

信用等级公告

联合[2019]365号

上海翔港包装科技股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对上海翔港包装科技股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

上海翔港包装科技股份有限公司主体长期信用等级为 A+，评级展望为“稳定”

上海翔港包装科技股份有限公司拟公开发行的可转换公司债券信用等级为 A+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年三月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

上海翔港包装科技股份有限公司 可转换公司债券信用评级报告

本次可转换公司债券信用等级：A+
公司主体信用等级：A+
评级展望：稳定
本次债券规模：不超过人民币2亿元（含）
本次债券期限：6年
转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
担保方：董建军先生
担保方式：将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保（质押担保比例不低于本次债券本息总额的150%），董建军先生为本次发行可转债提供连带责任保证担保
评级时间：2019年3月14日

主要财务数据：

项目	2015年	2016年	2017年	18年9月
资产总额（万元）	35,603.33	44,982.27	67,221.15	70,270.46
所有者权益（万元）	21,292.26	25,819.40	50,642.79	52,674.86
长期债务（万元）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务（万元）	5,370.23	3,476.30	5,694.99	5,469.66
营业收入（万元）	27,444.74	28,490.52	33,929.95	27,139.01
净利润（万元）	4,268.89	4,527.14	4,583.20	3,810.07
EBITDA（万元）	7,950.47	7,844.84	7,818.57	--
经营性净现金流（万元）	6,457.46	9,563.21	6,150.42	5,400.77
营业利润率（%）	31.44	28.99	25.59	22.37
净资产收益率（%）	20.71	19.22	11.99	7.38
资产负债率（%）	40.20	42.60	24.66	25.04
全部债务资本化比率（%）	20.14	11.87	10.11	9.41
流动比率（倍）	1.22	1.29	2.73	2.51
EBITDA全部债务比（倍）	1.48	2.26	1.37	--
EBITDA利息倍数（倍）	28.04	126.50	66.30	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.40	0.39	0.39	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径，部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、除特别说明外，均指人民币；3、2018年1-9月财报未经审计。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对上海翔港包装科技股份有限公司（以下简称“公司”或“翔港科技”）的评级反映了公司作为印刷包装上市公司之一，在商业模式、技术设备先进性、客户质量及稳定性等方面具有竞争优势。近年来，公司收入和资产规模逐年增长，债务负担很轻。2017年公司完成A股首次公开发行股票，其资本实力和整体抗风险能力得到增强。同时，联合评级也关注到公司所处印刷包装行业竞争激烈且行业集中度较低、公司主营业务毛利率下降、对主要客户依赖程度较高、拟建项目与主营业务关联度较低以及大额应收账款对运营资金存在占用等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司拟建项目建成，若能成功进入化妆品制造行业，公司经营规模将进一步扩大，整体竞争实力有望增强。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行6年期、不超过2亿元（含）的可转换公司债券，从本次可转换债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中来看，本次可转换公司债券转股的可能性较大。

本次债券采用股份质押和保证的担保方式。公司控股股东、实际控制人董建军先生将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保（质押担保比例不低于本次债券本息总额的150%）；同时董建军先生为本次债券提供连带责任保证担保，体现了公司实际控制人对公司未来发展的信心。

综上，基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险较低。

优势

1. 公司作为一体化包装解决方案供应商，能够为客户提供包装设计、结构设计、工艺研发等技术支持，介入下游产业链，增强客户黏性、提高产品附加值；公司研发技术和设备的先进性较高，有利于保障公司的可持续发展。

2. 公司与下游主要客户建立了长期、稳定的合作关系，且主要客户市场知名度高，产品需求量稳定，有利于保障公司经营稳定性。

3. 近年来，公司收入和资产规模逐年增长，债务负担很轻；2017年，公司完成A股首次公开发行股票，其资本实力和整体抗风险能力得到增强。

关注

1. 公司所处印刷包装行业产品同质化程度高、竞争激烈，行业集中度较低。

2. 公司客户以国内外知名的日化、食品企业为主，对主要客户依赖度较高，未来若大客户采购政策发生变化，公司可能面临业绩下滑风险。

3. 受原材料纸张价格及人工成本上升、公司市场策略等因素的影响，公司主营业务毛利率逐年下降；期间费用对利润侵蚀明显。

4. 公司拟建工程与目前主业关联度较低，在经营和管理上存在一定难度；且化妆品市场对产品质量要求较高，未来若公司不能有效控制产品生产质量，将造成市场开拓不畅、经济效益不达预期的风险。

分析师

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

http://www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

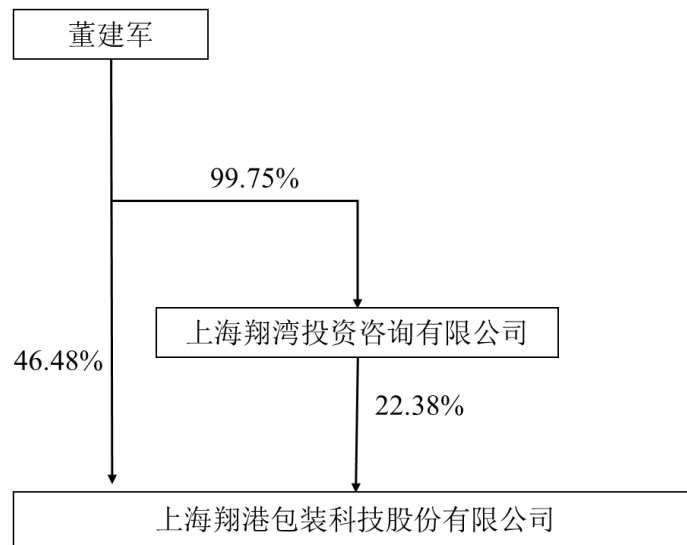
本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师： 罗崧

一、主体概况

上海翔港包装科技股份有限公司（以下简称“公司”或“翔港科技”）前身系 2006 年成立的上海翔港印务有限公司（以下简称“翔港有限”），成立时注册资本 300.00 万元，出资人祝佩英和董旺生分别持有其 90.00% 和 10.00% 的股权，均为货币出资；2010 年，董建军先后对翔港有限增资 1,700 万元和 1,000 万元，翔港有限注册资本增至 3,000 万元；后经历多次增资和股权转让，截至 2015 年 6 月底，翔港有限注册资本 4,300 万元；2015 年 9 月，翔港有限整体变更为股份有限公司，名称变更为现名，注册资本 7,500 万元。2017 年 10 月，公司在上海证券交易所上市（股票简称：翔港科技，股票代码：603499.SH）。后经历次增资及股权变更，截至 2018 年 9 月底，公司注册资本 10,132.04 万元，第一大股东和实际控制人为董建军，持股比例合计为 68.80%。公司股权结构如下图所示：

图 1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2019 年 1 月底，公司实际控制人已质押 1,175.00 万股，占其所持公司股份的 24.95%。

公司的经营范围包括：包装科技、印务技术领域的技术服务、技术咨询、技术开发、技术转让，包装印刷、其他印刷（凭许可证经营），纸质包装、PET 包装、标签、塑料制品的生产、销售，设计、制作各类广告，信息技术服务，软件的开发、销售，电脑设备及配件、传感器、五金机械电子设备及配件、打印耗材、包装材料、工艺礼品、文化用品、音响器材、木制品、建筑装潢材料的销售，自有房屋租赁，物业管理，从事货物及技术的进出口业务，道路货物运输。

截至 2018 年 9 月底，公司设有证券事务部、投资规划部、技术研发中心、营销中心、财务中心、资材中心、生产中心等部门（见附件 1）；合并范围子公司 2 家；截至 2018 年 9 月底，公司拥有在职员工 648 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 67,221.15 万元，负债总额 16,578.36 万元，所有者权益 50,642.79 万元，全部为归属于母公司所有者权益。2017 年，公司实现营业总收入 33,929.95 万元，净利润 4,583.20 万元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 6,150.42 万元，现金及现金等价物净增加额 976.44 万元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 70,270.46 万元，负债总额 17,595.60 万元，所有者权益 52,674.86 万元，全部为归属于母公司所有者权益。2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 27,139.01

万元，净利润 3,810.07 万元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 5,400.77 万元，现金及现金等价物净增加额 2,883.31 万元。

公司注册地址：上海市浦东新区泥城镇翠波路 299 号；法定代表人：董建军。

二、本次可转换公司债券概况及债券募集资金用途

1. 本次债券概况

本次可转换债券名称为“上海翔港包装科技股份有限公司公开发行可转换公司债券”（以下简称“本次可转债”）。本次可转债及未来转换的股票将在上交所上市。本次可转债发行规模不超过人民币 2.00 亿元（含），按面值发行，每张面值为人民币 100 元，期限为自发行之日起 6 年。本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。本次可转债的票面利率的确定方式及每一年度的最终利率水平由公司股东大会授权董事会根据国家政策、市场状况和公司具体情况与主承销商协商确定。

本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。年利息指可转债持有人按持有的可转债票面总金额自可转债发行首日起每满一年可享受的当期利息。年利息的计算公式为：

$$I=B \times i$$

I：指年利息额；

B：指本次发行的可转换公司债券持有人在计息年度（以下简称“当年”或“每年”）付息债权登记日持有的可转换公司债券票面总金额；

i：可转换公司债券的当年票面利率。

本次债券由公司控股股东、实际控制人董建军先生提供连带责任保证担保。同时，股东大会授权董事会在董建军先生为本次发行可转债提供连带责任保证担保的基础上，择机增加适当增信方式用以保障本次可转债的本息按照约定如期足额兑付。

（1）转股条件

本次发行的可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

修正价格：在本次发行的可转债存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。

（2）赎回条款

到期赎回

在本次发行的可转债期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定。

有条件赎回

在转股期内，如果公司股票在任何连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价格不低于当期

转股价格的 120%（含 120%），或当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

当期应计利息的计算公式为： $I_A = B \times i \times t / 365$

I_A ：指当期应计利息；

B ：指本次发行的可转换公司债券持有人持有的可转换公司债券票面总金额；

i ：指可转换公司债券当年票面利率；

t ：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（3）回售条款

有条件回售条款

本次发行的可转债的最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

附加回售条款

若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在回售条件满足后，可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，该次回售申报期内不实施回售的，不能再行使回售权。

2. 本次债券募集资金用途

本次公开发行可转债募集资金总额不超过 2.00 亿元（含），扣除发行费用后将全部用于以下项目：

表 1 本次债券募集资金使用用途（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	化妆品生产建设项目	16,108.74	16,000.00
2	化妆品研发检测中心项目	4,201.35	4,000.00
合计		20,310.09	20,000.00

资料来源：公司提供

公司将通过本次募投项目积极向产业链下游延伸，在原有为客户提供日化包装的基础上，进一步深化与合作，成为能够为客户提供化妆品 OEM/ODM 服务及包装产品的集成一站式供应商，实现原有包装业务及化妆品 OEM/ODM 业务的共同发展。

化妆品生产建设项目，计划通过引入先进的设备并应用主流的化妆品生产工艺生产洗发水、沐浴露、面膜、膏霜乳液、口红、唇彩、粉饼、气垫、腮红、眼影等洗护及彩妆产品，为化妆品品牌企业提供 OEM 或 ODM 服务，年产能合计约为 6,000 万只，该项目计划投资总额为 16,108.74 万元，预计 36 个月完成，项目内部收益率 14.78%（所得税后）。

化妆品研发检测中心项目，该项目将配备先进的自动化、智能化研发设备和专业的研发团队，在个人护理产品、护肤产品、彩妆产品、植物提取物以及未来化妆品发展趋势等方面进行建设规划，

组建成具备新配方、新产品、新工艺创新和研发能力的研发中心，提升公司自身的核心竞争力。该项目预计投资总额 4,201.35 万元，预计 48 个月完成，该项目不直接产生经济效益。

总体看，公司募投项目为化妆品生产、研发与检测，未来，随着项目的建成投产，公司在提供产品研发、生产等服务外，还可提供包装设计、包装材料采购、营销策划等一站式服务的，将具有更强市场竞争力；但该项目与公司目前主业关联度较低，在经营和管理上存在一定难度；未来，若公司不能有效开拓新市场，将存在一定产品销售风险，及经济效益不达预期的风险。

三、行业分析

公司主营业务收入为包装印刷业务。

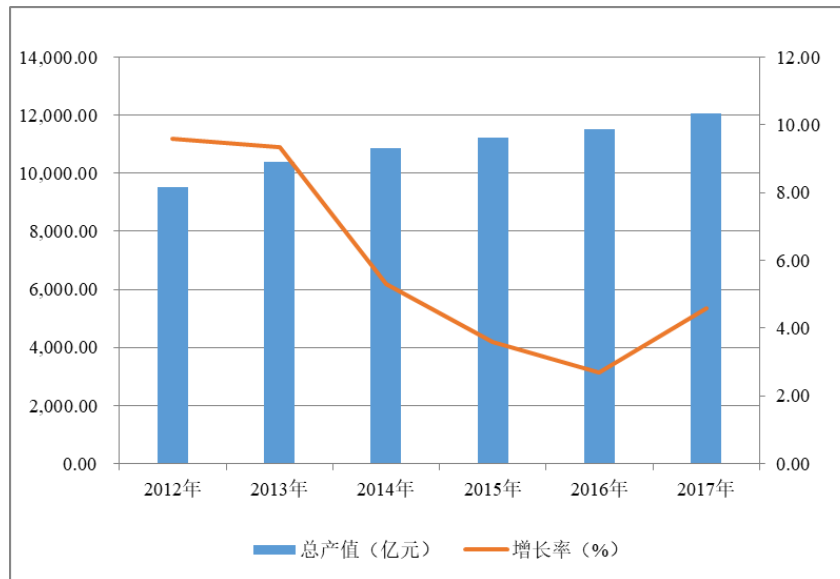
1. 行业状况

包装印刷是指以满足包装要求为目的，在包装材料、包装容器上印刷装饰性花纹，图案或者文字，以此来使产品更有吸引力或更具说明性的相关活动总称。由于包装装潢对颜色和图案的多样性要求，包装印刷采用了凸印、胶印、凹印、柔印、丝印等印刷工艺技术及模切、覆膜、烫金等印后加工技术，包装印刷是印刷技术领域的一个重要分支。

中国是世界重要的包装产品生产国、消费国以及出口国，自 2009 年开始，中国包装工业总产值超过日本，成为仅次于美国的全球第二大包装工业大国。历经 20 余年的发展，中国包装产业目前已建立起以纸、塑料、玻璃、金属、包装印刷、包装机械为主的现代包装工业体系，基本能够满足国内消费和商品出口的需求，为保护商品、方便物流、促进销售、服务消费发挥了重要作用。根据 2018 年印刷企业年度报告统计，2017 年我国印刷业态势稳中趋升，印刷总产值为 12,057.7 亿元，同比增长 4.6%，发展速度触底反弹、控量提质趋势明显、新动能不断壮大，新窗口期效应正在显现。根据《印刷业“十三五”时期发展规划》，“十二五”期间，我国印刷业总产值由 8,677.1 亿元增长到 11,246.2 亿元，年平均增长率为 7.9%，整体规模居全球第二位，全国印刷企业总量为 10.3 万家，从业人员 317.6 万人；同时，其提出了未来发展目标：到“十三五”期末，印刷业总产值超过 1.4 万亿元，位居世界前列，数字印刷、包装印刷和新型印刷等领域保持较快发展，印刷对外加工贸易额稳步增长。

根据《印刷经理人》杂志公布的 2018 年中国印刷包装企业 100 强榜单显示，100 强企业中从事包装印刷的企业有 64 家，从事混合印刷业务的企业有 15 家，从事出版物印刷的企业有 11 家，从事其他印刷的企业有 10 家。可看出，包装印刷业是我国印刷业的发展重点。

图 2 2012 年以来我国印刷业总产值及增长情况 (单位: 万元、%)



资料来源: Wind

全球制造业生产基地向亚洲的转移带动我国纸质印刷包装的快速发展,我国是纸质印刷包装产品的生产和消费大国,目前已基本形成了长三角、珠三角及环渤海三大经济圈三足鼎立的竞争格局。从产值分布上看,上述三大地区包装工业产值之和占到全国包装工业总产值的 80% 以上。但是国内纸质印刷行业总体生产结构和技术水平相对落后,主要以小型私营企业为主,同时企业普遍规模小、技术水平低、缺乏自主创新能力,导致市场行业集中度低,重复建设严重,产品附加值较低。

我国包装印刷产业的企业长期以单种产品的“生产—运输”的传统业务模式为主,综合服务能力较弱。随着消费者需求的不断提高,包装企业下游客户之间的市场竞争也日趋激烈,其产品上市周期也在不断缩短,对包装的要求也越来越高。下游客户为赢得市场,专注于核心业务发展,包装业务等非核心环节外包给包装供应商,由包装企业根据不同的产品尺寸、性能等提供包装方案设计、包装作业指导、物流仓储配送等一体化解决方案。对于尚不具备包装一体化和综合服务能力的企业,将面临较大的转型压力。

总体看,我国包装印刷行业稳步发展,包装印刷行业总体表现出低端产能过剩、高端产能不足的格局。

2. 行业上下游

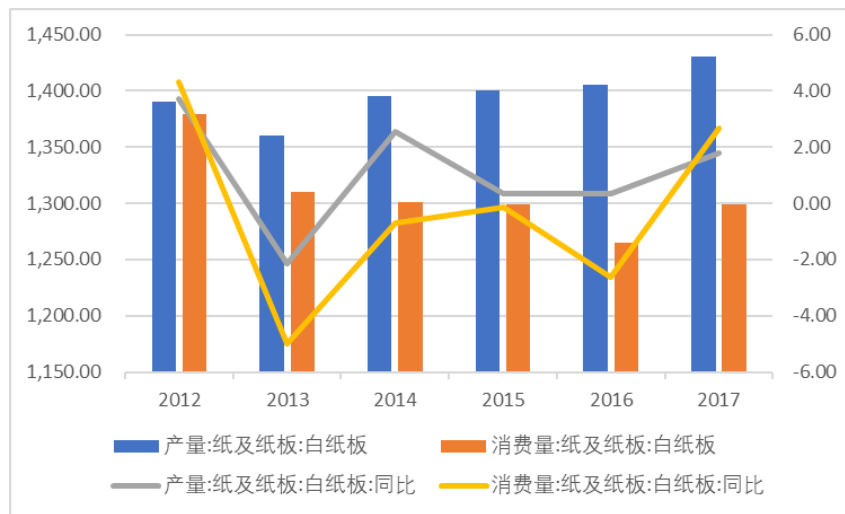
(1) 上游原材料

纸质印刷包装企业的成本结构中,原材料采购成本占比将近一半,因此原材料价格的波动对行业整体利润水平将产生一定的影响。

包装纸主要包括白板纸、箱板纸、瓦楞原纸和包装用纸,2017 年产量占总产量的比重分别为 12.85%、21.43%、20.98%和 6.24%。白纸板常用于包装食品、医药品和化妆品等,箱板纸和瓦楞纸则多用于家电包装和日化包装等领域。

近年来白纸板生产量整体呈增长趋势,消费量波动下降,整体呈现供大于求的态势。2008~2017 年,白纸板生产量年均增长率 2.75%,消费量年均增长 1.55%。2017 年白纸板生产量 1,430 万吨,同比增长 1.78%;消费量 1,299 万吨,同比增长 2.69%,消费量增速有所回升。

图3 近年来白纸板产量和消费量及其变化趋势（单位：万吨、%）



资料来源: Wind, 联合评级整理

从包装纸各大产品的价格变化趋势来看, 2016年以前较平稳; 2016年起, 各大纸品价格缓慢提升, 进入2016年三季度以来上涨趋势明显, 至2016年底, 各大纸品价格出现大幅度上涨。进入2017年, 由于进口废纸受限, 使用固废替代后, 生产成本大幅提升, 包装纸各大产品价格震荡上行, 最高点时, 箱板纸的平均出厂价在5,775元/吨, 瓦楞纸6,135元/吨, 白卡6,950元/吨, 全年吨纸价格差分别为1,755元/吨、2,600元/吨和1,337元/吨。2018年一季度, 由于市场供应充足, 价格有所回落, 受废纸政策继续收紧以及存货陆续消耗等影响; 2018年二季度开始, 包装纸价格有所上升; 进入三季度, 受中美贸易战加剧以及市场需求不及预期影响, 包装纸价格有所下降, 其中瓦楞纸和箱板纸平均出厂价格较二季度回落约500元/吨, 回落幅度一般。

总体看, 近两年白纸板市场需求量有所上升, 但仍供大于求; 受益于物流行业的快速发展, 包装纸市场继续稳步增长, 2018年三季度开始产品价格有所下降, 但整体震荡幅度小于2017年。

(2) 下游需求情况

包装印刷行业属于典型的下游驱动型行业, 在产业链条中属于配套下游行业发展的行业, 作为配套厂商, 包装印刷企业自身的增长与下游需求密切相关, 下游行业的发展状况将直接影响着包装印刷行业的发展变化趋势, 我国包装印刷行业下游以日化、食品饮料等消费品行业为主。

护肤品、护发品、口腔护理、彩妆、洗护用品系化妆品五大核心品类。根据Euromonitor口径, 护肤品方面, 2012~2017年, 中国护肤品市场规模年均复合增长率达8.02%, 高于整体7.72%的增速, 2017年护肤市场规模同增10.27%至1,866.6亿元, 占比52.62%, 系化妆品第一大市场; 洗护产品方面洗护不仅包括沐浴露、爽身粉等个人护理产品, 还包括条皂、洗衣液等清洁产品, 中国洗护产品市场规模从2012年的173.37亿元增长至2017年的220.13亿元, 年均复合增长率达4.89%, 2017年洗护市场前10大企业销售收入合计47.2%, 其中宝洁及联合利华两大龙头合计市占率近30%; 化妆品方面, 2008~2017年我国化妆品市场规模年均复合增长率达9.1%, 2011年前, 化妆品行业规模保持双位数增长, 至2011年超越日本成为全球第二大市场, 2012~2016年, 随国内宏观经济放缓、持续反腐以及电商冲击等, 化妆品行业增速进入下行通道并于2016年增速降至6%, 2017年化妆品规模为3,615亿元, 同比增速拐点回升至9.6%, 主要系零售景气度回升、三四线消费升级、电商快速增长拉动、千禧一代渐成消费主力, 以及降税政策催化所致。

据工信部统计, 2017年, 全国规模以上食品工业企业(不含烟草)累计完成主营业务收入

105,204.5 亿元，同比增长 6.6%；实现利润总额 7,015.6 亿元，同比增长 8.5%；农副食品加工业、食品制造业及酒、饮料和精制茶制造业完成工业增加值（现价）占全国工业增加值的比重分别为 4.4%、2.1% 和 2.0%，工业增加值（现价）同比分别增长 6.8%、9.1% 和 9.1%。

此外，近年来，我国居民人均可支配收入从 2013 年的 18,311 元上升到 2017 年的 25,974 元，年均复合增长率 9.13%。随着居民生活水平的提升，居民的文化素养和审美能力也相应地提高，居民消费模式不断升级，消费品行业的各个细分领域的行业集中度也在逐渐提高，除少数具有绝对品牌优势的公司形成一定程度的寡头垄断优势外，消费品行业内诸多企业处于充分竞争的状态。在商品同质化日益明显的情形下，下游消费品行业企业必须通过精美、独特的包装设计才能更好地推广产品，其将愈发重视包装在吸引客户、提高产品市场占有率的重要作用。

总体看，我国日化、食品饮料行业景气度较高，随着我国消费升级未来发展空间较大；此外随着我国居民消费模式的升级，产品包装设计、质量需求日益提升。

3. 行业竞争

纸质包装印刷行业准入门槛较低，中小企业较多，属于充分竞争行业，整体而言集中度较低。根据在《印刷经理人》杂志公布的 2018 年中国印刷包装百强企业榜单中，年销售收入 20 亿以上的企业 18 家，年销售收入 10 亿~20 亿元的企业 16 家，其余大部分百强印刷企业年销售收入都在 10 亿元以下。印刷行业上市公司大多数营收规模仅在 10~30 亿元左右，相对于万亿市场总量来说体量很小，最大企业市场份额仅仅约为 0.3%，与国际印刷市场相比，中国的印刷行业集中度明显偏低。

从产品的差异性来看，我国印刷企业在市场细分领域各有特色，如报纸印刷、书刊印刷、烟包印刷、标签印刷和瓦楞纸印刷等，而一般的商业印刷和包装印刷企业数量庞大，中小印刷企业瓜分同一市场，呈现同质化竞争以及低水平扩张的市场现状。

中低端包装领域竞争尤为激烈；而在高端领域，即拥有高端品牌客户、高精生产技术、高服务质量的优质大型企业相对较少，行业集中度相对于国内低端包装略高，但相较于发达国家包装行业集中度而言仍偏低。未来随着我国居民收入可支配收入的提升，消费升级将是需求变化的主要方向。

总体看，我国印刷包装行业准入门槛低、行业集中度低，产品同质化竞争程度高。

4. 行业政策

包装印刷业的主管部门主要为国家发展和改革委员会、国务院出版行政部门、国家新闻出版广电总局；行业自律组织为中国包装联合会、中国印刷技术协会及地方包装印刷行业组织等。

随着国民经济的发展，社会分工不断细化以及商业化程度地逐步提高，包装工业已成为国民经济发展的重要产业之一，在《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录（2005 年修订）》中被明确列为国家重点鼓励类行业。政府还特设高新技术研发专项资金，重点扶持符合国家宏观政策、环境保护和循环经济政策的包装项目及企业。另外，印刷业被《文化产业振兴规划》列为今后重点发展的九大文化产业之一。有关主管部门出台鼓励发展和规范包装行业的政策，为印刷包装企业尤其是行业内综合实力领先的规模化企业提供了有力支持。《印刷业“十三五”发展规划》中指出，我国应加紧建设扩大总体印刷产值，争取成为全球第二大印刷国，培育具有国际竞争力的优势企业，同时以信息化改造传统印刷业，促进印刷业现代化。

2016 年 6 月，工信部正式公布《工业绿色发展规划（2016-2020 年）》，要求“十三五”期间纸及纸板综合能耗将削减 10%，由目前的每吨 530 千克标煤降低到 2020 年的每吨 480 千克标煤。作为包装工业的上游行业，造纸业目前面对环保压力有所增加。

2017年4月,《印刷业“十三五”时期发展规划》提出,在“十三五”期间,贯彻“创新、协调、绿色、开放、共享”五大发展理念,推动我国印刷业加快“绿色化、数字化、智能化、融合化”发展,促进产业结构优化升级,提高规模化集约化专业化水平,实现由印刷大国向印刷强国的初步转变。全面提升印刷业创新能力,打造产业持续发展新动力。加强印刷技术装备、原辅材料和系统解决方案的科技研发与产业化应用。以新一代信息技术为核心,加快传统印刷数字化改造,推进印刷生产流程信息化和生产过程自动化。鼓励印刷企业利用多层次资本市场,实现转型升级和跨越式发展。

2017年5月,国务院发布的《国家“十三五”时期文化发展改革规划纲要》提出,加快发展网络视听、移动多媒体、数字出版、动漫游戏、创意设计、3D和巨幕电影等新兴产业,推动出版发行、影视制作、工艺美术、印刷复印、广告服务、文化娱乐等传统产业转型升级,鼓励演出、娱乐、艺术品展览等传统业态实现线上线下融合。制定文化产业领域技术标准,深入推进国家文化科技创新工程。依托国家级文化和科技融合示范基地,加强文化科技企业创新能力建设,提高文化核心技术装备制造水平。鼓励金融机构开发适合文化企业特点等文化金融产品。支持符合条件的文化企业直接融资,支持上市文化企业利用资本市场并购重组。

整体看,涉及纸质印刷包装行业的多方面的政策为本行业健康稳定的发展提供有力支撑。

5. 行业关注

(1) 行业集中度较低

经过近年来的持续快速发展,我国包装印刷行业已具备一定规模,目前从事包装印刷行业的企业数量众多,虽然也涌现出部分具有一定竞争实力的优势企业,但就行业整体而言,中小包装印刷企业仍是主流,产业集中度不高。中小包装印刷企业的规模较小,以生产中低端的产品为主,技术水平和产品档次不高,在包装材料专业性和专用化、装备应用水平及技术能力、产品质量、制造工艺等方面与国际先进水平存在一定差距,国际市场竞争力不强。

(2) 技术研发能力不强

我国包装印刷行业技术研发能力不强。大多数生产企业不具备适应市场需求的研发能力,消化吸收引进技术的能力薄弱,造成产品品质和档次较低、产品结构不富,在包装印刷产品的技术研发和制造上不能满足日益复杂的客户需要,许多高利润率产品依然需要依靠进口,这已经成为制约我国包装印刷行业健康发展的重要因素。

6. 行业发展

随着我国国民经济的快速发展和城镇化建设的加快,我国城乡居民的购买力和生活品质将不断提高,绿色印刷成为行业发展的重要主题,要求印刷技术更加环保,包装耗材不断环保和节约,印刷品废弃后易于回收再利用、可自然降解,实现无污染、低污染包装。我国经济处于转型期,新兴行业如电子商务、快递物流、电子通信等行业成为国民经济增长点,在此带动下,特定领域的包装印刷呈现出快速发展的势头。受经济增长速度放缓、企业生产成本增加的影响,以及数字化、网络化进程加快的冲击,我国印刷行业正面临一系列不利因素,在此背景下,创新升级、集中整合将成为未来几年印刷业的主要发展趋势。

总体看,我国包装印刷行业的市场需求仍将继续保持稳步快速增长的发展势头,且高端包装印刷市场的需求将进一步增大。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力优势

公司主要为日化、食品生产企业提供包装印刷服务，通过多年的研发及技术积累，形成了从产品设计、方案优化、加工生产到第三方采购与包装产品物流配送、供应商库存管理以及辅助包装作业的一体化业务模式。

商业模式方面，公司作为一体化包装解决方案供应商，能够为客户提供包装设计、结构设计、工艺研发等技术支持，介入下游产业链，与客户结成更密切的业务联系，以满足其更高层次的需求，提供更高的产品附加值。

技术研发方面，公司拥有多个研发团队，从事图文设计、结构设计、新品开发、材料测试等工作，通过新研发项目的投入与实施，带动公司整体工艺水平的提高，并对新项目、新研发技术成果进行积极转化，在 UV 逆向工艺、仿哑膜特黑工艺、C 平方工艺、冷烫印刷工艺、猫眼印刷工艺、高网线柔印彩色工艺等领域已取得一定的研发成果。公司通过与上海市科委、高校机构产学研结合的研发体系，先后立项、新建了诸如 LED-UV 印刷技术、RFID 印刷技术、二维码包装设计开发等多个工艺技术研发项目。截至 2018 年 9 月底，公司拥有专利 55 项，著作权 2 项。

生产设备方面，公司设备先进、种类齐全，拥有曼罗兰 5 色、6 色、7 色 UV 印刷机以及高配置曼罗兰 8 色+2UV+联机冷烫+联机自动检测印刷机等多条国际顶级包装印刷生产线，并配套了博斯特全自动模切机、高速糊盒机、全自动丝网机、可变数据喷码机等国际先进的后道生产加工设备，机器设备的自动化处于国内领先水平。

客户方面，公司的主要下游客户分别在其所处的领域占据市场优势地位，产品需求量稳定，为公司业务的发展奠定了基础；同时，该等客户对产品设计和质量等方面要求严格，产品附加值较高，保证了公司的盈利水平，并有利于公司技术进步。目前，公司已经与联合利华、上海家化、相宜本草、好时等大型日化、食品企业建立了良好的业务关系。

总体看，公司一体化业务模式使公司能够与下游客户保持紧密的合作关系，技术及设备水平较为领先，下游客户市场知名度高且合作较为稳定。

2. 人员素质

截至 2018 年 9 月底，公司董事、监事及高级管理人员共 12 人，具有丰富的行业经验和管理经验，专业素质较高。

公司董事长兼总经理董建军先生，1968 年出生，中国国籍，澳大利亚永久居留权，中专学历。1990 年 3 月至 2002 年 3 月，任上海斯迈克彩印包装厂厂长；2002 年 4 月至 2006 年 7 月，任上海文通印务有限公司经理；2006 年 8 月至 2015 年 9 月，历任翔港有限销售总监、执行董事、总经理；2015 年 9 月至今，任公司董事长、总经理，兼任上海翔湾投资咨询有限公司执行董事、上海翔港创业投资有限公司执行董事与总经理、合肥上翔日化有限公司执行董事与总经理。

截至 2018 年 9 月底，公司在职员工合计 648 人。从教育程度看，大学本科及以上学历占 8.34%、大专学历占 14.81%，专科及以下学历占 76.85%；从岗位分工看，销售人员占 6.64%、技术人员占 8.02%、管理及行政人员占 9.41%、生产人员占 62.50%，财务人员占 2.01%、采购人员占 1.54%、仓储人员占 4.32%、质控人员占 5.56%。

总体看，公司管理层具有丰富的管理经验，员工构成符合行业特点，可以满足公司经营需要。

五、公司管理

1. 公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》等法律法规要求规范运作，严格执行《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等规章制度。公司建立了股东大会、董事会、监事会和经理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

股东大会是公司的权力机构，主要职能是决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审计批准董事会的报告；审议批准监事会报告等。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 名，董事长 1 名。董事由股东大会选举或更换，任期 3 年。董事任期届满，可连选连任。董事会的主要职能是召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案等。

公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，设主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。监事会中职工代表的比例不低于 1/3，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事的任期每届为 3 年，监事任期届满，连选可以连任。监事会的主要职能是对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、本章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期 3 年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，主要职能是主持公司的生产经营管理工作，并向董事会报告工作；组织实施董事会决议、公司年度计划和投资方案；拟定公司年度财务预算方案、利润分配及弥补亏损方案等。

总体看，公司治理结构完善，独立董事、监事能够独立行使职能，整体治理运行情况较好。

2. 管理体制

截至 2018 年 9 月底，公司设有证券事务部、投资规划部、技术研发中心、营销中心、财务中心、资材中心、生产中心等部门（见附件 1）；合并范围内子公司 2 家。

财务管理方面，公司按照《会计法》、《企业会计制度》以及《企业会计准则》等政策及相关法规制度的规定处理会计事项，制定了《公司财务管理制度》、《对外担保管理制度》、《银行票据管理制度》等管理制度，在财务、资金、财务核算、成本费用、收入、利润和对外担保等方面形成了相关的管理体系。公司建立了较为健全的财务制度，并且根据国家财政部 2006 年颁布的《企业会计准则》和《企业会计制度》及相关规定执行会计制度。

投资管理方面，公司根据有关法律法规以及公司章程，结合公司实际情况制定并实施了相应的制度管理办法，在办法中对项目的投资原则、投资决策程序、操作规范、监督管理和对外投资的收回或转让等工作规定了明确的操作步骤。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理制度》，强化对关键方面或者关键环节的控制，包括关联方界定、规范关联交易行为和审批权限、保证关联交易会计记录和价格执行机制的准确性和适当性，规范关联交易披露内容、披露方式及披露流程。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理制度》，详细规范了公司对外担保审批权限、程序、风险管理、信息披露。对外担保均由公司统一管理，未经公司董事会（或股东大会）批准不得提供

担保。公司对外担保须按程序经董事会、股东大会审议批准。

采购方面，公司制定了采购控制程序，规范了供应商的评价与选择、采购过程的控制、物料验收、供应商资料与采购记录管理等。通过该规定，确保外购产品的质量能够满足订单、生产需求，从而保证产品生产质量。

生产方面，公司制定了生产过程控制程序、纠正和预防措施控制程序、不合格品控制程序等，对公司生产和服务提供的全过程，以及产品实现的各工序生产制程进行了详细的规范，以确保产品生产全程可控和生产线的稳定性，确保公司产品能够满足订单要求，并且保质保量按时完成。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事彩盒、标签等相关包装印刷产品的研发、生产和销售，主要为日化、食品生产企业提供全方位的包装印刷服务。2015~2017年，受益于大力拓展下游客户，公司营业收入逐年增长，分别为27,444.74万元、28,490.52万元和33,929.95万元，年均复合增长11.19%；同期，净利润逐年增长，分别为4,268.89万元、4,527.14万元和4,583.20万元，年均复合增长3.62%。2015~2017年，公司主营业务收入占营业收入的比重分别为91.81%、91.63%和86.38%，主营业务十分突出。

表2 近年来公司营业收入、构成和毛利率情况（单位：万元、%）

产品	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
彩盒	16,180.26	58.96	33.91	16,532.19	58.03	33.36	19,691.24	58.03	24.38
标签	4,721.47	17.20	29.22	6,205.36	21.78	22.95	6,702.87	19.76	26.37
其他主营业务	4,294.43	15.65	28.83	3,369.23	11.83	20.37	2,914.49	8.59	26.38
其他业务	2,248.59	8.19	28.64	2,383.75	8.37	31.00	4,621.36	13.62	32.24
合计	27,444.74	100.00	31.88	28,490.52	100.00	29.36	33,929.95	100.00	26.02

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2015~2017年，公司彩盒收入逐年增长，分别为16,180.26万元、16,532.19万元和19,691.24万元，主要系一方面随着居民消费观念升级，下游客户对产品包装需求增强，彩盒产品中售价较高的礼盒销量大幅上升，另一方面，公司加大对国内品牌客户的开发力度所致；彩盒收入占营业收入的比重较为稳定，分别为58.96%、58.03%和58.03%。2015~2017年，标签收入逐年增长，分别为4,721.47万元、6,205.36万元和6,702.87万元，主要系公司自2014年下半年起大力开拓标签市场，业务规模快速增长所致；占营业收入的比重波动上升，分别为17.20%、21.78%和19.76%。其他主营业务收入包括吸塑、垫板等彩盒配件产品，以及说明书、宣传页、吊牌、台历等零散印刷品，占主营业务收入比例较低。其他业务收入主要为外购成品（如内衬、包袋等配件产品）、废料收入、二维码系统服务及配套方案等，在公司产能较为紧张时，公司向直接向供应商采购成品进行产品配套服务。

从毛利率来看，2015~2017年，公司彩盒产品毛利率逐年下降，分别为33.91%、33.36%和24.38%，主要系一方面公司加大对国内日化品牌客户的拓展力度，降低产品销售价格所致，另一方面，纸张类产品市场价格大幅上升，使得原材料成本增加所致；标签毛利率波动下降，分别为29.22%、22.95%和26.37%，主要系公司为拓展标签市场，采取较为优惠的定价策略所致。其他主营业务毛利率波动

下降，分别为 28.83%、20.37%和 26.38%，其中，2016 年毛利率降幅较大，主要系一方面，客户出于节约成本的考虑，要求简化配件产品工艺，另一方面，主要原材料瓦楞纸价格上涨所致。受上述因素影响，公司综合毛利率逐年下降，分别为 31.88%、29.36%和 26.02%。

2018 年 1~9 月，公司营业总收入 27,139.01 万元，同比增长 12.49%，实现净利润 3,810.07 万元，同比增长 4.55%。

总体看，近年来，公司营业收入主要来自彩盒业务，标签业务发展较为迅速；但受上游原材料价格上涨、公司采取优惠的定价策略拓展市场等因素的影响，公司毛利率呈现逐年下降的趋势。

2. 采购环节

公司印刷包装的主要原材料为纸张，公司产品众多，所使用的纸张种类较多，合计包括数百种不同类型规格的纸张，其中不干胶纸张、白卡纸和灰底白板纸为用量最大也最为稳定的原材料。不干胶纸张专门用于生产不干胶标签，白卡纸与灰底白板纸则主要用于生产彩盒。

公司对采购工作实行集中采购、专业管理、分级负责的管理模式，并已建立供应商评审体系，定期对合格供应商进行年度评审工作，优胜劣汰，以保证采购的稳定供应及质量。公司的采购分为三种，一是原辅材料采购，二是外协加工采购，三是成品采购。

供应商管理方面，在确定原材料供应商时，公司优先考虑供应商提供产品的种类、品质和稳定性，在此基础上综合考虑价格与运输等条件，经过评审和长期验证建立合格供应商名单，并与这些供应商建立长期合作关系。在采购之前，公司将向合格供应商进行询价，通过比价确定最终的原辅材料供应商。

采购计划方面，公司原辅材料采用根据生产计划定时、定量的采购模式，仓储部和生产中心根据当前库存并结合生产实际情况制定物料采购清单，采购部按照物料采购清单进行采购，为防止突发情况，公司还设立了安全库存。

质量控制方面，公司对原辅材料实施严格的质量管理措施，仓管员负责通知品质部对来料进行检验或验收，由 IQC¹按照《IQC 来料检验作业指导书》的要求对供应商来料进行检验。若检验结果不符合标准要求，公司将严格按照《不合格品控制程序》进行处理。

从采购金额来看，近年来，随着业务规模的扩大，公司采购总额逐年增长。2015~2017 年，纸张采购金额占采购总额的比重均超过 50%，纸张价格的波动对公司成本控制造成一定的压力；2017 年塑料采购金额增幅较大，主要系受当年产品规格要求不同的影响所致。公司原材料采购以国内为主，对于部分客户对纸张有特殊要求的，公司从国外采购。

外购成品主要为内衬、包袋等技术含量不高的配件产品，此类产品在公司产能较为紧张时，采取向合格供应商采购成品的方式进行配套提供；还有一部分客户订单中包含瓦楞盒、标签等零散产品，公司若自行生产不具备经济性，则通过向外部采购成品的方式满足客户的需求；2017 年及 2018 年 1~9 月，公司外购成品金额大幅增长主要系公司彩盒销量增长，配件产品需求相应上升所致所致。

表 3 近年来公司采购金额及占比情况（单位：万元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
纸张	7,129.53	54.08	7,949.82	55.20	9,632.85	51.30	7,633.79	50.55
塑料	935.1	7.09	813.84	5.65	1,129.11	6.01	820.63	5.43

¹ IQC:Incoming Quality Control, 来料质量控制。

油墨	580.57	4.96	682.13	4.74	831.12	4.43	653.90	3.84
外购成品	1,572.74	11.93	1,769.60	12.29	2,875.18	15.31	2,968.17	19.66
外协加工	986.76	7.49	1,123.63	7.80	1,458.30	7.77	680.72	4.51
其他	1,905.16	14.45	2,061.73	14.32	2,849.84	15.18	2,417.12	16.01
合计	13,183.19	100.00	14,400.74	100.00	18,776.40	100.00	15,101.00	100.00

资料来源：公司提供

注：其他主要包括光油、膜、粘合剂、电化铝及各类辅助材料。

采购均价方面，近年来，白卡纸和灰底白板纸采购价格逐年增长，主要系上游受环保政策影响，纸制品市场价格整体上涨所致；不干胶纸采购价格波动较小；PET 胶片采购均价随市场价格波动而波动。

表 4 近年来公司主要生产性原材料采购均价情况

项目	单位	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
白卡纸	元/吨	4,815.67	5,151.21	6,194.77	6,426.74
灰底白板纸	元/吨	3,189.26	3,368.21	4,309.09	4,936.97
不干胶纸	元/平方米	3.20	3.42	3.12	3.36
PET 胶片	元/公斤	13.92	11.75	9.71	10.16
	元/张	1.49	1.34	1.35	1.37

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，2015~2017 年，公司前五大供应商采购集中度波动下降，分别为 31.81%、34.80%和 30.29%，采购集中度较高。

表 5 近三年公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

年份	序号	供应商名称	主要采购内容	采购金额	占当期采购总额的比例
2015 年	1	艾利（中国）有限公司	纸张	1,748.85	13.27
	2	雅誉纸业（上海）有限公司	纸张	1,103.56	8.37
	3	上海景冉纸品有限公司	成品	498.91	3.78
	4	上海百胜斯纸业有限公司	纸张	442.01	3.35
	5	上海永新纸张原料有限公司	纸张	401.26	3.04
		合计		4,194.59	31.81
2016 年	1	艾利（中国）有限公司	纸张	2,539.67	17.64
	2	雅誉纸业（上海）有限公司	纸张	1,059.95	7.36
	3	上海百胜斯纸业有限公司	纸张	517.73	3.60
	4	上海翔图纸品有限公司	纸张	459.05	3.19
	5	上海景冉纸品有限公司	成品	433.42	3.01
		合计		5,009.82	34.80
2017 年	1	艾利（中国）有限公司	纸张	2,467.14	13.14
	2	雅誉纸业（上海）有限公司	纸张	1,228.57	6.54
	3	上海百胜斯纸业有限公司	纸张	725.29	3.86
	4	上海丰溢复合纸材有限公司	纸张	716.48	3.82
	5	上海牧莎礼品有限公司	外协	615.21	3.28
		合计		5,752.69	30.64

资料来源：公司提供

结算方面，国内原材料采购以承兑汇票为主，公司与供应商一般每月结算 1 次，收到发票后 60

天开具汇票，汇票账期一般为 180 天。

总体看，公司对供应商的选择和管理方面制度较为完善，建立了较为严格的质量管理措施；近年来随着公司业务规模的扩大，采购金额随之增加；其中纸张类采购金额随上游价格的上升而增长，对公司生产成本控制造成一定压力；采购集中度一般。

3. 产品生产

公司的生产模式为以销定产，工艺部根据产品确定工艺与原材料、请购物料、生成《生产施工单》。生产计划部依据物料到货控制计划，以及客户订单交货批次、时间等生产计划与要求发放《生产计划表》，指导车间各机台的生产顺序，协调各工序的班次需求、人员调配。

各生产车间根据《生产施工单》生成《领料单》，各机台人员根据《生产计划表》的作业顺序领取相应物料和资料袋。在生产过程中，品质部根据生产前已确定的产品质量的抽样方法、拟定的产品品质控制点及产品实现过程的监控方法对产品生产过程进行监控以及处理生产过程中出现的质量事故。

生产指令所要求的产品工艺全部实现后，最后工序的生产负责人按要求对产品进行包装、装箱、摆板、标识。经品质部检验，确认合格的成品方可入库，仓库对即将入库成品进行核查，确保成品已检验合格，数量、编号、包装方式均同生产要求一致后接受入库。

成本构成方面，主要包括直接材料（约占 60%），直接人工（约占 13%）和制造费用（约占 16% 左右），2017 年起制造费用占比下降，主要系受直接材料成本上升的影响。整体看，公司产品成本结构较为稳定。

表 6 近年来公司主营业务成本构成情况（单位：万元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~9 月	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
直接材料	10,193.65	59.64	10,513.58	56.89	14,085.89	64.11	11,976.72	66.20
直接人工	2,139.79	12.52	2,609.98	14.12	2,956.04	13.45	2,549.66	14.09
制造费用	3,753.66	21.96	4,315.35	23.35	3,714.33	16.91	3,042.21	16.82
外协费	1,004.60	5.88	1,041.46	5.64	1,215.22	5.53	522.74	2.89
合计	17,091.70	100.00	18,480.37	100.00	21,971.48	100.00	18,091.33	100.00

资料来源：公司提供

产能方面，2015~2016 年，彩盒产能较为稳定，2017 年随着临港工厂的建成投产，产能随之增加。近年来，公司不断扩充标签生产线，其产能逐年增长。产量方面，近三年，彩盒产量波动增长，年均复合增长 7.03%，主要系受公司下游订单影响；近三年，标签产量波动增长，年均复合增长 8.96%，2017 年较上年有所下降，主要系下游订单产品规格、数量变化所致。产能利用率方面，彩盒和标签产能利用率均维持在 85% 以上，处于较高水平。

表 7 近年来公司产能、产量及产能利用率情况（单位：万个、%）

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
彩盒	产能	28,000.00	28,000.00	34,000.00	42,000.00
	产量	25,445.77	24,480.03	29,148.75	22,184.14
	产能利用率	90.88	87.43	85.73	52.82
标签	产能	40,000.00	50,000.00	52,000.00	56,000.00
	产量	39,784.77	53,345.88	47,234.31	31,511.08

	产能利用率	99.46	106.69	85.88	56.27
--	-------	-------	--------	-------	-------

资料来源：公司提供

注：2018年1~9月彩盒、标签产能利用率未年化。

公司部分手工、压光、覆膜加工环节采取了外协加工的方式，以提升公司生产效率及经济效益。2015~2017年和2018年1~9月，公司外协加工金额分别为986.76万元、1,123.63万元、1,458.30万元和680.72万元；占当年采购金额的比重分别为5.88%、5.64%、5.53%和2.89%，影响较小。

质量管理方面，公司具有ISO9001质量管理体系，实现了每批产品从原材料采购到产品出库的全程质量控制，在产品生产全过程设置关键质量控制点，将机器设备的连线检测与IPQC抽样检验相结合，在产品实现全过程进行质量监控，做到系统保障，以满足客户的要求。

总体看，近年来，公司采用以销定产的生产方式；随着临港工厂的建成，产品产能均有所提升，产能利用率维持在较高水平。

4. 产品销售

公司由营销中心负责公司销售指标的制订、实施以及市场开拓工作。公司产品采用直销的销售模式，通过招标、商业谈判、直接拜访潜在客户等方式获取订单信息，通过投标、议标等方式获取客户合同订单。

公司采取了深度开发的销售策略，积极与客户的其它供应商、上游客户沟通与合作，整合客户需求的上下游资源，推动客户的主动采购从而促进销售。此外，公司还主动向客户提供包装设计、方案优化的相关建议，对包装印刷产品中存在的问题进行积极反馈，努力为客户提供涵盖产品设计、方案优化、加工生产、物流管理的一体化服务。

产品价格方面，公司产品为满足不同客户对包装的不同需求，一般按照客户需求采用定制化生产，因此公司拥有一定的产品自主定价权。通常根据包装产品的生产成本、采购量、合理利润空间等多种因素，并经与客户之间的协商沟通最终确定产品的价格。公司客户主要为大型的日化、食品行业品牌知名度高的企业，对包装质量以及供应稳定性具有很高的要求，对其包装印刷产品的供应商筛选体系较为严格，公司与主要客户建立了长期的合作关系，公司的产品售价较为稳定。

产品销售方面，公司产品定制化程度很高，每批订单在产品的尺寸大小、纸张要求、工艺复杂程度等方面均存在差异，受此影响，近年来公司产品销量波动增长，其中彩盒销量年均复合增长5.67%，标签销量年均复合增长8.54%；但销售收入均呈逐年增长趋势，其中，采购销售金额年均复合增长10.32%，标签销售收入年均复合增长19.15%。从销售均价来看，近年来，公司彩盒销售均价稳中有升，主要系一方面客户对普通彩盒的纸张的质量、工艺的复杂程度要求提高，公司相应提高产品价格，另一方面单价较高的礼盒销量增加所致；标签价格逐年上升。销售率方面，由于公司实行以销定产的生产模式，近年来产销率维持在较高水平。

表8 近年来公司主营产品销售情况

项目		2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
彩盒	销售金额（单位：万元）	16,180.26	16,532.19	19,691.24	16,349.76
	销量（单位：万个）	25,099.68	23,784.89	28,025.12	21,862.37
	产销率（单位：%）	98.64	97.16	96.15	98.55
	销售均价（单位：元/个）	0.64	0.70	0.70	0.75
标签	销售金额（单位：万元）	4,721.47	6,205.36	6,702.87	4,040.33
	销量（单位：万个）	39,432.31	51,562.78	46,452.79	31,845.31

产销率（单位：%）	99.11	96.66	98.35	101.06
销售均价（单位：元/个）	0.12	0.12	0.14	0.13

资料来源：公司提供

客户集中度方面，近三年，公司向前五大客户销售额占营业收入的比重分别为 67.44%、62.63% 和 62.76%，客户集中度较高，其中联合利华销售额占营业收入比重逐年下降，但依赖度仍很高，分别为 52.04%、46.76% 和 42.38%，公司对单一客户依赖程度很高。

表 9 近年来公司前五大客户情况（单位：万元、%）

年度	序号	客户名称	销售额	占营业收入比重
2015 年	1	联合利华	14,281.20	52.04
	2	阿普拉集团	1,483.11	5.40
	3	纳爱斯集团	928.29	3.38
	4	上海巴克斯酒业有限公司	919.88	3.35
	5	惠氏制药有限公司	895.81	3.26
			合计	18,508.28
2016 年	1	联合利华	13,323.52	46.76
	2	纳爱斯集团	1,385.38	4.86
	3	阿普拉集团	1,240.37	4.35
	4	百雀羚	964.11	3.38
	5	雅诗兰黛	931.01	3.27
			合计	17,844.39
2017 年	1	联合利华	14,378.98	42.38
	2	百雀羚	2,034.10	5.99
	3	上海家化联合股份有限公司	1,810.43	5.34
	4	阿普拉集团	1,661.68	4.90
	5	雅诗兰黛	1,407.70	4.15
			合计	21,293.89

资料来源：公司提供

注：客户均为按照“受同一控制人控制”的标准进行合并披露。

公司现有客户阿普拉集团（阿普拉（合肥）塑料制品有限公司、奥普拉（天津）塑料制品有限公司，合称“阿普拉集团”）、合肥永新包装材料有限公司（以下简称“永新包装”）、合肥精英塑料包装制品有限公司（以下简称“精英包装”）与翔港科技以及联合利华存在三方合作模式。由联合利华按照约定时间向阿普拉集团、永新包装、精英包装提供产品需求，阿普拉集团、永新包装、精英包装则负责按照联合利华的生产需求向其指定的标签产品供应商翔港科技采购所需洗衣液标签，将公司生产的标签与其塑料包装产品进行贴标加工，再将该最终产品销售给联合利华。三方模式下的销售及结算流程是分别独立的，公司与阿普拉集团、永新包装、精英包装之间进行独立开票结算，阿普拉集团、永新包装、精英包装与联合利华之间的开票结算也独立进行。

结算方面，公司客户主要以联合利华、百雀羚、上海家化等大型企业为主，其业务稳定且信誉度高，账期一般在收到发票后 60~150 天，结算方式以汇票和电汇为主。其中，公司与摩根大通银行（中国）有限公司上海分行和花旗银行（中国）有限公司上海分行签署了《应收账款购买协议》，公司可将对联利华形成的指定的某笔应收账款在到期日之前出售给摩根大通银行或花旗银行（中国）有限公司，并根据当时的贴现利率承担相应财务费用，从而及时回笼资金，满足日常生产运营的需求。

总体看，近年来公司销售收入稳定增长，下游客户以大型企业为主，合作较为稳定；但销售集中度很高，单一客户对公司营业收入影响很大。

5. 经营效率

2015~2017年，随着公司减少出售未到期应收账款金额以及联合利华拉长信用周期，应收账款周转次数逐年下降，分别为3.22次、2.43次和2.32次；存货周转次数逐年下降，分别为13.26次、9.67次和7.80次，主要系客户订单数量增加，公司期末存货余额有所增加所致；总资产周转次数逐年下降，分别为0.87次、0.71次和0.60次，主要系公司完成A股首次公开发行资产增速较快所致。

与其他包装印刷行业上市公司相比，公司应收账款周转次数处于行业较低水平，主要系公司下游客户以联合利华、百雀羚、上海家化等大型企业为主，公司在结算周期方面议价能力较弱所致；考虑到公司与银行签订的《应收账款购买协议》，其应收账款流动性较强。存货周转次数处于行业较高水平，总资产周转次数处于行业较低水平。

表10 2017年同行业主要上市公司经营效率情况（单位：次）

证券代码	证券简称	应收账款周次数	存货周次数	总资产周次数
002831.SZ	裕同科技	2.27	8.35	0.84
603022.SH	新通联	4.30	4.28	0.80
002803.SZ	吉宏股份	7.23	6.52	1.19
002303.SZ	美盈森	3.70	3.60	0.53
中位数		4.00	5.40	0.82
平均数		4.38	5.69	0.84
603499.SH	翔港科技	2.45	7.80	0.60

资料来源：Wind

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与Wind保持一致；Wind与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind数据。

总体看，公司整体经营效率处于行业一般水平。

6. 经营关注

（1）大客户依赖风险

公司客户以国内外知名的日化、食品企业为主，其中联合利华是公司的主要客户，近三年一期营业收入分别为14,281.20万元、13,323.52万元、14,378.98万元和10,704.63万元，占公司营业收入的比例分别为52.04%、46.76%、42.38%和39.44%。公司与阿普拉集团、永新包装、精英包装以及联合利华存在三方合作模式。如考虑上述三方合作因素，则公司受联合利华影响的营业收入比例分别为60.16%、53.45%、49.34%和43.63%。公司与联合利华建立了稳定的合作关系，随着公司总体业务收入的增加，公司对联合利华的依赖程度逐年降低。但是如果联合利华的采购政策出现大幅调整，公司的营业收入仍将受到一定影响，从而影响到公司的业绩。

（2）市场竞争风险

目前，国内包装印刷市场企业众多，市场集中度不高，竞争较为激烈，各区域的包装印刷公司均未能在全国市场上占据绝对优势。公司是目前国内为知名日化、食品企业提供包装印刷服务的主要企业之一，具有一定的市场优势；但若公司不能迅速扩大生产规模，在巩固现有客户的同时不断拓展新的客户和市场领域，可能会面临市场占有率下降的风险。

(3) 成本上升的风险

近年来，公司的综合毛利率呈逐年下降趋势，主要是受原材料纸张价格上升、公司职工人数增加和平均工资上涨、公司市场策略等因素共同导致。如果未来市场竞争进一步加剧、原材料纸张价格及人力成本持续上升，公司盈利空间可能进一步压缩。

7. 未来发展

未来，公司将重点开拓市场、增强技术、提高运营效率，继续做大、做强、做优主业。

在开拓市场方面，首先，公司将继续大力开拓国内、国际市场，加强目标客户的项目管理，组建项目开发维护团队，整合内部资源以支持销售开拓市场；同时，随着临港新厂的投入使用，公司产能得逐步释放，公司将不断丰富完善产品线，以求在精品礼盒、食品吸塑等产品上有所突破；此外，公司将进一步深化与重点客户的合作，积极参与客户产业布局，延伸公司产业链，提高公司一体化服务水平，增加与客户的紧密度与粘合度。

在产品方面，公司将在技术创新方面有更大的投入，完善创新机制，努力提供给客户专业的创新方案，增加客户产品的附加值。公司一方面将在新材料、新结构、新工艺持续投入研发，同时，还将在互联网+包装这一领域投入更多研发力量，开发防伪追溯包装、AR 包装、消费者互动智能包装等前沿技术，提供给客户更多的有科技含量的增值服务。

智能制造方面，公司将全面提升公司的信息化水平，加快完成 ERP、MES、WPS 三大系统的整体实施，实现生产设备与柔性物流系统无缝对接，减少人工作业，实现快速高效的物料运转，提高生产效率。

总体看，公司基于现有业务情况制定了符合自身定位发展计划，未来随着各项目的逐步实施，公司业务有望保持较好的发展态势。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2015~2017 年度连续合并财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的审计报告；2018 年 1~9 月合并财务报表未经审计。公司财务报表以持续经营假设为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则等规定（以下合称“企业会计准则”），以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的披露规定编制。

财政部于 2017 年颁布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、修订后的《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》(财会[2017]30 号)，公司采用上述准则和通知编制 2017 年度财务报表。对财务报表的主要影响主要在一方面固定资产减少 27,165,944.40 元；另一方面其他收益增加 16,371,187.69 元。

从合并范围变化来看，2016 年，公司合并范围新增投资设立子公司 1 家，为上海翔港创业投资有限公司；2017 年，公司合并范围无变化；2018 年前三季度，公司合并范围新增投资设立子公司 1 家，为合肥上翔日化有限公司。整体看，合并范围变化对公司主营业务影响较小，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 67,221.15 万元，负债总额 16,578.36 万元，所有者权益

50,642.79 万元，全部为归属于母公司所有者权益。2017 年，公司实现营业总收入 33,929.95 万元，净利润 4,583.20 万元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 6,150.42 万元，现金及现金等价物净增加额 976.44 万元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 70,270.46 万元，负债总额 17,595.60 万元，所有者权益 52,674.86 万元，全部为归属于母公司所有者权益。2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 27,139.01 万元，净利润 3,810.07 万元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 5,400.77 万元，现金及现金等价物净增加额 2,883.31 万元。

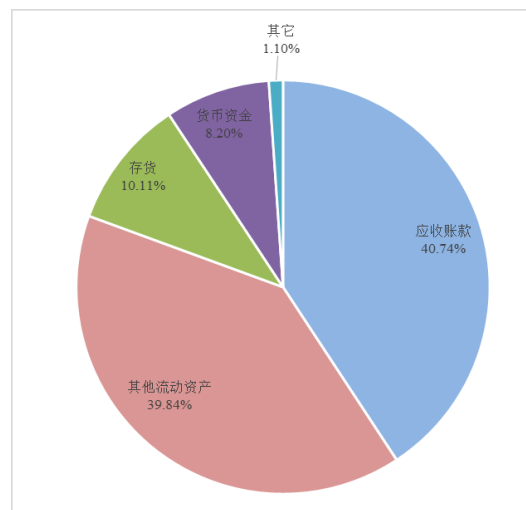
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 37.41%。截至 2017 年底，公司合并资产总额为 67,221.15 万元，较年初增长 49.44%；其中流动资产和非流动资产占比分别为 56.26% 和 43.74%，以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 48.56%，主要系应收账款和其他流动资产增加所致。截至 2017 年底，公司流动资产总额 37,815.73 万元，较年初增长 114.84%，主要由货币资金（占比 8.20%）、应收账款（占比 40.74%）、存货（占比 10.11%）和其他流动资产（占比 39.84%）组成，如下图所示。

图 4 截至 2017 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司年报

2015~2017 年，公司货币资金波动减少，年均复合下降 22.93%。截至 2016 年底，公司货币资金 2,177.47 万元，较年初减少 58.31%，主要系公司用于在建工程临港工厂的投资增加所致；截至 2017 年底，公司货币资金 3,102.66 万元，较年初增长 42.49%，主要系公司完成 A 股发行收到募集资金所致。公司货币资金主要包括银行存款（占比 67.66%）、其他货币资金（占比 32.28%）和库存现金（占比 0.05%），其中其他货币资金全部为使用权受限资产，主要为各类保证金，受限比例较高。

2015~2017 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 23.90%。截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 15,407.12 万元，较年初增长 25.76%，主要系一方面公司销售规模扩大；另一方面，2015 年以往年度公司为及时获取充足现金流用于日常生产运营，根据与花旗银行和摩根大通银行签订的融资协议，在付款到期日前将对联合利华的应收账款出售给花旗银行、摩根大通银行，自 2016 年起，

公司运营资金较为充沛，逐步减少提前贴现行导致应收账款余额增加所致。公司应收账款全部采用账龄分析法计提坏帐准备，其中 1 年以内的应收账款账面余额 16,199.56 万元（占比 99.54%），账龄较短；按欠款方归集的余额前五名的应收账款余额合计 9,292.79 万元，占应收账款余额总额比例为 57.10%，计提坏账准备金额 464.64 万元，应收账款集中度较高，但考虑到应收账款主要对象主要为联合利华、上海日化等大型企业，回收风险较小；公司应收账款合计计提坏账准备 867.99 万元，综合计提比例为 5.33%，计提较为充分。

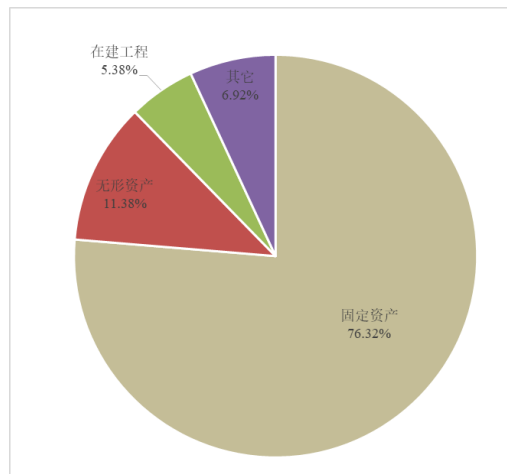
2015~2017 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 57.39%，主要系公司产品系列较多，所使用的纸张种类较多，需要提前对原材料进行采购备货，随着公司业务规模的增长，备料增加所致。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 3,822.77 万元，较年初增长 46.05%；主要由原材料（占比 32.26%）、在产品（占比 19.42%）和库存商品（占比 47.93%）构成。考虑到公司库存商品均以合同或订单约定价格作为入账标准，原材料均用于生产且周转期较短，因此公司存货未计提跌价准备。考虑到纸价波动性较大，公司存货可能面临一定跌价风险。

截至 2015 年底，公司无其他流动资产。截至 2017 年底，公司其他流动资产 15,066.39 万元，较年初大幅增加 15,009.78 万元，主要系理财产品及定期存款增加所致；主要由定期存款（占比 66.37%）和银行理财产品（占比 29.87%）构成。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 26.18%，主要系固定资产增加所致。截至 2017 年底，公司非流动资产总额 29,405.41 万元，较年初增长 7.40%，主要由固定资产（占比 76.32%）、在建工程（占比 5.38%）和无形资产（占比 11.38%），如下图所示。

图 5 截至 2017 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司年报

2015~2017 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 55.38%。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 22,441.04 万元，较年初增加 13,984.24 万元，主要系公司在建工程临港工厂完工转入固定资产，以及购买生产设备所致；公司固定资产由房屋及建筑物（占比 53.06%）和机器设备（占比 44.65%）等构成。截至 2017 年底，公司累计计提固定资产折旧 9,949.83 万元，未计提固定资产减值准备，成新率为 69.28%，成新率尚可。

2015~2017 年，公司在建工程波动减少，年均复合减少 33.64%。截至 2017 年底，公司在建工程账面价值为 1,581.71 万元，较年初减少 85.97%，主要系临港工厂完工转入固定资产所致。截至 2017

年底，公司主要在建工程包括自动化物流项目和待安装设备等。公司未对在建工程计提减值准备。

2015~2017年，公司无形资产较为稳定，年均复合下降0.80%。截至2017年底，公司无形资产账面价值为3,347.45万元，较年初基本持平。公司无形资产主要由土地使用权（占比94.95%）和电脑软件（占比4.97%）构成；公司累计计提无形资产摊销519.27万元，未计提减值准备。

截至2017年底，公司受限资产账面价值1,001.65万元，全部为货币资金，占资产总额比重1.49%，受限比例很低。

截至2018年9月底，公司资产总额70,270.46万元，较年初增长4.54%，主要系货币资金和固定资产增加所致。公司资产结构较为稳定，流动资产和非流动资产占比分别为53.15%和46.85%，仍以流动资产为主。截至2018年9月底，公司资产中受限资产账面价值431.88万元，占资产比重0.61%，受限比例很低。

总体看，近年来，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，流动资产中应收账款、存货和其他流动资产占比较大，考虑到公司应收账款可提前贴现以及其他流动资产主要为定期存款和银行理财的原因，公司资产流动性较强。

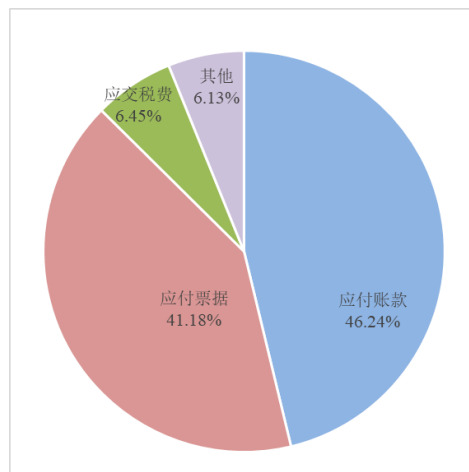
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017年，公司负债规模波动增长，年均复合增长7.63%，主要系非流动负债增加所致。截至2017年底，公司负债总额16,578.36万元，较年初减少13.49%；其中流动负债和非流动负债占比分别为83.41%和16.59%，以流动负债为主。

2015~2017年，公司流动负债较为稳定，年均复合减少0.81%。截至2017年底，公司流动负债合计13,828.39万元，较年初增长1.35%，主要由应付票据（占比41.18%）、应付账款（占比46.24%）和应交税费（占比6.45%）构成，如下图所示。

图6 截至2017年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司年报

2015~2017年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长30.18%，主要系公司支付供应商原材料采购款及支付工程款而开具的银行承兑汇票增加所致。截至2017年底，公司应付票据余额为5,694.99万元，较年初增长63.82%，主要系采购结算增加所致；全部为银行承兑汇票。

2015~2017年，公司应付账款波动减少，年均复合减少7.06%，主要系随着临港新厂建设进度的推进而有所波动所致。截至2017年底，公司应付账款6,393.76万元，较年初减少26.09%。

2015~2017年，公司应交税费波动增长，年均复合增长4.93%。截至2017年底，公司应交税费892.29万元，较年初增长226.95%，主要系增值税增加所致。

2015~2017年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长227.88%，全部为递延收益。截至2017年底，公司递延收益2,749.96万元，较年初减少50.17%，全部为政府补助。

债务方面，2015~2017年，公司全部债务分别为5,370.23万元、3,476.30万元和5,694.99万元，年均复合增长2.98%，均为短期债务，其中2016年底较2015年底下降35.27%，主要系2015年公司向银行借款用于日常经营周转，2016年全部偿还所致；2017年底较2016年底增长63.82%，主要系应付票据大幅增加所致。债务比率方面，2015~2017年，公司资产负债率波动下降，分别为40.20%、42.60%和24.66%；全部债务资本化比率逐年下降，分别为20.14%、11.87%和10.11%，公司债务负担很轻。

截至2018年9月底，公司负债合计17,595.60万元，较年初增长6.14%，主要系其他应付款中限制性股票回购义务及房产出租押金增加所致；流动负债和非流动负债占比分别为84.61%和15.39%，仍以流动负债为主。截至2018年9月底，公司全部债务5,469.66万元，全部为应付票据；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为25.04%和9.41%，债务负担很轻。

总体看，近年来，公司负债波动增长，以流动负债为主，债务负担很轻。

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长54.22%。截至2017年底，公司所有者权益合计50,642.79万元，全部为归属于母公司所有者权益，较年初增长96.14%，主要系2017年公司完成A股公开发行致股本和资本公积增加所致。其中，实收资本占比19.75%，资本公积占比56.81%，盈余公积占比2.35%，未分配利润占比21.09%，权益稳定性较高。

截至2018年9月底，公司所有者权益52,674.86万元，较年初增长4.01%，仍全部为归属于母公司所有者权益；所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，受益于完成A股首次公开发行，公司所有者权益规模有所增长，且以实收资本和资本公积为主，权益结构稳定性较高。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司收入规模持续增长，年均复合增长11.19%。2017年，公司实现营业总收入33,929.95万元，较上年增长19.09%，主要系业务规模扩大所致。同期，公司营业成本逐年增长，年均复合增长15.87%。2015~2017年，公司净利润逐年增长，分别4,268.89万元、4,527.14万元和4,583.20万元。

期间费用方面，2015~2017年，公司期间费用规模逐年增长，年均复合增长11.86%，分别为4,404.41万元、4,465.10万元和5,511.49万元，主要系管理费用和销售费用增加所致。2015~2017年，随产品销售的增加，产品运输费、业务费及销售人员工资薪金等费用相应增加，公司销售费用逐年增长，年均复合增长34.90%，其中2017年销售费用1,757.02万元，较上年增长42.08%；随着开发新产品新技术投入的研发费增加及管理人員工资薪金增加，公司管理费用逐年增长，年均复合增长7.16%，其中2017年管理费用3,688.80万元，较上年增长13.96%；受公司银行借款的偿还以及应收账款提前收回支付贴现利息等因素影响，公司财务费用波动下降，分别为226.67万元、-8.35万元和65.67万元。从费用构成看，2017年，销售费用、管理费用及财务费用占费用总额的比重分别为31.88%、66.93%和1.19%，以管理费用为主。2015~2017年，公司费用收入比波动上升，分别为16.05%、15.67%和16.24%，期间费用对公司利润侵蚀明显。

从利润构成来看，公司营业利润主要来源于主营业务利润。2015~2017年，公司营业外收入波动下降，年均复合下降15.70%，公司营业外收入占当期利润总额的比例分别为17.65%、28.06%和11.61%，其中2017年下降较多主要系政府补助计入其他收益所致；2017年，公司新增其他收益1,637.12万元，占当期利润总额的31.42%，主要为收到的增值税退税款项。公司盈利对非经常性损益存在一定依赖。

从盈利能力指标看，2015~2017年，随着公司完成A股首次公开发行所有者权益规模快速增长，同时募投项目建成投产并产生经济效益需要一定时间，短期内公司盈利水平无法与净资产保持同步增长，受此影响，公司各项盈利指标逐年下降，总资本收益率分别为18.54%、16.40%和10.98%，总资产报酬率分别为16.24%、12.66%和9.50%，净资产收益率分别为20.71%、19.22%和11.99%。从同业对比看，公司盈利能力处于行业中上水平。

表12 2017年同行业主要上市公司盈利能力情况（单位：%）

证券代码	证券简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
002831.SZ	裕同科技	13.86	20.15	31.54
603022.SH	新通联	4.54	4.28	18.94
002803.SZ	吉宏股份	11.50	17.04	27.45
002303.SZ	美盈森	7.06	8.45	34.49
中位数		9.28	12.75	29.50
平均数		9.24	12.48	28.10
603499.SH	翔港科技	9.33	14.56	26.02

资料来源：Wind

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与Wind保持一致；Wind与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind数据。

2018年1~9月，公司营业总收入27,139.01万元，同比增长12.49%，实现净利润3,810.07万元，同比增长4.55%。

总体看，近年来，公司营业收入规模持续增长，但整体盈利能力持续下降；期间费用对利润侵蚀明显；公司盈利对非经常性损益有一定依赖性。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017年，随着公司营业收入的增加，经营活动现金流入逐年增长，分别为29,931.56万元、38,744.01万元和39,219.55万元，年均复合增长14.47%；其中，2016年收到其他与经营活动有关的现金增幅较大，主要系收到5,863.04万元的政府补助所致；公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主。同期，公司经营活动现金流出逐年增长，分别为23,474.10万元、29,180.80万元和33,069.13万元，年均复合增长18.69%。受上述因素影响，2015~2017年，经营活动产生的现金净流量波动下降，分别为6,457.46万元、9,563.21万元和6,150.42万元，年均复合下降2.41%。从收入实现质量来看，2015~2017年，公司现金收入比分别为101.35%、105.66%和104.96%，维持在较高水平。

投资活动现金流方面，2015年公司无投资活动现金流入，2016~2017年，公司投资活动现金流入金额较小，分别为0.52万元和5.50万元，全部为处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金；投资活动现金流出逐年增长，分别为1,119.81万元、10,747.43万元和25,460.41万元，年均复合增长376.83%，主要公司为业务发展的需要，进行固定资产和无形资产投资，以及购买理财产品所致。受上述因素影响，2015~2017年，公司投资活动现金净流出额分别1,119.81万元、10,746.91

万元和 25,454.91 万元。

筹资活动方面，2015 年和 2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 4,509.94 万元和 21,660.08 万元，2016 年公司无筹资活动现金流入，2015 年主要为银行借款及股东增资；2017 年主要为公司公开发行人股票募集资金。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出逐年下降，分别为 7,083.57 万元、2,043.78 万元和 1,351.23 万元，年均复合下降 56.32%，主要为偿还银行借款和分配股利的支出。受上述因素影响，公司筹资活动现金流量净额为-2,573.63 万元、-2,043.78 万元和 20,308.85 万元。

2018 年 1~9 月，公司经营活动现金流量净额 5,400.77 万元，投资活动现金流量净额-2,140.47 万元，筹资活动现金流量净额-382.63 万元，现金及现金等价物净增加额为 2,883.31 万元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流状况良好，获取现金能力较强，但公司经营活动现金流无法满足对外投资需求，公司融资需求较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，随着公司资产规模的扩大，2015~2017 年，公司流动比率逐年上升，分别为 1.22 倍、1.29 倍和 2.73 倍；速动比率波动上升，分别为 1.11 倍、1.10 倍和 2.46 倍；现金短期债务比逐年下降分别为 0.97 倍、0.63 倍和 0.55 倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力逐年下降，主要系一方面公司减少应收账款的提前贴现，以及用闲置资金购买理财产品致货币资金账面余额增速较慢；另一方面应付票据大幅增加所致；2015~2017 年，公司经营现金流动负债比率波动下降，分别为 45.94%、70.09%和 44.48%，公司经营现金流动对流动负债的覆盖能力尚可。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 较为稳定，分别为 7,950.47 万元、7,844.84 万元和 7,818.57 万元，主要由利润总额构成，占比分别为 60.65%、64.22%和 66.65%，计入财务费用的利息支出占比分别为 3.57%、0.79%和 1.51%，折旧占比分别为 19.43%、19.69%和 23.49%，摊销占比分别为 16.35%、15.30%和 8.35%。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 28.04 倍、126.50 倍和 66.30 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度很高；EBITDA 全部债务比分别为 1.48 倍、2.26 倍和 1.37 倍，EBITDA 对全部债务覆盖程度较高。

截至 2018 年 9 月底，公司获得授信 8,500 万元，已使用 4,859 万元，尚未使用的授信额度为 3,641 万元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年 9 月底，公司无重大未决诉讼事项。

截至 2018 年 9 月底，公司无对外担保事项。

根据企业提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1031011507330230Q），截至 2019 年 1 月 4 日，公司已还清债务信息概要中，有 1 笔欠息（2009 年 6 月 24 日），主要系银行系统原因导致，考虑到该笔金额极小且业务发生时间久远，对公司信用水平未产生重大不良影响；无未结清的关注类、不良类贷款信息记录。公司过往债务履约情况良好。

总体看，近年来，公司整体偿债能力较强。

八、本次可转换公司债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年 9 月底，公司债务总额为 5,469.66 万元，本次拟发行可转债规模不超过人民币 2.00 亿元。以截至 2018 年 9 月底财务数据为基础，本次可转债全部发行额度为公司债务总额的 3.66 倍，

全部发行后,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别变为 41.65%、32.59% 和 27.52%,较本次可转债发行前分别上升 16.61 个百分点,23.19 个百分点和 27.52 个百分点;债务负担明显加重,但仍处于合理水平。

2. 本次可转换公司债券偿债能力分析

以 2017 年的财务数据为基础,2017 年公司 EBITDA 为 7,818.57 元,为本次可转债发行额度(2.00 亿元)的 0.39 倍,EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可;公司 2017 年经营活动现金流入量为 39,219.55 万元,为本次可转债发行额度的(2.00 亿元)的 1.96 倍,公司 2017 年经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高。公司经营活动现金流量净额为本次可转债发行额度(2.00 亿元)的 0.31 倍,经营活动现金流量净额对本次可转债的覆盖程度尚可。

从本次可转债的发行条款来看,由于公司做出了较低的转股修正条款(任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时,公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决),有利于降低转股价;同时制定了有条件赎回条款(公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 120%(含 120%),或本次发行的可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时,公司有权决定按照债券面值的 105%加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债),有利于促进债券持有人转股。

本次可转换公司债券发行后,考虑到未来转股因素,预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能,同时,公司的募投项目达产后有望提升公司的盈利能力,综合来看,公司综合实力将进一步增强。

综合以上分析,并考虑到公司在客户质量、技术水平等方面具有的优势,联合评级认为,本次可转换公司债券到期无法还本付息的风险较低。

九、债权保护条款分析

1. 债券担保

为确保本次可转债公司债券如期兑付,公司采用第三方信用担保方式为本次可转债提供担保。根据公司董事长、实际控制人董建军先生为本次可转债向债券持有人出具的担保协议、担保函,董建军先生为公司本次发行的不超过 2.00 亿元可转债提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保;担保范围包括本金及其利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付费用。担保期限至翔港科技履约期限届满之日起六个月内或主债权消灭之日(以先到者为准)。

为确保本次可转债公司债券如期兑付,公司实际控制人董建军先生还将其所持有的翔港科技(603499.SH)市值不超过 3 亿元的人民币普通股(以下简称“质押股份”)进行质押担保,质押担保的范围包括翔港科技经中国证监会核准发行的本次可转债的全部债务,包括但不限于主债权(可转债的本金及利息)、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用。

董建军先生(以下简称“担保人”)是中华人民共和国公民,澳大利亚永久居留权,依法具有提供担保的法律资格。

截至 2018 年底,担保人持有公司 46.48%的股权、上海翔湾投资咨询有限公司 99.75%的股权和上海创乐人企业发展股份有限公司 7.18%的股权,除此之外无其他投资持股情况。

根据担保人提供的 2018 年 11 月 23 日的个人征信报告,董建军资信状况良好,偿还有息债务方面未发生违约行为。

截至 2019 年 2 月 14 日，董建军先生除为翔港科技向银行申请承兑汇票提供的担保外，无其他对外担保无对外担保。

总体看，董建军先生为本次可转债提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，体现了实际控制人对公司未来发展前景的信心。

十、综合评价

公司作为印刷包装上市公司之一，在商业模式、技术设备先进性、客户质量及稳定性等方面具有的竞争优势。近年来，公司收入和资产规模逐年增长，债务负担很轻。2017 年公司完成 A 股首次公开发行股票，其资本实力和整体抗风险能力得到增强。同时，联合评级也关注到公司所处印刷包装行业竞争激烈且行业集中度较低、公司主营业务毛利率下降、对主要客户依赖程度较高、拟建项目与主营业务关联度较低以及大额应收账款对运营资金存在占用等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

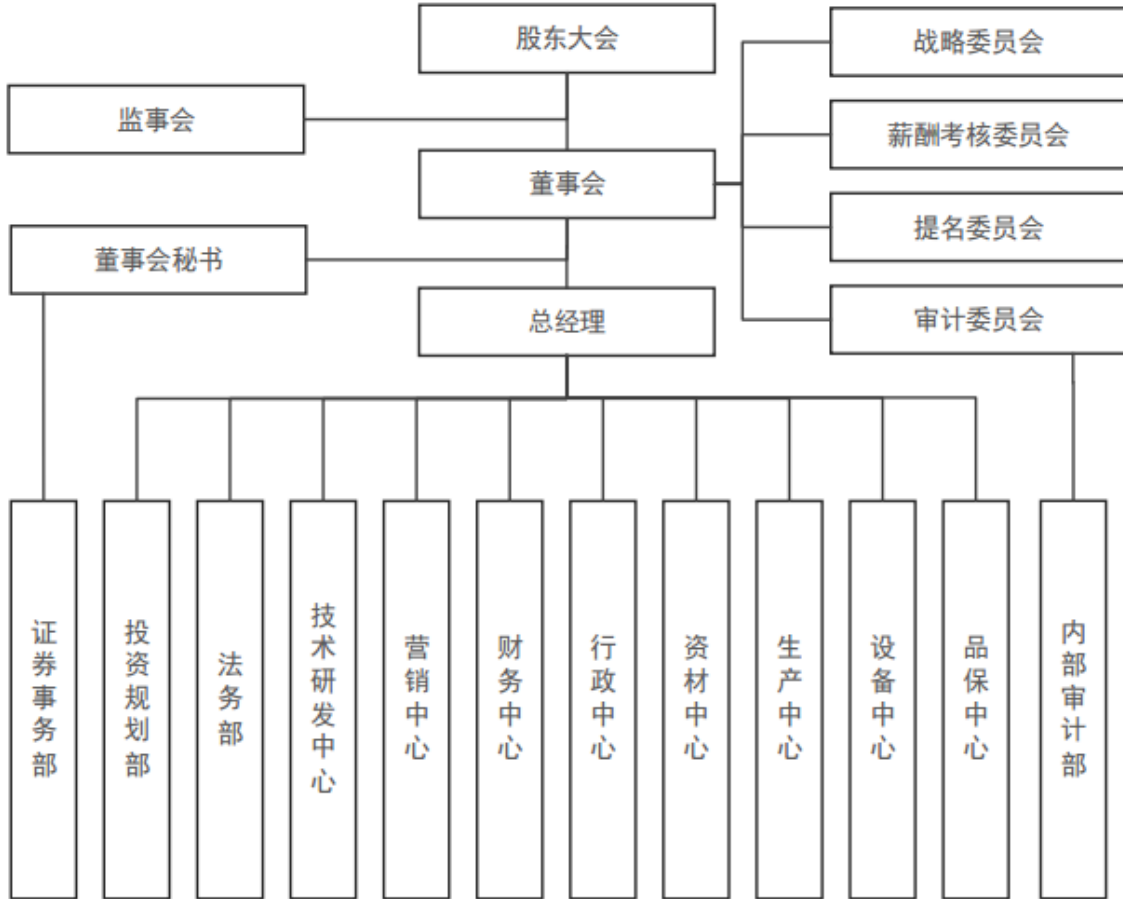
未来，随着公司拟建项目建成，若能成功进入化妆品制造行业，公司经营规模将进一步扩大，整体竞争实力有望增强。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 2 亿元（含）的可转换公司债券，从本次可转换债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中来看，本次可转换公司债券转股的可能性较大。

本次债券采用股份质押和保证的担保方式。公司控股股东、实际控制人董建军先生将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保（质押担保比例不低于本次债券本息总额的 150%）；同时董建军先生为本次债券提供连带责任保证担保，体现了公司实际控制人对公司未来发展的信心。

综上，基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险较低。

附件 1 上海翔港包装科技股份有限公司
组织结构图



附件 2 上海翔港包装科技股份有限公司 主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额 (万元)	35,603.33	44,982.27	67,221.15	70,270.46
所有者权益 (万元)	21,292.26	25,819.40	50,642.79	52,674.86
短期债务 (万元)	5,370.23	3,476.30	5,694.99	5,469.66
长期债务 (万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务 (万元)	5,370.23	3,476.30	5,694.99	5,469.66
营业收入 (万元)	27,444.74	28,490.52	33,929.95	27,139.01
净利润 (万元)	4,268.89	4,527.14	4,583.20	3,810.07
EBITDA (万元)	7,950.47	7,844.84	7,818.57	--
经营性净现金流 (万元)	6,457.46	9,563.21	6,150.42	5,400.77
应收账款周转次数 (次)	3.22	2.43	2.32	--
存货周转次数 (次)	13.26	9.67	7.80	--
总资产周转次数 (次)	0.87	0.71	0.60	0.39
现金收入比率 (%)	101.35	105.66	104.96	109.48
总资本收益率 (%)	18.54	16.40	10.98	--
总资产报酬率 (%)	16.24	12.66	9.50	--
净资产收益率 (%)	20.71	19.22	11.99	7.38
营业利润率 (%)	31.44	28.99	25.59	22.37
费用收入比 (%)	16.05	15.67	16.24	15.47
资产负债率 (%)	40.20	42.60	24.66	25.04
全部债务资本化比率 (%)	20.14	11.87	10.11	9.41
长期债务资本化比率 (%)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	28.04	126.50	66.30	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	1.48	2.26	1.37	--
流动比率 (倍)	1.22	1.29	2.73	2.51
速动比率 (倍)	1.11	1.10	2.46	2.22
现金短期债务比 (倍)	0.97	0.63	0.55	1.02
经营现金流动负债比率 (%)	45.94	70.09	44.48	36.28
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.40	0.39	0.39	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，四舍五入造成；2、除特别说明外，均指人民币；3、2018 年 1-9 月财报未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业总收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业总成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业总收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2]×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业总收入-营业总成本-营业税金及附加) / 营业总收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业总收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
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
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+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

 长期债务=长期借款+应付债券

 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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

 全部债务=长期债务+短期债务

 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 上海翔港包装科技股份有限公司 可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年上海翔港包装科技股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

上海翔港包装科技股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。上海翔港包装科技股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注上海翔港包装科技股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现上海翔港包装科技股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如上海翔港包装科技股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至上海翔港包装科技股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送上海翔港包装科技股份有限公司、监管部门等。

