

江苏双星彩塑新材料股份有限公司

2016 年面向合格投资者公开发行公司
债券(第一期)2018 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第
【717】号 02

债券简称: 16彩塑 01

债券剩余规模: 8 亿元

债券到期日期: 2021 年
10 月 26 日

债券偿还方式: 按年付
息、不计复利, 到期一
次还本

分析师

姓名:
韩晨皓 毕柳

电话:
021-51035670

邮箱:
hanchh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司化学原料
及化学制品企业主体长
期信用评级方法, 该评
级方法已披露于公司官
方网站

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

江苏双星彩塑新材料股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期) 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 06 月 22 日	2017 年 06 月 24 日

评级观点:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对江苏双星彩塑新材料股份有限公司 (股票代码: 002585.SZ, 以下简称“双星新材”或“公司”) 及其 2016 年 10 月 26 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2018 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到公司聚酯薄膜销售收入稳定增长, 公司新兴板块效益初显。同时鹏元也关注到公司募投及超募项目仍未达预期效益, 盈利规模有所下降, 应收账款对营运资金形成较大程度的占用, 在建项目投资规模较大、存在一定资金压力和产能消化压力等风险因素。

正面:

- 公司聚酯薄膜销售收入稳定增长。受益于常规类聚酯薄膜市场稳定增长以及公司五大新兴聚酯薄膜板块销量提升, 2017 年公司实现聚酯薄膜销售收入 28.27 亿元, 同比增长 20.31%, 占营业收入的 93.50%。
- 公司新兴板块效益初显。公司目前推广节能窗膜、信息材料、热缩材料、新能源材料和光学材料等五个新兴板块, 2017 年公司年产 1 亿平米的光学膜项目正式运营; 推出双银高隔热膜系列、IR 纳米高隔热系列等窗膜产品, 并着力推广“星膜范”品牌产品; 受益于太阳能电池装机量的提升, 2017 年公司太阳能电池背材基膜和背板膜销量有所提升。

关注:

- **公司募投及超募项目仍未达预期效益。**在宏观经济增速放缓及整体行业景气度较低的情况下，2017年公司募投项目及超募项目均尚未达到预期效益，未来产能效益情况仍具有不确定性。
- **盈利规模有所下降。**2017年公司综合毛利率小幅下降至12.00%，盈利能力仍不强；期间费用率上升1.27个百分点至8.56%，同时所收购的江西科为薄膜新型材料有限公司（以下简称“江西科为”）盈利规模持续3年未达业绩承诺，公司计提商誉减值准备6,489.90万元，较大程度降低了公司盈利水平。2017年公司利润总额和净利润分别为0.95亿元0.75亿元，同比分别降低37.51%和43.88%。
- **应收账款规模显著增长，对营运资金形成较大程度的占用。**2017年末公司应收账款账面余额9.67亿元，同比增长42.27%，应收账款显著增长，对公司营运资金形成较大占用且存在一定坏账风险。
- **在建项目规模较大，存在一定资金压力和产能消化压力。**截至2017年末，公司主要在建“年产2亿平方米光学膜”项目，该项目预计总投资38亿元，已投资约4.4亿元，尚需投资33.6亿元，公司存在一定资本支出压力。同时公司涉足光学膜领域时间较短，国内销售渠道尚未完善，未来经营仍存在一定的产能消化不足风险。

主要财务指标:

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	919,978.57	905,024.01	668,782.58	581,162.21
归属于母公司所有者权益合计(万元)	745,634.67	739,142.68	534,680.73	522,813.11
有息债务(万元)	79,782.81	79,768.08	79,708.70	100.00
资产负债率	18.95%	18.33%	20.05%	10.04%
流动比率	5.24	5.85	6.23	4.35
营业收入(万元)	75,068.90	302,295.52	255,273.99	238,053.74
营业利润(万元)	7,369.65	4,764.82	12,462.07	9,004.76
利润总额(万元)	7,436.31	9,541.15	15,267.68	13,624.21
综合毛利率	17.44%	12.00%	12.75%	10.27%
总资产回报率	-	1.64%	2.54%	2.49%
EBITDA(万元)	-	47,224.14	41,133.20	37,323.35
EBITDA利息保障倍数	-	14.17	70.33	61.46
经营活动现金流净额(万元)	-4,167.44	1,301.74	12,426.08	1,293.16

资料来源：公司2015-2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

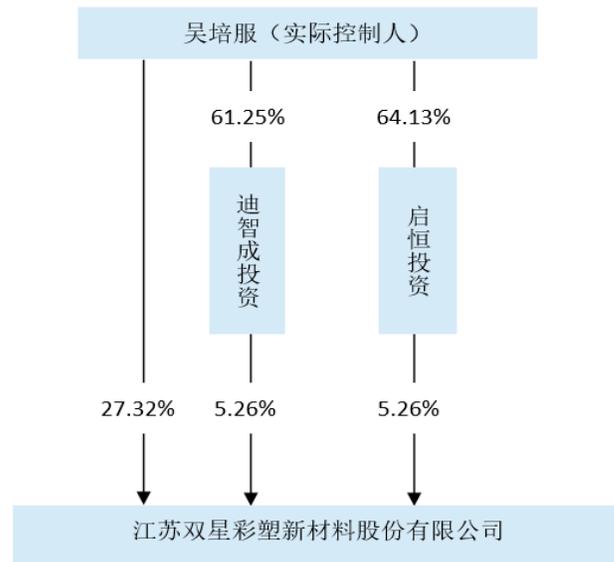
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年10月26日发行8亿元公司债券，募集资金拟补充公司流动资金，截至2018年4月30日，本期债券募集资金扣除发行费用后，已全部用于补充营运资金。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司以2017年4月18日总股本88,944.47万股为基数，以资本公积转增股本26,683.34万股，截至2018年3月末，公司注册资本、实收资本均增加至115,627.81万元；自然人吴培服直接持有公司27.32%的股份¹，仍为公司控股股东、实际控制人，公司股权结构如下图所示。跟踪期内公司合并范围无变化，公司拥有1家子公司即江西科为。

图1 截至2018年3月末公司股权及控制关系



资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额90.50亿元，归属于母公司所有者权益合计73.91亿元，资产负债率为18.33%；2017年度公司实现营业收入30.23亿元，利润总额0.95亿元，经营活动现金净流入0.13亿元。

截至2018年3月末，公司资产总额92.00亿元，归属于母公司所有者权益合计74.56亿元，资产负债率为18.95%；2018年1-3月公司实现营业收入7.51亿元，利润总额0.74亿元，经营活动现金净流出0.42亿元。

¹ 截至2018年3月31日，吴培服直接持有公司31,594.70万股，已质押13,000.00万股。

三、运营环境

2017年随着扩产能周期结束以及下游需求的稳定增长，聚酯薄膜行业景气度有所提升，未来一到两年无重大新增产能

聚酯薄膜是一种综合性能优良的高分子薄膜材料，具有机械强度高、耐热、耐寒性好、易回收、无毒无味等特点，并可通过复合、镀铝来提高其热封性、气体阻隔性和光线阻隔性。目前聚酯薄膜下游以包装材料为主，主要用于食品、饮料、药品和日用品等包装的外层材料，需求增长较为稳定，且应用领域已逐步拓展至建筑、电子、电器、光学和光伏发电等行业，成为应用领域最广泛的薄膜材料。根据机构PCI预计，近几年全球聚酯薄膜需求量年均增长2.5%左右，作为全球增长最快的市场，中国聚酯薄膜需求量由2012年的122万吨增长至2017年的217万吨，平均增速为12.5%。

国内产能方面，根据卓创资讯统计，BOPET产能从2012年145.69万吨上升至2017年的307.70万吨。随着恒力和三房巷产能2014年投产，2015年起国内新增产能较少，且新增产能基本以功能型聚酯膜（中厚膜）为主，无法生产普通膜，普通膜产能释放基本结束。考虑到聚酯薄膜投资大，设备交货周期需要1-2年，2018-2019年除江苏欧亚可能复工外，聚酯薄膜行业几乎没有新增产能。

行业景气方面，受行业景气周期下行、产能持续释放的影响，2013-2016年聚酯薄膜全行业亏损，上市公司中达股份、大东南相关业务均明显亏损，已经转型发展其他业务，2014年聚酯薄膜行业龙头欧亚集团（产能30万吨）倒闭破产。2017年随着落后产能出清、扩产周期结束以及下游需求的稳定增长，聚酯薄膜行业景气度有所提升。根据卓创资讯统计，2017年我国BOPET整体开工率为74%，考虑到BOPET装置由于薄膜厚度调整一般无法满足负荷运行，传统聚酯薄膜产能利用率较高。

2017年供需关系的改善及原料价格上涨使聚酯薄膜行业出现复苏局面，但需关注原料价格上涨给生产工艺较为落后的企业所带来的经营风险

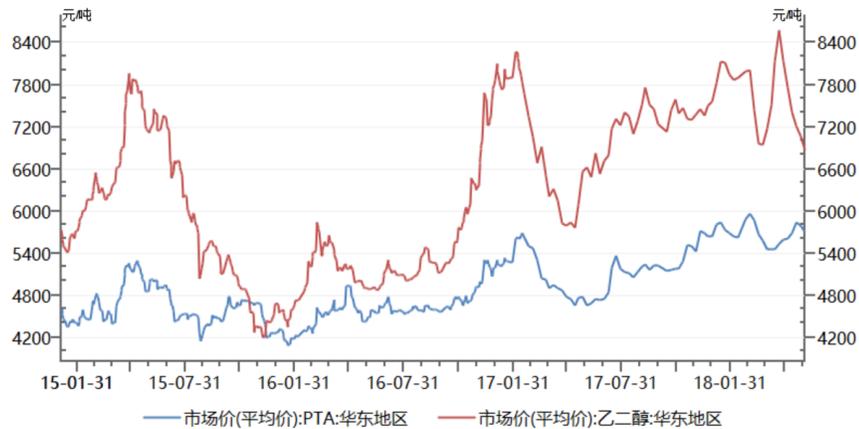
聚酯薄膜主要原材料为精对苯二甲酸（以下简称“PTA”）和乙二醇（以下简称“MEG”），占其生产成本的比例超过70%，而PTA、MEG价格走势与原油有一定的联动性，因此原油价格的波动会直接影响到聚酯薄膜行业的生产经营。

从原材料价格来看，2017年初由于美国石油活跃钻井数的再度增加令市场对美国页岩油产量回升的担忧继续升温，油价市场小跌，受此影响，国内PTA市场价格持续下降。下半年部分工厂装置检修未能按期重启，现货供应量偏紧，下游聚酯开工率未见明显下滑，刚需补货稳定，PTA行业呈现供需偏紧平衡状态，PTA市场价格震荡提升。乙二醇方面，

2017年华东地区乙二醇价格走势先抑后扬，总体同比有所上升。上半年，从1月初8,170元/吨的高位跌至5月中旬5,680元/吨的低位，2017年1-6月份，华东市场均价大约在6,830元/吨，较去年同期的5,063元/吨，价格上涨在25.87%左右。而后由于国内外装置检修集中，港口库存降低，市场反弹走强，下半年由于下游聚酯工厂积极备货，加之受美国飓风因素的影响，乙二醇价格震荡上升。

聚酯薄膜价格方面，受益于扩产周期结束以及下游需求的稳定增长，2017年聚酯薄膜产品库存也较上年出现明显下降，BOPET库存于2017年6月达到高点，约6.87万吨，之后开始一路下行，2018年2月库存仅0.97万吨，行业产品库存约2天，处于历史低位。2018年1季度末，12微米聚酯薄膜价格约1.17万元/吨，与聚酯切片价差接近1,800元/吨，为2012年以来最高水平。随着行业供给端收缩及原材料价格上涨等因素推动，聚酯薄膜行业取得复苏态势。但同时需关注到，生产通用类聚酯薄膜产品的企业，对下游议价能力较低，较难转嫁原材料价格上涨带来的经营风险。

图2 华东地区PTA、MEG价格走势情况



资料来源: Wind 资讯, 鹏元整理

四、经营与竞争

公司主营业务为聚酯薄膜的生产和销售，主要销售产品为聚酯薄膜、镀铝膜和PVC功能膜。2017年受益于行业景气度回升及光伏基膜、光学膜等新兴聚酯薄膜板块销量上涨，公司实现营业收入30.23亿元，同比增长18.42%，其中聚酯薄膜销售收入为主要收入来源，占营业收入的93.50%。公司镀铝膜和PVC功能膜销售收入小幅下降，但业务规模较低，对公司收入影响有限。毛利率方面，由于公司新兴板块仍处于市场开拓阶段，销售存在一定的让利，且光学膜生产线初步投产，2017年折旧费用同比增长较多，使得2017年聚酯薄膜毛利率小幅缩减，从而导致公司综合毛利率水平减少至12.00%，同比降低0.75个百分点。

公司2016-2017年营业收入及毛利率情况如下表所示：

表1 2016-2017 年公司营业收入和毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
聚酯薄膜	282,652.12	11.19%	234,930.83	11.79%
镀铝膜	9,069.40	8.62%	9,268.88	8.35%
PVC 功能膜	8,128.45	18.47%	8,585.87	21.00%
其他收入	2,445.55	97.09%	2,488.41	90.88%
合计	302,295.52	12.00%	255,273.99	12.75%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司聚酯薄膜产品产量和收入均有所增长，但业务毛利率小幅降低；公司前五大客户销售金额仍占比较高，需关注下游客户稳定性对公司经营的影响

公司最初产品为镀铝膜，随着生产经验的积累和销售渠道的建立，将业务重心逐步转向聚酯薄膜及其他功能膜生产领域。截至2017年末，公司聚酯薄膜行业产能为32万吨/年，受益于生产线技术改进，产能较上年有所增长，公司产能规模位居国内前列。2017年公司生产聚酯薄膜、镀铝膜的产量同比增长3.03%，产能利用率为99.6%，与上年基本持平，产能利用情况较好。公司PVC功能膜产品主要用于出口，产量和销量相对较小，2017年公司生产的聚酯热收缩膜（属于聚酯薄膜细分产品）一定程度上对PVC收缩膜进行替代，全年生产PVC功能膜0.48万吨，同比减少9.01%。

表2 2016-2017 年公司主要产品的产能、产量和销量情况（单位：吨）

产品	项目	2017 年	2016 年
聚酯薄膜、镀铝膜	产能	320,000.00	300,000.00
	产量	301,471.70	292,607.85
	销量	300,261.59	297,674.55
	产销率	99.6%	101.7%
PVC功能膜	产能	6,000.00	6,000.00
	产量	4,819.21	5,296.22
	销量	4,804.63	5,016.84
	产销率	99.7%	94.72%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司聚酯薄膜产品包含常规类聚酯薄膜及节能窗膜、信息材料、热缩材料、新能源材料和光学材料等五个新兴板块，新兴板块主要产品及应用领域参见下表。2017年公司年产1亿平米的光学膜项目正式运营，光学基膜实现自给，正加快2亿平米光学膜生产线建设，预计总投资38亿元，截至2017年末已投资4.4亿元，光学膜片市场开发陆续完成；节能窗膜方面，在江西科为窗膜技术、市场销售资源的基础上，公司致力于高端窗膜研发生产，

推出双银高隔热膜系列、IR纳米高隔热系列、纳米级高端智能窗膜等产品，并着力推广“星膜范”品牌产品；新能源材料方面，受益于太阳能电池装机量的提升，2017年公司太阳能电池背材基膜和背板膜销量有所提升。整体来看，受益于常规类聚酯薄膜市场稳定增长以及五大板块薄膜新品销售提升，2017年公司实现聚酯薄膜产品销售收入28.27亿元，同比增长20.31%。

表3 公司五大新兴聚酯薄膜板块产品情况

板块	产品种类	主要应用领域
光学材料	扩散膜、增亮膜、复合增亮膜、微透膜、光学级PET基膜等	OLED电视、曲面TV、触摸屏、智能手机屏
节能窗膜	双银高隔热膜系列、IR纳米高隔热系列、纳米级高端智能窗膜、高红外反射隔热膜、D系列前挡、N系列侧窗、E系列磁控膜侧窗等	汽车窗膜、建筑窗膜
信息材料	TTR碳带膜、电阻式/电容式/调光玻璃用ITO导电膜、IM基膜	触摸面板、手机、打印色带、条形码、条幅
热收缩材料	热收缩聚酯膜（高收缩率、中收缩率、低收缩力、低温收缩）	各种标签、瓶用套装、异形容器外用收缩
新能源材料	太阳能电池背材基膜、太阳能电池背板膜、锂电池铝塑包装基膜	太阳能电池封装、锂离子电池软包装外壳封装

资料来源：公司提供，鹏元整理

聚酯薄膜盈利方面，2017年聚酯薄膜原材料MEG、PTA价格均呈现震荡上升局面，原材料采购均价较上年显著增长，光学膜、节能窗膜、太阳能背板膜等五个新兴板块产品功能具有一定的差异化，与常规聚酯薄膜相比附加值较高，但目前新兴板块仍处于市场开拓阶段，销售收入占比仍较低，且销售存在一定的让利，同时随着1亿平米光学膜生产线投产，当期折旧成本约0.6亿元，较上年显著增长，酯薄膜产品毛利率为11.19%，较上年相比略有降低。

其他产品类别方面，2017年公司镀铝膜销售收入为0.91亿元，收入规模与上年基本持平，随着6微米厚的镀铝膜收入占比提升，镀铝膜毛利率小幅增长，但盈利能力仍较低。公司PVC功能膜销售收入0.81亿元，同比下降5.33%，主要系公司生产的聚酯收缩膜对PVC收缩膜有一定的替代影响。公司PVC功能膜产品主要用于出口，收入规模较小，对公司整体毛利率的提升贡献有限。

从销售区域来看，公司薄膜产品通过国内市场和国际市场共同销售，以内销为主。内销方面，考虑到运输成本等因素，公司主要客户集中华东和中南地区。外销业务主要集中在东南亚国家和欧洲，并以来料加工为主。2017年外销收入4.70亿元，同比增长70.83%，主要系公司加强外贸推进，聚酯薄膜产品出口量有所上升。

表4 2016-2017年公司销售区域情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
----	-------	-------

	收入	占比	收入	占比
内销	255,326.94	84.46%	225,291.45	89.12%
外销	46,968.58	15.54%	27,494.13	10.88%
合计	302,295.52	100.00%	252,785.58	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

销售集中度方面，2017年公司前五大销售客户销售收入合计 10.64 亿元，占公司销售收入的 35.21%，较上年下降 3.98 个百分点，但公司客户集中度仍较高。2017 年前五大销售客户为深圳市海天塑材有限公司、苏州赛伍应用技术股份有限公司（以下简称“苏州赛伍”）、青州市富润包装材料有限公司、无锡市星瑞包装科技有限公司和浙江鑫盛包装材料有限公司，相较 2016 年前五大销售客户情况，对苏州赛伍销售额增长较快，主要系随着太阳能电池装机量的增加，公司对其销售的太阳能电池背材基膜销量有所提升。公司前五大客户销售规模较大且持续增长，需关注下游客户稳定性对公司经营的影响。

表5 2016-2017 年公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	前五大客户	销售收入	占全部销售收入比重
2017 年	深圳市海天塑材有限公司	42,567.59	14.08%
	苏州赛伍应用技术股份有限公司	17,280.44	5.72%
	青州市富润包装材料有限公司	16,015.82	5.30%
	无锡市星瑞包装科技有限公司	15,330.03	5.07%
	浙江鑫盛包装材料有限公司	15,239.04	5.04%
	合计	106,432.93	35.21%
2016 年	深圳市海天塑材有限公司	48,517.94	19.01%
	无锡市星瑞包装科技有限公司	16,119.79	6.31%
	青州市富润包装材料有限公司	12,160.38	4.76%
	苏州赛伍应用技术有限公司	11,649.07	4.56%
	浙江鑫盛包装材料有限公司	11,605.24	4.55%
	合计	100,052.42	39.19%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司成本构成较为稳定，但公司采购集中度仍较高，对主要供应商的依赖程度较大

从成本构成来看，2017年直接材料成本占生产成本的82.80%，人工成本比例较低，公司生产成本构成较为稳定。公司主要原材料为石化产品PTA和MEG，两者合计占采购成本的70%左右。

表6 2016-2017 年公司聚酯薄膜产品生产成本构成情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
----	--------	--------

	金额	占比	金额	占比
直接材料	207,852.35	82.80%	174,873.51	83.58%
直接人工	3,291.03	1.31%	3,010.86	1.44%
制造费用	39,883.04	15.89%	31,346.92	14.98%
合计	251,026.42	100.00%	209,231.29	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司原料采购分为现货、长期合同两种方式，约80%采用合同模式，货款每月一结，根据每月市场平均价、每月公司进货量，原料价格会有所调整。由于公司连续稳定生产，原料采购规模变动较小。因PTA和MEG为液态，公司主要通过水运的方式，从张家港和大连港等港口经由京杭大运河运至公司，船期约为3-4天。由于进货周期较长，公司会储备一定的原材料，保证一周的生产量。2017年公司前五大供应商采购金额为13.68亿元，占采购总额的58.80%，与上年基本持平，公司采购集中度仍较高，对主要供应商依赖程度较大。

表7 2016-2017年公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	前五大供应商	采购金额	占比
2017年	供应商一	68,040.57	29.25%
	供应商二	22,364.46	9.61%
	供应商三	18,069.93	7.77%
	供应商四	15,746.52	6.77%
	供应商五	12,556.30	5.40%
	合计	136,777.77	58.80%
2016年	供应商一	63,515.35	34.24%
	供应商二	16,395.30	8.84%
	供应商三	11,355.64	6.12%
	供应商四	10,428.74	5.62%
	供应商五	9,924.44	5.35%
	合计	111,619.47	60.18%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司继续注重差异化聚酯薄膜研发投入，但需关注公司发行股票融资的募投项目仍未达到预期收益，未来产能效益仍存在一定不确定性

目前公司逐步转向差异化产品生产领域，并形成以五大板块创新为支撑的发展模式，推进高性能薄膜的研发生产。2017年度研发投入9,660万元，占营业收入的3.20%，光学基材、纳米高档窗膜、智能调光膜、DOP/POP/DPL复合膜片、IM基材、高端离型膜基材等新产品30余项开发完成；全年申请专利15件，其中：发明专利4件，实用新型专利11件；通过认定省级高新技术产品3项，通过省市级新产品新技术鉴定5项。

表8 2016-2017 年公司研发投入情况

项目	2017 年	2016 年
研发人员数量（人）	128	122
研发人员数量占比	10.51%	10.50%
研发投入金额（万元）	9,660.41	8,013.35
研发投入占营业收入比例	3.20%	3.14%

资料来源：公司提供

公司为丰富聚酯薄膜产品结构，近年通过资本市场发行股票开展新型薄膜的产能扩张，2011-2015年先后募集资金用于“年产3万吨新型功能性聚酯薄膜项目”、“年产12万吨新型功能性聚酯薄膜及18万吨功能性膜级切片项目”、“年产5万吨太阳能电池封装材料基材项目”、“年产一亿平米光学膜项目”和“年产2亿平方米光学膜项目”。目前国内新型功能性薄膜产品尚处于供不应求状态，主要依赖于进口，但需关注到，在宏观经济增速放缓及整体行业景气度较低的情况下，2017年公司上述募投项目及超募项目均尚未达到预期效益，未来产能效益情况仍具有不确定性。

此外2015年公司还收购江西科为以布局窗膜市场。江西科为原自然人股东柯秋平、时招军承诺2015-2018年江西科为实现净利润分别不低于4,000万元、5,000万元、7,000万元和10,000万元。经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的江西科为2017年度净利润为600.61万元，未完成业绩承诺。柯秋平及时招军需以现金方式补偿给公司4,645.07万元，公司于2017年实际收到由柯秋平确认并支付的2016年度业绩补偿款2,800万元；公司实际控制人吴培服先生已将差额部分1,845.07万元补偿到位。公司收到深圳证券交易所下发《关于对江苏双星彩塑新材料股份有限公司的关注函》（中小板关注函【2017】第207号）（以下简称“关注函”），对调整业绩补偿提出相关问题，公司后续发布公告称，将审慎考虑调整业绩承诺事项，并将及时披露相关进展。此外，2017年公司计提商誉减值准备6,489.90万元（收购江西科为产生商誉共8,489.90万元），较大程度上影响公司盈利水平。

表9 2017 年公司募投项目收益情况（单位：万元）

项目	项目达到预定可使用状态日期	2017 年实现效益	是否达到预计收益	未达预期效益原因
年产 3 万吨新型功能性聚酯薄膜项目	2011 年 10 月	4,236.4	否	需求缩减，市场竞争激烈，聚酯薄膜价格波动较大
年产 5 万吨太阳能电池封装材料基材项目	2014 年 6 月	8,723.8	否	太阳能行业整体较为低迷，下游对产品需求较弱
年产 18 万吨功能性膜级切片和年产 12 万吨新型功能性聚酯薄膜项目	2013 年 6 月	4,250.52	否	聚酯切片为公司产品的原材料；新型功能性聚酯薄膜市场推广周期较长

年产 1 亿平米的光学膜项目	2016 年 10 月	-4,731.11	否	技术完善、设备调试导致直接成本较高，光学膜国内销售渠道培育需要一定周期
收购江西科为	2015 年 7 月	600.61	否	江西科为未达到预期收益
年产 2 亿平米的光学膜项目		-	-	-

资料来源：公司 2017 年年报，鹏元整理

截至2017年末，公司主要在建“年产2亿平方米光学膜”项目，该项目预计总投资38亿元，已投资约4.4亿元，尚需投资33.6亿元，2017年公司向吕志炎等7名对象发行17,211.70万股普通股，募集资金净额19.68亿元，将用于上述项目，以缓解资金压力。但需关注到，光学膜属于技术密集型产业，技术壁垒较高，公司涉足光学膜领域时间较短，国内销售渠道尚未完善，未来经营仍存在一定的产能消化不足风险。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，公司报告均按新会计准则编制，2017年审计报告对政府补助、资产处置事项进行会计政策调整，为保持数据一致性，2016年末数据采用2017年年初数据。2017年及2018年一季度公司合并范围无变化。

资产构成与质量

2017年末公司资产规模增长较快，流动资产仍为公司资产主要构成，但应收账款占用公司较大营运资金，且存在一定坏账风险

近年随着公司经营规模的增加，资产规模持续提升，截至2017年末，公司资产总额为90.50亿元，同比增长35.32%。从结构来看，流动资产仍为公司资产主要构成，2017年末及2018年3月末分别占总资产的55.60%和53.78%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产构成。2017年末公司货币资金规模为8.26亿元，同比减少27.17%，主要系购买理财产品以及以自有资金3.98亿元投资苏宁银行所致，其中使用受限资金共3.40亿元，系用作锁汇存款的美元定期存款；2018年3月末，公司货币资金减少至4.42亿元，主要系公司项目建设投入所致，其中使用受限资金共3.52亿元。

2017 年末公司应收账款账面余额 9.67 亿元，同比增长 42.27%，其中前五大客户应收账款合计 6.92 亿元，占比 71.50%，应收账款账龄在 1 年以内占比 96.15%，公司累计计提坏账准备 0.58 亿元。受公司销售规模增加及增加授信客户的范围和额度的影响，应收账款较上年有所增长，对公司营运资金形成较大占用且存在一定坏账风险。

2017 年末公司预付款项 6.14 亿元，主要为公司为购置生产设备而支付的预付款项，其中账龄 1 年以内的占比 96.27%。公司存货主要由原材料和产成品构成，2017 年末公司存货账面价值 10.89 亿元，同比增加 28.48%，其中包含原材料 4.53 亿元、产成品 6.25 亿元，2018 年 3 月末，存货规模增长至 13.15 亿元。由于公司连续生产，原材料及产成品规模较大，若未来产品价格下跌及下游需求缩减，存在一定跌价损失风险和积压风险。2017 年末公司其他流动资产账面价值 13.05 亿元，同比大幅增加，主要是新增 12 亿元理财产品。

表10 2016-2017 年及 2018 年 3 月末公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 3 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	44,178.18	4.80%	82,562.37	9.12%	113,361.12	16.95%
应收账款	97,833.62	10.63%	90,889.63	10.04%	64,109.48	9.59%
预付款项	62,873.84	6.83%	61,429.24	6.79%	45,968.82	6.87%
存货	131,529.34	14.30%	108,893.28	12.03%	84,756.79	12.67%
其他流动资产	131,509.28	14.29%	130,526.23	14.42%	9,441.65	1.41%
流动资产合计	494,808.37	53.78%	503,230.95	55.60%	338,303.79	50.59%
可供出售金融资产	40,319.42	4.38%	40,319.42	4.46%	519.42	0.08%
固定资产	245,429.91	26.68%	250,972.88	27.73%	270,858.15	40.50%
在建工程	104,388.16	11.35%	91,144.56	10.07%	34,390.02	5.14%
非流动资产合计	425,170.20	46.22%	401,793.05	44.40%	330,478.79	49.41%
资产总计	919,978.57	100.00%	905,024.01	100.00%	668,782.58	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产和在建工程构成。2017 年末公司可供出售金融资产同比增加 3.98 亿元，系新增苏宁银行股权投资（公司持股 9.95%）。公司固定资产主要为房屋建筑物、机器设备等，2017 年末账面价值为 25.10 亿元，受资产折旧的影响，固定资产规模同比有所降低。在建工程方面，随着二亿平米光学膜项目持续投入以及公司购入双星大厦办公楼，2017 年末公司在建工程同比大幅增长。

总体来看，2017 年末公司资产规模增长较快，流动资产仍为公司资产主要构成，但应收账款占用公司较大营运资金，且存在一定坏账风险。

资产运营效率

2017 年公司净营业周期基本保持稳定，但资金回笼速度仍较慢，公司整体资产运营效率有所降低

公司资产运营效率主要受聚酯薄膜产品生产及销售的影响，随着公司对部分客户授予信用额度及延长赊销账期，2017 年应收账款均值较上年显著增长，存货余额同比有所增长。受益于行业景气度回升及光伏基膜、光学膜等新兴聚酯薄膜板块销量上涨，2017 年公司营业收入和营业成本均有所增长。整体来看，公司净营业周期基本保持稳定，但资金回笼速度仍较慢。

2017 年公司流动资产均值同比显著增长，且主要是应收账款、理财产品的增加，影响资产收益率的提升，在资产规模扩大的同时收入规模增长有所滞后，总资产周转天数有所增加，整体资产运营效率有所降低。

表11 2016-2017 年公司主要资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	92.29	85.65
存货周转天数	131.04	138.37
应付账款周转天数	10.59	10.11
净营业周期	212.74	213.92
流动资产周转天数	501.09	417.21
固定资产周转天数	310.72	323.38
总资产周转天数	937.11	881.37

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017 年公司营业收入同比有所上升，但期间费用有所增长，且商誉减值准备较大程度上侵蚀公司利润

公司主营业务为聚酯薄膜的生产和销售，主要销售产品为聚酯薄膜、镀铝膜和 PVC 功能膜。2017 年受益于光伏基膜、光学膜等新兴聚酯薄膜板块销量上涨，公司实现营业收入 30.23 亿元，同比增长 18.42%，其中聚酯薄膜销售收入为主要收入来源，占营业收入的 93.50%。公司镀铝膜和 PVC 功能膜销售收入小幅下降，但业务规模较低，对公司收入影响有限。毛利率方面，由于公司新兴板块仍处于市场开拓阶段，销售存在一定的让利，且光学膜生产线初步投产，2017 年折旧费用同比增长较多，使得 2017 年聚酯薄膜毛利率小幅缩减，从而导致公司综合毛利率水平减少至 12.00%，同比降低 0.75 个百分点。

期间费用方面，2017 年公司期间费用主要为销售费用和管理费用，公司为拓展市场而相应增加营销投入，使得销售费用同比增长 37.07%，管理费用主要由研发费用构成，2017 年费用规模有所增长。受以上因素综合影响，2017 年公司的期间费用率提升至 8.56%。2017 年公司对收购江西科为产生的商誉计提 6,489.90 万元减值准备，较大程度降低了公司盈利水平。2017 年公司实现投资收益 2,999.91 万元，主要为理财产品收益。2017 年公司利润总额和净利润分别为 0.95 亿元 0.75 亿元，同比分别降低 37.51% 和 43.88%，同时总资产回报率较上年有所下降。

综合来看，2017 年公司营业收入同比有所上升，但期间费用有所增长，且商誉减值准备较大程度上侵蚀公司利润。

表12 2016-2017 年及 2018 年 1-3 月公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
营业收入	75,068.90	302,295.52	255,273.99
资产减值损失	-193.96	8,394.70	736.52
投资收益	-	2,999.91	81.33
营业利润	7,369.65	4,764.82	12,456.65
利润总额	7,436.31	9,541.15	15,267.68
净利润	6,491.99	7,465.12	13,302.27
综合毛利率	17.44%	12.00%	12.75%
期间费用率	-	8.56%	7.29%
总资产回报率	-	1.64%	2.54%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

2017 年公司经营活动现金流表现较差，资本市场融资为投资活动支出提供一定支持

2017 年公司实现净利润 0.75 亿元，同比减少 43.88%，排除商誉减值准备、固定资产摊销以及利息支持同比增加的影响，2017 年 FFO 为 5.17 亿元，较上年增长 31.56%，公司主营业务经营所得现金有所增多，但从现金流情况来看，2017 年公司经营性应收项目数额大幅增加，产成品以及原材料储备有所上升，经营活动现金净流入规模同比显著下降。

投资活动方面，2017 年公司购买理财产品支付 32.30 亿元，购入经营类资产 7.93 亿元，同时购入苏宁银行 9.95% 股权支付 3.98 亿元，全年投资活动现金净流出 26.66 亿元，净流出规模同比大幅增加。

为满足经营及投资活动的资金需求，2017 年公司通过非公开发行股份融资 19.69 亿元，使得筹资活动现金净流入大幅增加。

总体来看，2017 年公司经营活动现金流表现变差，资本市场融资为投资活动支出提供一定支持。

表13 2016-2017 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
净利润	7,465.12	13,302.27
FFO	51,706.14	39,303.74
营运资本变化	-47,604.40	-26,877.67
其中：存货减少（减：增加）	-24,136.49	1,712.06
经营性应收项目的减少（减：增加）	-44,777.53	-24,969.55
经营性应付项目的增加（减：减少）	21,309.62	-3,620.18
经营活动产生的现金流量净额	1,301.74	12,426.08
投资活动产生的现金流量净额	-266,565.30	-25,736.98
筹资活动产生的现金流量净额	191,879.33	77,770.91
现金及现金等价物净增加额	-74,822.76	64,764.33

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

得益于资本市场非公开发行股份融资，2017 年末公司负债经营程度仍较低，盈利对利息保障程度较好

随着经营规模扩大以及应付设备款增加，2017 年末公司负债总额增长至 16.59 亿元；受益于资本市场非公开发行股份，2017 年末公司所有者权益增长至 73.91 亿元，同比增加 38.24%，同时产权比例下降至 22.44%，公司净资产对负债的保障程度依然较好。

表14 2016-2017 年及 2018 年 3 月末公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
负债合计	174,343.89	165,881.32	134,101.86
所有者权益合计	745,634.67	739,142.68	534,680.73
产权比率	23.38%	22.44%	25.08%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

从负债结构来看，受应付票据和其他应付款增加的影响，2017 年末流动负债成为负债主要构成。公司负债主要包括应付票据、应付账款、其他应付款和应付债券，其中应付票据和应付账款主要为公司应付的原料款和设备款，2017 年末规模均有所增加，2018 年一季度受原料采购增加的影响，两者合计较 2017 年末显著增长。公司其他应收款主要为工程设备款，2017 年末同比增长 174.45%，主要系尚未支付双星大厦购置款。应付债券系发行的本期债券，发行规模 8 亿元，票面利率为 4.09%。

表15 2016-2017年及2018年3月末公司主要负债构成（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	47,000.53	26.96%	42,226.47	25.46%	31,776.86	23.70%
应付账款	12,697.91	7.28%	8,523.25	5.14%	7,120.58	5.31%
其他应付款	26,866.15	15.41%	29,644.95	17.87%	10,801.56	8.05%
流动负债合计	94,490.63	54.20%	86,042.78	51.87%	54,313.20	40.50%
应付债券	79,782.81	45.76%	79,768.08	48.09%	79,708.70	59.44%
非流动负债合计	79,853.27	45.80%	79,838.54	48.13%	79,788.66	59.50%
负债合计	174,343.89	100.00%	165,881.32	100.00%	134,101.86	100.00%
有息债务	79,782.81	45.76%	79,768.08	48.09%	79,708.70	59.44%

资料来源：公司2016-2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

由于公司主要通过资本市场融资，2017年末有息债务变动不大，仍仅包含本期债券，占负债总额的48.09%，有息债务占比有所下降。从偿债能力来看，2017年末及2018年3月末公司资产负债率分别为18.33%和18.95%，负债经营程度较2016年末有所下降，整体负债水平依然较低。2017年末公司流动比率和速动比率分别为5.85和4.58，公司流动资产对流动负债的保障程度较好，由于公司银行借款较少，并且资金面充裕，财务费用利息支出较少，EBITDA利息保障倍数仍保持较高水平，公司盈利对利息保障程度仍较高。

表16 2016-2017年及2018年3月末公司主要偿债能力指标

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	18.95%	18.33%	20.05%
流动比率	5.24	5.85	6.23
速动比率	3.84	4.58	4.67
EBITDA(万元)	-	47,224.14	41,133.20
EBITDA利息保障倍数	-	14.17	70.33
经营性净现金流/流动负债	-	1.51%	22.88%
经营性净现金流/负债总额	-	0.78%	9.27%

资料来源：公司2016-2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

六、评级结论

受益于常规类聚酯薄膜市场稳定增长以及公司五大新兴聚酯薄膜板块销量提升，2017年公司实现聚酯薄膜销售收入28.27亿元，同比增长20.31%；目前公司着重推广节能窗膜、信息材料、热缩材料、新能源材料和光学材料等五个新兴板块，2017年效益初显。同时鹏元也关注到，在宏观经济增速放缓及整体行业景气度较低的情况下，2017年公司募投项目及超募项目均尚未达到预期效益，未来产能效益情况仍具有不确定性；2017年公司

利润总额和净利润分别为 0.95 亿元 0.75 亿元，同比分别降低 37.51% 和 43.88%，盈利水平有所下降；公司应收账款规模显著增长，对营运资金形成较大占用且存在一定坏账风险；在建项目规模较大，存在一定资金压力，同时公司涉足光学膜领域时间较短，国内销售渠道尚未完善，未来经营仍存在一定的产能消化不足风险。

基于上述情况，鹏元维持本期债券信用等级为 AA，维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	44,178.18	82,562.37	113,361.12	48,812.00
应收票据	26,048.08	27,056.69	19,886.40	6,043.40
应收账款	97,833.62	90,889.63	64,109.48	57,359.97
预付款项	62,873.84	61,429.24	45,968.82	39,501.59
应收利息	35.37	1,193.12	141.84	79.33
其他应收款	800.66	680.39	637.69	353.87
存货	131,529.34	108,893.28	84,756.79	86,468.85
其他流动资产	131,509.28	130,526.23	9,441.65	14,756.02
流动资产合计	494,808.37	503,230.95	338,303.79	253,375.04
可供出售金融资产	40,319.42	40,319.42	519.42	519.42
固定资产	245,429.91	250,972.88	270,858.15	187,751.49
在建工程	104,388.16	91,144.56	34,390.02	113,741.24
无形资产	12,967.13	9,541.00	9,769.76	9,988.25
商誉	2,000.00	2,000.00	8,489.90	8,489.90
长期待摊费用	112.93	148.82	227.24	172.91
递延所得税资产	939.80	952.96	667.25	529.20
其他非流动资产	19,012.84	6,713.41	5,557.05	6,594.76
非流动资产合计	425,170.20	401,793.05	330,478.79	327,787.17
资产总计	919,978.57	905,024.01	668,782.58	581,162.21
短期借款				100.00
应付票据	47,000.53	42,226.47	31,776.86	41,137.25
应付账款	12,697.91	8,523.25	7,120.58	5,387.19
预收款项	4,229.37	2,796.83	1,986.06	1,834.36
应付职工薪酬	936.69	1,287.76	1,696.50	1,785.80
应交税费	1,379.47	989.80	357.91	784.89
应付利息	1,380.52	573.72	573.72	-
应付股利				391.95
其他应付款	26,866.15	29,644.95	10,801.56	6,838.20
流动负债合计	94,490.63	86,042.78	54,313.20	58,259.64
应付债券	79,782.81	79,768.08	79,708.70	-
其他非流动负债	70.46	70.46	79.96	89.46
非流动负债合计	79,853.27	79,838.54	79,788.66	89.46
负债合计	174,343.89	165,881.32	134,101.86	58,349.10
股本	115,627.81	115,627.81	71,732.76	71,732.76
资本公积	518,554.54	518,554.54	363,673.86	363,673.86
盈余公积	13,541.08	13,541.08	12,819.13	11,517.50

未分配利润	97,911.24	91,419.26	86,454.97	75,888.99
归属于母公司所有者权益合计	745,634.67	739,142.68	534,680.73	522,813.11
所有者权益合计	745,634.67	739,142.68	534,680.73	522,813.11
负债和所有者权益总计	919,978.57	905,024.01	668,782.58	581,162.21

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	75,068.90	302,295.52	255,273.99	238,053.74
其中：营业收入	75,068.90	302,295.52	255,273.99	238,053.74
二、营业总成本	67,699.25	301,327.68	242,893.25	229,784.85
其中：营业成本	61,978.03	266,012.10	222,735.35	213,608.56
税金及附加	236.37	1,050.77	823.59	10.58
销售费用	1,888.17	9,167.75	6,688.55	4,805.71
管理费用	4,000.79	13,954.46	11,885.36	11,726.46
财务费用	-210.16	2,747.90	23.88	-2,724.65
资产减值损失	-193.96	8,394.70	736.52	2,358.20
投资收益（损失以“-”号列）	-	2,999.91	81.33	735.87
资产处置收益（损失以号填列）	-	-4.77	-5.42	-5.42
其他收益	-	801.84	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	7,369.65	4,764.82	12,456.65	9,004.76
加：营业外收入	78.21	4,839.62	2,834.58	4,623.12
减：营业外支出	11.55	63.29	23.55	3.67
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	7,436.31	9,541.15	15,267.68	13,624.21
减：所得税费用	944.32	2,076.03	1,965.41	1,573.44
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	6,491.99	7,465.12	13,302.27	12,050.77
归属于母公司所有者的净利润	6,491.99	7,465.12	13,302.27	12,050.77

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	81,925.96	246,684.64	233,408.18	215,257.62
收到的税费返还	1,421.30	4,924.02	1,725.89	2,196.18
收到其他与经营活动有关的现金	2,600.40	5,566.61	9,065.56	5,695.49
经营活动现金流入小计	85,947.65	257,175.26	244,199.63	223,149.29
购买商品、接受劳务支付的现金	81,544.53	228,390.70	204,177.29	203,125.27
支付给职工以及为职工支付的现金	2,996.04	9,357.84	8,054.30	6,241.18
支付的各项税费	807.27	2,966.60	3,572.64	2,420.05
支付其他与经营活动有关的现金	4,767.25	15,158.39	15,969.31	10,069.63
经营活动现金流出小计	90,115.09	255,873.52	231,773.55	221,856.13
经营活动产生的现金流量净额	-4,167.44	1,301.74	12,426.08	1,293.16
取得投资收益收到的现金	-	1,901.83	81.33	110.90
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	-	7.59	3.00
收到其他与投资活动有关的现金	-	207,645.07	237.08	85,010.00
投资活动现金流入小计	-	209,546.90	326.00	85,123.90
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	33,800.01	79,311.41	26,062.98	54,453.71
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	-	7,721.67
投资支付的现金	-	39,800.00	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	357,000.78	-	-
投资活动现金流出小计	33,800.01	476,112.19	26,062.98	62,175.38
投资活动产生的现金流量净额	-33,800.01	-266,565.30	-25,736.98	22,948.52
吸收投资收到的现金	-	196,930.66	-	-
发行债券收到的现金	-	0.00	79,698.11	-
筹资活动现金流入小计	-	196,930.66	79,698.11	-
偿还债务支付的现金	-	-	100.00	400.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-	5,051.33	1,827.20	1,835.13
筹资活动现金流出小计	-	5,051.33	1,927.20	2,235.13
筹资活动产生的现金流量净额	-	191,879.33	77,770.91	-2,235.13
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-416.74	-1,438.54	304.32	340.49
现金及现金等价物净增加额	-38,384.19	-74,822.76	64,764.33	22,347.04
期初现金及现金等价物余额	82,562.37	113,361.12	48,596.79	26,249.75
期末现金及现金等价物余额	44,178.18	38,538.36	113,361.12	48,596.79

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	7,465.12	13,302.27	12,050.77
加：资产减值准备	8,394.70	736.52	2,358.20
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	33,981.98	24,946.11	22,831.85
无形资产摊销	228.76	228.86	224.31
长期待摊费用摊销	140.42	105.65	35.71
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	4.77	7.50	-2.13
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	5.66	-	-
财务费用	4,770.37	196.21	-1,741.24
投资损失	-2,999.91	-81.33	-735.87
递延所得税资产减少	-285.72	-138.05	-392.16
存货的减少	-24,136.49	1,712.06	-8,640.62
经营性应收项目的减少	-44,777.53	-24,969.55	-27,766.08
经营性应付项目的增加	21,309.62	-3,620.18	3,070.42
其他	-2,800.00	-	-
经营活动产生的现金流量净额	1,301.74	12,426.08	1,293.16
现金的期末余额	38,538.36	113,361.12	48,596.79

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
资产负债率	18.95%	18.33%	20.05%	10.04%
流动比率	5.24	5.85	6.23	4.35
速动比率	3.84	4.58	4.67	2.86
综合毛利率	17.44%	12.00%	12.75%	10.27%
EBITDA (万元)	-	47,224.14	41,133.20	37,323.35
EBITDA 利息保障倍数	-	14.17	70.33	61.46
期间费用率	-	8.56%	7.29%	5.80%
总资产回报率	-	1.64%	2.54%	2.49%
产权比率	23.38%	22.44%	25.08%	11.16%
应收账款周转天数	-	92.29	85.65	49.87
存货周转天数	-	131.04	138.37	136.03
应付账款周转天数	-	10.59	10.11	7.14
净营业周期 (天)	-	212.74	213.92	178.76
流动资产周转天数	-	501.09	417.21	389.74
固定资产周转天数	-	310.72	323.38	295.09
总资产周转天数	-	937.11	881.37	864.63

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付债券

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。