



信用等级通知书

信评委函字[2019]G252-2号

厦门合兴包装印刷股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“厦门合兴包装印刷股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年四月四日

厦门合兴包装印刷股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	厦门合兴包装印刷股份有限公司
发行规模	本次发行可转换公司债券发行规模不超过人民币5.9575亿元（含5.9575亿元）。
债券期限	本次发行的可转换公司债券的期限为自发行之日起6年。
债券利率	本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次可转换公司债券在发行完成前如遇银行存款利率调整，则股东大会授权董事会对票面利率作相应调整。
偿还方式	本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期后一次性偿还本金和最后一利息。
转股期限	本次发行的可转换公司债券转股期自可转换公司债券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。

概况数据

合兴包装	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	20.37	27.70	30.24
总资产（亿元）	54.29	64.62	70.14
总债务（亿元）	17.52	16.80	25.04
营业总收入（亿元）	45.60	87.48	121.66
营业毛利率（%）	16.62	14.34	12.54
EBITDA（亿元）	7.05	5.54	6.75
所有者权益收益率（%）	21.56	6.86	9.44
资产负债率（%）	62.49	57.13	56.89
总债务/EBITDA（X）	2.48	3.03	3.71
EBITDA 利息倍数（X）	8.41	4.64	5.55

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“厦门合兴包装印刷股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用级别为 **AA**，该级别反映了本次债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定发行主体厦门合兴包装印刷股份有限公司（以下简称“合兴包装”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。该级别反映了发行主体合兴包装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。中诚信证评肯定了公司显著的规模优势、领先的行业地位、收入规模持续增长以及融资渠道畅通等因素对公司业务发展及信用质量的支持。同时，我们也关注到瓦楞纸箱行业产能过剩、原材料价格波动风险及公司债务期限结构有待改善等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 规模优势显著，行业地位领先。公司是我国瓦楞包装行业的龙头企业，目前拥有超过 50 家生产基地，生产网络覆盖华南、华中、华北、华东及西南等地区及东南亚地区；纳入合众创亚包装服务（亚洲）有限公司及合众创亚东南亚四家公司产能后，公司瓦楞纸板和瓦楞纸箱的产能分别可达 282,456.00 万平方米/年和 217,167.00 万平方米/年，在产品产量、收入规模和盈利水平方面均处于瓦楞纸包装行业前列，规模优势显著。
- 创新发展 IPS 及 PSCP 模式，收入规模持续增长。近年来，公司发力智能包装集成服务（IPS），向包装服务提供商转型；同时搭建包装产业供应链云平台（PSCP），整合包装产业供应链及上下游资源，推动行业整合，公司业务实现快速发展，2016~2018 年分别实现营业收入 45.60 亿元、87.48 亿元和 121.66 亿元，近三年年均复合增长率为 63.34%。



分析师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

汪智慧 zhhwang@ccxr.com.cn

王梦怡 mywang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年4月4日

- 畅通的融资渠道。公司是中小板上市公司，具有较强的直接融资能力，截至 2018 年末，已完成三次非公开发行股份，增强了公司资本实力，并多次发行公开市场债务融资工具；同时，公司拥有较好的银企关系，融资渠道较为多元。

关 注

- 瓦楞纸箱行业产能过剩，周期性波动明显。虽然近年来行业淘汰落后产能和整合力度持续加大，我国瓦楞纸产能过剩依然严峻；同时，造纸行业周期性波动明显，需关注未来行业周期性波动对公司经营带来的影响。
- 原材料价格波动风险。公司生产纸箱/纸板的主要原材料为各类箱纸板、瓦楞原纸，原材料成本占营业成本比重较高，近年来原纸市场价格波动较大，中诚信证评将持续关注原材料价格波动、产品价格调整等因素对公司营业毛利率的影响。
- 环保政策风险。随着国家节能减排要求和污染排放标准的提高及环保意识的加强，公司面临一定的环保压力。
- 债务期限结构有待改善。截至 2018 年末，公司债务规模上升至 25.04 亿元，其中短期债务为 22.59 亿元，长短期债务比为 9.22 倍，短期债务占比较高。若公司本次债券成功发行，债务期限结构将有所改善。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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，不存在因评级对象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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，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的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发行主体概况

厦门合兴包装印刷股份有限公司（以下简称“合兴包装”或“公司”）是经中华人民共和国商务部商资批（2006）2541号文批准，由厦门汇信投资管理有限公司为主发起人，联合厦门市新福源工贸有限公司、宏立投资有限公司（以下简称“宏立投资”）共同发起设立的股份有限公司，初始注册资本为人民币 0.75 亿元。经中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）证监许可[2008]477号文核准，公司向社会公众发行人民币普通股 2,500 万股，于 2008 年 5 月 8 日在深圳证券交易所上市，股票代码为 002228。此后公司历经数次增资扩股，2011 年公司控股股东厦门汇信投资管理有限公司更名为新疆兴汇聚股权投资管理有限公司，2012 年新疆兴汇聚股权投资管理有限公司更名为新疆兴汇聚股权投资管理有限合伙企业（以下简称“新疆兴汇聚”）。截至 2018 年末，公司注册资本 11.70 亿元，其中控股股东新疆兴汇聚持股比例为 33.96%，第二大股东宏立投资持股比例为 10.66%，新疆兴汇聚和宏立投资为一致行动人，其他股东持股均不超过 5.00%。新疆兴汇聚股权由许晓光家族¹全资持有，宏立投资由许晓光和许晓荣各持有 50% 股权，另外许晓光直接持有公司 0.46% 股权，许晓光家族直接或间接持有公司 45.08% 股份，为公司实际控制人。

公司主营业务为中高端瓦楞纸箱的研发与设计、生产、销售及服务，营业范围涉及生产中高档瓦楞纸箱及纸、塑等各种包装印刷制品，研究和开发新型彩色印刷产品以及纸制品、包装制品、机械设备的批发、进出口及相关配套业务等。公司主要生产产品包括中高端瓦楞纸箱、瓦楞纸板、缓冲包装材料（蜂窝纸板、EPE 和 EPS）等。

截至 2018 年末，公司资产总额 70.14 亿元，所有者权益 30.24 亿元，资产负债率 56.89%；2018 年，公司实现营业总收入 121.66 亿元，净利润 2.85 亿元，经营活动净现金流 5.58 亿元。

¹ 许晓光家族包括许晓光、许晓荣、许天津和吕秀英，其中许天津、吕秀英为配偶关系，许晓光、许晓荣为其子女。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

	基本条款
债券名称	厦门合兴包装印刷股份有限公司公开发行可转换公司债券
发行规模	本次拟发行可转换公司债券发行规模不超过人民币 5.9575 亿元（含 5.9575 亿元）。
债券期限	本次发行的可转换公司债券的期限为自发行之日起 6 年。
债券利率	本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次可转换公司债券在发行完成前如遇银行存款利率调整，则股东大会授权董事会对票面利率作相应调整。
偿还方式	本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期后一次性偿还本金和最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转换公司债券转股期自可转换公司债券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。
初始转股价格的确定	本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不高于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十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，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
赎回条款	在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或者当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定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换公司债券。
回售条款	在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，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，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若公司本次发行的可转换公司债券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，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。
募集资金用途	本次发行募集资金在扣除发行费用后的净额拟用于环保包装工业 4.0 智能工厂建设项目和青岛合兴包装有限公司纸箱生产建设项目。若本次发行扣除发行费用后的实际募集资金净额低于拟投资项目实际资金需求总量，不足部分将由公司自筹资金解决。如本次募集资金到位时间与项目实施进度不一致，公司可根据实际情况需要以自筹资金先行投入，募集资金到位后予以置换。

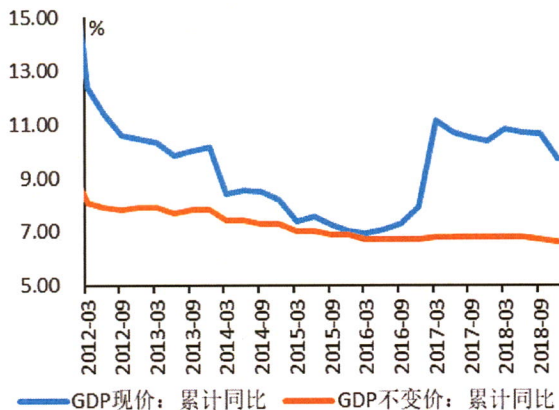
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

宏观经济和政策环境

2018年，在内部去杠杆和外部贸易冲突的双重压力下，中国经济运行稳中有变，GDP增速逐季回落，全年GDP同比增长6.6%，虽然达到预期目标，但较上年回落0.2个百分点。展望2019年，高杠杆下经济转型所面临的阵痛持续，政策托底力度依然有限，供需两端仍有放缓压力，预计全年GDP增长6.3%，上半年下行压力较大，下半年随着“稳增长”政策效果显现或略有企稳。

图1：中国GDP增速



资料来源：国家统计局

2018年，经济供需两端均有所放缓。从需求端来看，土地购置费支撑下房地产投资保持较快增长，制造业投资回暖，但地方政府债务严监管导致基建投资大幅下行，拉低投资整体增速；居民收入增长放缓叠加居民部门高负债，社零额增速跌至个位数；全球经济复苏走弱和中美贸易冲突持续，出口压力显现，外需对经济增长贡献率持续为负。从供给端来看，工业生产缓慢回落，服务业生产走弱，工业企业和服务业企业盈利增长均放缓，经济运行微观基础恶化。从价格水平来看，通胀走势分化，CPI中枢有所上移，大宗商品价格涨势趋缓带动PPI回落。此外，严监管下社融收缩明显，流动性风险加剧，信用风险抬升。

经济虽有下行，但积极因素仍存：第三产业对经济增长的贡献率维持在60%以上，最终消费对经济增长贡献率接近80%，产业与需求结构持续转型；以高技术产业、战略性新兴产业等为代表的新动能增长持续快于规模以上工业，工业内部结构优

化；民间投资保持较快增长，新动能投资占制造业投资比重提升，投资结构继续改善。

当前中国经济的下行是长期因素与短期因素共同作用的结果，是中国经济由高速增长转向高质量发展不得不经历的过程，是高杠杆下的经济转型所必须面临的阵痛。在此经济下行与结构转型期，结构性问题和风险仍需要高度警惕。短期来看，需重点关注三大问题：其一，投资依旧面临多方面放缓压力，或将对经济下行产生较大的影响；其二，通缩压力下，企业盈利或继续恶化，制约企业扩大再生产，加剧经济下行；其三，新动能的发展面临发达国家遏制加剧和财政收入增长放缓、财政资金支持力度或减弱等不利因素，能否继续快速发展存在不确定性。从中长期来看，需警惕四方面宏观风险：全球经济回调和国际金融市场波动给中国经济带来冲击的风险、经济下行和财政收支压力加大背景下的地方政府隐性债务风险、货币信贷传导机制不畅导致的实体经济信用风险、经济下行期就业质量下滑和失业增多的风险。

在当前经济转型与结构调整关键期，宏观政策面临高杠杆等多重约束，依托基建、房地产投资稳定经济增长的传统路径难以为继，宏观政策调整尤需注重稳增长、防风险、促改革的多重平衡。2019年，政策将继续边际宽松、动态求稳，稳增长、稳杠杆思路延续，总体呈现“稳监管、宽货币、宽信用”特征。从货币政策来看，未来仍有降准可能，政策利率或小幅下调，流动性有望合理充裕；财政政策加力提效，考虑专项债后的“赤字率”或将出现较大幅度提升。此外，金融监管将以“稳”为主，避免力度和节奏不当加大对金融体系的冲击。

经济转型与调整是长期过程，多重约束下宏观政策“托底”力度依然有限，大国博弈背景下外部不确定性仍存，2019年中国经济下行压力将继续显现。但是，中国经济迈向高质量发展的方向并未改变，未来随着改革开放政策效应的持续释放，中国经济长期平稳健康发展仍具备一定基础。

造纸

造纸行业概况

造纸行业可细分为新闻纸、涂布印刷纸、未涂

布印刷书写纸、生活用纸、包装用纸、箱板纸、白纸板、瓦楞原纸和特种纸及纸板等多个子行业。造纸行业具有连续高效运行、规模效益显著等典型的大工业生产特征；原料需求较多、设备投资较大，产业链较长，涉及到林业、农业、化工、出版、包装、印刷、机械制造、环保等诸多产业，是技术、资金、资源、能源相对密集的一个行业。

造纸行业的发展具有明显的周期性特征。宏观经济的周期性波动，将导致纸品供给和需求的波动。在经济增长加快时，受产能限制短时期内供应量不能相应增加，则造纸企业销售量和产品价格相应上升；在价格上涨时期，较高的盈利刺激了造纸企业投资热情，造纸行业产能相应上升；随着新增产能的增加，产品供给增加，将会拖动纸品价格下降，行业又进入周期性低谷。

我国造纸行业的发展就呈现了从峰值一路下行的趋势，在宏观经济持续低迷的情况下，行业产能过剩，造纸企业盈利空间被大幅压缩、整体运营压力上升，行业综合治理、兼并重组整合加剧，落后产能和抗风险能力差的小企业被不断挤出。2014年之前，由于行业内各企业在原材料、生产设备和工艺等方面差别不明显，产品同质化严重，随着产能的持续扩张，行业竞争较为激烈。2014年开始实施供给侧改革，行业供给增速持续减缓，整体行业低迷情况略有改善。

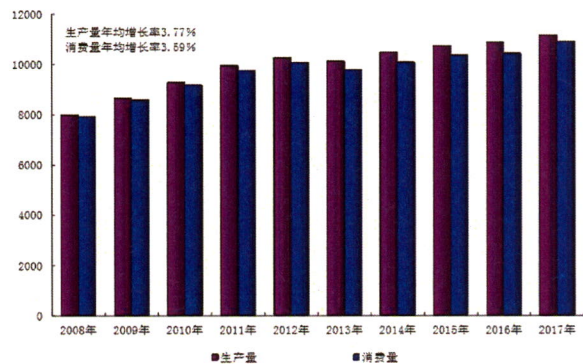
近年来，随着供给侧改革的持续推进，环保要求的不断提高，市场淘汰加剧，纸价有所上涨，行业景气度不断提升。具体来看，自2014年去产能以来，行业企业单位数从最高的7,340家下降到2017年的6,681家，根据中商产业研究院监测数据显示，截至2017年底，我国造纸企业达到6,681家，较上年减少23家。其中亏损企业677家，2017年行业亏损总额41亿元，同比下降46.8%。从固定资产投资增速来看，企业新增产能持续下降，纸及纸板过剩产能正在收窄。2016年我国机制纸及纸板消费量达1.04亿吨，同比增长0.65%，产量为1.08亿吨，同比增长1.35%；2017年我国纸及纸板消费量达到1.09亿吨，同比增长4.59%，产量1.11亿吨，同比增长2.53%。从纸价和行业企业盈利水平来看，

随着产能过剩情况不断改善，国内纸价也相应上调，促使造纸行业整体盈利水平上升。2015~2016年双铜纸和双胶纸从5,500元/吨左右降至5,000元/吨，白卡纸从4,750元/吨左右降至4,500元/吨左右。2017年纸价出现明显上涨，双铜纸和双胶纸从5,000元/吨涨至7,500元/吨左右，白卡纸从4,500元/吨左右涨至7,000元/吨左右。2017年底至2018年4月纸价持续处于高位水平，2018年4月后均呈回落态势，2019年初双铜纸和双胶纸价格降至5,800元/吨左右。白卡纸价格降至5,000元/吨。

据国家统计局统计，2017年规模以上造纸生产企业2,754家；主营业务收入9,215亿元，同比增长15.37%，工业增加值增速3.90%，利润总额666亿元，同比增长55.63%。中诚信证评认为，在供给侧改革和环保政策趋严的大背景下，造纸行业在2019年将面临更加严酷的产能出清，而目前中国经济正在筑底，市场需求有望进一步改善，未来供求格局将会发生改变。

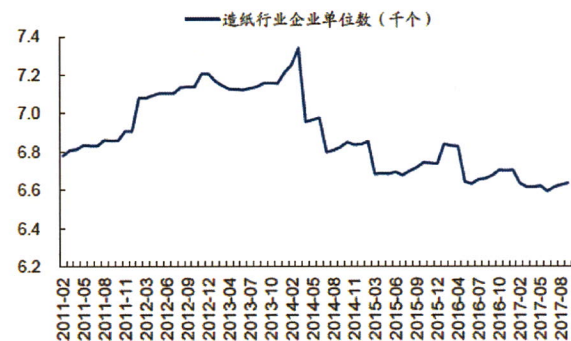
图2：2008~2017年我国纸及纸板生产和消费情况

单位：万吨



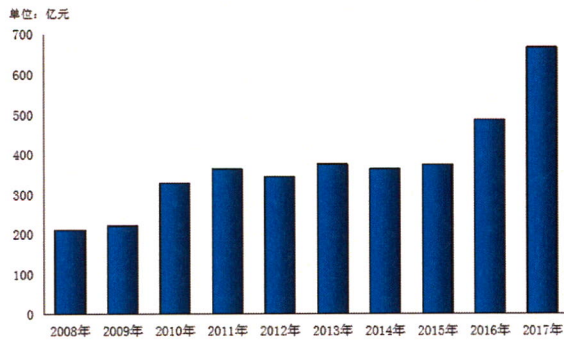
资料来源：中国造纸协会，中诚信证评整理

图3：我国造纸行业企业单位数量



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

图 4：2008~2017 年规模以上造纸生产企业利润总额



资料来源：中国造纸协会，中诚信证评整理

我国造纸行业主要受下游印刷、包装等产业的拉动；但各子行业间生产技术和用途各异，下游企业所处行业也不尽相同，加上消费替代性较小，子行业受经济波动影响差异较为明显。并且不同造纸企业在经营规模、产品的质量、性能、形状和用途上各不相同，也面临着不同的市场供求关系。

目前国内造纸行业供需情况有所改善，但仍存在结构性产能过剩情况。具体到各产品细分市场，文化用纸受互联网冲击影响，需求萎缩，产能过剩压力较大，如新闻纸等，受非纸化传播方式逐渐取代传统的报纸、杂志媒体的影响，需求量大幅下降；包装用纸则受益于电商发展背景下的快递业务增长，需求略高于供给；生活用纸由于需求量受经济波动影响程度较低，周期性相对较弱，随着居民收入持续增长和消费升级推进，需求量增长潜力较大，但随着市场上多家造纸企业相继进军生活用纸领域，未来生活用纸的行业供求情况亦值得关注。除此之外，一些特种纸下游行业较为特殊，且顺应了现代化的消费观念和趋势，比如装饰原纸等，下游需求波动就相对较小，产业集中度较高，市场周期波动相对不明显。因此，造纸品类的分散化有助于分散造纸企业的经营风险，在行业内生产多品类纸种的造纸企业具有相对更强的抗风险能力。

总体来看，造纸行业与宏观经济增速之间有较强的顺周期性，在中国经济增速有所调整的条件下，造纸行业的增速也面临调整压力。但随着国民经济下行压力的缓解、居民收入水平的提高以及二孩政策的放开，纸制品人均消费量预期还将持续增长。且在当前的市场环境下，落后产能淘汰和企业重组力度不断加大，未来造纸行业竞争有望进一步

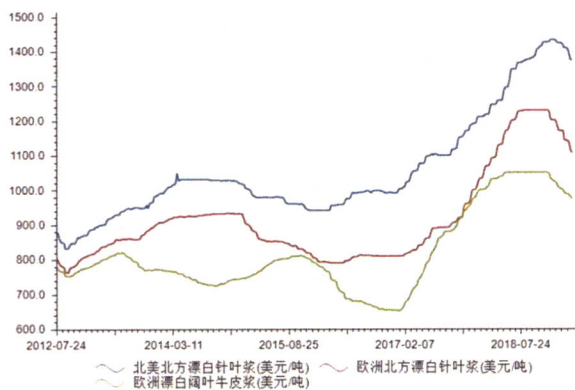
规范化，未来仍具有一定的发展空间。

原材料供应

我国造纸行业的主要原材料为纸浆和废纸，由于林木及纤维资源短缺，行业内企业原材料自给能力普遍偏弱，每年需要从国外进口大量的木浆和废纸以满足生产需要，因此原材料对外依存度很高，原料价格与国际市场联动性强，加之在产能过剩的情况下企业转嫁成本压力的难度增加，国际原料市场价格的波动对我国造纸企业经营业绩的影响较大。2017 年全国纸浆进口量 2,372 万吨，同比增长 12.63%；进口金额为 153.34 亿美元，同比增加 25.30%。2017 年全国废纸进口量 2,572 万吨，同比减少 9.75%；进口金额为 399.35 亿元人民币，同比增长 21.30%。目前，我国正积极推进林浆纸一体化和废纸回收项目的建设，随着造纸产业链向上游延伸，未来造纸企业原材料自给率有望得到提升，从而使原材料供应及价格的稳定性得到一定保障。

在进口纸浆价格走势方面，2014 年下半年开始，进口针叶浆和阔叶浆价格分别企稳于 5,000 元/吨及 4,000 元/吨左右。自 2016 年第四季度国际浆价开始上涨，自 2017 年第二季度中末期才略有回稳，6、7、8 月的国际浆价基本保持平稳。2017 年 8 月，国际纸浆的需求普遍增长，但长纤浆库存天数略增，为 33 天，环比增加 1 天。2017 年 9 月开始，国际浆价开始了新一轮的增长。10 月亚洲市场漂白软木牛皮浆价格超过 900 美元/吨。2018 年 3 月开始漂白软木牛皮浆价格开始呈下行态势，截至 2019 年 3 月底，漂白软木牛皮浆价格回落至 700 美元/吨。前期亚洲市场浆价突然飙升，主要是中国大陆严格实施环保政策，中国政府积极执行造纸业的关停并转措施，大幅淘汰不符合经济效益及环保要求的中、小型浆纸厂等所造成的影响。后期由于整体经济形势好转，同时国内部份产能投产，纸浆价格呈现回落态势。

图 5：2012.07~2019.03 国际纸浆价格走势



资料来源: choice, 中诚信证评整理

图 6：2012.07~2019.03 国内纸浆价格走势

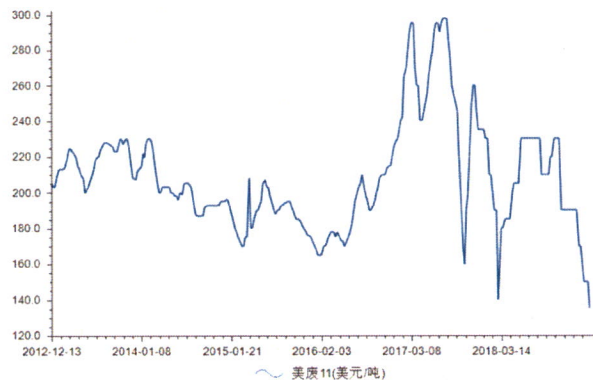


资料来源: choice, 中诚信证评整理

另外,受制于我国废纸回收体系不完整以及造纸用林木资源工业的不足,我国废纸主要来自于美国、欧洲和日本等地。2016年以来,美废受周期旺季和美国造纸结构变化影响率先提价,其中美废11#从2016年初的175美元/吨持续上涨至2017年3月的295美元/吨,价格大幅震荡至2017年10月,快速下降到160美元/吨,2018年3月开始反弹,2018年5月为230美元/吨,价格小幅波动至今;受美废带动,国废亦经历快速上涨,废黄板纸采购价从2016年初1,200元/吨上涨至2017年1月中旬2,050元/吨。2017年3~4月随着包装纸消费淡季,以及下游箱板纸纸厂需求减弱,纸厂原纸库存不断增加,期间废纸价格大幅回落,但2017年5月至10月国内废纸价格快速反弹,均价达到2,970元,11月均价下降至1,800元,由于原材料的涨价,12月起国内废纸价格大幅上涨,截至2018年5月国废到厂价均价约为3,200元,2018年10月价格下降至约2,200元,截至2019年3月底价格保持震荡态势。

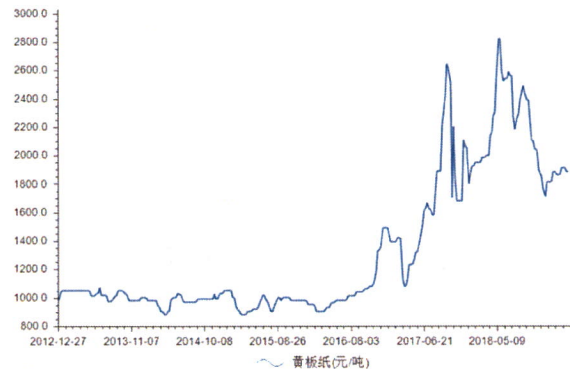
由于废纸等原材料与产品价格并不同步,往往存在着一定的时间差,使得原材料价格波动的压力无法及时传导至下游行业,因此原材料价格的波动将对造纸企业的盈利水平和现金流产生较大影响。

图 7：2012.07~2019.03 美废 11#价格走势



资料来源: choice, 中诚信证评整理

图 8：2012.07~2019.03 国废黄板纸价格走势



资料来源: choice, 中诚信证评整理

瓦楞包装行业概况

目前,我国已形成涵盖纸包装、塑料包装、金属包装、玻璃包装、其他包装及包装印刷等子行业的包装行业体系。近年来,我国包装工业总产值呈快速上升态势,2012年,我国包装工业总产值仅2,500余亿元;据中国包装联合会数据显示,截至2016年,我国包装工业总产值已突破1.9万亿元。瓦楞包装为纸包装的一种,瓦楞纸箱(板)因其结实、灵活、轻便、可循环利用及低成本,而成为各种消费及工业产品的理想包装容器,因此瓦楞纸箱包装在包装产业中具有举足轻重的地位。

瓦楞纸箱为非标准产品,因此瓦楞纸箱包装企业经营模式通常为“产品直销、以销定产”方式;同时由于存在供应商资质认定制度,因此瓦楞纸包装

企业首先需要获得客户认定的合格供应商资质，然后由客户提出产品要求或企业为客户设计包装方案，瓦楞纸箱生产企业根据客户订单制定生产工艺，组织生产和进行销售。另外由于瓦楞纸箱包装行业具有“100~150 公里”的销售半径，因此瓦楞纸箱企业的客户基本在 150 公里内。

我国瓦楞纸箱行业起步较晚，但增长十分迅速。2003 年，我国便已超过日本成为全球第二大瓦楞纸箱生产国，仅次于美国。全国瓦楞纸箱产量从 2000 年的 256.03 万吨攀升至 2017 年的 3,699.55 千吨，年复合增长率达到 17.01%。

我国瓦楞纸箱（板）包装行业逐步形成以“东部地区为主、东部带动中西部发展”的竞争格局，其中珠三角、长三角、环渤海、闽南地区（厦门、漳州、泉州）、胶东半岛作为我国主要的消费、电子、轻工业制造基地，汇集了多数的大型瓦楞纸箱包装企业，这些企业无论在企业规模、生产能力、生产技术、经营效益上，都位居全国同行业前列。近年来，随着下游客户在华中、西南等地建厂，瓦楞纸箱包装行业加大对中西部市场的开拓力度。

从行业进入门槛来看，由于瓦楞包装行业进入门槛低，中小生产厂商众多，形成了我国瓦楞包装行业主要以民营企业为主且较为分散的格局，我国主要的瓦楞纸箱包装企业有合兴包装、安徽山鹰纸业股份有限公司、深圳市美盈森环保科技股份有限公司及河南华丽纸业包装股份有限公司等。

从瓦楞包装的上游来看，瓦楞原纸为包装企业主要原材料，瓦楞纸价格波动对包装企业的盈利能力影响较大。2016 年我国瓦楞原纸生产量达 2,270 万吨，较上年增长 2.02%；消费量达 2,271 万吨，较上年增长 1.93%。2007~2016 年生产量年均增长率 6.03%，消费量年均增长率 5.91%，供需结构均衡。2017 年我国瓦楞原纸生产量为 2,335 万吨，同比增长 2.86%；消费量为 2,396 万吨，同比增长 5.50%。近年来，部分小厂商因环保投入压力退出竞争，箱板原纸行业集中度进一步提高，相对于集中度较低的瓦楞包装行业，原纸企业拥有较大的议价能力，原材料价格上涨传导到下游纸箱厂的周期较短。此外，由于瓦楞包装行业自身集中度较低，

企业难以将上游涨价的成本传导至下游客户，行业利润空间处于被压缩的状态。2016 年下半年以来，受制于原材料废纸价格、煤炭价格及运输成本的增加，纸厂方面不断提涨箱板纸出厂价格，不少原纸企业除发提价函外，对客户账期的要求也进一步筛选，大客户和信誉良好的客户优先发货，下游瓦楞包装企业盈利受到一定影响。2018 年 5 月初，由于环保部门严格管控，纸厂关停现象普遍，瓦楞原纸库存呈现低位，受废纸价格上调联动性影响，瓦楞原纸价格大幅上调，达到全年高点，后续受下游订单萎缩等因素影响，原纸价格持续下行。

瓦楞包装下游产业链主要包括电子计算机、通信设备、家用电器、食品制造、饮料制造、医药制造、日用化学产品等行业。近年来，随着经济快速发展，瓦楞包装下游市场发展良好，进一步增加瓦楞包装行业需求。目前瓦楞包装以食品饮料、日化用品的包装为主，其次为家电、电子行业包装。同时，伴随互联网的普及和电商平台服务的完善，我国网络购物持续数年维持高速增长状态，网络购物兴起之后，快递业务量也呈高速增长态势，2018 年，中国快递业务量突破 500 亿件大关。电商快速发展为快递物流行业带来前所未有增速，也扩大了对包装材料的旺盛需求。

客户粘性方面，由于瓦楞包装的下游企业众多，且主要客户均为各行业市场占有率较高的龙头企业。这些客户由于经营状况良好、盈利能力强，更看重包装的设计感、差异化，强调包装对自身品牌定位、品质和销售的提升效果，因此对包装价格相对不敏感且客户粘性高于一般用户。

“十三五”期间，我国将全面提升包装工业的创新能力，围绕绿色包装、安全包装、智能包装和军民通用包装，实施一批重大包装工程。组织开展包装基础标准、包装专业标准以及产品包装标准的系统研究，修订和完善国家、行业及企业多元化包装标准。同时建设全国包装标准推进联盟和包装标准信息专业网站等。

整体来看，2016 年以来，受淘汰过剩产能及市场需求增长等因素影响，主要纸产品价格均呈较快增长，造纸行业景气度呈复苏状态。瓦楞包装行业

存在企业规模小、市场集中度低及对上游议价能力弱等特点，行业格局亟待整合。近年来，瓦楞纸品价格呈快速上升态势后震荡企稳态势，短期内对下游瓦楞纸包装企业盈利产生一定影响。从长远看，随着电子商务的快速发展，未来瓦楞包装的需求量将进一步得到提升。

竞争优势

规模优势显著，行业地位领先

公司是我国瓦楞包装行业的龙头企业，截至 2018 年末，公司在国内有近 50 家生产基地，在东南亚拥有 4 家生产基地，其中国内生产网络覆盖华南、华中、华北、华东及西南等地区，合计拥有瓦楞纸板和瓦楞纸箱的产能分别为 282,456.00 万平方米/年和 217,167.00 万平方米/年，在瓦楞包装行业中具有较为突出的规模优势。经过多年运营，公司积累了优质的客户资源，截至 2018 年末，公司拥有海尔、美的、格力、海信、宝洁、蓝月亮、立白、HP、富士康、戴尔、冠捷、联想、小米、飞利浦、伊利、蒙牛、雀巢、银鹭、康师傅、达利、旺旺、百威英博、青啤、华润、京东商城、当当网、唯品会及顺丰等众多品牌客户，并能够快速配合客户的发展布局进行业务扩张，与客户协同发展。

研发实力突出，创新发展 IPS 及 PSCP 模式，提升公司竞争力

公司深耕瓦楞包装行业，重视技术研发，其研发创新中心下设包装技术创新中心和柔印技术创新中心。其中包装技术创新中心的包装安全检测实验室通过了 ISTA（国际安全运输协会）实验室认证，国际安全运输协会是包装行业权威的认证机构，公司该项认证具有国际通用性。同时公司是 8 项瓦楞行业的国家标准修订的主要起草单位，研发能力优势突出。

近年来，公司逐渐从产品导向向服务导向转型，提出了整体包装解决方案（CPS）模式，将服务范围扩充到客户产品包装的各个环节，为客户提供选材、图文设计；在 CPS 的基础上，建立了智能包装集成服务体系（IPS），基于客户包装产线自动化升级，以客户价值挖掘和客户包装一体化解决

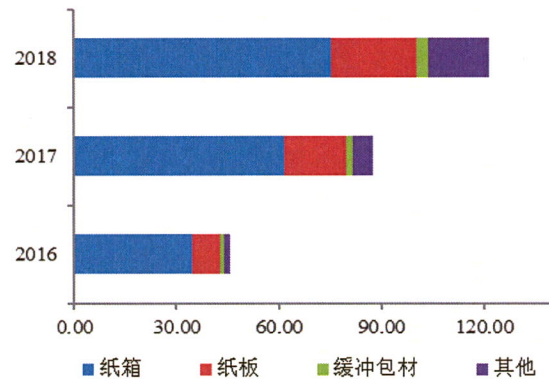
方案为导向，提供整体包装服务，向包装服务提供商转型，同时搭建包装产业供应链云平台（PSCP），整合包装产业供应链及上下游资源，推动行业整合，以抵消产业产能过剩及竞争加剧的不利影响。

业务运营

公司主要从事中高档瓦楞纸箱、纸板及缓冲包装材料的研发与设计、生产、销售及服务，销售产品下游覆盖电器、食药、快消、服装、家居等多个行业。随着业务规模扩张，近年来公司营业收入增长迅速，2016~2018 年，公司分别实现营业总收入 45.60 亿元、87.48 亿元和 121.66 亿元，近三年年均复合增长率为 63.34%。从产品构成看，2018 年公司瓦楞纸箱、瓦楞纸板、缓冲包材和其他业务分别实现营业收入 75.23 亿元、25.01 亿元、3.62 亿元和 17.79 亿元，分别占营业总收入的 61.84%、20.56%、2.98%和 14.63%。

图 9：近年来公司营业收入构成

单位：亿元



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

从经营模式来看，目前公司经营供应链服务和包装制造两种模式。包装制造业务通过采购、生产和销售以获取利润；供应链服务依托公司规模优势，开展纸箱、纸板、缓冲包材及原纸等产品的贸易业务，在实现同行业的资源整合及扩大销售布局与采购规模的同时，通过贸易差价获取利润。2016~2018 年，公司供应链服务收入分别为 2.29 亿元、11.36 亿元和 28.40 亿元。

生产状况

公司的主要产品为瓦楞纸箱和瓦楞纸板，大部分瓦楞纸板用于再加工为瓦楞纸箱，少部分瓦楞纸

板用于对外出售。公司采用“标准化工厂”的生产模式，并已建立一套标准化的生产流程，包括厂房、生产线、机器设备、仓库的设计和布局以及员工的生产技能培训设计方案等，使公司可以在最短的时间内实现布点、建设、投产和生产。通过对“标准化工厂”的复制，公司能够较好控制新建基地的生产规模和产品品质，使公司较快地占领市场。截至2018年末，公司在全国拥有近50家生产基地，分别位于武汉、合肥、佛山、厦门、福州、漳州、成都、天津等地，生产网络覆盖华南、华中、华东、西南等地区；同时，在东南亚拥有4家生产基地。全国化的产能布局，使公司相对于区域性的纸箱生产企业而言，具有靠近客户生产基地、对客户响应快等特点，具备较强的竞争优势，可以为“集团化、大客户”提供一站式服务。

产能方面，随着公司业务规模增长，公司瓦楞纸板和瓦楞纸箱产能逐年增长，2016~2018年末，瓦楞纸板产能分别为207,173.45万平方米/年、252,455.64万平方米/年和282,456.00万平方米/年；同期，瓦楞纸箱产能分别为163,543.20万平方米/年、198,782.07万平方米/年和217,167.00万平方米/年。2016年，公司以自有资金9,240万元收购了大庆华洋数码彩印有限公司（以下简称“大庆华洋”）和包头市华洋数码彩印有限公司（以下简称“包头华洋”）；此外，当年公司与深圳市架桥资本管理股份有限公司（以下简称“深圳架桥”）合作设立产业并购基金厦门架桥合兴股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“架桥合兴”），其中公司持有架桥合兴18%股份，架桥合兴收购International Paper Company（纽交所代码：IP，以下简称“国际纸业”）在中国和东南亚的瓦楞包装箱业务，2016年7月，该业务的经营主体合众创亚包装服务（亚洲）有限公司（以下简称“合众创亚（亚洲）”）、合众创亚包装服务（吉隆坡）有限公司、合众创亚包装服务（柔佛）有限公司、合众创亚包装服务印尼巴淡岛股份有限公司、合众创亚包装服务（泰国）有限公司（上述公司以下合并简称为“东南亚4家公司”）并入公司合并范围，其中，合众创亚（亚洲）下属14家中国子公司分别位于东北、华北、华东、西南、

华南、华中等地区，与公司的生产基地等存在互补，通过此次收购，可迅速增强公司在华北、华东的市场布局，巩固在华中、华南的竞争优势，实现在东南亚的战略布局；再者，公司2016年滁州华艺柔印环保科技有限公司环保预印新建项目、绍兴市合兴包装印刷有限公司、厦门世凯威包装工业有限公司产能得到释放，由此公司产能规模大幅上升。2017年，随着合众创亚（亚洲）及东南亚4家公司产能按全年并入公司，公司瓦楞纸板和瓦楞纸箱产能进一步增长。此外，截至2018年末，公司合兴（重庆）包装印刷生产基地项目、环保包装工业4.0智能工厂建设项目、青岛合兴包装有限公司纸箱生产建设项目、合兴包装卫辉年产4,000万平方米环保预印包装箱项目等正在建设中。

此外，公司在收购大庆华洋和包头华洋时约定，2016年6月1日~2021年6月30日为大庆华洋、包头华洋利润承诺期，大庆华洋、包头华洋合计净利润²应分别达到700万元、1,225万元、1,275万元、1,330万元、1,400万元和720万元，其中2016年为自2016年6月1日至2016年12月31日净利润总和，2021年仅包含半年净利润总和。2016年6月1日至2016年12月31日，大庆华洋和包头华洋合计实现净利润-173.38万元，业绩差额为873.38万元；2017年大庆华洋和包头华洋实现的净利润为486.35万元，业绩差额为738.65万元，公司与业绩承诺方厦门华洋彩色印刷有限公司（以下简称“厦门华洋”）签署了《确认函》，厦门华洋已确认由大庆华洋和包头华洋从厦门华洋提供的2,915.00万元无息借款中直接扣除873.38万元和738.65万元用以补偿业绩承诺差额；2018年，大庆华洋和包头华洋实现的净利润为-350.70万元，承诺业绩与实现业绩的差额为1,625.70万元，公司将根据协议中业绩承诺相关约定，督促其严格按照业绩承诺要求履行补偿义务。由于包头华洋、大庆华洋预期业绩实现较合同收购时评估基础出现差异，截至2018年末，公司对包头华洋与大庆华洋的商誉计提的减值准备分别为1,447.72万元和5,164.05万元，包头华

² 指依照公司指定的包装类上市公司的财务准则进行审计，并依该等财务准则扣除非经常性损益的税后净利润。

洋和大庆华洋商誉已全额计提减值准备，其中，包头华洋已准备关停并转。中诚信证评将持续关注大庆华洋和包头华洋的业绩承诺补偿履行情况。

随着产能的逐步释放，公司产量也逐年上升，2016~2018年，公司分别实现瓦楞纸板产量150,997.30万平方米、200,228.38万平方米和223,242.00万平方米；同期瓦楞纸箱产量分别为110,673.23万平方米、147,554.76万平方米和

148,286.00万平方米。产能利用率方面，2016~2018年，公司瓦楞纸板产能利用率分别为72.88%、79.31%和79.04%；瓦楞纸箱产能利用率分别为67.67%、74.23%和68.28%。2017年，随着下游需求旺盛，公司新并入的生产基地产能释放充分，瓦楞纸板和瓦楞纸箱产能利用率较上年均大幅上升。2018年，由于新增产能尚未完全释放，瓦楞纸板和瓦楞纸箱产能利用率较上年小幅下滑。

表 2：2016~2018 年公司主要产品产能情况

单位：万平方米/年、万平方米						
	主要产品	产能	产量	其中：再加工	产能利用率	销量
2016	瓦楞纸板	207,173.45	150,997.30	113,545.43	72.88%	38,041.03
	瓦楞纸箱	163,543.20	110,673.23	-	67.67%	106,933.34
2017	瓦楞纸板	252,455.64	200,228.38	149,282.67	79.31%	50,366.80
	瓦楞纸箱	198,782.07	147,554.76	-	74.23%	141,745.11
2018	瓦楞纸板	282,456.00	223,242.00	152,728.00	79.04%	68,462.26
	瓦楞纸箱	217,167.00	148,286.00	-	68.28%	145,920.16

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购

公司主要原料为瓦楞原纸、箱板纸和其他原纸。瓦楞原纸和箱板纸采购成本分别约占公司采购成本的40%和50%。

从原材料价格来看，2016~2018年，公司瓦楞原纸平均采购价格为0.24万元/吨、0.34万元/吨和0.37万元/吨；箱板纸平均采购价格分别为0.27万元/吨、0.39万元/吨和0.42万元/吨；其他原纸平均采购价格分别为0.31万元/吨、0.41万元/吨和0.46万元/吨。2016年，造纸行业供需状况有所改善，

尤其是2016年四季度以来，受人工、运输成本提升影响，纸品价格上涨较快；2017年，纸品价格延续前期快速上涨态势，公司瓦楞纸和箱板纸等原材料采购平均价格均大幅上涨；2018年以来，纸品价格呈先涨后震荡下行走势。中诚信证评将持续关注瓦楞纸和箱板纸等原材料采购价格波动对公司成本及盈利能力的影响。

从采购数量来看，随着公司业务规模的扩大，公司瓦楞原纸和箱板纸采购数量和总金额均呈上升态势。

表 3：2016~2018 年公司主要原材料采购情况

原材料	2016		2017		2018	
	采购量	采购金额	采购量	采购金额	采购量	采购金额
瓦楞原纸	46.27	10.91	62.48	21.17	76.20	27.87
箱板纸	48.19	13.23	62.85	24.41	76.78	32.10
其他原纸	7.79	2.42	12.26	5.02	10.07	4.64

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

为提高采购效率和议价能力，公司采购采取“统分结合”的采购模式，即在母公司设立采购中心，负责公司大宗原料和设备采购的定价和管理，公司通过采购中心与供应商进行统一议价，以大批量采购的优势与各供应商谈判，在保证货源和质量

的同时，尽量降低采购成本。同时，公司借助现代化的网络系统，根据公司的实际情况和运营特征，自行开发了符合企业经营管理的系统集成，将原料采购、生产组织、销售开发、客户关系、人事行政、财务统筹以及物流配送按照模块化的原则集中在

统一的 ERP 系统平台，提升营运效率。2016~2018 年，公司向前五大供应商采购的金额分别为 13.12 亿元、24.05 亿元和 36.71 亿元，占同期总采购额的比重分别为 28.49%、26.47%和 29.20%。

表 4：2018 年公司前五大供应商情况

单位：亿元、%		
供应商名称	采购金额	占比
第一名	10.64	8.46
第二名	9.59	7.63
第三名	9.06	7.21
第四名	3.77	3.00
第五名	3.64	2.89
合计	36.71	29.20

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

供应商管理方面，公司建立了一套供应商准入体系，公司外购原材料主要供应商均为造纸行业龙头企业，公司与主要供应商保持了长期稳定的合作关系，一般每年与供应商签订年度采购合同，供应商再根据下达的订单进行分批供货，原材料供应的稳定性和品质能够得到有力保障。公司生产所需瓦楞原纸等关键材料均有多个供货渠道，可以实现渠道替换，有利于降低采购成本，提高采购效率。

结算方面，公司目前与主要原材料供应商采用月度票据结算方式。公司与主要供应商的结算方式以 6 个月的银行承兑汇票为主，账期一般在 30~40 天。

销售

公司销售采用“产品直销、以销定产”的销售模式。近年来，随着公司业务规模不断扩大及产能释放，公司瓦楞纸板和纸箱销量呈持续上升态势。近年来，公司瓦楞纸板除自用再加工外，还直接对外销售给其他瓦楞纸箱生产厂商。2016~2018 年，公

司瓦楞纸板实现销量 38,041.03 万平方米、50,366.80 万平方米和 68,462.26 万平方米；同期，瓦楞纸箱分别实现销量 106,933.34 万平方米、141,745.11 万平方米和 145,920.16 万平方米。

从产品价格来看，公司产品价格根据成本和市场同类产品售价确定，并保持一定价格竞争优势，但成本压力通常不能及时有效向下传导。2016~2018 年，公司纸箱的平均售价分别为 3.24 元/平方米、4.00 元/平方米和 4.44 元/平方米，2017 年以来，受上游成本推动影响，公司纸箱产品平均单价大幅提高；同期，公司纸板销售价格分别为 2.11 元/平方米、2.81 元/平方米和 2.58 元/平方米，2016 年以来，受成本推动影响，公司纸板平均售价亦呈上升态势，由于原材料价格对纸板传导更为灵敏，2018 年纸板售价受下半年原材料价格震荡下行影响而下降。

表 5：2016~2018 年公司主要产品平均销售价格

单位：元/平方米			
产品名称	2016	2017	2018
纸箱	3.24	4.00	4.44
纸板	2.11	2.81	2.58

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售区域来看，公司的主要销售区域是华南、华中和华东地区，2018 年，华南地区、华中地区和华东地区实现销售收入分别占营业总收入比重为 29.67%、25.21%和 22.65%。2016 年，公司通过收购大庆华洋和包头华洋进入东北市场；并表合众创亚（亚洲）及东南亚 4 家公司巩固西南、华北、华南、华中等市场，并拓展东南亚市场。2016 年以来，得益于新增产能的释放，公司华南、华东和华中地区收入规模增长较快。此外，由于各地区下游客户情况不同，各地区毛利率水平有所差异。

表 6：2016~2018 年公司产品分区域收入及毛利率情况

	单位：亿元、%					
	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
华南地区	13.76	19.92	25.73	17.83	36.10	15.60
华东地区	9.64	12.35	20.65	10.77	27.56	8.36
华中地区	11.67	17.15	20.84	15.72	30.67	13.59
西南地区	4.19	16.36	7.17	10.54	13.14	8.13
华北地区	4.02	16.92	7.99	15.04	8.22	17.16

东北地区	0.93	11.32	2.48	14.48	3.03	12.29
西北地区	-	-	-	-	0.01	2.00
国外	1.39	12.70	2.61	11.87	2.93	10.43
合计	45.60	16.62	87.48	14.34	121.66	12.54

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来公司持续推进“集团化、大客户”的发展战略，在全国范围内布点以达到对大型集团客户进行配套供应的能力。此外，公司总部设立以集团大客户为营销对象的营销团队，主要负责与各集团高层直接进行洽谈，待合同生效后，由公司各区域子公司负责其区域内的业务销售。公司凭借多年业务发展，下游客户涉及家电、IT、食品、医药、快消、服装、家居等多个行业，积累了海尔、美的、格力、海信、保洁、蓝月亮、立白、惠普、富士康、戴尔、冠捷、联想、小米、飞利浦、伊利、蒙牛、雀巢银鹭、康师傅、达利、旺旺、百威英博、青啤、华润、京东商城、当当网、唯品会、顺丰等知名企业客户。随着公司客户群体的增加，客户集中度逐年有所下降。2016~2018年，公司前五大客户销售收入占营业总收入比重分别为24.07%、18.13%和16.62%。

表 7：2018 年公司前五大销售客户情况

单位：亿元、%

客户名称	销售金额	占比
第一名	5.19	4.27
第二名	5.12	4.21
第三名	4.75	3.90
第四名	2.68	2.20
第五名	2.48	2.04
合计	20.22	16.62

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在销售回款的管理上，公司采用现金与银行汇票相结合的方式，主要以6个月银行承兑汇票为主，结算账期一般为90~120天。公司上下游结算账期不甚匹配，随着业务规模的扩大，公司存在一定的资金垫付压力。

整体来看，公司是我国包装行业的龙头企业，近年来业务规模持续扩大，产能布局逐步完善，产能、产量及销量不断增大。公司积累了海尔、美的、格力等多家优质企业客户，市场竞争力持续增强。同时，2016年四季度以来，公司主要采购原材料瓦楞纸价格波动幅度较大，中诚信证评将持续关注原纸价格波动对公司盈利产生的影响。

公司管理

公司治理

根据《中华人民共和国公司法》及国家其他有关法律、法规，公司建立健全了股东大会、董事会、监事会和经营管理层，明确了职责权限及运作程序，建立了较规范的公司治理结构。其中，股东大会是公司的权利机构，决定公司的经营方针和投资计划；董事会对股东大会负责，董事会由7名董事组成，设董事长1人；公司设总经理1名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。公司设监事会，监事会由3名监事组成，设主席1名。整体看，公司已形成了较为完善的法人治理结构。

内部组织结构设置方面，公司下设财务中心、项目建设中心、集团客户中心、采购中心、研发创新中心和生产技术中心等职能部门，部门设置健全合理，能有效地对公司进行管理。

内部管理

管理制度方面，公司已建立较为完善的内部控制体系，管理内容覆盖财务管理、投融资管理、人事管理、生产管理、采购管理、销售管理等方面。同时，公司加强对下属子公司的管控作用，在管理层委派考核、资金统筹管理、原材料集中采购、风控统一审核等方面均能形成对子公司的有力管控。

公司为提高内部管理效率，防范企业运营风险，制定了相应的《财务管理制度》、《内部审计制度》、《资金管理制度》、《对外投资管理制度》、《关联交易决策制度》、《安全生产目标责任制管理条例》、《商标管理规定》、《合同管理制度》、《信息披露管理制度》等内控制度，内部管理制度较为完善合理。

在信息化管理方面，公司重视信息化对管理的提升作用，以信息化带动工业化，重点加强信息化对供应链管理、质量管理、客户关系管理、流程管

理、财务体系管理的支持作用，提升公司信息服务水平和整体管理效率。

公司为了规范关联交易，保证公司与各关联方所发生关联交易的合法性、公允性、合理性，确保各项关联交易符合企业会计准则关联方披露的相关规定，特制定了关联交易决策制度。

总体看，公司法人治理结构健全，内部组织机构完善，并建立了适应公司业务发展的内部控制制度，整体内部管理较为规范。

战略规划

2016年，公司制定了打造“百亿制造、千亿服务的包装产业资源整合及共享平台”的5年战略目标。根据公司发展规划，公司将从制造业向服务业、从内生增长向外延并购、从制造环节到上下游产业链延伸等多维度协同推进，持续推进并购整合、产能升级、包装产业供应链云平台（PSCP）和智能包装集成服务（IPS）建设，通过全面协调四大板块、创新管理、人才建设、加强研发等方式实现产业升级。

具体来看，公司将继续推进PSCP项目建设，加大对供应链平台相关的硬件、设备、技术、人才等方面的投入，深化与包装上下游产业链合作，提升供需资源对接精准度，汇集包装产业供应链关联方，提升PSCP平台整体附加价值，最终实现各主体间资源共享与价值变现。IPS项目方面，公司通过非公开发行股票投向智能包装服务项目的募集资金已于2017年11月到账，2018年IPS智能包装集成项目已与多家客户签订合作协议，未来公司将继续推进与大型客户在智能包装服务上的全面合作，通过与客户交流调整项目方案，形成标准、灵活、可针对不同行业客户调整的IPS实施方案，协助客户在产品包装环节实现智能化。并购整合方面，公司已完成对原国际纸业中国和东南亚区域的瓦楞包装箱业务，后续将进一步规范新收购公司运营，共享客户资源，通过集中原料采购等措施，充分发挥产业并购的规模效应和协同效应。产能升级方面，2019年公司将着力于更新扩大现有产能，根据需要在个别市场新增生产基地，以最大程度贴近

客户，推进环保包装工业4.0智能工厂项目，向包装智能化、绿色化方向发展，增强核心竞争力。

公司未来的资本性支出主要为新增产能、智能包装和供应链服务等方面相关项目的建设支出。截至2018年末，公司主要在建项目计划总投资额12.62亿元，已投资1.21亿元，包括合兴包装卫辉年产4,000万平方米环保预印包装箱项目、青岛合兴包装有限公司纸箱生产建设项目、环保包装工业4.0智能工厂建设项目及合兴（重庆）包装印刷生产基地项目等项目，未来有一定的资本支出压力。

总体来看，未来公司将继续推进瓦楞包装主营业务的发展。随着在建项目逐步投产，公司瓦楞包装供应及服务能力将进一步增强，在瓦楞包装行业的龙头地位有望进一步强化。

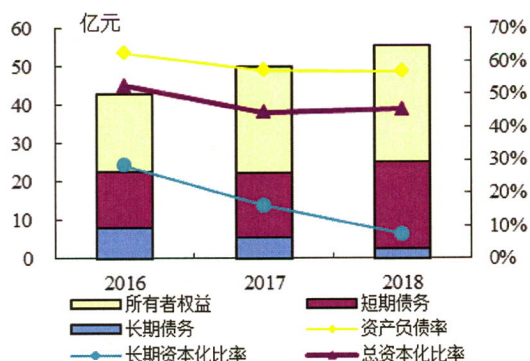
财务分析

下列财务分析基于公司提供的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2016~2018年度审计报告，其中2016~2017年审计报告为重述报告，根据2018年8月中国证监会会计部出具的《2017年上市公司年报会计监管报告》中对结构化主体控制的判断，结合监管趋势，鉴于公司拥有并购基金大部分的可变回报并拥有投资决策委员会的一票否决权，故重述报告将架桥合兴于初始设立时纳入合并范围。公司财务报表均采用企业会计准则编制，为合并口径。

资本结构

随着公司近年来业务规模不断扩大，公司资产规模保持较快增长。2016~2018年末，公司资产总额分别为54.29亿元、64.62亿元和70.14亿元，近三年年均复合增长率达13.66%。所有者权益方面，得益于非公开发行股票和留存收益积累，公司所有者权益持续增长，2016~2018年末分别为20.37亿元、27.70亿元和30.24亿元，复合增长率21.85%。随着公司业务规模的增加，近年来公司负债规模也有所增大，2016~2018年末，公司负债总额分别为33.92亿元、36.92亿元和39.90亿元。

图 10：2016~2018 年末公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产主要由流动资产构成，2016~2018 年末，公司流动资产分别为 32.19 亿元、43.19 亿元和 48.36 亿元，占总资产的 59.29%、66.83%和 68.95%。公司流动资产主要由应收账款、存货和货币资金构成，截至 2018 年末，上述三项分别为 26.81 亿元、11.96 亿元和 7.98 亿元，占流动资产比重分别为 55.43%、24.74%和 16.50%。截至 2018 年末，公司应收账款账面余额为 26.81 亿元，主要系包装制造业务及供应链服务业务产生，应收账款主要对象一般为国内外大型消费和轻工制造领域的龙头企业，账龄主要集中于 6 个月以内，共计提坏账减值准备 0.72 亿元。存货方面，2018 年末公司存货为 11.96 亿元，包括原材料 5.93 亿元、库存商品 1.77 亿元、周转材料 0.07 亿元和发出商品 4.19 亿元，由于采用“以销定产”的销售政策，且生产周期较短，公司无库存积压情况，加之销售价格依据成本价格进行调整销售，公司严格计提存货跌价准备，存货跌价损失风险较小。截至 2018 年末，公司货币资金为 7.98 亿元，其中受限货币资金为 2.78 亿元，占货币资金的比重为 34.96%，主要为银行承兑汇票保证金。此外，截至 2018 年末，公司预付款项为 0.27 亿元，公司与上游供应商结算主要以 40 天账期银行承兑汇票为主，采用预付款模式的较少。

非流动资产方面，截至 2018 年末，公司非流动资产总额为 21.78 亿元，占总资产比重 31.05%，主要为固定资产和无形资产，以上两项占非流动资产的比重分别为 59.58%和 23.82%。固定资产主要系房屋及建筑物、机器设备、运输设备、电子设备

及其他等；无形资产主要为土地使用权。此外，近年来公司实施产业并购战略，账面上形成了一定的商誉，截至 2018 年末，公司商誉为 0.17 亿元，2016 年收购大庆华洋和包头华洋产生的 0.66 亿元商誉已全部计提减值准备。

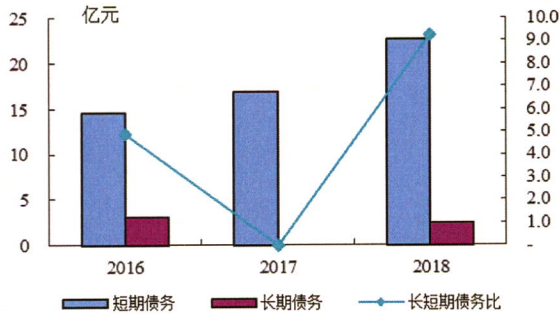
负债结构方面，公司负债主要以流动负债为主。2016~2018 年末，公司的负债总额分别为 33.92 亿元、36.92 亿元和 39.90 亿元。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款构成，截至 2018 年末短期借款余额为 12.14 亿元，主要为抵押借款、保证借款和信用借款；应付票据为 9.74 亿元，全部为银行承兑汇票，主要用于支付供应商款项；应付账款为 11.87 亿元，主要系应付货款 11.15 亿元，及部分工程款、设备款和房租及其他等。非流动负债方面，截至 2018 年末，公司的非流动负债为 3.12 亿元，由长期借款和其他非流动负债构成，长期借款主要为并购贷款 2.45 亿元，其他非流动负债主要系架桥基金筹集款。

财务杠杆比率方面，2016~2018 年末，公司的资产负债率分别为 62.49%、57.13%和 56.89%，总资本化比率分别为 46.24%、37.76%和 45.29%，处于较合理水平。

债务期限结构方面，2016~2018 年末，公司总债务分别为 17.52 亿元、16.80 亿元和 25.04 亿元，其中短期债务分别为 14.53 亿元、16.80 亿元和 22.59 亿元，2018 年公司短期债务大幅增加主要是由于短期借款增加及公司于 2018 年将合众创亚（亚洲）所属的 14 家工厂纳入集中采购体系及原纸贸易业务增长导致应付票据增加；长期债务分别为 2.99 亿元、0.00 亿元和 2.45 亿元，其中，2016 年，公司长期债务为应付债券 2.99 亿元，此外，当年公司参与设立架桥合兴，2016 年至 2017 年度通过结构化主体向优先级合伙人共募集 5.33 亿元，计入其他非流动负债；2017 年，公司应付债券到期偿还，长期债务为零；2018 年，因架桥合兴清算退出，公司向银行借入并购专项长期借款 3.50 亿元，分期还本付息，年末长期债务为长期借款 2.45 亿元。2016 年末和 2018 年末，公司长短期债务比分别为 4.86 和 9.22，公司短期债务规模及占比较大，面临较大

的即期偿债压力。

图 11: 2016~2018 年末公司债务结构分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 近年来随着业务规模扩大, 公司总资产和总负债规模逐年增长。2016 年以来公司资产负债率有所下降, 处于合理水平, 但需关注公司应收账款规模较大及短期偿债压力对公司经营的影响。

盈利能力

近年公司收入规模逐年递增, 2016~2018 年, 公司营业总收入分别为 45.60 亿元、87.48 亿元和 121.66 亿元, 年复合增长率达 63.34%, 2017 年度营业收入增长较快, 主要系由于合众创亚(亚洲)及东南亚 4 家公司自 2016 年 7 月 1 日始并入公司合并报表, 2016 年度仅并入后下半年业务(2016~2018 年合众创亚营业收入分别为 16.63 亿元、21.72 亿元和 23.99 亿元, 净利润分别为 0.15 亿元、0.65 亿元和 1.06 亿元)。从收入构成来看,

公司主要收入来源为瓦楞纸箱、瓦楞纸板及缓冲包材等的销售。其中瓦楞纸箱、纸板的收入占比较高, 2018 年二者销售占比分别为 61.84%和 20.56%。公司其他收入主要为废纸销售及原纸贸易等收入, 2018 年增长较快主要系原纸贸易增长所致。

毛利率方面, 2016~2018 年公司营业毛利率分别为 16.62%、14.34%和 12.54%, 呈逐年下降态势, 主要系由于毛利率较低的供应链服务收入占比增加且随着原材料价格的回升, 纸箱业务毛利率有所下降, 2018 年下半年以来, 随着原材料价格震荡下行走低, 公司盈利空间有所增加。分板块看, 受下游需求量增大影响, 近年来公司纸箱板块收入不断上升, 2016~2018 年分别为 34.63 亿元、61.49 亿元和 75.23 亿元。毛利率方面, 近年来公司纸箱板块毛利率有所下降, 2016~2018 年分别为 16.51%、14.05%和 13.67%, 主要有以下几个原因: 1) 供应链服务业务的收入规模及占比逐年提高, 此类业务的毛利水平相对较低; 2) 原材料价格上升; 3) 产品价格调整存在时滞。

纸板板块方面, 公司瓦楞纸板除再加工外, 还直接对外销售, 近年来公司纸板产能不断扩大, 同时通过加大与其它厂商的合作力度, 使得纸板产销量持续上升, 推动该板块收入规模快速增长, 2016~2018 年分别为 8.02 亿元、18.07 亿元和 25.01 亿元。毛利率方面, 公司纸板板块毛利率较低, 2016~2018 年分别为 8.91%、8.64%和 5.26%。

表 8: 2016~2018 年公司主营业务收入构成及毛利情况

项目	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
瓦楞纸箱	34.63	16.51	61.49	14.05	75.23	13.67
瓦楞纸板	8.02	8.91	18.07	8.64	25.01	5.26
缓冲包材	1.18	14.04	1.98	9.06	3.62	8.01
其它	1.77	55.68	5.95	36.38	17.79	18.92
合计	45.60	16.62	87.48	14.34	121.66	12.54

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

期间费用方面, 随着业务规模不断扩大, 近年来公司期间费用不断增长, 2016~2018 年分别为 5.52 亿元、8.43 亿元和 9.51 亿元。公司期间费用以销售费用和管理费用为主, 随着销售额的不断扩

大, 销售费用不断增长, 2016~2018 年分别为 2.50 亿元、3.86 亿元和 4.81 亿元; 同期管理费用分别为 2.21 亿元、3.30 亿元和 3.50 亿元, 其中 2017 年增长幅度较大的原因主要是 IPS 和 PSCP 项目正处于

投入期，管理费用投入较多所致。由于收入规模增幅较大，2016~2017年，公司三费收入占比分别为12.10%、9.63%和7.81%，呈下降趋势。

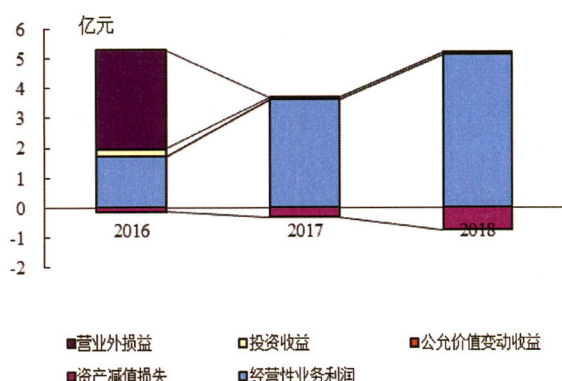
表 9：2016~2018 年公司期间费用分析

	单位：亿元、%		
	2016	2017	2018
销售费用	2.50	3.86	4.81
管理费用	2.21	3.30	3.50
财务费用	0.81	1.26	1.19
三费合计	5.52	8.43	9.51
营业总收入	45.60	87.48	121.66
三费收入占比	12.10	9.63	7.81

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额构成方面，2016~2018年公司利润总额分别为4.76亿元、2.62亿元和3.56亿元，主要来源于经营性业务利润及营业外损益。2016~2018年，公司经营性业务利润分别为1.72亿元、3.63亿元和5.13亿元。2017年以来公司经营性业务利润大幅提高，主要得益于公司优化业务结构、积极推进供应链业务及下游需求的提升。2016~2018年，公司营业外损益分别为3.30亿元、0.01亿元和0.01亿元，2016年，公司营业外收入较大，主要系由于当期收购合众创亚（亚洲）及东南亚4家公司的交易价格低于收购资产的公允价值，差额部分确认为营业外收入。资产减值方面，2016~2018年，公司资产减值损失分别为0.13亿元、0.30亿元和0.75亿元，其中坏账损失分别为0.13亿元、0.31亿元和0.18亿元，商誉减值损失分别为0.00亿元、0.08亿元和0.58亿元。

图 12：2016~2018 年公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

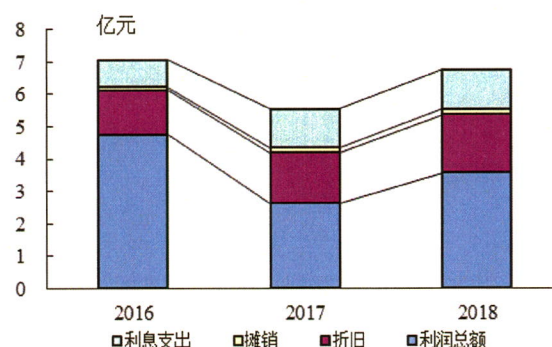
总体来看，近年来随着业务规模不断扩张及下游需求的扩大，公司收入规模实现了较快提升，期

间费用规模占比呈逐年下降趋势，但是受上游原材料价格波动及行业竞争加剧等因素影响，公司毛利水平逐年有所下降。未来随着 IPS 和 PSCP 业务的推进，公司产品服务附加值有望提升，或将改善公司盈利能力。中诚信证评将持续关注公司 IPS 和 PSCP 项目的盈利情况。

偿债能力

2016~2018年，公司 EBITDA 分别为 7.05 亿元、5.54 亿元和 6.75 亿元。从构成来看，公司 EBITDA 主要为利润总额、折旧及利息支出。EBITDA/营业总收入分别为 15.47%、6.33%和 5.55%，近年有所下降。

图 13：2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从现金流角度看，2016~2018年，公司经营活动现金流分别为3.49亿元、-2.29亿元和5.58亿元，其中，2017年，受原材料大幅波动及下游需求提升等因素的影响，公司用于购买原材料的现金支出及应收款项的规模大幅增加，经营活动现金流呈净流出状态，2018年原材料价格企稳，公司进一步加强了应收账款及存货的管理效率，公司营运资金的占用量减少，致使公司经营活动现金流转正。2016~2018年，公司经营性净现金流/利息支出分别为4.16倍、-1.92倍和4.58倍；同期，经营活动净现金流/总债务分别为0.20倍、-0.14倍和0.22倍，2018年公司经营性现金流对债务本息的保障能力较上年明显改善。

从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2016~2018年，公司总债务/EBITDA 指标分别为2.48倍、3.03倍和3.71倍；EBITDA 利息倍数分别为8.41倍、4.64倍和5.55倍，EBITDA 对债务本

息的保障能力很强。

表 10：2016~2018 年公司偿债能力分析

	2016	2017	2018
EBITDA（亿元）	7.05	5.54	6.75
经营活动净现金流（亿元）	3.49	-2.29	5.58
总债务（亿元）	17.52	16.80	25.04
经营净现金流/总债务（X）	0.20	-0.14	0.22
经营净现金流/利息支出（X）	4.16	-1.92	4.58
总债务/EBITDA（X）	2.48	3.03	3.71
EBITDA 利息倍数（X）	8.41	4.64	5.55

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对外担保，无重大未决诉讼、仲裁事项。受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值合计 5.86 亿元，占总资产的比例为 8.36%，其中包括保证金 2.79 亿元、抵押的固定资产 2.10 亿元、抵押的无形资产 0.96 亿元和质押的应收账款 0.01 亿元。

财务弹性方面，作为 A 股上市公司，公司具有较强的直接融资能力，已完成三次非公开发行股份，并多次发行超短期融资券等债务融资工具。截至 2018 年末，公司共取得银行授信额度 29.56 亿元，其中未使用授信额度 6.74 亿元，另外尚有 15 亿元超短期融资券注册发行额度未使用。

整体来看，公司深耕瓦楞包装行业，产品供应及服务能力持续提升，细分行业地位突出，业务规模快速增长，整体盈利能力较强，且财务杠杆比率处于较合理水平，EBITDA 对债务本息的保障能力很强，其整体偿债风险可控。同时，中诚信证评也关注到公司仍有一定的资本支出需求，短期债务在总债务中占比较高，债务结构有待改善。

结 论

综上，中诚信证评评定厦门合兴包装印刷股份有限公司主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定；评定“厦门合兴包装印刷股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用级别为 **AA**。

关于厦门合兴包装印刷股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

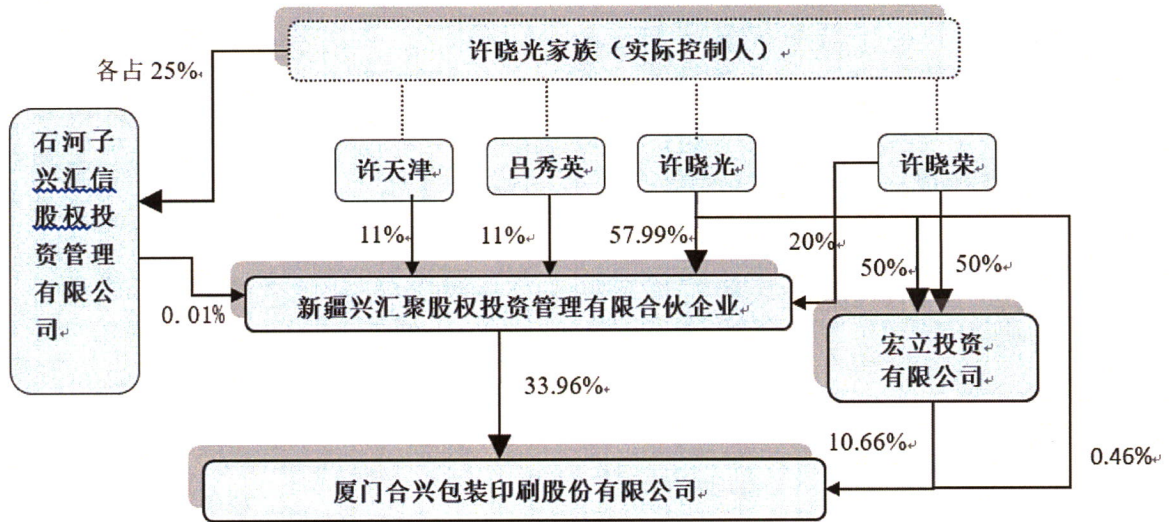
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

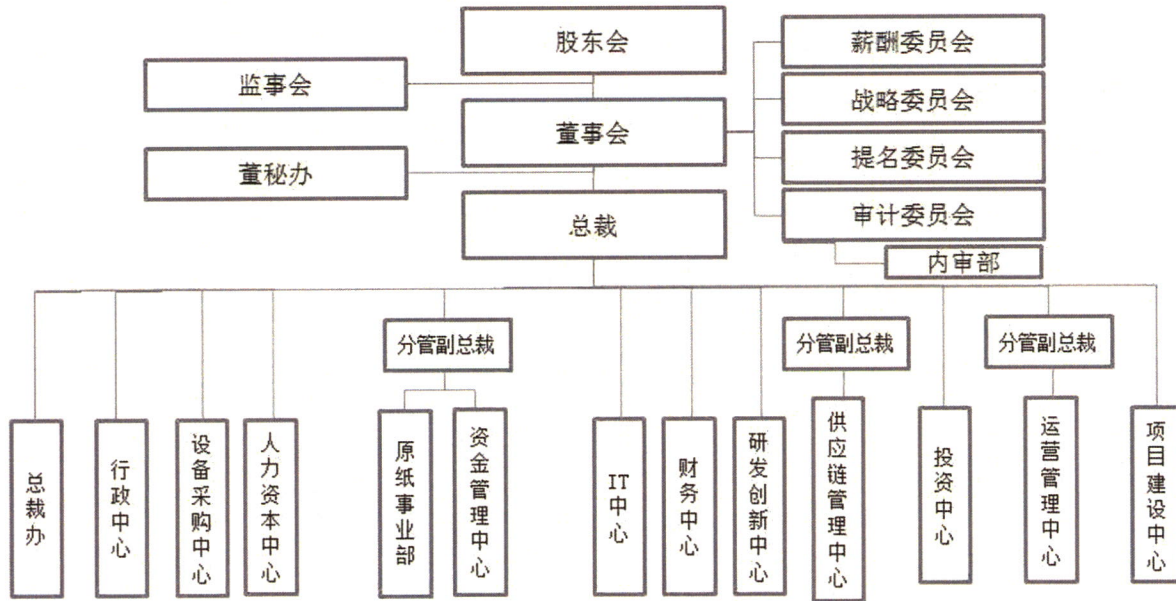
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：厦门合兴包装印刷股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司年报

附二：厦门合兴包装印刷股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：厦门合兴包装印刷股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	58,004.45	60,623.81	79,774.57
应收账款净额	141,709.29	228,351.12	268,069.69
存货净额	99,831.13	122,076.93	119,626.45
其他应收款	321,873.63	431,865.49	483,595.58
长期投资	5,990.15	5,779.07	6,810.70
固定资产（合计）	141,648.14	137,005.70	139,690.85
总资产	542,902.83	646,186.14	701,360.35
短期债务	145,297.65	168,033.13	225,858.94
长期债务	29,903.72	0.00	24,500.00
总债务	175,201.37	168,033.13	250,358.94
总负债	339,246.31	369,192.30	398,971.92
所有者权益	203,656.52	276,993.84	302,388.43
营业总收入	456,011.23	874,781.24	1,216,612.76
三费前利润	72,398.98	120,532.36	146,321.56
投资收益	2,555.96	432.84	573.11
净利润	43,913.44	19,006.31	28,537.03
EBITDA	70,522.57	55,387.85	67,519.56
经营活动产生现金净流量	34,869.38	-22,865.56	55,805.13
投资活动产生现金净流量	-44,638.74	-15,567.94	-25,307.01
筹资活动产生现金净流量	27,386.48	37,882.89	-24,510.10
现金及现金等价物净增加额	17,785.44	-365.54	5,566.63
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	16.62	14.34	12.54
所有者收益率（%）	21.56	6.86	9.44
EBITDA/营业总收入（%）	15.47	6.33	5.55
速动比率（X）	0.88	1.00	0.99
经营活动净现金/总债务（X）	0.20	-0.14	0.22
经营活动净现金/短期债务（X）	0.24	-0.14	0.25
经营活动净现金/利息支出（X）	4.16	-1.92	4.58
EBITDA 利息倍数（X）	8.41	4.64	5.55
总债务/EBITDA（X）	2.48	3.03	3.71
资产负债率（%）	62.49	57.13	56.89
总资本化比率（%）	46.24	37.76	45.29
长期资本化比率（%）	12.80	0.00	7.49

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-（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））/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。