504.91
支付给职工以及为职工支付的现金	26,554.53	19,818.52	11,561.91
支付的各项税费	18,290.51	15,010.91	8,945.10
支付其他与经营活动有关的现金	16,374.39	17,284.95	26,145.15
经营活动现金流出小计	323,202.58	230,920.34	172,863.47
经营活动产生的现金流量净额	30,384.66	8,644.00	14,849.86
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	11,400.00	42,000.00	3,430.00
取得投资收益收到的现金	94.47	1,399.78	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	16.13	240.76	123.55
收到其他与投资活动有关的现金	-	4.70	1,000.00
投资活动现金流入小计	11,510.60	43,645.24	4,553.55
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	58,758.49	105,509.29	65,363.92
投资支付的现金	4,990.00	11,400.00	42,000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	55,754.35
投资活动现金流出小计	63,748.49	116,909.29	163,118.27
投资活动产生的现金流量净额	-52,237.88	-73,264.05	-158,564.72
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	9,300.00	52,515.56	25,589.43
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	9,300.00	46,700.00	25,112.28
取得借款收到的现金	148,076.82	99,581.60	92,219.47
发行债券收到的现金	-	-	49,494.90
收到其他与筹资活动有关的现金	9,427.40	-	2,500.00
筹资活动现金流入小计	166,804.21	152,097.16	169,803.80
偿还债务支付的现金	129,561.15	75,943.98	13,845.56

分配股利、利润或偿付利息支付的现金	12,728.22	7,704.85	7,294.50
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	2,858.62	1,272.19	2,844.29
支付其他与筹资活动有关的现金	5,757.78	7,358.24	125.00
筹资活动现金流出小计	148,047.15	91,007.07	21,265.06
筹资活动产生的现金流量净额	18,757.06	61,090.09	148,538.74
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	223.77	-31.32	873.62
五、现金及现金等价物净增加额	-2,872.40	-3,561.29	5,697.51
加：期初现金及现金等价物余额	16,722.22	20,283.51	14,586.00
六、期末现金及现金等价物余额	13,849.82	16,722.22	20,283.51

资料来源：公司 2016-2018 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	2018年	2017年	2016年
净利润	37,198.20	53,303.05	26,612.65
加：资产减值准备	882.45	1,809.11	4,126.82
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	20,939.52	10,677.81	8,308.43
无形资产摊销	383.98	345.48	269.75
长期待摊费用摊销	78.66	62.22	47.03
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-7.25	14.66	120.20
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	84.17	-	-
财务费用	8,267.05	5,430.00	2,240.23
投资损失	69.28	-212.99	50.00
递延所得税资产减少	-499.28	-478.85	-2,602.82
存货的减少	-23,787.38	-26,090.10	-25,774.83
经营性应收项目的减少	-52,812.80	-83,154.94	-40,062.30
经营性应付项目的增加	38,629.38	45,771.20	41,440.06
其他	958.69	1,167.35	74.62
经营活动产生的现金流量净额	30,384.66	8,644.00	14,849.86
债务转为资本	0.30	23.41	14.97
现金的期末余额	13,849.82	16,722.22	20,283.51
减：现金的期初余额	16,722.22	20,283.51	14,586.00
现金及现金等价物净增加额	-2,872.40	-3,561.29	5,697.51

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2018年	2017年	2016年
有息债务（万元）	244,546.84	193,938.35	160,283.22
资产负债率	45.80%	44.31%	46.35%
流动比率	1.44	1.68	1.89
速动比率	1.08	1.31	1.56
净营业周期（天）	144.77	117.15	120.22
总资产周转天数（天）	587.89	579.13	702.30
综合毛利率	19.48%	25.03%	23.59%
总资产回报率	7.33%	12.42%	9.47%
FFO（万元）	67,396.77	70,950.48	39,172.30
营运资本变化（万元）	-37,970.80	-63,473.84	-24,397.06
EBITDA（万元）	72,321.46	82,807.69	44,205.78
EBITDA 利息保障倍数	8.63	15.30	14.26

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录五 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

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	1,730.00（万美元）	75.00%	铝材的套裁、配送
江苏鼎顺创业投资有限公司	3,000.00	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	15,000.00	42.84%	提供小额贷款、担保
上海澳洋顺昌金属材料有限公司	8,000.00	100.00%	金属材料的加工、仓储、销售
江苏澳洋顺昌光电技术有限公司	25,000.00	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	500.00	100.00%	进出口贸易
广东澳洋顺昌金属材料有限公司	500.00（万美元）	75.00%	钢铁薄板的套裁、配送
淮安澳洋顺昌光电技术有限公司	133,773.00	70.93%	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	6,000.00	75.00%	铝材的套裁、配送
扬州澳洋顺昌金属材料有限公司	15,000.00	100.00%	物流配送
香港澳洋顺昌有限公司	1.00（万港元）	75.00%	贸易
江苏绿伟锂能有限公司	3,400.00（万美元）	47.06%	动力锂电池及模组的研发、生产加工，销售自产产品
江苏天鹏电源有限公司	30,000.00	47.06%	研发、生产、销售锂离子电池、汽车动力锂电池
江苏澳洋顺昌集成电路股份有限公司	54,000.00	100.00%	集成电路和半导体芯片制造、针测、封装、测试等
香港芯能科技有限公司	1.00（万港元）	75.00%	贸易

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

## 附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收票据及应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收票据余额} + \text{期初应收账款余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付票据+应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付票据余额} + \text{期初应付账款余额} + \text{期末应付票据余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

## 附录七 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。