

深圳市劲嘉创业投资有限公司

2020 年面向合格投资者公开发行 公司债券(第一期)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員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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【363】号 01

分析师

姓名：
邓艰 钟继鑫

电话：
0755-82820859

邮箱：
dengj@cspengyuan.com

评级日期：
2020年6月15日

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
评级方法已披露于中
证鹏元官方网站。

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

深圳市劲嘉创业投资有限公司 2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 信用评级报告

本期债券信用等级：AAA
发行规模：不超过5亿元（含）
债券期限：不超过3年（含）
担保主体：深圳担保集团有限公司
债券偿还方式：按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付

发行主体长期信用等级：AA
评级展望：稳定
增信方式：保证担保

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”）对深圳市劲嘉创业投资有限公司（以下简称“劲嘉创投”或“公司”）本次拟面向合格投资者公开发行总额不超过5亿元（含）公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司是烟标行业的龙头企业之一，包装印刷业务收入持续增长，毛利率保持在较高水平，由深圳担保集团有限公司（以下简称“深圳担保集团”）提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到，公司资金被关联方占用较多，公司面临较大的偿债压力，公司镭射包装材料产能利用率较低，面临产能消化风险，商誉面临一定的减值风险，公司房地产业务发展存在一定不确定性，对外担保规模较大，存在或有负债等风险因素。

正面：

- 公司是烟标行业的龙头企业之一，包装印刷业务收入持续增长，毛利率保持在较高水平。公司烟标生产规模、研发水平、生产制造能力处于行业内领先水平，是烟标行业的龙头企业之一。2017-2019年，公司分别实现包装印刷业务收入26.91亿元、30.75亿元和36.74亿元，收入规模持续增长。毛利率分别为41.87%、41.34%和39.79%，保持在较高水平。

- **深圳担保集团提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，深圳担保集团主体长期信用等级为 AAA，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保有效地提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资金被关联方占用较多。**截至 2019 年末，公司其他应收款账面价值为 21.47 亿元，占总资产的 14.92%，主要为应收关联方借款、应收联营企业投资配套资金和应收其他企业往来款等。公司资金被关联方占用较多，降低了资金使用效率，未来何时收回这部分资金具有一定不确定性，存在一定的坏账风险。
- **公司有息债务规模较大，主要为公司本部的负债，面临较大偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务规模为 49.18 亿元，占总负债的比重为 68.05%，其中一年内需偿还的有息债务为 38.15 亿元，主要为公司本部的债务。
- **公司镭射包装材料产能利用率较低，面临产能消化风险。**截至 2019 年末，公司镭射膜和镭射纸的年产能分别为 4.80 亿平方米和 4.60 万吨，产能利用率分别为 15.68% 和 48.42%，产能利用率较低。考虑到公司镭射膜和镭射纸产能增长较快，同时产能利用率较低，面临产能消化风险。
- **公司商誉面临一定的减值风险。**截至 2019 年末，公司商誉高达 10.55 亿元，占公司总资产的 7.33%，已计提减值准备 9,369.85 万元，其中近年子公司江苏顺泰包装印刷科技有限公司（以下简称“江苏顺泰”）净利润出现下滑，长春吉星印务有限责任公司（以下简称“长春吉星”）2019 年业绩完成率为 91.95%。考虑到公司商誉规模较大，若并购标的未来经营状况不达预期，商誉将面临一定的减值风险。
- **公司房地产业务发展存在一定不确定性。**公司开发的房地产项目均位于三、四线城市，2017-2019 年分别实现房地产收入 16.13 亿元、7.37 亿元和 1.32 亿元，2019 年末自主开发和合作开发房地产项目剩余可售面积合计 25.81 万平方米。考虑到当前三、四线城市商品房销售增速放缓，且目前公司以尾盘销售为主，未来能否顺利销售存在一定不确定性。
- **公司对外担保规模较大，存在或有负债风险。**截至 2019 年末公司对外担保金额合计为 9.76 亿元，担保金额占 2019 年末净资产的比重为 13.62%，被担保对象主要为关联方及商业往来对象，部分未设有反担保措施，存在或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	1,439,381.15	1,321,483.80	1,387,688.00
归属于母公司所有者权益	174,626.52	157,939.36	152,276.81
有息债务	491,786.87	391,712.26	438,737.22
资产负债率	50.21%	49.08%	52.43%
流动比率	1.36	1.58	2.02
速动比率	1.02	1.10	1.43
营业收入	453,601.80	414,790.86	458,777.93
营业利润	97,640.27	86,633.61	72,570.56
净利润	80,204.71	71,677.11	58,134.16
综合毛利率	36.96%	35.94%	30.47%
总资产回报率	7.75%	6.95%	6.11%
EBITDA	126,276.49	113,887.04	98,724.25
EBITDA 利息保障倍数	7.19	6.09	5.02
经营活动现金流净额	172,924.95	116,045.12	166,722.27

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

深圳担保集团主要财务指标（单位：万元）

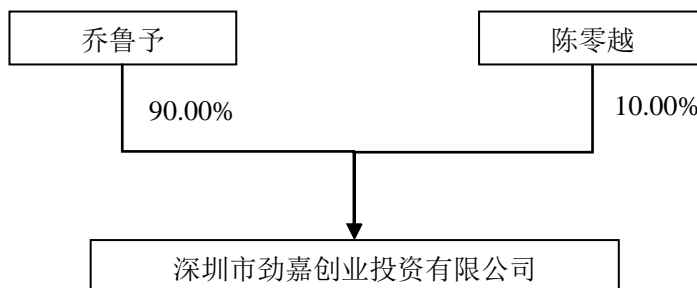
项目	2019年9月	2018年	2017年	2016年
总资产	1,934,820.10	1,892,860.76	1,131,732.77	613,407.39
所有者权益合计	1,087,022.74	1,038,644.29	974,413.39	284,263.87
营业总收入	150,231.77	164,694.05	90,707.10	71,289.73
净资产收益率	-	9.11%	6.52%	12.31%
融资担保余额	1,398,482.00	1,282,849.00	1,288,877.00	1,004,172.00
融资担保放大倍数	1.29	1.24	1.32	3.53
资本充足率	78.55%	81.71%	76.07%	28.90%
准备金覆盖率	3.75%	3.62%	3.31%	3.98%

资料来源：深圳担保集团 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 9 月财务报表、深圳担保集团提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司于2003年6月13日在深圳市南山区注册成立，初始注册资本为3,000.00万元，其中乔鲁予出资2,100.00万元，持有公司股权的70.00%；陈零越出资900.00万元，持有公司股权的30.00%。2007年，陈零越将其持有的公司20.00%股权转让给乔鲁予，转让完成后，乔鲁予和陈零越分别持有公司股权的90.00%和10.00%。截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为3,000.00万元，控股股东及实际控制人为乔鲁予，其持有公司股权的90.00%。

图 1 截至 2019 年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司主要从事包装印刷和房地产开发业务，其中包装印刷业务由控股子公司深圳劲嘉集团股份有限公司（以下简称“劲嘉股份”，股票代码为002191.SZ）及其下属公司经营，房地产开发业务由控股子公司深圳市劲嘉房地产开发有限公司（以下简称“劲嘉地产”）及其下属公司经营。截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司合计48家，具体情况详见附录三。

二、本期债券概况

债券名称：深圳市劲嘉创业投资有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）；

发行总额：本期债券为首期发行，发行规模不超过5亿元（含5亿元）；

债券期限和利率：不超过3年期（含），固定利率；

还本付息方式：单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；

增信方式：深圳担保集团提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过5亿元（含），扣除发行费用后拟全部用于偿还公司有息债务。

四、运营环境

（一）烟标行业

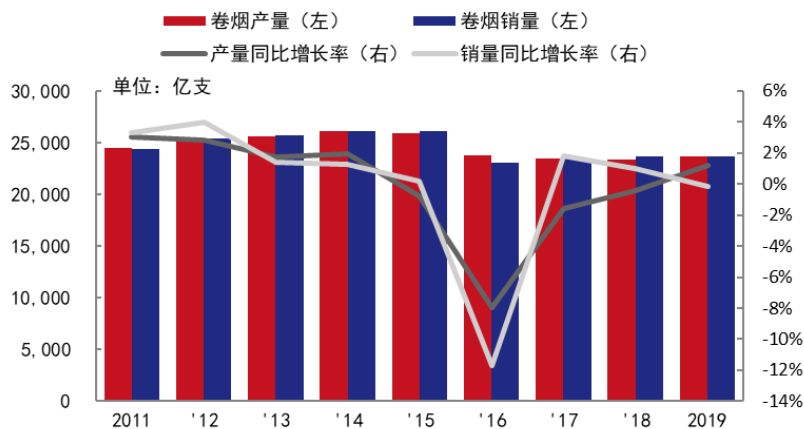
我国拥有庞大的卷烟消费人群，烟标印刷行业具备较为广阔的下游市场；卷烟行业具有弱周期特征，预计COVID-19疫情对烟标印刷行业的影响有限

烟标（俗称“烟壳子”）应用于卷烟包装，烟标印刷企业主营业务模式的形成主要基于烟标印刷行业下游卷烟企业目前广泛实施的招投标政策，通过参与下游卷烟企业组织的招投标获取订单，并按照客户的订单组织生产和销售。因此，烟标印刷行业发展状况与卷烟行业景气度息息相关。卷烟是一种替代性较弱的消费品，在大众的日常生活和人际交往中有着难以取代的地位，消费群体和人均消费量相对稳定。中国拥有全世界人数最多的烟民，庞大的卷烟消费群体为烟标印刷行业提供广阔的下游市场。

在卷烟销售端，2015年5月8日，国家烟草专卖局印发通知对国产卷烟和进口卷烟的批发价格和零售价格进行调整，决定自2015年5月10日起所有在销国产卷烟和进口卷烟批发价格均上调6%。同时，国家税务总局印发通知决定自2015年5月10日起，卷烟批发环节从价税率从5%上调至11%，并按0.005元/支加征从量税。受该提税顺价政策的影响，卷烟销量在2016年同比下降11.71%。近年来，受益于中高端卷烟产品销量的提升，全国卷烟销量整体较为稳定，2019年全国卷烟销量2.37万亿支，同比下降0.17%。在卷烟生产端，2015-2018年，随着提税顺价政策的实施以及行业去库存的影响，卷烟产量呈下降趋势。2019年，全国卷烟产量2.36万亿支，同比增长1.23%，是近五年来首次实现正增长，行业景气度有所改善。

对于卷烟行业而言，其具有弱周期性的特点，根据国家统计局数据显示，2020年1-3月份，在41个工业大类行业中，2个行业利润总额同比增加，其中烟草制品业利润总额同比增长28.5%。烟标印刷行业发展与卷烟行业发展息息相关，其自身没有明显的周期性。受COVID-19疫情影响，烟标印刷企业在疫情初期生产和销售受到一定影响。随着疫情得到控制和复工复产的推进，烟标印刷企业的生产和销售将逐步恢复，预计疫情对烟标企业的冲击整体有限。

图 2 近年卷烟行业景气度有所改善，产量逐步回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

卷烟行业高端化进一步推进，政策调整带来烟标产品要求提升，龙头烟标企业优势凸显

烟标印刷行业作为印刷包装的细分行业，具有技术水平高、印刷工艺复杂、创新空间大、附加值高等特点，对原材料、印刷技术、产品用途都有较高的要求，行业准入门槛高。近几年，烟草总局为了应对销量下降，维持利税增长，以及受国家禁烟、控烟政策的影响，正在积极推动产品结构调整，增加高端烟草比重，卷烟消费结构逐渐由中低端为主向高端转变，卷烟品牌总量不断减少，产品不断向中高端聚集。考虑到中高端卷烟对烟标的防伪技术、烟标设计、烟标质量以及烟标一致性的要求更高，技术难度的提升带来高端烟标产品价值普遍高于普通烟标产品，高端烟标需求量的上升将推动高端烟标生产企业市场占有率的提升，因此中小型、地方性烟标印刷企业面临更严峻的挑战。

目前，我国包装企业数量多且规模小，行业集中度不高，全国规模以上的烟标印刷企业约有200余家。烟标行业的上市公司主要包括汕头东风印刷股份有限公司、劲嘉股份、澳科控股有限公司和贵联控股国际有限公司等10家公司。此外，烟标行业市场化程度不高，烟草“三产”企业仍占据三分之一左右的市场份额，这两个因素为龙头烟标企业的发展提供了机遇。近年来，随着烟草业“主辅分离、辅业改制”的相关政策推进和烟标印刷精美程度增加、模切精确程度提升，龙头烟标企业有望通过并购等方式获得更多的市场份额。

表 1 2017-2019 年我国上市烟标企业烟标销售收入情况（单位：万元）

股票代码	公司名称	2019 年	2018 年	2017 年
601515.SH	汕头东风印刷股份有限公司	246,834	282,080	250,914
002191.SZ	深圳劲嘉集团股份有限公司	278,237	256,632	237,502
2300.HK*	澳科控股有限公司	213,942	217,018	202,023

1008.HK*	贵联控股国际有限公司	114,938	102,987	99,452
002951.SZ	四川金时科技股份有限公司	56,368	61,690	53,097
000812.SZ	陕西金叶科教集团股份有限公司	58,717	59,547	41,792
300195.SZ	天津长荣科技集团股份有限公司	33,147	45,538	41,068
603058.SH	贵州永吉印务股份有限公司	41,285	37,495	31,450
002836.SZ	广东新宏泽包装股份有限公司	40,645	27,343	26,605
603429.SH	安徽集友新材料股份有限公司	34,671	15,717	-

注：表中股票代码标*的香港上市公司原收入用港币计价，采用当年年末平均汇率转换成人民币。
 资料来源：Wind，中证鹏元整理

（二）房地产行业

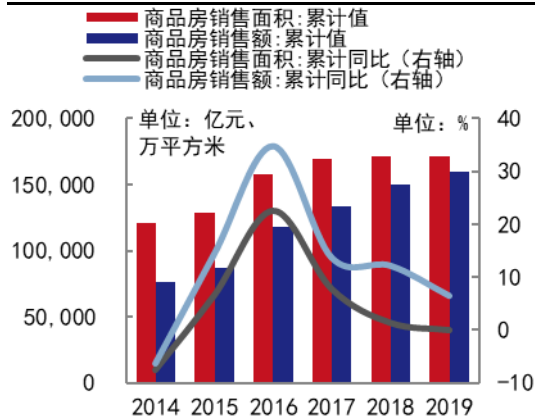
**2019 年不同能级城市商品房销售情况持续分化，三四线城市销售呈现一定的韧性；
 2020 年需继续关注受棚改货币化影响较大的低能级城市销售情况**

自 2016 年国内房地产调控以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购、限贷政策；2017 年政策调控继续坚持了分类调控、因城施策的原则，其中三、四线城市政策相对宽松，成为市场成交主力。2017 年全国商品房销售面积同比增长 7.7%，增速同比下滑 14.8 个百分点。2018 年中央继续强调房地产调控政策的稳定性和连续性，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，当年房地产市场成交主力的三四线城市明显降温，全国商品房销售面积同比增幅回落至 1.3%，增速较上年下滑 6.4 个百分点；销售额同比增长 12.2%，增速同比下滑 1.5 个百分点。受 2019 年下半年房企加大推盘力度、以价换量以及棚改货币化安置效果存在时滞等因素影响，2019 年三四线城市销售呈现一定的韧性，全国商品销售情况超出市场预期。根据国家统计局数据，2019 年全国销售额同比增长 6.50%，增速同比下滑 5.7 个百分点；商品房销售面积 171,557.87 万平方米，同比下滑 0.1 个百分点。

从不同类别城市表现来看，各能级城市成交变动情况分化显著。2018 年一线城市商品房成交持续下滑，成交面积降幅有所收窄，2018 年销售面积同比下降 5.11%，销售额同比增长 7.62%；二线城市增速有所回升，但仍表现低迷，2018 年销售面积同比基本持平，销售额同比增长 11.46%；随着去库存红利消退、棚改货币化安置力度走弱，三四线城市同比增速明显回落，2018 年商品房销售面积同比仅增加 4.95%。2019 年，一线城市商品房成交面积在前期深度调控的低基数下已开始触底反弹，全年保持了较快的增速，截至 2019 年末，一线城市成交面积合计为 3,373.08 万平方米，累计同比增长 11.61%；二线城市表现相对较弱，截至 2019 年末，销售面积合计为 8,785.22 万平方米，累计同比下降 0.07%；三四线城市销售增速缓慢下行但仍呈现一定的韧性，截至 2019 年末，三线城市商品房成交面积累计同比增长 7.80%，下半年单月同比增速有所回落。新建商品房住宅价格方面，

不同能级城市间价格走势也呈现一定的分化。

图 3 2019 年商品房销售面积出现下滑



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

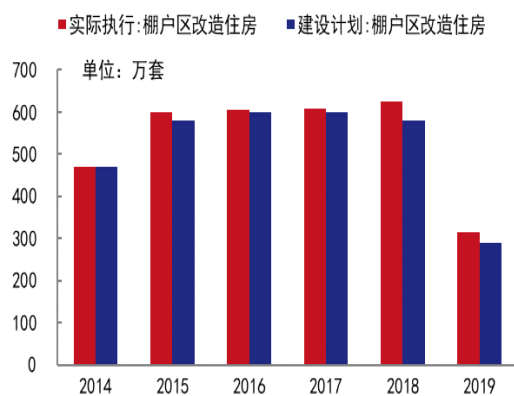
图 4 不同能级城市住宅价格指数走势分化



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

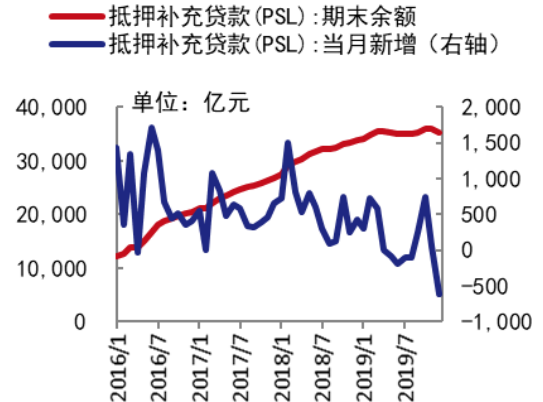
棚改货币化安置是本轮三四线城市房地产市场重要的支撑力量, 由于棚改资金下放到推动销售存在一定的时滞, 2019 年三四线城市房地产市场仍受到前期棚改托底, 销售呈现一定韧性。2018-2020 年我国城镇棚户区计划再改造 1,500 万套, 截至 2018 年底剩余棚改任务 874 万套。根据住建部网站, 2019 年全国棚改计划新开工 289 万套, 实际执行 316 万套, 占年度目标任务的 109%。2020 年棚改套数预计仍有 550 万套左右, 考虑到棚改货币化安置和专项债对棚改项目的资金支持力度走弱, 加之房企以价换量对三四线城市潜在需求提前透支, 加速推盘对销售的边际效应减弱, 三四线城市销售上行趋势在 2020 年难以持续。

图 5 近年棚改实际执行情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 6 2019 年新增 PSL 投放量大幅缩减



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

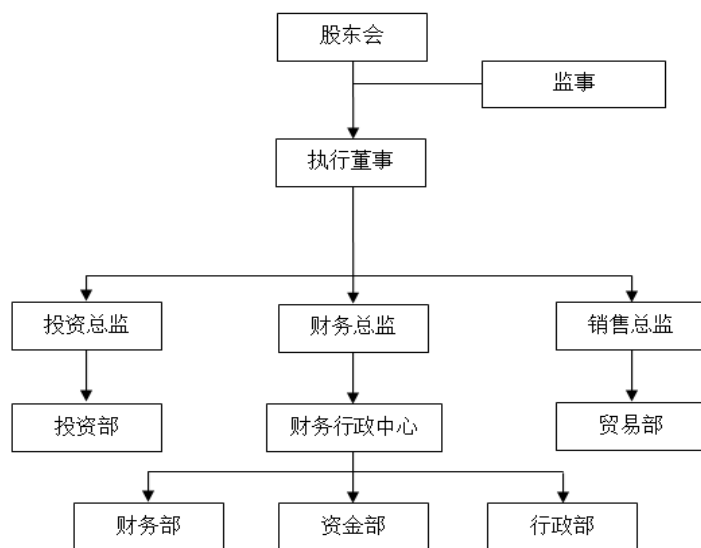
五、公司治理与管理

公司根据《公司法》等相关法律法规，制定了《公司章程》，设立了股东会，并设有执行董事及监事。公司设股东会，由全体股东组成，股东会是公司最高权力机构。股东会会议由股东按出资比例行使表决权。股东会每年召开一次年会，年会为定期会议，在每年的十二月召开。公司发生重大问题，经代表四分之一以上表决权的股东、三分之一以上董事或监事提议，可召开临时会议。公司不设董事会，设执行董事一名，执行董事行使董事会权力。执行董事为公司法定代表人，由股东会选举产生，任期三年。执行董事任期届满，可以连选连任。在任期届满前，股东会不得无故解除其职务。公司不设监事会，设监事成员一名，由股东会委任，任期三年。在任期届满前，股东会不得无故解除其职务，执行董事、经理及财务负责人不得兼任监事。

公司根据自身经营管理需要构建了经营管理机构，经营管理机构设总裁1名（由执行董事兼任），下设投资总监、财务总监和销售总监，分别负责投资部、财务行政中心和贸易部。在制度建设方面，公司制定了《资金计划管理制度》、《重大事项决策管理制度》、《投融资管理制度》、《会计核算制度》、《风险管理制度》等制度。

总体而言，公司在治理架构、部门设置和内部管理方面能够满足公司日常业务开展与经营管理的需要。

图 7 截至 2019 年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司主要从事包装印刷产品和镭射包装材料生产销售、房地产开发经营及物业管理，其中印刷产品和镭射包装材料生产销售业务由劲嘉股份经营，房地产开发经营及物业管理由子公司劲嘉地产经营。受公司缩减房地产开发业务战略、包装印刷业务增长和开展货物贸易业务等因素的影响，近年公司主营业务收入有所波动，2017-2019年分别为451,872.48万元、405,259.89万元和443,348.57万元。其中，包装印刷业务占主营业务收入的比例由2017年的59.55%提升至2019年的82.86%，为公司营业收入主要来源。公司管理的物业主要为前期自身开发经营的楼盘，每年能够为公司带来少量收入。公司其他业务主要来自货物贸易收入、材料销售、设计服务收入和防伪业务收入等。

从毛利率来看，公司包装印刷产品绝大部分为烟标，相比其他印刷产品，烟标印刷精美、模切规格精确，对生产技术要求高，相应的毛利率较高。公司房地产项目包括奥园壹号等，近年来毛利率逐渐下降。随着高毛利的包装印刷业务收入占比不断提升，公司主营业务毛利率也呈现出不断上升的趋势。

表 2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

行业名称	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
包装印刷	367,378.29	39.79%	307,482.60	41.34%	269,085.50	41.87%
房地产	13,212.65	-1.72%	73,651.67	0.47%	161,276.73	5.80%
镭射包装材料	68,875.72	20.20%	60,845.69	23.15%	58,158.37	23.09%
物业管理	2,945.92	27.67%	2,806.18	23.98%	2,841.70	16.71%
其他	73,614.55	6.69%	28,096.40	14.79%	22,315.35	8.19%
行业之间抵消	-82,678.56	-	-67,622.65	-	-61,805.18	-
合计	443,348.57	36.07%	405,259.89	35.51%	451,872.48	29.98%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

劲嘉股份烟标生产规模、研发水平、生产制造能力处于行业内领先水平，是烟标行业龙头企业之一

从烟标销售收入数据来看，2017-2019年劲嘉股份烟标业务销售规模均处于上市烟标企业前列。劲嘉股份是烟标行业标准制定者之一，技术研发水平领先，拥有自主知识产权的国际先进印刷设备机群。劲嘉股份拥有我国最大连线复合转移凹印机群，同时还引进了系列德国海德堡速霸印刷机群、日本高精度全自动模切机群等包装印刷设备，生产制造水平国内领先，能快速满足不同卷烟客户对烟标生产的需求。在研发投入方面，劲嘉股份拥有一支规模较大的研发团队，近年研发投入维持在其营业收入的4.00%以上。截至2019年

末，劲嘉股份已获得专利授权669项，其中发明专利105项，外观设计10项。

表 3 2017-2019 年劲嘉股份研发投入情况

项目	2019 年	2018 年	2017 年
研发人员数量（人）	541	492	469
研发人员数量占比	10.80%	11.17%	11.43%
研发投入金额（万元）	17,546.06	14,031.30	12,660.02
研发投入占营业收入比例	4.40%	4.16%	4.30%

注：表中研发投入占营业收入比例为劲嘉股份口径。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受益于在研发水平、制造能力以及对能够自产镭射包装材料等方面的优势，近年劲嘉股份烟标印刷业务毛利率保持在40%以上，处于行业领先水平。

表 4 2017-2019 年我国上市烟标企业烟标毛利率情况（单位：万元）

股票代码	公司名称	2019 年	2018 年	2017 年
601515.SH	汕头东风印刷股份有限公司	37%	35%	37%
002191.SZ	深圳劲嘉集团股份有限公司	43%	45%	45%
2300.HK*	澳科控股有限公司	29%	30%	30%
1008.HK*	贵联控股国际有限公司	23%	22%	24%
002951.SZ	四川金时科技股份有限公司	39%	41%	44%
000812.SZ	陕西金叶科教集团股份有限公司	38%	40%	30%
300195.SZ	天津长荣科技集团股份有限公司	28%	37%	31%
603058.SH	贵州永吉印务股份有限公司	44%	44%	41%
002836.SZ	广东新宏泽包装股份有限公司	32%	35%	35%
603429.SH	安徽集友新材料股份有限公司	34%	33%	-

注：表中港股上市的 2 家公司毛利率为综合毛利率。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

劲嘉股份采用订单式销售模式，烟标业务产销情况保持稳定；非烟标业务快速发展，收入规模持续增加

对于烟标制品，劲嘉股份采用的经营模式为订单式销售模式。烟标是为卷烟提供配套的产品，中国烟草总公司为公司烟标制品的唯一客户端，烟标为特殊产品，每种烟标均只向特定的客户直接供应，生产时间、生产数量均服从客户需要，一般不作产品储备，因此劲嘉股份为满足客户紧急采购需求而预留一部分产能。产能方面，随着2017年非公开发行的募投项目投产使得2018年年产能回升至440万箱。2019年公司减少了一条生产线，烟标年产能小幅下降为425万箱。近年劲嘉股份的烟标产量较为稳定，2017-2019年产量分别为334.38万箱、339.65万箱和352.69万箱。2017-2019年劲嘉股份产销率均维持在100.00%左右，产销较为均衡。收入方面，2017-2019年劲嘉股份分别实现烟标销售收入237,502.36

万元、256,631.59万元和278,236.78万元。2017-2019年，劲嘉股份烟标每箱平均单价分别为726.31元、726.86元和748.05元，2019年平均单价上升主要系公司改变产品结构推出新产品所致。

表 5 2017-2019 年劲嘉股份烟标印刷业务情况

项目	2019 年	2018 年	2017 年
年产能（万箱）	425.00	440.00	387.00
产量（万箱）	352.69	339.65	334.38
产能利用率	82.99%	77.19%	86.40%
销量（万箱）	371.95	353.07	327.00
产销率	105.46%	103.95%	97.79%
库存量（万箱）	63.96	83.22	96.63

资料来源：公司提供

在保持烟标领域的竞争优势基础上，劲嘉股份还积极拓展包装印刷领域的横向业务布局，在高档烟盒包装、酒类包装和电子产品包装等精品彩盒包装市场持续投入，开拓出“中华（金中支）”、“南京（九五之尊）”、“云烟（大重九）”等精品烟类彩盒包装业务，“茅台醇”、“洋河”、“劲酒”、“红星二锅头”、“江小白”等酒类彩盒包装业务，以及“VIVO”、“飞毛腿”等电子产品包装业务。此外，在新型烟草彩盒包装领域，劲嘉股份取得英美烟草、雷诺烟草、菲莫国际、悦刻等知名品牌的新型烟草产品的合格供应商资格。近年来劲嘉股份非烟标业务营业收入持续增长，2017-2019年复合增长率为68.00%。劲嘉股份非烟标业务由于前期固定资产折旧较大导致毛利率较低，随着业务增长带来的规模效应，非烟标业务毛利率由2017年的18.80%上升至2019年的30.90%。

表 6 劲嘉股份包装印刷业务明细（单位：万元）

行业名称	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
烟标	278,236.78	42.64%	256,631.59	45.06%	237,502.36	44.93%
非烟标	89,141.51	30.90%	50,851.01	22.55%	31,583.15	18.80%
合计	367,378.29	39.79%	307,482.60	41.34%	269,085.50	41.87%

资料来源：公司提供

2017-2019年，公司获得劲嘉股份的现金分红分别为10,762.65万元、13,971.11万元和13,892.69万元，劲嘉股份的现金分红是公司本部重要的收益来源。

劲嘉股份与多个省级中烟工业公司保持合作关系，客户稳定性较好，但需关注客户集中度较高风险

我国烟草行业实行专卖专营制度，卷烟由中国烟草总公司生产，卷烟销售由国家烟草

专卖局专卖，中国烟草总公司和国家烟草专卖局合署办公，对我国烟草行业“人、财、物、产、供、销、内、外、贸”进行集中统一管理。中国烟草总公司制定每年全国卷烟计划产量，并将生产任务分配给各省级中烟工业公司，烟标等原材料采购由各省级中烟工业公司决定。

我国烟标行业的下游客户为省级中烟工业公司，烟标企业新进入各省级中烟工业公司的供应链较为困难，但是烟标企业进入各省级中烟工业公司供应链后，容易持续获得销售订单。近年来，劲嘉股份通过内生增长和对外并购，烟标业务销售网络覆盖了较多省级中烟工业公司，带动烟标业务规模不断增长。

表 7 截至 2019 年末劲嘉股份主要经营烟标业务的子公司或联营下属企业情况（单位：万元）

名称	持股比例	主要客户	并购年度	并购价格	商誉
青岛嘉颐泽印刷包装有限公司	100.00%	山东中烟、青岛嘉泽	-	-	-
重庆宏声印务有限责任公司	66.00%	重庆中烟、云南中烟	2013	35,110.00	-
安徽安泰新型包装材料有限公司	100.00%	安徽中烟	-	-	-
江苏劲嘉新型包装材料有限公司	60.00%	江苏中烟	-	-	-
江西丰彩丽印刷包装有限公司	100.00%	江西中烟	2019	15,962.00	8,650.73
昆明彩印有限责任公司	51.61%	云南中烟	-	-	-
江苏顺泰包装印刷科技有限公司	100.00%	江苏中烟、黑龙江烟草	2015	70,500.00	63,023.04
贵州劲嘉新型包装材料有限公司	100.00%	贵州中烟	-	-	-
长春吉星印务有限责任公司	70.00%	吉林烟草、黑龙江烟草	2016	22,400.00	18,109.92

注：表中并购年度为最后一次股权收购的时间，并购价格为取得股权的对价合计数，商誉为 2019 年末的账面价值。

资料来源：公司提供

2017-2019年，劲嘉股份前五大客户销售收入占营业收入的比重分别为56.23%、50.90%和53.30%，占比较高。近年来劲嘉股份主要客户包括江苏中烟工业有限责任公司、安徽中烟工业有限责任公司、云南中烟物资（集团）有限责任公司等企业，客户资质较好，主要客户的稳定性也较高，较为稳定的合作关系为未来订单带来一定的保障。但同时需要注意的是，前五大客户营收占比较高，存在一定客户集中度较高的风险。

公司纸张采购可选择空间较大，集中度不高；公司具备镭射包装材料自产能力，近年镭射包装材料产能持续提高，原材料供应较有保障，但需关注产能消化风险

在包装印刷业务方面，公司的主要原材料为纸张、油墨和镭射包装材料等，其中纸张在原材料成本中占比最高，基本维持在50.00%左右。考虑到烟草行业的新的竞争格局和烟标行业全国公开招标和对标的推行，对烟标价格产生压力，纸张、油墨和镭射包装材料等

原材料价格波动对于包装印刷业务的盈利能力影响将加大。2017-2019年，劲嘉股份前五大供应商采购成本占采购总额的比重分别为14.66%、15.49%和12.63%，主要是采购纸张及少量的电化铝等镭射包装材料所需原料。其中，纸张的供应商主要为南京赫丰纸业有限公司、山东国际纸业太阳纸板有限公司等企业。目前国内纸张生产企业数量较多，纸张供应较为充足，公司可选择空间较大，因此供应商集中度不高。

除了纸张外，大量包装印刷企业使用镭射技术以满足烟标等产品对外观设计和防伪功能等方面的较高要求。镭射包装材料行业是技术及资金密集型行业，供应相对稀少。公司镭射包装业务主要由子公司中丰田光电科技（珠海）有限公司（以下简称“中丰田”）运营。2008年3月及2013年10月，劲嘉股份先后收购中丰田60.00%和40.00%股权，中丰田成为劲嘉股份的全资子公司。中丰田主要生产OPP镭射膜、PET镭射膜、PVC镭射膜以及镭射纸等产品，是包装印刷产业链的上游。通过收购中丰田能够满足公司对烟标印刷材料镭射膜和复合转移镭射纸的需求，同时提升防伪印刷和镭射包装材料的技术水平，实现公司产业链向上游延伸。

公司的镭射包装材料包括镭射膜和镭射纸，其中一部分用于公司内部生产包装印刷产品，另一部分对外销售。在产销率方面，公司的镭射膜和镭射纸均保持在较高的水平，镭射膜和镭射纸的销量大于产量主要系公司有部分属于委外生产所致。2017-2019年公司镭射包装材料收入¹分别为58,158.37万元、60,845.69万元和68,875.72万元，收入规模持续增长。近年来公司镭射包装材料毛利率存在一定波动，主要系原材料价格等成本波动所致。

产能利用率方面，2017-2019年公司镭射纸产能利用率分别为92.30%、97.51%和48.42%，镭射膜产能利用率分别为44.78%、29.26%和15.68%，整体来看产能利用率较低。2018年1月，劲嘉股份将2017年非公开发行股票的募投项目中“贵州省食品安全（含药品保健品）物联网与大数据营销溯源平台项目”变更为“中丰田光电科技改扩建项目”²，项目总投资金额18,595.91万元。随着该改扩建项目的部分投产，2018年及2019年公司镭射膜和镭射纸产能出现大幅提升，2019年末公司镭射膜年产能为48,000.00万平方米，而镭射纸年产能为46,000.00吨。考虑到公司镭射膜和镭射纸产能增长较快，同时产能利用率较低，需关注公司镭射包装材料的产能消化风险。

表 8 2017-2019 年公司镭射包装材料业务情况

产品	项目	2019 年	2018 年	2017 年
镭射膜	年产能（万平方米）	48,000.00	34,009.00	25,404.00
	产量（万平方米）	7,527.82	9,952.51	11,376.29

¹镭射包装材料收入为对内销售和对外销售的合计。

² 2020 年 3 月，该项目达到预定可使用状态，该项目产能为镭射纸 4.20 万吨/年，镭射膜 4.00 亿平方米/年。

	销量（万平方米）	9,878.11	10,622.94	12,386.12
	对内销售量（万平方米）	3,543.37	4,242.65	5,454.36
	对外销售量（万平方米）	6,334.74	6,380.29	6,931.76
	库存量（万平方米）	2,033.09	3,183.47	3,106.84
镭射纸	年产能（吨）	46,000.00	19,200.00	18,000.00
	产量（吨）	22,273.18	18,722.45	16,613.66
	销量（吨）	35,328.06	31,407.21	28,612.27
	对内销售量（吨）	28,855.64	25,653.84	24,153.58
	对外销售量（吨）	6,472.41	5,753.38	4,458.69
	库存量（吨）	5,667.39	5,216.80	5,639.83

注：表中镭射膜的产量和销量数据未统计以镭射膜生产镭射纸的规模。

资料来源：公司提供

公司大部分房地产项目处于尾盘销售或清盘状态，近年收入规模持续下降，盈利状况较差，未来公司将逐渐退出房地产市场

公司房地产业务主要由劲嘉地产运营，开发的房地产项目主要位于浙江湖州、贵州贵阳等三四线城市，以改善型住房为主。浙江湖州的奥园壹号项目处于尾盘清盘阶段，贵阳新天荟项目、江口纯水岸生态城项目处于尾盘销售阶段，贵阳万科云岩大都会项目处于销售阶段。2019年，公司在建房地产项目按开发计划有序进行，且已取得预售许可证，资金需求量较为稳定，完工待售的房地产项目销售规模较小。劲嘉地产于2019年10月将佛山南海待开发项目的开发主体佛山市南海劲嘉房地产开发有限公司100.00%股权转让给深圳信和创富投资有限公司³，铜仁江口土地开发项目已于2019年11月与江口县自然资源局签订协议拟收储。根据公司发展战略，公司将缩减房地产开发业务，不再开发新的楼盘。

2017-2019年，劲嘉地产的净利润分别为-3,291.71万元、-3,570.78万元和-4,248.93万元，经营活动产生的现金流量净额分别为20,024.95万元、-24,778.78万元和-22,468.56万元。整体来看，公司房地产业务盈利状况较差。

表 9 2017-2019 年劲嘉地产主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	297,382.16	312,204.93	359,047.65
所有者权益	188,100.36	192,285.38	194,596.36
营业收入	14,186.04	75,109.94	161,916.67
净利润	-4,248.93	-3,570.78	-3,291.71
经营活动产生的现金流量净额	-22,468.56	-24,778.78	20,024.95

资料来源：公司提供

2017-2019年，公司分别销售楼盘回笼资金129,776.69万元、57,059.82万元和23,184.34

³ 随着佛山市南海劲嘉房地产开发有限公司股权转让，其与下属子公司开发的赣州山与城项目、佛山金棕榈湾项目和佛山金棕榈园项目相应一并转让。

万元，回笼资金规模持续下降，主要系大部分房地产项目已经处于尾盘清盘阶段所致。

截至2019年末，公司自主开发的房地产项目可售面积为567,087平方米，已售面积为501,155平方米，尚有65,932平方米商品房可对外出售。随着公司剩余可出售商品房逐步对外销售，可带一定的现金流入。但是公司开发的房地产项目均位于三、四线城市，考虑到当前三、四线城市房地产市场价格相对偏高，居民购买能力较弱，政府地产调控政策短期内预计不会出现明显放松，公司当前项目能否顺利实现销售尚存在一定不确定性。此外，由于市场行情状况不佳，公司房地产业务毛利较低，这部分待售的房地产盈利性较差。

表 10 2019 年末公司自主开发房地产项目开发和销售情况（单位：平方米）

项目名称	位置	占地面积	建筑面积	可售面积	已售面积	结算面积	已售比率
奥园壹号	湖州	85,232	151,736	119,790	118,144	118,144	98.63%
江城国际	江口	26,300	93,045	80,386	66,978	66,978	83.32%
纯水岸生态城	江口	117,328	376,116	234,743	213,024	213,024	90.75%
贵阳新天荟	贵阳	19,851	137,158	132,168	103,010	103,010	77.94%
合计		248,711	758,055	567,087	501,155	501,155	88.37%

资料来源：公司提供

除自主开发房地产项目，公司还通过贵阳创合万科投资有限公司（以下简称“贵阳创合”）合作开发万科大都会项目，劲嘉地产持有项目公司75%股权，贵阳创合持有项目公司25%股权。贵阳创合负责实施房地产项目开发事宜，公司负责项目地块上的房屋征收与安置补偿工作。在项目可预售前，对于项目内所有停车位，贵阳创合只能获得其销售金额2%的技术支持服务费，不能获得超额技术支持服务费，对于项目住宅、公寓和商业物业，贵阳创合除获得销售金额2%的技术服务费外，还能获得超过基准价差部分25%-35%的超额开发建设技术支持服务费。

截至2019年末，万科云岩大都会项目共计回笼资金139,172.36万元，结算面积110,218.86平方米，剩余可售面积192,217.76平方米。该项目原计划于2018年12月完成开发，但截至2019年末完工比例约为94.35%，建设进度慢于预期。此外，考虑到该项目的收益最终是由项目销售情况决定的，未来收益存在一定不确定性。

表 11 2019 年末公司合作开发房地产项目情况（单位：平方米、万元）

项目名称	占地面积	建筑面积	预计投资	已投资
万科云岩大都会项目	32,401.00	417,019.00	147,776.28	139,452.76

资料来源：公司提供

公司通过股权投资扩展业务规模，有助于增强竞争实力，但也带来较大的商誉。部分被并购企业经营业绩不达预期，存在一定减值风险，需持续关注其经营状况

近年来，公司积极通过对外股权投资和并购的方式扩展业务规模，包括收购长春吉星、重庆宏劲印务有限责任公司（以下简称“重庆宏劲”）、贵州省仁怀市申仁包装印务有限责任公司（以下简称“申仁包装”）和江西丰彩丽印刷包装有限公司（以下简称“江西丰彩丽”）等公司的股权，以及出资设立宜宾嘉美智能包装有限公司。通过股权投资的方式，实现拓展包装印刷业务的市场范围和客户资源，有利于增强公司的竞争实力。

截至2019年末，公司长期股权投资账面价值为140,641.46万元，主要包括对重庆宏声印务有限责任公司（以下简称“重庆宏声”）、重庆宏劲和申仁包装等公司的股权投资。2017-2019年，公司长期股权投资带来的投资收益分别为3,402.96万元、10,599.87万元和9,742.64万元。整体来看，长期股权投资带来的投资收益对公司盈利形成补充。同时考虑到公司长期股权投资规模较大，若未来被投资单位经营情况发生变动，将对公司业绩产生影响。

表 12 截至 2019 年末公司主要长期股权投资情况（单位：万元）

公司名称	账面价值	2019 年投资收益
重庆宏声印务有限责任公司	51,000.56	2,468.87
重庆宏劲印务有限责任公司	17,746.63	762.96
贵州省仁怀市申仁包装印务有限责任公司	33,855.15	1,821.08
香港润伟实业有限公司	9,904.70	749.52
贵阳万科劲嘉置业有限公司	8,750.68	2,684.05
青岛嘉泽包装有限公司	7,160.07	1,277.27

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司对外股权投资形成的商誉账面价值为105,535.28万元，占期末净资产的14.72%，主要包括对江苏顺泰、长春吉星和江西丰彩丽等股权投资带来的商誉。

劲嘉股份于2012年和2015年先后收购江苏顺泰49.00%和51.00%的股权，形成商誉63,023.04万元。2017-2019年江苏顺泰分别实现营业收入15,471.60万元、16,083.05万元和17,069.89万元，分别实现净利润5,542.41万元、5,263.56万元和4,822.00万元，净利润呈现下滑趋势，需关注其未来经营情况对商誉的影响。

劲嘉股份于2016年收购长春吉星70%的股权，原业绩承诺期为2016-2019年，截至2018年业绩累计完成率为92.86%。因长春吉星于2019年进行技术升级改造，2019年业绩受到一定影响，2019年11月劲嘉股份与上海中昂实业有限公司签署补充协议，将业绩承诺期限延长2年并调整业绩承诺，承诺2019-2021年净利润额均不低于4,000.00万元。2019年长春吉星实现净利润3,678.18万元，业绩完成率为91.95%，业绩完成率大于90%，完成当年度业绩承诺，但以后年度能否顺利完成业绩承诺仍存一定不确定性。

已计提的商誉减值方面，公司因收购中丰田、贵州恒诚创企业管理有限公司、贵州鼎力机械电子有限公司股权形成7,971.24万元、1,194.99万元和5,090.96万元商誉，截至2019年末根据商誉减值测试结果分别计提商誉减值准备3,083.91万元、1,194.99万元和5,090.96万元。其中，贵州鼎力机械电子有限公司系公司于2010年2月收购，近三年未开展业务且净利润均为负数，根据商誉减值测试结果于2019年全额计提商誉减值准备5,090.96万元。

整体来看，公司商誉账面价值较大，若并购标的未来经营不达预期，将存在一定的减值风险。

表 13 2019 年末公司商誉情况（单位：万元）

被投资单位名称	期末余额	减值准备期末余额
深圳市劲嘉科技有限公司	64.15	0.00
中丰田光电科技(珠海)有限公司	7,971.24	3,083.91
江西丰彩丽印刷包装有限公司	8,650.73	0.00
佳信(香港)有限公司	4,050.99	0.00
贵州鼎力机械电子有限公司	5,090.96	5,090.96
贵州恒诚创企业管理有限公司	1,194.99	1,194.99
江口劲嘉房地产开发有限公司	627.27	0.00
江苏顺泰包装印刷科技有限公司	63,023.04	0.00
贵州瑞源包装有限责任公司	89.73	0.00
长春吉星印务有限责任公司	18,109.92	0.00
深圳市众利兴材料科技有限公司	6,032.13	0.00
合计	114,905.14	9,369.85

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建项目规模较大，需关注项目能否实现预期收益

截至2019年末，公司主要在建项目包括梵净山居酒店项目、梵净谷健康产业基地项目及劲嘉股份2017年非公开发行股票的募投项目等。梵净山居酒店项目和梵净谷健康产业基地项目位于贵州省铜仁市江口县，主要围绕列入世界遗产名录的梵净山进行打造，项目包括原生态山地体育运动公园、精品酒店和会所、园林景观等内容。截至2019年末，梵净山居酒店项目和梵净谷健康产业基地项目累计已投入57,216.79万元，项目投资规模较大，需关注未来能否顺利实现预期收益。

劲嘉股份2017年非公开发行股票的募投项目主要包括基于RFID技术的智能物联运营支撑系统项目、劲嘉新型材料精品包装项目和安徽新型材料精品包装及智能化升级项目等项目，截至2019年末已投资106,584.26万元，尚需投资72,339.17万元，考虑到2019年末劲嘉股份募集资金尚未使用募集资金总额为74,447.81万元，能够满足项目后续建设的资金需要。随着2017年非公开发行股票募投项目的逐步投产，将给劲嘉股份带来年产新型材料包

装22,000.00万个、新增社会化精品包装14,500.00万个和社会化精品包装6,500.00万张的产能，考虑到产能增加规模较大，需关注产能能否顺利消化并实现预期收益。

表 14 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预算总投资金额	已投资金额
梵净山居酒店	18,124.00	7,058.43
梵净谷健康产业基地	51,840.00	50,158.36
基于 RFID 技术的智能物联运营支撑系统项目*	52,200.00	15,086.33
劲嘉新材料精品包装项目*	51,928.60	42,883.50
安徽新材料精品包装及智能化升级项目*	7,981.96	3,748.12
贵州新材料精品包装及智能化升级项目*	9,582.72	6,630.65
江苏新材料精品包装及智能化升级技术改造项目*	8,322.24	3,439.48
劲嘉智能化包装升级项目*	15,140.00	14,573.39
包装技术研发中心项目*	15,172.00	2,055.54
中丰田光电科技改扩建项目*	18,595.91	18,167.25
合计	248,887.43	163,801.05

注：项目名称标注“*”为劲嘉股份 2017 年非公开发行股票的募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中准会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告，经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况：2017年公司合并报表范围子公司新增4家，减少2家；2018年公司合并报表范围子公司新增6家，减少2家；2019年公司合并报表范围子公司新增3家，减少9家，详见附录五。

资产结构与质量

公司近年资产规模整体呈现上升趋势，资产主要由货币资金、其他应收款、存货和固定资产构成，关联方对公司资金有较大占用，存在一定的坏账风险，商誉面临一定的减值风险

近年公司资产规模整体呈现上升趋势，截至2019年末，公司资产总额为1,439,381.15万元，较2017年末增长3.73%。从资产结构来看，公司资产主要以流动资产为主，2019年末流动资产占比为57.07%。

表 15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	228,337.96	15.86%	188,231.69	14.24%	272,566.26	19.64%
交易性金融资产	64,390.00	4.47%	57,500.00	4.35%	-	-
应收账款	62,998.78	4.38%	80,479.92	6.09%	71,525.04	5.15%
其他应收款	214,710.59	14.92%	121,825.84	9.22%	143,117.19	10.31%
存货	202,101.51	14.04%	210,383.92	15.92%	239,698.90	17.27%
流动资产合计	821,429.91	57.07%	685,675.83	51.89%	820,981.01	59.16%
长期股权投资	140,641.46	9.77%	159,236.15	12.05%	129,863.98	9.36%
投资性房地产	62,890.51	4.37%	55,368.75	4.19%	47,560.63	3.43%
固定资产	182,260.08	12.66%	168,306.06	12.74%	175,295.07	12.63%
在建工程	77,637.77	5.39%	99,418.40	7.52%	59,138.70	4.26%
商誉	105,535.28	7.33%	104,649.32	7.92%	104,649.32	7.54%
非流动资产合计	617,951.24	42.93%	635,807.97	48.11%	566,706.99	40.84%
资产总计	1,439,381.15	100.00%	1,321,483.80	100.00%	1,387,688.00	100.00%

注 1：表中 2018 年交易性金融资产为 2019 年审计报告期初数；

注 2：表中其他应收款未包括应收利息和应收股利。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司货币资金规模为228,337.96万元，主要由银行存款等构成，其中2019年末货币资金中有104,172.70万元使用受限，系用于银行贷款质押的银行定期存款、银行承兑汇票保证金和售房按揭保证金。截至2019年末，公司交易性金融资产为64,390.00万元，均为结构化理财产品，系劲嘉股份于2019年开始执行新金融工具准则，将其持有的部分短期理财产品由其他流动资产中重分类至交易性金融资产。公司烟标业务主要客户为各省级中烟工业公司，公司处于相对弱势地位，应收各省级中烟工业公司账款金额较大。截至2019年末，公司应收账款为62,998.78万元，前五大应收账款规模合计占应收账款总额的53.44%，应收对象主要为经营状况良好的各省级烟草公司，发生坏账的风险低，公司对应收账款累计计提了3,979.71万元坏账准备。公司其他应收款主要为应收关联方借款、应收联营企业投资配套资金和应收其他企业往来款等，截至2019年末账面价值为214,710.59万元，同比增长76.24%，主要系深圳劲嘉投资控股有限公司不再并表、新增新疆世纪运通股权投资合伙企业（有限合伙）等企业的借款和深圳市众利兴材料科技有限公司并表等因素所致。公司其他应收款规模较大，回收时间具有一定不确定性，关联方对公司资金有较大占用，存在一定的坏账风险。截至2019年末，公司存货规模为202,101.51万元。其中，开发成本（正在建设过程中的楼盘）账面价值为71,573.46万元，占存货的比例为35.41%，系万科大都会项目和纯水岸生态城项目投入；开发产品（已竣工未结算的楼盘）年末账面

价值为40,147.89万元，占存货的比例为19.87%，包括湖州奥园壹号等5个项目，大多处于尾盘销售阶段，面临一定的减值风险；原材料、在产品、库存商品和发出商品合计为89,766.05万元，主要系包装印刷业务形成的。

公司长期股权投资主要系对重庆宏声、申仁包装、重庆宏劲等合营、联营企业的投资，截至2019年末，公司长期股权投资规模为140,641.46万元，2019年公司长期股权投资确认的投资收益为9,742.64万元。公司投资性房地产主要系用于出租的商铺和厂房，2019年末公司投资性房地产账面价值为62,890.51万元，其中未办妥产权证书的投资性房地产账面价值为4,988.04万元。公司固定资产主要包括行政办公大楼、生产园区房产和印刷包装机械设备等，截至2019年末账面价值为182,260.08万元。公司固定资产中未办妥产权证书的资产合计账面价值为557.51万元，主要是厂房及办公楼。截至2019年末，公司在建工程账面价值为77,637.77万元，主要包括中丰田厂房升级改造项目、劲嘉集团工业园四期和梵净谷健康产业基地等项目。公司商誉主要系投资江苏顺泰、长春吉星和江西丰彩丽等单位产生的溢价，2019年末公司商誉账面价值为105,535.28万元。公司已累计计提商誉减值准备9,369.85万元，考虑到公司商誉规模较大，未来需持续关注公司商誉减值风险。截至2019年末，公司使用受限的资产规模123,421.66万元，占总资产的比重为8.57%。

总体来看，公司近年资产规模整体呈现上升趋势，资产主要由货币资金、其他应收款、存货和固定资产构成，关联方对公司资金有较大占用，存在一定的坏账风险，商誉面临一定的减值风险。

资产运营效率

近年公司净营业周期缩短，但资产营运效率表现不佳

公司业务主要包括烟标和房地产两类，烟标业务面临的客户为各省级中烟工业公司，销售回款速度较为稳定，房地产业务采用预售方式，一般向客户交房前已收取了全额购房款，相应的应收客户购房款较少。2017-2019年，公司应收账款周转天数分别为74.69天、80.47天和70.21天，总体上回款期限较短。公司烟标及非烟标印刷业务均采取订单式销售模式，存货周转天数较短；房地产业务从拿地到完工交付客户需经历较长的时期，存货周转天数较长。受此影响，公司2017-2019年的存货周转天数分别为311.69天、308.79天和263.83天，随着房地产业务的减少，存货周转天数有所下降。应付账款方面，2017-2019年公司应付账款周转天数分别为141.53天、178.09天和232.40天，呈现上升趋势，其中2018年因房地产收入规模下降带动应付账款周转天数上升，2019年因应付票据规模大幅增加导致应付账款周转天数上升。在上述因素的综合影响下，2017-2019年公司净营业周期逐渐

减小。

从整体资产运营效率来看，2017-2019年公司流动资产周转天数、固定资产周转天数和总资产周转天数存在一定波动，主要系近年公司营业收入有所波动所致。总体来看，近年公司资产运营效率表现不佳。

表 16 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	70.21	80.47	74.69
存货周转天数	263.83	308.79	311.69
应付账款周转天数	232.40	178.09	141.53
净营业周期	101.64	211.18	244.85
流动资产周转天数	598.06	653.82	608.70
固定资产周转天数	139.11	149.11	149.92
总资产周转天数	1,095.58	1,175.65	1,034.80

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司营业收入存在一定波动，毛利率逐渐上升

公司营业收入主要来源于包装印刷业务，受公司缩减房地产开发业务战略、包装印刷业务增长和开展货物贸易业务等因素的影响，近年公司收入规模有所波动，2017-2019年公司营业收入分别为458,777.93万元、414,790.86万元和453,601.80万元。毛利率方面，受益于高毛利的包装印刷业务占比上升，公司综合毛利率呈现上升趋势，2019年综合毛利率为36.96%，较2017年提升6.49个百分点。

2017-2019年公司分别计提资产减值损失1,538.09万元、2,711.94万元和7,030.85万元，主要系商誉、存货等计提减值形成。此外，公司房地产业务主要布局在三、四线城市湖州、贵阳等城市，截至2019年末公司完工待售房地产项目销售规模较小，但三、四线城市居民购房意愿受高房价抑制，加上调控政策带来的房地产市场降温，公司持有的房地产项目未来也存在发生减值的风险。

投资收益方面，2017-2019年公司分别确认投资收益4,522.32万元、13,615.79万元和13,056.43万元，主要来自公司长期股权投资产生的收益，其中2019年因处置长期股权投资产生的投资收益为2,422.14万元。总体来看，投资收益对公司利润有一定贡献，未来仍需关注被投资方的经营状况对投资收益产生的影响。

表 17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
营业收入	453,601.80	414,790.86	458,777.93
资产减值损失	-7,030.85	-2,711.94	-1,538.09
投资收益	13,056.43	13,615.79	4,522.32
营业利润	97,640.27	86,633.61	72,570.56
营业外收入	473.27	608.74	120.64
利润总额	96,769.35	87,080.57	72,380.78
净利润	80,204.71	71,677.11	58,134.16
综合毛利率	36.96%	35.94%	30.47%
期间费用率	15.95%	16.83%	14.07%
营业利润率	21.53%	20.89%	15.82%
总资产回报率	7.75%	6.95%	6.11%
净资产收益率	11.54%	10.75%	10.01%
营业收入增长率	9.36%	-9.59%	-1.18%
净利润增长率	11.90%	23.30%	-10.44%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流持续净流入，近年偿还债务带来筹资活动现金流出规模较大

公司烟标业务的客户主要为各省级中烟工业公司，客户质量较好，而房地产业务通常为预收购房款，因此整体收现情况较好，2017-2019年公司收现比分别为0.91、0.95和1.07。2017-2019年，公司FFO分别为81,273.70万元、88,212.91万元和104,290.97万元，经营活动现金流入净增加。受经营业务现金流入及往来款净流入的影响，2017-2019年公司经营活动现金流量净额分别为166,722.27万元、116,045.12万元和172,924.95万元，经营活动现金流持续净流入。

投资活动方面，近年公司投资活动现金表现为净流出，2017-2019年投资活动分别净流出115,640.27万元、67,641.72万元和25,487.40万元，公司投资支出主要是用于对外并购及项目建设投入。筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于银行借款、股权筹资和债权筹资等，公司筹资活动现金流出主要系偿还债务本息及分配股利、支付银行承兑汇票保证金等导致的。2017-2019年公司筹资活动现金流量净额分别为79,650.59万元、-144,975.07万元和-173,577.51，其中2017年筹资活动现金净流入主要系当年劲嘉股份非公开发行股份募集资金16.50亿元所致，2018-2019年公司筹资活动现金净流出主要系偿还债务规模较大所致。

表 18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
收现比	1.07	0.95	0.91
净利润	80,204.71	71,677.11	58,134.16
非付现费用	26,958.56	22,417.06	19,704.47
非经营损益	-2,872.30	-5,881.26	3,435.07
FFO	104,290.97	88,212.91	81,273.70
营运资本变化	131,854.54	31,137.68	126,462.51
其中：存货减少（减：增加）	16,894.10	20,174.86	68,037.50
经营性应收项目的减少（减：增加）	-19,153.29	-33,633.81	74,073.16
经营性应付项目的增加（减：减少）	134,113.74	44,596.63	-15,648.15
其他	-63,220.56	-3,305.48	-41,013.93
经营活动产生的现金流量净额	172,924.95	116,045.12	166,722.27
投资活动产生的现金流量净额	-25,487.40	-67,641.72	-115,640.27
筹资活动产生的现金流量净额	-173,577.51	-144,975.07	79,650.59
现金及现金等价物净增加额	-26,087.83	-96,655.83	130,517.63

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务主要来自本部，规模较大，面临较大的偿债压力

近年公司负债规模有所波动，2019年末公司负债总额为722,671.92万元。受益于利润积累，公司所有者权益持续增长，2019年末为716,709.23万元，较2017年末增长8.58%。综合影响下，2019年末公司产权比率为100.83%，较2017年末有所下降，所有者权益对负债的保障程度一般。

表 19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年	2017年
负债总额	722,671.92	648,534.52	727,610.87
所有者权益	716,709.23	672,949.28	660,077.13
产权比率	100.83%	96.37%	110.23%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司短期借款为153,500.00万元，包括质押借款、保证借款和股票质押式回购借款等类型，利率区间分布于4.35%-10.20%之间。截至2019年末，公司应付票据为168,438.01万元，均为银行承兑汇票，同比增长299.03%，主要系公司贸易业务增长及融资需求增加所致。公司应付账款主要系应付商品采购款和应付工程款，2019年末应付账款为74,305.12万元。截至2019年末，公司预收款项为81,327.19万元，主要系预收万科云岩大都会、贵阳新天荟项目和铜仁纯水岸生态城等项目的房款及少量货款。公司其他应付款主

要为应付股权款、设备款、往来款、保证金及押金等，2019年末其他应付款为34,024.90万元。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债为59,600.00万元，包括一年内到期的长期借款39,600.00万元和一年内到期的长期债券20,000.00万元。

公司于2016年发行5年期12.00亿元公司债“16劲嘉01”、5年期4.00亿元公司债“16劲嘉02”和4年期2.00亿元私募债“16嘉创01”。2019年2月1日，“16劲嘉01”投资者选择回售债券43,602.94万元，2019年3月11日，“16劲嘉02”投资者选择回售公司债券6,148.20万元。截至2019年末，公司应付债券账面价值为109,851.36万元。

表 20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	153,500.00	21.24%	86,000.00	13.26%	80,689.13	11.09%
应付票据	168,438.01	23.31%	42,212.26	6.51%	36,298.09	4.99%
应付账款	74,305.12	10.28%	84,261.76	12.99%	100,122.01	13.76%
预收款项	81,327.19	11.25%	69,498.30	10.72%	89,354.06	12.28%
其他应付款	34,024.90	4.71%	43,767.76	6.75%	48,781.14	6.70%
一年内到期的非流动负债	59,600.00	8.25%	60,000.00	9.25%	5,000.00	0.69%
流动负债合计	605,164.69	83.74%	433,623.94	66.86%	407,240.53	55.97%
长期借款	0.00	0.00%	29,500.00	4.55%	136,750.00	18.79%
应付债券	109,851.36	15.20%	179,242.50	27.64%	178,882.50	24.58%
非流动负债合计	117,507.23	16.26%	214,910.58	33.14%	320,370.34	44.03%
负债合计	722,671.92	100.00%	648,534.52	100.00%	727,610.87	100.00%
其中：有息债务	491,786.87	68.05%	391,712.26	60.40%	438,737.22	60.30%

注：表中其他应付款未包括应付利息和应付股利。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务规模为491,786.87万元，主要来自公司本部，其中一年内需偿还的有息债务为381,538.01万元。2020年4月，公司提前兑付“16劲嘉01”剩余本金76,397.06万元及相应利息，“16劲嘉01”已完成摘牌。考虑到本期债券发行成功后，公司债务规模将有所增加，2019年末公司本部货币资金为77,084.63万元，同时截至2020年5月27日公司持有的劲嘉股份股权中80.47%已质押，以股权质押进行融资的途径将存在一定限制，公司本部面临较大的偿债压力。

公司资产负债率存在一定波动，2019年末资产负债率为50.21%。2019年末，公司流动比率和速动比率分别为1.36和1.02，较以前年度有所下降，流动资产对流动负债的覆盖能力一般。随着利润总额增长，近年公司EBITDA也持续上升，EBITDA利息保障倍数持续增加，公司息税前折旧摊销前利润对利息费用的覆盖程度较好。

表 21 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	50.21%	49.08%	52.43%
剔除预收款项后的资产负债率	47.23%	46.25%	49.16%
流动比率	1.36	1.58	2.02
速动比率	1.02	1.10	1.43
EBITDA（万元）	126,276.49	113,887.04	98,724.25
EBITDA 利息保障倍数	7.19	6.09	5.02
有息债务/EBITDA	3.89	3.44	4.44
债务总额/EBITDA	5.72	5.69	7.37
经营性净现金流/流动负债	0.29	0.27	0.41
经营性净现金流/负债总额	0.24	0.18	0.23

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息偿付资金主要来源于公司日常经营活动中产生的盈利和现金流。公司主要业务包括烟标生产销售和房地产开发两类，烟标生产销售业务由子公司劲嘉股份及其下属企业经营，房地产开发业务由子公司劲嘉地产及其下属企业经营。2017-2019年，劲嘉股份分别实现营业收入294,529.35万元、337,400.48万元和398,869.73万元，分别实现归属于母公司所有者的净利润57,441.12万元、72,530.81万元和87,678.60万元，盈利能力较好；经营活动现金流净额分别为81,982.91万元、85,264.69和118,988.80万元，现金流状况良好。考虑到卷烟消费人群规模较大，卷烟行业具有弱周期性特征，短期内卷烟消费量预计仍保持稳定，再加上卷烟消费结构朝着中高端方向发展，烟标行业仍有一定发展空间。劲嘉股份作为烟标行业的龙头企业之一，未来几年盈利状况和经营活动现金流状况预计仍将保持良好。近年来，公司房地产业务收入规模持续下降，盈利能力较差，公司已经决定缩减房地产业务，不再开发新的楼盘。截至2019年末，公司尚有65,932平方米商品房可对外出售，随着这部分商品房对外出售，预计能够给公司带来一定房地产业务收入。但我们也关注到，公司目前正在积极拓展非烟标包装印刷业务，需要投入一定资金，现有房地产大多处于尾盘销售阶段，利润贡献有限，这些因素会对公司偿债能力产生一定的不利影响。

此外，公司作为劲嘉股份的大股东，2020年3月末持有劲嘉股份31.61%股权，公司可以通过股权质押的方式获取现金流支持。但考虑到截至2020年5月27日公司持有的劲嘉股份股权中80.47%已质押，以股权质押进行融资的途径将存在一定限制。

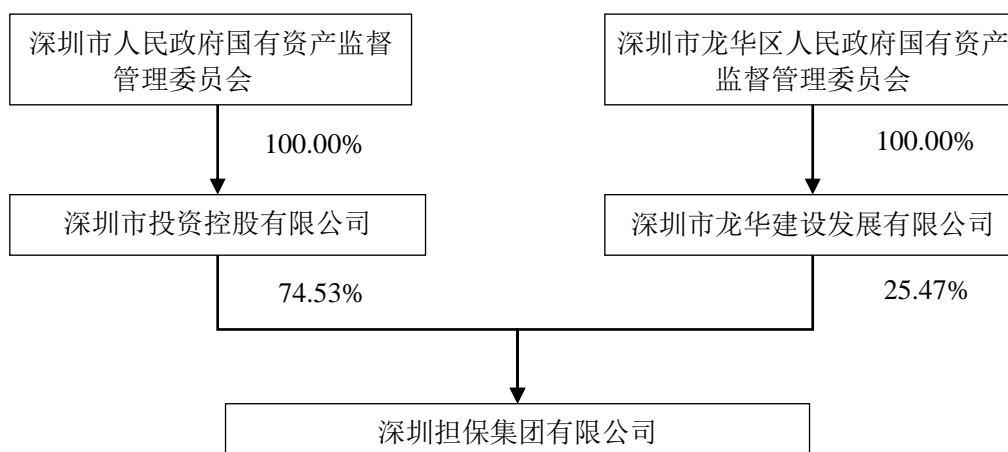
（二）本期债券保障措施分析

深圳担保集团提供的无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券的本息偿付提供了较好的保障，有效提升了本期债券的信用水平

深圳担保集团为本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证担保范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用；保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

深圳担保集团成立于2000年4月4日，为深圳市政府设立的政策性担保机构，近年深圳担保集团持续增资，根据北京天圆会计师事务所（特殊普通合伙）于2018年7月31日出具的天圆全深验字[2018]000004号验资报告，深圳担保集团资本公积转增注册资本25.05亿元。截至2019年11月20日，深圳担保集团注册资本为80亿元，控股股东深圳市投资控股有限公司持有深圳担保集团股权比例为74.53%，实际控制人仍为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会，股权结构如图8所示。

图 8 截至 2019 年 11 月 20 日深圳担保集团产权及实际控制关系图



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

深圳担保集团以深圳市内中小企业、政策性重点扶持产业为主要服务对象，业务品种包括贷款担保、债券担保、保函担保和委托贷款等。2018年深圳担保集团实现营业总收入16.47亿元，同比增长81.57%，其中担保业务和委托贷款利息收入均大幅增长。

表 22 深圳担保集团近年营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2019年1-9月	2018年	2017年
营业总收入	150,231.77	164,694.05	90,707.10

(一) 担保业务收入	136,317.42	78,313.13	46,729.83
其中：贷款担保收入	24,115.88	28,370.78	17,358.40
保函担保收入	19,641.77	20,882.26	12,690.58
发债担保收入	29,380.45	17,749.68	10,691.63
其他业务收入	62,237.01 ⁴	10,450.47	5,210.03
担保评审费收入	942.29	859.94	779.20
(二) 委贷利息收入	0.00	71,231.69	39,296.15
(三) 其他业务收入	13,914.35	15,149.23	4,681.12
其中：贷款利息收入	7,724.47	7,332.06	3,903.23
手续费及佣金收入	2,004.51	3,751.60	454.69
其他收入	4,185.38	4,065.57	323.21

注：贷款利息收入为小贷、典当业务收入。

资料来源：深圳担保集团提供

截至2019年9月末，深圳担保集团资产总额为193.48亿元，所有者权益为108.7亿元；2018年，深圳担保集团实现营业总收入16.47亿元，利润总额12.57亿元。

表 23 深圳担保集团主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年9月	2018年	2017年	2016年
总资产	1,934,820.10	1,892,860.76	1,131,732.77	613,407.39
所有者权益合计	1,087,022.74	1,038,644.29	974,413.39	284,263.87
现金类资产	476,885.00	378,226.08	216,805.19	156,417.52
营业总收入	150,231.77	164,694.05	90,707.10	71,289.73
投资收益	648.81	1,520.82	1,578.60	514.64
净资产收益率	-	9.11%	6.52%	12.31%
融资担保余额	1,398,482.00	1,282,849.00	1,288,877.00	1,004,172.00
非融资担保余额	1,521,528.00	1,482,866.00	1,085,335.00	932,350.00
核心资本	1,098,508.46	1,048,274.91	980,386.65	290,237.12
融资担保放大倍数	1.29	1.24	1.32	3.53
资本充足率	78.55%	81.71%	76.07%	28.90%
准备金覆盖率	3.75%	3.62%	3.31%	3.98%

资料来源：深圳担保集团 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 9 月财务报表、深圳担保集团提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，深圳担保集团主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效地提升了本期债券的信用水平。

九、其他事项分析

⁴2019年1-9月担保业务收入中其他业务收入包括委托贷款利息收入。

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月9日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司对外担保规模较大，存在或有负债风险

截至2019年末，公司对外担保金额为97,626.00万元，占2019年末净资产的比重为13.62%，其中佛山市南海锐旭贸易有限公司和深圳市信恒通贸易有限公司为公司的关联方，深圳市四海友富贸易有限公司为公司货物贸易业务的供应商。整体来看，公司对外担保规模较大，且部分无反担保措施，存在或有负债风险。

表 24 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保主体	担保金额	担保期限	是否有反担保
佛山市南海锐旭贸易有限公司	2,950.00	2019/11/28-2020/11/27	无
	4,850.00	2019/11/26-2020/11/25	无
深圳市信恒通贸易有限公司	10,000.00	2019/7/3-2020/7/3	有
	15,000.00	2019/10/10-2020/10/10	有
	10,000.00	2019/11/22-2020/5/22	有
	10,000.00	2019/11/20-2020/5/20	有
	3,000.00	2019/12/6-2020/3/6	有
	3,000.00	2019/12/10-2020/3/10	有
	4,000.00	2019/12/16-2020/3/16	有
	5,000.00	2019/12/18-2020/3/18	有
	3,000.00	2019/12/20-2020/3/20	有
	10,200.00	2019/9/9-2020/3/9	有
	4,800.00	2019/10/21-2020/10/21	有
	6,930.00	2019/10/22-2020/10/22	有
	深圳市四海友富贸易有限公司	4,896.00	2019/9/25-2020/9/25
合计	97,626.00	-	-

资料来源：公司提供

公司子公司为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保，存在一定风险

公司子公司江口劲嘉房地产开发有限公司、贵州中诚宜佳房地产开发有限公司为商品房承购人向银行抵押贷款提供担保，承购人以其所购商品房作为抵押物，截至2019年末，

尚未结清的担保金额为988.61万元，承购人未发生违约。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	228,337.96	188,231.69	272,566.26
交易性金融资产	64,390.00	57,500.00	-
应收账款	62,998.78	80,479.92	71,525.04
其他应收款	214,710.59	121,825.84	143,117.19
存货	202,101.51	210,383.92	239,698.90
流动资产合计	821,429.91	685,675.83	820,981.01
长期股权投资	140,641.46	159,236.15	129,863.98
固定资产	182,260.08	168,306.06	175,295.07
在建工程	77,637.77	99,418.40	59,139.30
商誉	105,535.28	104,649.32	104,649.32
非流动资产合计	617,951.24	635,807.97	566,706.99
总资产	1,439,381.15	1,321,483.80	1,387,688.00
短期借款	153,500.00	86,000.00	80,689.13
应付票据	168,438.01	42,212.26	36,298.09
应付账款	74,305.12	84,261.76	100,122.01
预收款项	81,327.19	69,498.30	89,354.06
其他应付款	34,024.90	43,767.76	48,781.14
一年内到期的非流动负债	59,600.00	60,000.00	5,000.00
流动负债合计	605,164.69	433,623.94	407,240.53
长期借款	0.00	29,500.00	136,750.00
应付债券	109,851.36	179,242.50	178,882.50
非流动负债合计	117,507.23	214,910.58	320,370.34
总负债	722,671.92	648,534.52	727,610.87
有息债务	491,786.87	391,712.26	438,737.22
所有者权益	716,709.23	672,949.28	660,077.13
归属于母公司所有者权益	174,626.52	157,939.36	152,276.81
营业收入	453,601.80	414,790.86	458,777.93
其他收益	2,291.42	2,456.22	2,500.84
营业利润	97,640.27	86,633.61	72,570.56
营业外收入	473.27	608.74	120.64
利润总额	96,769.35	87,080.57	72,380.78
净利润	80,204.71	71,677.11	58,134.16
经营活动产生的现金流量净额	172,924.95	116,045.12	166,722.27
投资活动产生的现金流量净额	-25,487.40	-67,641.72	-115,640.27

筹资活动产生的现金流量净额	-173,577.51	-144,975.07	79,650.59
财务指标	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	70.21	80.47	74.69
存货周转天数	263.83	308.79	311.69
应付账款周转天数	232.40	178.09	141.53
净营业周期	101.64	211.18	244.85
流动资产周转天数	598.06	653.82	608.70
固定资产周转天数	139.11	149.11	149.92
总资产周转天数	1,095.58	1,175.65	1,034.80
综合毛利率	36.96%	35.94%	30.47%
期间费用率	15.95%	16.83%	14.07%
营业利润率	21.53%	20.89%	15.82%
总资产回报率	7.75%	6.95%	6.11%
净资产收益率	11.54%	10.75%	10.01%
营业收入增长率	9.36%	-9.59%	-1.18%
净利润增长率	11.90%	23.30%	-10.44%
资产负债率	50.21%	49.08%	52.43%
流动比率	1.36	1.58	2.02
速动比率	1.02	1.10	1.43
EBITDA（万元）	126,276.49	113,887.04	98,724.25
EBITDA 利息保障倍数	7.19	6.09	5.02
有息债务/EBITDA	3.89	3.44	4.44
债务总额/EBITDA	5.72	5.69	7.37
经营性净现金流/流动负债	0.29	0.27	0.41
经营性净现金流/负债总额	0.24	0.18	0.23
剔除预收款项后的资产负债率	47.23%	46.25%	49.16%

注 1：表中 2018 年交易性金融资产为 2019 年审计报告期初数；

注 2：表中其他应收款未包括应收利息和应收股利，其他应付款未包括应付利息和应付股利。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款账面余额} + \text{期初应收票据账面余额} + \text{期末应收账款账面余额} + \text{期末应收票据账面余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货账面余额} + \text{期末存货账面余额}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款账面余额} + \text{期初应付票据账面余额} + \text{期末应付账款账面余额} + \text{期末应付票据账面余额}) / 2] \}$
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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
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
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 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 + 非经营损益
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	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
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	短期借款有息债务 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券本金
剔除预收款项后的资产负债率	$(\text{负债总额} - \text{预收款项}) / (\text{资产总额} - \text{预收款项}) \times 100\%$

附录三 截至 2019 年末纳入合并范围的子公司情况

	子公司名称	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
一、	公司直接控股的子公司				
1	深圳劲嘉集团股份有限公司	包装印刷业	31.61	-	同一控制下合并
2	贵州鼎力机械电子有限公司	机械制造	100	-	非同一控制下合并
3	贵州恒诚创企业管理有限公司	物业开发	90	10	子公司分立
4	深圳市劲嘉房地产开发有限公司	房地产	80	-	同一控制下合并
5	深圳永丰田科技有限公司	物业出租	100	-	非同一控制下合并
6	铜仁梵净山生态旅游发展有限公司	生态旅游	100	-	同一控制下合并
7	深圳市众利兴材料科技有限公司	投资	100	-	非同一控制下合并
二、	通过子公司劲嘉股份控股的子公司				
1	贵州劲嘉新型包装材料有限公司	包装印刷业	100	-	设立
2	贵州瑞源包装有限责任公司	包装印刷业	-	60	非同一控制下合并
3	贵州劲瑞新型包装材料有限公司	包装印刷业	-	100	设立
4	深圳市劲嘉物业管理有限公司	物业管理	100	-	设立
5	江苏劲嘉新型包装材料有限公司	包装印刷业	35	25	设立
6	江苏顺泰包装印刷科技有限公司	包装印刷业	49	51	非同一控制下合并
7	青岛嘉颐泽印刷包装有限公司	包装印刷业	100	-	设立
8	深圳合元劲嘉电子科技有限公司	电子烟制造	51	-	设立
9	珠海市嘉瑞包装材料有限公司	包装印刷业	-	100	设立
10	东方英莎特有限公司	投资控股	-	100	同一控制下合并
11	中华香港国际烟草集团有限公司	投资控股	100	-	非同一控制下合并
12	深圳市劲嘉科技有限公司	制造业	100	-	非同一控制下合并
13	深圳劲嘉新型智能包装有限公司	包装加工	100	-	设立
14	安徽安泰新型包装材料有限公司	包装印刷业	52	48	非同一控制下合并
15	中丰田光电科技(珠海)有限公司	制造业	40	60	非同一控制下合并
16	昆明彩印有限责任公司	包装印刷业	10	41.61	非同一控制下合并
17	佳信(香港)有限公司	投资控股	-	100	非同一控制下合并
18	江西丰彩丽印刷包装有限公司	包装印刷业	75	25	非同一控制下合并
19	深圳前海劲嘉供应链有限公司	供应链管理及包装材料销售	100	-	设立
20	深圳前海蓝莓文化传播有限公司	文化设计	41	-	设立
21	长春吉星印务有限责任公司	包装印刷业	70	-	非同一控制下合并
22	深圳劲嘉健康产业管理有限公司	健康投资管理	100	-	设立
23	劲嘉集团(香港森洋)有限公司	投资	51	-	设立

24	广州劲嘉健康产业投资管理有限公司	商务服务	-	100	设立
25	上海丽兴绿色包装有限公司	投资	100	-	非同一控制下企业合并
26	深圳嘉星健康科技有限公司	健康投资管理	-	51	设立
27	深圳劲嘉盒知科技有限公司	技术开发	60	-	设立
28	深圳嘉玉科技有限公司	电子烟设计制造	-	51	设立
29	深圳因味科技有限公司	新型烟草研发	51	-	设立
30	宜宾嘉美智能包装有限公司	包装印刷业	-	51	设立
三	子公司劲嘉地产控股的公司				
1	贵州恒劲城物业管理有限公司	物业管理	100	-	子公司分立
2	湖州劲嘉房地产开发有限公司	房地产开发	40	60	设立
3	江口劲嘉房地产开发有限公司	房地产开发	100	-	非同一控制下合并
4	佛山市南海劲嘉德信房地产开发有限公司	房地产开发	60	-	设立
5	佛山市南海樵南陶瓷有限公司	陶瓷生产销售	-	60	同一控制下合并
6	贵州中诚宜佳房地产开发有限公司	房地产	-	98	非同一控制下合并
7	贵州劲祥鸿房地产开发有限公司	房地产	-	75	设立
8	香港禾丰贸易有限公司	国际贸易	100	-	设立
9	贵州劲嘉房地产开发有限公司	房地产开发	100	-	同一控制下合并
四	子公司铜仁梵净山生态旅游发展有限公司控股的公司				
1	铜仁市锦江园林景观有限公司	园林种植	70	-	同一控制下合并
五	子公司深圳市众利兴材料科技有限公司控股的公司				
1	深圳市万商物业管理有限公司	物业管理	99	-	非同一控制下合并

资料来源：公司 2019 年审计报告

附录四 2017-2019 年劲嘉股份前五大客户情况

年度	客户名称	销售收入（万元）	占营业收入比重
2019 年	客户一	60,067.08	15.06%
	客户二	58,355.34	14.63%
	客户三	43,183.56	10.83%
	客户四	27,023.91	6.78%
	客户五	23,954.55	6.01%
	合计	212,584.43	53.30%
2018 年	客户一	55,381.95	16.41%
	客户二	41,617.05	12.33%
	客户三	38,837.56	11.51%
	客户四	20,432.92	6.06%
	客户五	15,468.11	4.58%
	合计	171,737.59	50.90%
2017 年	客户一	56,285.27	19.11%
	客户二	37,650.23	12.78%
	客户三	34,855.74	11.83%
	客户四	23,612.39	8.02%
	客户五	13,219.37	4.49%
	合计	165,623.01	56.23%

注：表中占营业收入的比重为劲嘉股份口径。

资料来源：公司提供

附录五 2017-2019 年公司合并范围子公司变动情况

子公司名称	变动年份	变动方向	变动原因
贵州省梵天菌业有限公司	2017 年	新增	收购股权
铜仁沃土生态农业科技开发有限公司	2017 年	新增	收购股权
深圳劲嘉健康产业管理有限公司	2017 年	新增	设立
广州劲嘉健康产业投资管理有限公司	2017 年	新增	设立
重庆宏声印务有限责任公司	2017 年	减少	对外委托表决权
重庆宏劲印务有限责任公司	2017 年	减少	对外委托表决权
上海丽兴绿色包装有限公司	2018 年	新增	收购股权
深圳嘉星健康科技有限公司	2018 年	新增	设立
深圳劲嘉合知科技有限公司	2018 年	新增	设立
深圳嘉玉科技有限公司	2018 年	新增	设立
深圳因味科技有限公司	2018 年	新增	设立
深圳市劲嘉产业投资有限公司	2018 年	新增	设立
深圳市劲嘉健康科技有限公司	2018 年	减少	注销
佛山市南海劲嘉物业管理有限公司	2018 年	减少	注销
宜宾嘉美智能包装有限公司	2019 年	新增	设立
深圳市万商物业管理有限公司	2019 年	新增	收购股权
深圳市众利兴材料科技有限公司	2019 年	新增	收购股权
深圳劲嘉投资控股有限公司	2019 年	减少	股权转让
贵州劲嘉梵净山健康产业控股有限公司	2019 年	减少	股权转让
贵州省梵天菌业有限公司	2019 年	减少	股权转让
贵州菌之源发展有限公司	2019 年	减少	股权转让
铜仁沃土生态农业科技开发有限公司	2019 年	减少	股权转让
深圳市劲嘉产业投资有限公司	2019 年	减少	股权转让
佛山市南海劲嘉房地产开发有限公司	2019 年	减少	股权转让
赣州市劲嘉房地产开发有限公司	2019 年	减少	股权转让
贵州山桥金石农资经营管理有限公司	2019 年	减少	股权转让

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司（非上市）
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

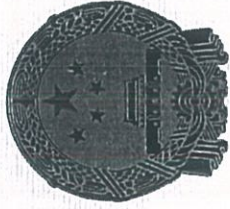


励嘉创业

登记机关



2018年11月05日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

编号：ZPJ 002

中国证券监督管理委员会(公章)



2018年12月21日



中国证券业执业证书

执业注册记录

2013-07-24 中信建投证券股份有限公司 一般证券业务 S1440113070084



姓名：邓艰

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030219050004



证书取得日期 2019-05-26



2019年05月28日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：钟继鑫

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030217120001



2019年01月16日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。