

汕头东风印刷股份有限公司 2022 年度跟踪评级报 告

项目负责人：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

项目组成员：刘彦迪 aliydliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 13 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0544 号

汕头东风印刷股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“东风转债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月十三日

评级观点：中诚信国际维持汕头东风印刷股份有限公司（以下简称“东风印刷”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“东风转债”的信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了公司拥有完整烟标印刷产业链、客户资源优质、财务杠杆水平较低及融资渠道相对畅通，非公开增发完成对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到公司烟标业务毛利率水平有所下降和面临多元化管理挑战等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

东风印刷（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	61.45	64.17	80.38	80.53
所有者权益合计（亿元）	42.55	46.29	62.09	63.37
总负债（亿元）	18.89	17.88	18.29	17.16
总债务（亿元）	12.17	8.43	8.60	9.05
营业总收入（亿元）	31.73	30.69	38.05	10.47
净利润（亿元）	4.25	5.45	7.84	1.24
EBIT（亿元）	5.74	6.30	9.47	1.30
EBITDA（亿元）	7.59	8.20	11.66	--
经营活动净现金流（亿元）	7.32	12.46	6.91	-0.46
营业毛利率(%)	40.63	37.07	31.62	32.17
总资产收益率(%)	9.52	10.03	13.10	6.48*
资产负债率(%)	30.75	27.86	22.75	21.31
总资本化比率(%)	22.24	15.41	12.16	12.50
总债务/EBITDA(X)	1.60	1.03	0.74	--
EBITDA 利息倍数(X)	22.12	38.18	61.66	--

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；2、加*为年化指标。

正面

■ **跟踪期内，公司保持完整烟标印刷产业链和优质客户资源。**公司仍拥有覆盖成品纸（纸品）、基膜、电化铝、镭射转移纸、印刷包装设计与生产的烟标印刷全产业链条，有利于生产成本及产品质量风险控制。同时，公司为全国 29 个重点卷烟品牌中的 19 个品牌提供印刷包装业务，客户资源优质，稳定性较好。

同行业比较

2021 年部分包装企业主要指标对比表						
公司名称	包装类型	产量	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
合兴包装	瓦楞纸包装	瓦楞纸板：344,966.19 万立方米 瓦楞纸箱：187,772.87 万立方米	95.72	61.09	175.49	2.32
东风印刷	烟标	烟标：80,582.16 万套	80.38	22.75	38.05	7.84

注：“合兴包装”为“厦门合兴包装印刷股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
东风转债	AA	AA	2021/6/11	2.95	2.95	2019/12/24~2025/12/24	回售、赎回

■ **财务结构稳健，杠杆水平较低。**截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 21.31% 和 12.50%，财务杠杆水平较低，短期偿债压力较小。

■ **非公开增发完成，资本实力进一步增强。**跟踪期内，公司完成 A 股非公开发行并募集资金 12.20 亿元，资本实力进一步增强。

关注

■ **跟踪期内，公司烟标业务毛利率水平有所下降。**2021 年，受下游客户招投标竞价及原材料价格上涨等因素影响，公司烟标业务毛利率有所下降，未来原材料价格波动和市场竞争情况对于公司盈利能力的影响有待关注。

■ **公司面临一定多元化管理挑战。**除主营业务烟标印刷包装及上游材料业务外，公司业务还包括医药包装、乳制品、消费投资基金等多个领域，非关联多元化业务的发展使得公司管理能力及风险控制能力需进一步加强。

评级展望

中诚信国际认为，汕头东风印刷股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**市场占有率显著提升，盈利能力大幅上升且具有持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**市场地位明显下降、投资产生大幅亏损、盈利能力大幅下滑、债务水平攀升，流动性压力加大。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

表 1: 截至 2022 年 3 月末公司募集资金使用情况 (亿元)

债项简称	募集用途	募集资金	已使用资金	募集用途是否变更
东风转债	收购千叶药包 75% 股权	2.59	2.59	否
	补充流动资金	0.36	0.36	否
	合计	2.95	2.95	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济与政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末

持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或

仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

跟踪期内，下游烟草行业保持平稳发展态势，白卡纸价格波动提升，烟标企业成本控制面临一定压力

烟标印刷具有高稳定性、大批量、多批次、高精度、高防伪和环保性强等特点，在印刷设备、设计工艺、环保水平等方面对比其他印刷包装细分行业有着更高的要求，行业准入门槛较高，是技术和资金密集型行业。

烟标行业作为特殊的纸包装细分领域，具有相对封闭的供需体系，与传统纸包装行业存在差异，下游需求市场仅针对烟草行业。根据国家统计局数据，2021年卷烟产量为2.42万亿支，同比小幅增长1.3%；根据烟草行业数据显示，2021年烟草行业实现工商税利总额13,581亿元，同比增长6.08%；上缴财政总额12,442亿元，同比增长3.36%，税利总额和上缴财政总额创历史最高水平，为国家和地方财政增收、经济发展作出积极贡献。2021年新型冠状病毒肺炎疫情的持续延缓了国民经济增长速度，增加了国家财政支出的压力，烟草行业利税将在国家财政收入中占据更加突出的位置，预计烟草行业整体仍将保持平稳发展的态势。

中诚信国际认为，近年来卷烟品牌集聚化效应

愈发明显，卷烟产品不断向中高端聚集，品牌集中度不断提高，产品设计服务能力强、印刷工艺水平高、防伪性强、节能环保水平高的龙头烟标企业的竞争优势进一步凸显，烟标印刷行业的市场集中度将逐步提高。

烟标企业的主要原材料包括纸品、电化铝和油墨等，其中以白卡纸为主的纸品是原料成本的主要组成部分，由于向下游价格传导存在滞后性，因此纸价的波动将会直接影响烟标企业的利润水平。2021年上半年，白卡纸受上游原材料成本助推、下游需求回暖影响，价格大幅上涨。2021年下半年，在大宗商品保供稳价政策的背景下，纸浆行业的供需格局有了一定的变化，且太阳纸业和金光等白卡纸项目逐步投产，行业内预期白卡纸未来投产产能规模较大，加之木浆价格下降，行业出现了一定的供需矛盾，导致白卡纸的价格呈现下降趋势。2022年一季度，受海外需求复苏，叠加浆纸价格持续上行，白卡纸价格企稳回升，烟标企业成本控制面临一定压力。

跟踪期内，医药制造业呈高速增长态势，随着居民医疗意识的增加和老龄化的进程，医药包装产业有较为广阔的增长空间；政策推动行业集中度提升和产能优化升级

医药包装作为药品的载体，在保证药品在运输、储藏过程中的质量起到非常重要的作用，尤其是直接接触药品的内包装，所用材料的稳定性对药品质量有直接影响。

中国医药制造业保持高速发展态势，据国家统计局数据显示，2021年全国医药制造业规模以上企业营业收入为29,288.5亿元，同比增长20.1%，累计实现利润总额6,271.4亿元，同比增长77.9%，高于全国规模以上工业企业同期整体水平43.6个百分点。随着人口老龄化程度加深，存在大量未被满足的医疗健康需求，老龄化进程将驱动医疗需求的持续释放，伴随着居民医疗意识的增强与消费水平的提升，将共同推升国内医药市场尤其是健康消费市场的快速增长，从而带动医药包装产业的持续增

长。在疫情反复的背景下，相关防疫物资的耗用及储备也进一步推动该行业的高速增长。

受下游需求的驱动，医药包装行业已逐步发展成为一个产品门类比较齐全、创新能力不断增强、市场需求旺盛的细分包装产业，市场规模达上千亿，其中塑料包装和金属及其复合材料包装占比在60%以上。近年以来，国家医药包装的审批制度向关联评审转变，为避免昂贵的试错成本，制药企业客观上需要选择优质的医药包材企业进行深度合作，共同注册并参与审评，综合实力较强、技术水平领先、质量更有保障的药包材企业竞争优势明显。我国医药包装行业格局相对分散，药包企业有1500多家，企业收入集中在千万量级，超过2亿级别的公司较少。中国药包企业产品集中于中低端市场，但随着国家对医药行业及药品包装行业的监管日趋规范与严格，未来医药包装企业准入门槛和监管标准或将提高，从而推动行业加速进行技术创新、品质升级，促进行业集中度提升。

跟踪期内公司完成非公开发行，控股股东与实际控制人的持股比例有所降低，但仍保持较高水平，高级管理人员发生变更

产权结构方面，跟踪期内，公司完成非公开发行并募集资金12.20亿元，公司控股股东香港东风投资集团有限公司对公司的持股比例由54.40%下降至47.27%。公司实控人黄晓佳、黄晓鹏和黄炳文在跟踪期内对公司的持股比例合计由61.44%下降至53.39%，仍保持较高持股比例。

跟踪期内，原董事会秘书刘伟女士因个人原因向公司董事会申请辞去董事会秘书职务，辞职后不再担任公司任何职务，公司聘任秋天先生担任集团副总裁兼董事会秘书职务。

跟踪期内，公司加强市场开拓力度，公司烟标产销量同比均有所增长

公司是我国烟标印刷龙头企业之一，以汕头集团总部为核心，在广东、湖南、贵州、吉林、云南

及广西等多个省份设立区域性生产基地，2021年公司淘汰了部分落后产能，烟标产能略有下降。目前公司正在推进湖南福瑞高端包装印刷智能工厂技改搬迁建设项目，该项目总投资7.30亿元，涉及新增烟标产能规模27,500万套/年；截至2022年3月末，项目已投资1.71亿元，未来项目投产后公司产能或将进一步增加。

2021年，公司加强市场的开拓力度，招投标获取订单能力进一步增强，产销量均实现增长，当年产能利用率和产销率均有所提升。**中诚信国际关注到**，公司汕头本部工厂产能利用率超过100%，但部分生产基地产能利用率较低，未来产能平衡情况有待进一步关注。价格方面，受益于产品结构调整，2021年对外销售烟标平均单价有所提升。

表 2：近年来公司烟标产能及产销情况

	2019	2020	2021
产能（万套/年）	100,775.00	109,275.00	102,825.00
产量（万套）	83,119.19	76,911.95	80,582.16
产能利用率（%）	82.48	70.38	78.37
销量（万套）	87,693.63	74,641.59	82,995.90
产销率（%）	105.50	97.05	103.00
单价（元/套）	2.79	2.87	2.97

注：公司产能按每年250天生产天数核算；烟标计量单位1大箱=250套
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司在烟标行业市占率同比小幅提升至6.92%。同时，公司下游烟草客户稳定度高，为湖南中烟、云南中烟、贵州中烟、吉林烟草、甘肃烟草、广东中烟等多家省级中烟工业公司的供应商；2021年公司为全国29个重点卷烟品牌中的19个品牌提供印刷包装业务。2021年公司积极参与下游烟草行业组织的招投标，当年公司共参加21家烟草客户发起的合计61个项目投标，依托良好的企业资质、生产管理服务能力及成本控制优势，公司合计中标项目27个，其中包括“钻石”、“黄山”、“都宝”、“万宝路”、“芙蓉王”、“七匹狼”、“双喜”、“贵烟”、“狮牌”等知名卷烟品牌。公司与下游烟草企业结算周期一般为60天，2022年以来，受经济承压影响，国家加大对烟草公司的征税力度，公司与下游烟草企业结算周期或将

有所延长。

受行业特性影响，公司客户稳定性良好。2021年公司前五大销售客户销售金额占销售总额的比例为65.31%，主要为烟草公司，较2020年略有下降，但仍保持较高水平。

表 3：2021 年公司前五大销售客户情况（万元、%）

客户	产品种类	销售金额	占烟标业务收入比重
客户一	烟标	51,191.96	18.88
客户二	烟标	45,253.03	16.69
客户三	烟标	41,461.59	15.29
客户四	烟标	21,499.81	7.93
客户五	烟标	17,634.69	6.51
合计	--	177,041.08	65.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受烟标卡纸价格上扬影响，公司原纸采购均价有所上升，面临一定成本控制压力

2021年，公司烟标生产成本中原材料采购成本占比近65%，原材料采购产品主要包括原纸、纸品和全息电化铝、油墨等辅助材料。细分来看，2021年公司原纸采购价格增加主要受当年原纸市场价格明显提升所致；纸品采购价格下降主要由于生产工艺优化，采购品种改变所致；当期电化铝和基础油墨价格均有所下降。而由于公司原纸采购成本占原材料的比例较高，2021年公司原材料的采购成本呈上升态势。

表 4：近年来汕头本部主要原材料采购单价情况

年度	原材料	计量单位	平均单价（元/计量单位）
2019	原纸	吨	6,091.62
	纸品	吨	18,254.22
	全息电化铝	万枚	256.83
	基础油墨	公斤	87.25
2020	原纸	吨	6,295.37
	纸品	吨	18,371.55
	全息电化铝	万枚	282.81
	基础油墨	公斤	82.90
2021	原纸	吨	7,318.19
	纸品	吨	17,684.69

全息电化铝	万枚	267.15
基础油墨	公斤	81.01

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2021年末，公司共拥有合格供应商（第三方，下同）225家，并与其中70家供应商建立了长期稳定的战略合作关系。2021年，公司向前五大供应商采购金额占年度采购总额的比例达19.64%，同比略有提升。

表 5：2021 年公司前五大采购商情况（万元、%）

供应商名称	商品种类	采购金额	占比
汕头市永嘉有限公司	原纸	13,336.31	5.82
中国石化仪征化纤有限责任公司	聚酯切片	9,051.00	3.95
宜宾天原集团股份有限公司	SPVC 树脂	8,766.08	3.82
汕头东风智能包装科技有限公司	委托加工	5,680.07	2.48
珠海红塔仁恒包装股份有限公司	原纸	8,189.18	3.57
合计	--	45,022.65	19.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

同时，公司建立了覆盖成品纸（纸品）、基膜、电化铝、膜品、油墨、印刷包装设计与生产的烟标印刷全产业链条，除从外部采购外，公司自产烟标原材料包括纸品、普通油墨和电化铝等，公司膜品基本可以实现100%自给。2021年由于外部市场纸品价格较高，公司提升了纸品的自给率，而油墨和电化铝基于中标产品结构的变化，相关原材料自给率有所下降。

2021 年公司膜与纸品销售持续向好，并持续完善膜类新型材料领域的产业布局，中诚信国际将对公司在该领域的投资及收益情况保持关注

2021年，公司全资子公司广东鑫瑞新材料科技有限公司（以下简称“鑫瑞科技”）在传统PET基膜业务基础上，拓展了涵盖锂电池隔膜支撑保护膜、锂电池电芯外包铝塑膜保护膜、超级蓝膜等新能源材料相关产品。在基膜产品结构持续转型升级的背景下，2021年公司PET基膜销量及单价同比提升。

表 6：近年来公司基膜产销情况

	2019	2020	2021
产能（万吨/年）	1.50	1.50	1.50
总产量（万吨）	1.51	1.49	1.46
产能利用率（%）	100.75	99.33	97.33
对外产量（万吨）	1.07	1.14	1.21
对外销量（万吨）	1.10	1.13	1.17
对外产销率（%）	103.23	99.95	96.70
对外销售收入（亿元）	1.32	1.32	1.49
平均单价（万元/吨）	1.20	1.17	1.28

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

功能膜方面，2021 年公司功能膜产品加强对汽车后市场、建筑材料市场的推广力度，带动当期对外销售收入 7,867.19 万元，同比增长 52.63%。

2022 年 1 月 11 日，鑫瑞科技与深圳市博盛新材料有限公司（以下简称“博盛新材料”）共同签署《战略合作协议》，鑫瑞科技以人民币 5,000 万元的价格认缴博盛新材料新增注册资本人民币 1,079.36 万元¹。本次增资已完成，鑫瑞科技持有博盛新材料 8.33% 的股权，博盛新材料是集研发、制造、销售锂离子电池隔膜和特种膜为一体的高新技术企业，是国内知名的锂离子电池企业比亚迪和宁德时代电池隔膜供应商，已于 2021 年 12 月开始实现盈利。

2021 年，公司纸品产能保持稳定，受市场竞争及纸品销售品种变化影响，纸品销售单价下降，但由于公司在跟踪期内加强了对市场的开拓力度，纸品产销量的提升带动了其对外销售收入保持增长。

表 7：近两年公司纸品产销情况

	2020	2021
产能（万吨/年）	3.60	3.60
总产量（万吨）	2.70	2.89
产能利用率（%）	75.00	80.28
对外产量（万吨）	0.60	0.78
对外销量（万吨）	0.63	0.70
对外产销率（%）	104.55	90.47
对外销售收入（亿元）	1.08	1.14
平均单价（万元/吨）	1.71	1.62

¹ 在鑫瑞科技与博盛新材料签订的投资协议中，博盛新材料的对赌业绩为 2022 年至 2024 年净利润分别不低于 3,000 万元、4,750 万元、6,000 万元。

² 福鑫华康成立于 2015 年，专注于药用 PVC 硬片、药品包装用复合

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司完成了对福鑫华康包装材料有限公司（以下简称“福鑫华康”）的收购，进一步完善医药包装行业布局，公司医药包装板块营收增长明显

近年来，公司大力拓展医药包装业务。跟踪期内，2021 年 6 月 11 日，公司以股权转让及增资相结合的方式，取得福鑫华康 85% 的股权²，股权转让资金和增资资金均为 1,275 万元。目前，公司医药包装业务板块产品涵盖 PVC 硬片、PVDC 硬片、药用包装瓶、易刺铝盖、铝塑组合盖、药用 SP 复合膜、药用包装铝箔、成型冲压复合硬片（包括冷冲压成型铝、热带型泡罩铝）等多种药品包装材料，拥有贵州、重庆、江苏四处医药包装（内包材）生产基地，并与公司原有的印刷包装业务共享产业链优势，形成良好的产业板块协同效应。

公司医药包装客户包括科兴中维、贵州百灵、国药集团、广药集团、华润三九、修正药业等知名医药品牌企业以及消费品品牌企业。2021 年，在新冠疫情持续蔓延背景下，公司医药包装板块收入为 5.38 亿元，同比增长 91.85%，其中首键药包、华健药包、千叶药包分别实现净利润 1,416.62 万元、902.22 万元和 2,429.95 万元，均完成了 2021 年度的业绩承诺。

为实现对高阻隔药品包装业务的进一步拓展，福鑫华康拟投资 1.2 亿元在江苏省泰兴市虹桥工业园区内取得项目用地并投资建设的医药包装硬片生产项目，目前项目尚处于前期规划中。

跟踪期内，公司完成对乳制品加工厂的股权置换；前期投资的消费投资基金投资稳健发展；非关联多元化业务的发展使得公司管理能力及风险控制能力面临挑战

乳制品业务方面，2015 年，公司收购澳大利亚

材料、食用 PVC/PVDC 复合片、食品用塑料包装、容器研发、生产及销售，2021 年福鑫华康实现并表营业收入 1,777.18 万元，实现并表净利润-75.99 万元。

麦当劳农场和诺特曼农场的土地及其附属资产，随后投资设立澳大利亚福瑞投资有限公司和尼平河乳制品有限公司（以下简称“尼平河加工厂”）。由于澳洲工厂人力等成本较高，加之受疫情影响，进口牛奶运费上升，公司乳制品加工业务近年来盈利能力较弱，跟踪期内公司将其持有的尼平河加工厂的全部股权转让给奥纯冠（澳大利亚）私人有限公司（以下简称“奥纯冠”），并由奥纯冠以发行股份的方式支付转让对价³，奥纯冠正在寻求包括在澳大利亚证券交易所 IPO 上市等方式加速发展。子公司无锡东峰佳品科技发展有限公司将继续运营尼平河、爱视等乳制品品牌在国内的市场推广和销售。2021 年公司乳制品销售收入 1.78 亿元，净利润 -0.82 亿元。

前期，公司直接及间接投资了两只消费投资基金，其中，成都天图天投东风股权投资基金中心（有限合伙）（以下简称“成都基金”）出资总额为人民币 3 亿元，其中公司出资额为人民币 1.5 亿元，出资比例为 50%，截至 2021 年末该基金累计对外投资约 2.63 亿元，该基金投资奈雪的茶于 2021 年 6 月 30 日成功在香港联合交易所挂牌上市。深圳市天图东峰中小微企业股权投资基金（有限合伙）（以下简称“中小微基金”）出资总额为人民币 12 亿元，其中公司出资额为人民币 2.5 亿元，间接出资比例为 20.83%，该基金累计对外投资约 10.91 亿元，2021 年新增投资“凯肤草”、“寻味狮”等投资项目。2021 年，公司权益法下确认的基金投资收益合计 3.82 亿元，较 2020 年明显增加。

中诚信国际关注到，公司近年来对外投资规模

较大，公司投资收益情况值得关注，此外，多元化投资有助于分散烟标单一业务风险，但非关联多元化业务的发展亦使得公司管理能力及风险控制能力面临挑战。

财务分析

以下分析基于经苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年度财务报表和公司提供的未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司各期财务报表均依据新会计准则编制，财务数据均采用报表期末数。为计算有息债务，中诚信国际已将公司长期应付款和租赁负债中的有息债务调整至长期债务。2021 年，公司将福鑫华康纳入合并范围。

跟踪期内，公司各业务板块收入呈上升态势，受原材料价格上涨影响，毛利率有所下滑，经营性业务利润相对稳定，投资基金估值变化对公司盈利的影响值得关注

2021 年，公司主营业务营业收入均呈上升态势。其中烟标板块在产销量及单价提升的带动下营业收入同比增长；膜类新材料板块受产品结构转型升级影响，营收进一步增加；医药包装板块受益于合并范围扩大和下游市场需求持续向好，营业收入亦保持较快增长态势。但受原材料价格、人工成本、能源成本、环保成本等上涨影响，各主营业务板块毛利率均有所下滑。此外，其他业务毛利率上升主要受益于乳制品业务盈利能力改善。2022 年一季度，公司营业收入 10.47 亿元，同比增长 7.80%，毛利率 32.17%，同比保持稳定。

表 8：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

业务	2019		2020		2021	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
烟标	24.68	36.53	22.48	33.35	27.11	27.31
医药包装	1.37	20.18	2.81	26.22	5.40	22.25
纸品	5.57	35.37	4.55	31.80	4.61	28.38

³ 公司全资子公司澳洲福瑞以及 NRD SECURITIES PTY LTD（以下简称“NRD”）、Q&B PTY LTD（以下简称“Q&B”）已于 2021 年 7 月 23 日与奥纯冠签署《股份买卖协议》，约定由澳洲福瑞、NRD、Q&B 将合计持有的尼平河加工厂 100% 股权转让给奥纯冠，并由奥纯冠

以发行股份的方式支付转让对价。本次交易完成后，澳洲福瑞、NRD、Q&B 预计将分别持有奥纯冠约 21.95%、5.88%、0.66% 的股权，澳洲福瑞将成为奥纯冠第二大股东。

膜类新材料	2.78	35.24	2.94	37.72	3.71	32.81
其他	5.31	9.58	5.00	12.52	5.68	18.49
减：抵销数	-7.98	--	-7.09	--	-8.46	--
营业总收入/综合毛利率	31.73	40.63	30.69	37.07	38.05	31.62

注：表中公司 2019~2021 年各业务毛利率为合并抵消前；公司其他业务主要包括乳制品、油墨、非烟标印刷品等产品销售收入

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司期间费用同比增长。细分来看，2021 年，受职工薪酬和业务招待费等增加影响，公司销售费用和管理费用均有所增加；随着公司增加研发投入，研发费用有所扩大。但由于公司营业收入增幅较大，2021 年以来，公司期间费用率呈下降态势。

公司利润主要来自经营性业务利润和投资收益，2021 年，公司经营性业务利润基本保持稳定；受商誉减值计提减少影响，2021 年公司资产减值损失规模有所下降。公司投资收益大幅增长主要受益于被投资企业奈雪的茶上市市值增加，且钟薛高、茶颜悦色等被投资企业快速发展，公司消费投资基金评估价值大幅上升，带动 2021 年公司利润总额及 EBITDA 利润率和总资产收益率实现增长。2022 年一季度，公司经营性业务利润同比小幅提升，但受基金投资项目估值波动影响，公司投资收益为负，致使公司各项盈利指标同比趋弱。中诚信国际将对投资基金估值变化对利润稳定性的影响保持关注。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	1.49	1.82	1.91	0.36
管理费用	2.67	2.86	3.22	0.69
研发费用	1.43	1.34	1.57	0.38
财务费用	0.25	0.09	0.01	-0.04
期间费用合计	5.84	6.11	6.71	1.40
期间费用率(%)	18.42	19.91	17.62	13.35
经营性业务利润	6.80	5.17	5.14	1.90
资产减值损失	2.13	0.70	0.27	0.06
投资收益	0.81	1.68	4.50	-0.60
利润总额	5.39	6.08	9.28	1.26
EBIT	5.74	6.30	9.47	1.30
EBITDA	7.59	8.20	11.66	--
EBIT 利润率(%)	18.08	20.52	24.89	12.45
EBITDA 利润率(%)	23.93	26.72	30.64	--
总资产收益率(%)	9.52	10.03	13.10	6.48*

注：1、将信用减值损失计入资产减值损失；2、加*为年化指标。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于完成 A 股非公开发行，公司资本实力进一步增强，财务杠杆水平明显降低

2021 年以来，公司资产规模进一步扩大。跟踪期内，受益于公司完成 A 股非公开发行并募集资金 12.20 亿元，公司资本实力进一步增强，货币资金明显增加。2021 年末，随着公司业务规模的扩大，存货规模有所提升。2022 年一季度，中央加大对下游烟草客户利税的清缴力度，致使下游客户结算周期拉长，公司应收票据和应收账款规模均有所增加。

非流动资产方面，2021 年末，受益于公司权益法下确认的基金和联营企业的投资收益增加，期末长期股权投资有所增长；公司固定资产规模下降，主要系折旧摊销所致；当期公司商誉未计提减值准备。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
货币资金	10.18	11.41	23.96	22.74
应收票据	4.51	3.35	3.63	4.56
应收账款	8.83	5.31	5.27	7.08
存货	6.99	8.09	8.67	7.23
流动资产合计	31.14	29.11	42.72	42.88
长期股权投资	8.78	10.43	14.42	14.35
固定资产	13.28	14.59	13.45	13.00
商誉	2.49	3.52	3.61	3.61
无形资产	3.59	4.78	4.56	4.53
非流动资产合计	30.31	35.06	37.66	37.65
资产合计	61.45	64.17	80.38	80.53

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债主要由有息债务和应付账款构成，跟踪期其规模略有波动。主要系 2021 年以来，债务规模虽略有增长，但由于公司增加了对供应商应付账款的偿付，应付账款规模下降略多所致。

所有者权益方面，2021 年以来，受益于公司完成 A 股非公开发行，实收资本和资本公积明显增加，且伴随着利润累积，所有者权益提升明显，公司杠

杆水平明显下降。总体来看，公司财务杠杆水平较低。分红方面，公司 2021 年公司每股派发现金红利 0.45 元（含税），共计派发现金红利 6.91 亿元，占当年净利润的 88.15%，分红比例较高。

表 11：近年来公司主要负债情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
短期债务	9.25	5.49	5.50	5.92
长期债务	2.91	2.94	3.10	3.13
长短期债务比（X）	3.18	1.87	1.78	1.89
总债务	12.17	8.43	8.60	9.05
应付账款	4.26	6.12	5.47	4.26
总负债	18.89	17.88	18.29	17.16
实收资本	13.34	13.34	15.36	15.36
资本公积	0.00	0.00	9.99	9.99
盈余公积	4.99	5.57	6.23	6.23
未分配利润	22.17	25.06	27.77	28.98
所有者权益合计	42.55	46.29	62.09	63.37
资产负债率	30.75	27.86	22.75	21.31
总资本化比率	22.24	15.41	12.16	12.50

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年以来，受下游烟草客户结算滞后及原材料涨价影响，公司经营活动净现金流同比下降；但公司货币资金充裕，短期偿债压力较小

2021 年，受货款回笼额减少、采购成本及员工薪酬福利增加影响，公司经营活动净现金流同比下降；公司当年并购企业投资较少，投资活动现金净流出大幅降低；公司完成非公开发行并募集资金，筹资活动净现金流由负转正。

2022 年一季度，公司经营活动净现金流由正转负，主要由于烟标下游客户结算周期拉长及为锁定原料采购成本，增加原料采购款支出；投资活动净现金流流出主要系增资入股博盛新材料所致。

2021 年末，公司经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所降低，但对短期债务尚可有效覆盖；EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所增强。总体来看，公司货币资金规模较大，可以覆盖短期债务，公司短期偿债压力较小。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1-3
--	------	------	------	----------

经营活动净现金流	7.32	12.46	6.91	-0.46
投资活动净现金流	-2.94	-4.36	-0.89	-0.74
筹资活动净现金流	-2.60	-6.71	7.42	-0.02
经营活动净现金流/短期债务	0.79	2.27	1.26	-0.31*
经营活动净现金流/总债务	0.60	1.48	0.80	-0.20*
经营活动净现金流/利息支出	21.32	58.02	36.55	-11.29
货币资金/短期债务	1.10	2.08	4.36	3.84
EBITDA 利息保障倍数	22.12	38.18	61.66	--
总债务/EBITDA	1.60	1.03	0.74	--
EBITDA/短期债务	0.82	1.49	2.12	--

注：加*数据为年化指标。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司是 A 股上市公司，具有畅通的融资渠道；受限资产占比不高，无对外担保及重大未决诉讼事项

截至 2022 年 3 月末，公司在各大金融机构中共获得人民币 21.23 亿元的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为人民币 15.79 亿元，具有一定备用流动性。此外，公司为 A 股上市公司，具有直接融资渠道。

资产抵质押方面，截至 2021 年末，公司受限资产合计 2.37 亿元，占期末总资产比重为 2.95%；其中，公司货币资金受限 1.05 亿元、受限固定资产 1.11 亿元、受限无形资产 0.14 亿元、受限应收票据 0.07 亿元。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至 2022 年 3 月末，公司无对公司运营产生影响的未决重大诉讼或仲裁事项。

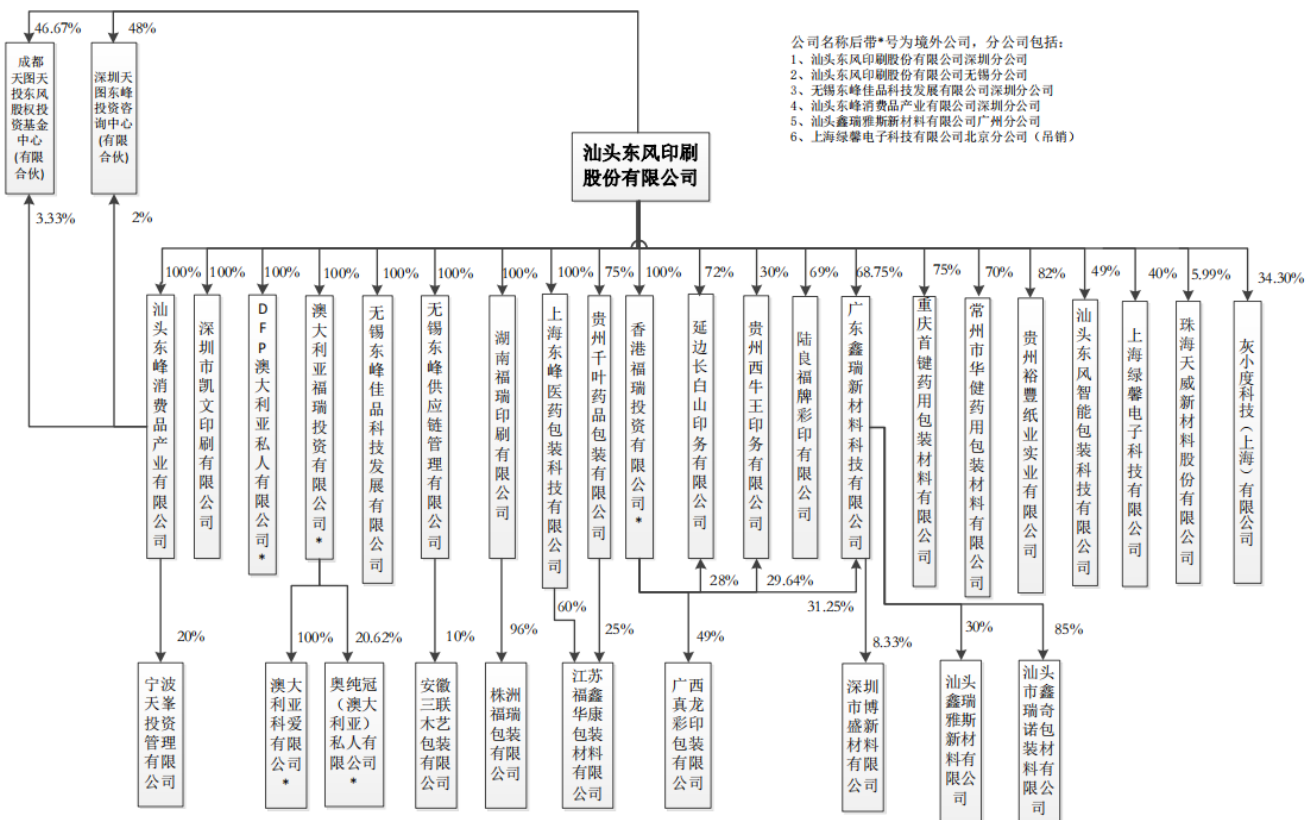
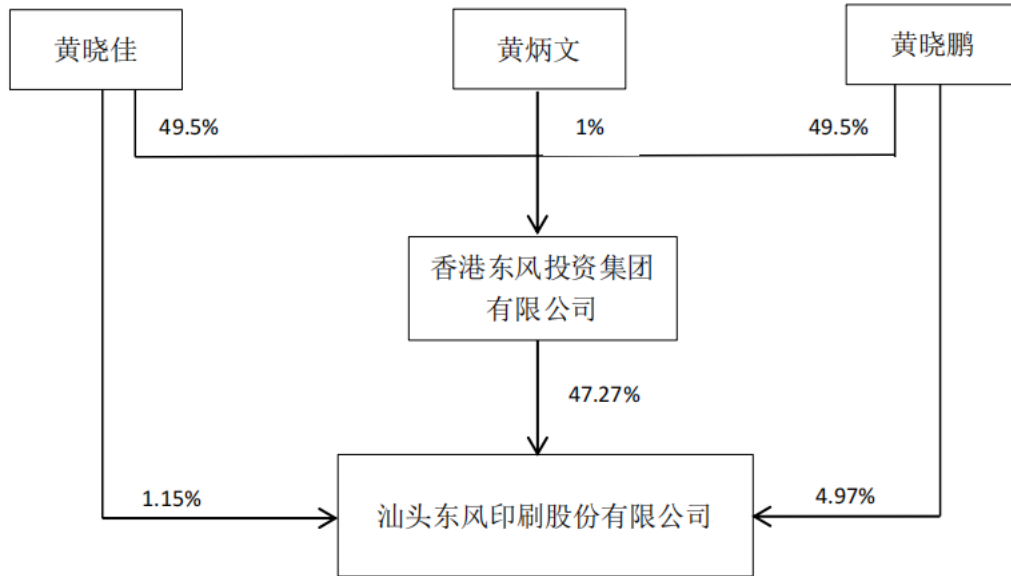
过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2022 年 5 月 12 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

评级结论

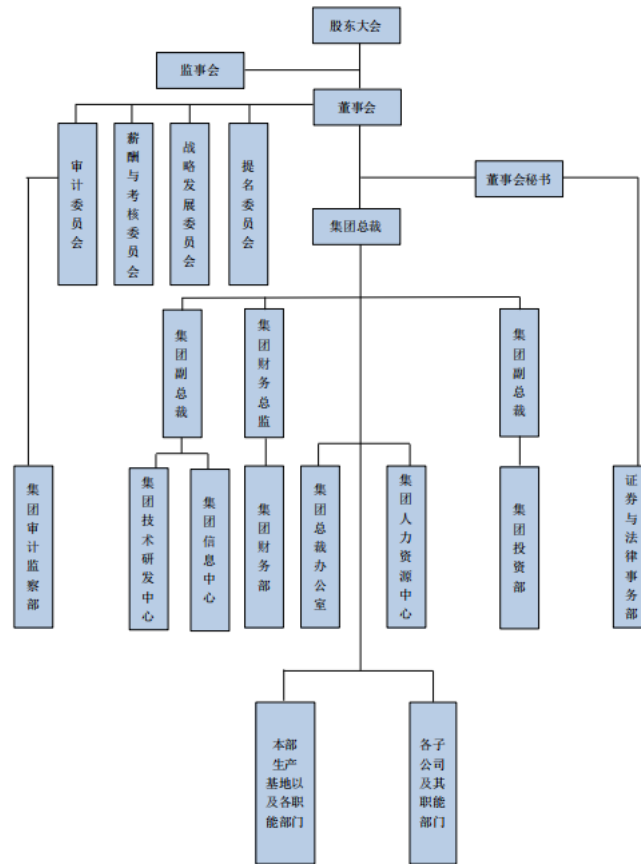
综上所述，中诚信国际维持汕头东风印刷股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“东风转债”的信用等级为 **AA**。

附一：汕头东风印刷股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



公司名称后带*号为境外公司，分公司包括：
 1、汕头东风印刷股份有限公司深圳分公司
 2、汕头东风印刷股份有限公司无锡分公司
 3、无锡东峰佳品科技发展有限公司深圳分公司
 4、汕头东峰消费品产业有限公司深圳分公司
 5、汕头鑫瑞雅斯新材料有限公司广州分公司
 6、上海绿馨电子科技有限公司北京分公司（吊销）



资料来源：公司提供

附二：汕头东风印刷股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	101,796.08	114,119.37	239,606.42	227,416.35
应收账款净额	88,307.36	53,137.23	52,669.63	70,797.08
其他应收款	1,578.06	1,648.64	1,944.88	2,129.26
存货净额	69,880.58	80,914.71	86,655.09	72,270.66
长期投资	94,863.86	110,959.13	145,882.55	145,307.26
固定资产	132,796.10	145,944.92	134,485.08	130,003.58
在建工程	9,868.35	3,776.90	6,681.96	9,756.91
无形资产	35,893.85	47,768.52	45,639.51	45,277.93
总资产	614,495.08	641,704.99	803,837.78	805,258.64
其他应付款	4,422.16	4,499.39	3,927.36	3,118.87
短期债务	92,540.97	54,927.53	54,984.40	59,199.94
长期债务	29,145.37	29,397.78	30,971.54	31,344.45
总债务	121,686.34	84,325.31	85,955.93	90,544.39
净债务	19,890.26	-29,794.06	-153,650.49	-136,871.96
总负债	188,947.96	178,803.30	182,889.44	171,591.24
费用化利息支出	3,431.97	2,147.71	1,888.09	403.61
资本化利息支出	0.00	0.00	2.73	0.00
所有者权益合计	425,547.11	462,901.69	620,948.33	633,667.40
营业总收入	317,292.23	306,939.39	380,507.12	104,694.48
经营性业务利润	67,975.23	51,691.99	51,407.79	19,026.48
投资收益	8,131.59	16,774.81	44,953.48	-6,027.92
净利润	42,461.69	54,481.93	78,390.28	12,393.24
EBIT	57,355.16	62,984.18	94,718.96	13,038.39
EBITDA	75,914.06	82,002.86	116,591.76	--
经营活动产生现金净流量	73,183.98	124,600.41	69,104.94	-4,557.99
投资活动产生现金净流量	-29,371.61	-43,602.06	-8,867.92	-7,397.12
筹资活动产生现金净流量	-25,976.89	-67,064.52	74,174.04	-243.72
资本支出	9,034.40	20,159.27	14,407.90	3,327.11
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率（%）	40.63	37.07	31.62	32.17
期间费用率（%）	18.42	19.91	17.62	13.35
EBITDA 利润率（%）	23.93	26.72	30.64	--
总资产收益率（%）	9.52	10.03	13.10	6.48*
净资产收益率（%）	9.91	12.26	14.47	7.90
流动比率（X）	2.05	2.11	3.23	3.50
速动比率（X）	1.59	1.52	2.58	2.91
存货周转率(X)	2.71	2.56	3.11	3.57*
应收账款周转率（X）	3.38	4.34	7.19	6.78*
资产负债率（%）	30.75	27.86	22.75	21.31
总资本化比率（%）	22.24	15.41	12.16	12.50
短期债务/总债务（%）	76.05	65.14	63.97	65.38
经营活动净现金流/总债务（X）	0.60	1.48	0.80	-0.20*
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.79	2.27	1.26	-0.31*
经营活动净现金流/利息支出（X）	21.32	58.02	36.55	-11.29
经调整的经营净现金流/总债务（%）	10.63	121.39	32.40	--
总债务/EBITDA（X）	1.60	1.03	0.74	--
EBITDA/短期债务（X）	0.82	1.49	2.12	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	22.12	38.18	61.66	--
EBIT 利息保障倍数（X）	16.71	29.33	50.09	32.30

注：1、2022 年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理；3、由于数据缺失，部分指标无法计算；4、中诚信国际已将公司长期应付款和租赁负债中的有息债务调整至长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出	

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

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

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

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

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

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。