



信用等级通知书

信评委函字[2019]G274号

深圳市裕同包装科技股份有限公司：

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“深圳市裕同包装科技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
二零一九年四月二十二日

深圳市裕同包装科技股份有限公司 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 | 深圳市裕同包装科技股份有限公司 |
| 发行规模 | 不超过人民币 14 亿元（含 14 亿元） |
| 债券期限 | 本次发行的可转债的期限为自发行之日起六年。 |
| 债券利率 | 本次发行的可转换公司债券票面利率提请公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士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及主承销商协商确定。 |
| 偿还方式 | 本次发行的可转债每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息。 |
| 转股期限 | 本次发行的可转债转股期限自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。 |
| 资金用途 | 本次公开发行可转换债券募集资金扣除发行费用后将用于宜宾裕同智能包装及竹浆环保纸塑项目、许昌裕同高端包装彩盒智能制造项目、越南裕同包装产业基地建设项目、印尼裕同包装产业基地建设项目和补充流动资金。 |

概况数据

| 裕同科技 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------------|-------|-------|--------|
| 所有者权益（亿元） | 42.88 | 50.21 | 59.11 |
| 总资产（亿元） | 74.72 | 89.83 | 110.70 |
| 总债务（亿元） | 19.70 | 25.02 | 31.80 |
| 营业总收入（亿元） | 55.42 | 69.48 | 85.78 |
| 营业毛利率（%） | 34.35 | 31.54 | 28.50 |
| EBITDA（亿元） | 13.11 | 13.65 | 15.18 |
| 所有者权益收益率（%） | 20.47 | 18.56 | 16.56 |
| 资产负债率（%） | 42.61 | 44.11 | 46.61 |
| 总债务/EBITDA（X） | 1.50 | 1.83 | 2.09 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 20.11 | 17.70 | 12.57 |

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“深圳市裕同包装科技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深圳市裕同包装科技股份有限公司（以下简称“裕同科技”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，该级别反映了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。中诚信证评肯定了公司领先的行业地位、良好的客户资源、保持增长的业务规模及日益完善的产能布局等因素对公司未来发展的良好支撑。同时，中诚信证评也关注到原材料价格波动风险和债务期限结构有待优化等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正面

- 行业地位领先。公司作为高端品牌包装整体解决方案服务商，在国内包装印刷行业内地位领先，2016~2018 年蝉联权威杂志《印刷经理人》组织评选的“年度中国印刷企业 100 强”全国印刷企业首位，市场认可度较高。
- 产业链延伸服务能力较强。公司定位于高端品牌客户包装整体解决方案供应商，即“创意设计与研发创新解决方案、一体化产品制造和供应解决方案、多区域运营及服务解决方案”，涵盖研发、设计、生产加工、供应链管理、物流、仓储等一体化深度服务，在中小型企业为主的国内印刷包装行业中拥有较强的竞争力和较高的业务附加值。
- 良好的客户资源。目前公司已基本实现了消费电子行业客户的全面覆盖，并与茅台、五粮液泸州老窖、四川中烟、施华洛世奇和迪奥等国内外高端烟酒食品和化妆品品牌商保持合作，优质的客户资源为公司业务的持续增长提供了良好支撑。

分析师

郭世瑶 shyguo@ccxr.com.cn

李婧皓 jzhli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年4月22日

- 业务规模保持增长。在消费类电子产品稳定发展及新开拓客户订单放量的推动下，2016~2018年公司营业总收入分别是55.42亿元、69.48亿元和85.78亿元，年均增长率达到24.41%，整体收入规模保持较快增长，业务成长性良好。

关注

- 原纸价格波动风险。公司生产所需的原材料主要是白板纸、双胶纸、铜版纸和瓦楞纸等，主营产品材料成本占营业成本的55%以上。2016年下半年以来，各类原纸价格上涨幅度较大并且于高位运行，公司毛利率持续走低，2016~2018年公司营业毛利率分别为34.35%、31.54%和28.50%，中诚信证评持续关注原料价格波动对公司成本控制及盈利能力造成的影响。
- 净债务规模持续扩大，债务期限结构有待优化。2016~2018年末，公司净债务分别为1.81亿元、16.30亿元和23.57亿元，有息债务中短期债务分别为10.67亿元、16.02亿元和22.15亿元，长短期债务比分别为1.18倍、1.78倍和2.30倍。公司债务以短期债务为主，债务期限结构有待优化。
- 绿色环保风险。公司在生产经营过程中涉及的主要污染物包括废气、废水、固体废弃物和噪音，尤其是清洗印刷机产生的油墨和水墨废水。随着国家环保政策的趋紧，以及社会环保意识的提升，纸质包装产品在消费品行业中得到快速普及，生产过程环保与产品绿色清洁质量管控已成为纸包企业经营的关键，中诚信证评对公司绿色环保生产风险保持持续关注。

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 and 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

发债主体概况

深圳市裕同包装科技股份有限公司（以下简称“裕同科技”或“公司”）前身系深圳市裕同包装设计有限公司，由吴兰兰和刘波于 2002 年 1 月 15 共同出资设立，设立时注册资本 100 万元，吴兰兰和刘波的持股比例分别为 90%和 10%。2003 年 3 月 5 日，公司名称变更为“深圳市裕同包装纸品有限公司”，并第一次增资至 300 万元，吴兰兰和刘波分别新增认缴出资 180 万元和 20 万元。2004 年 2 月 17 日，公司再次变更名称为“深圳市裕同印刷包装有限公司”，同年 4 月吴兰兰和刘波分别新增认缴出资 630 万元和 70 万元，公司注册资本增加至 1,000 万元。后又经多次股权变更和增资，并于 2010 年 3 月完成股份制改革，公司实收资本达到 15,000 万元。2013 年 7 月 25 日，公司更为现名。2015 年 6 月 26 日，通过资本公积转增及红股发放，公司注册资本和实收资本增至 36,000 万元。2016 年 12 月 16 日，公司完成首次发行人民币普通股股票 40,001.00 万股，于深圳证券交易所挂牌上市，总股本变为 40,001.00 万股，股票代码 002831。截至 2018 年末，公司注册资本和实收资本为 40,001.00 万元。公司实际控制人为王华君和吴兰兰夫妇，合计持股比例为 65.92%。

裕同科技主要从事纸质印刷包装产品的研发、生产和销售，主要产品为精品盒、说明书、纸箱等，以消费电子行业纸包装收入为主，为客户提供一体化包装整体解决方案。

截至 2018 年末，公司总资产为 110.70 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 59.11 亿元，资产负债率为 46.61%；2018 年公司实现营业总收入 85.78 亿元，净利润 9.79 亿元，经营活动净现金流 7.99 亿元。

本次债券概况

表 1：本次公司债券基本条款

| 基本条款 | |
|------------|---|
| 债券品种 | 可转换公司债券 |
| 债券名称 | 深圳市裕同包装科技股份有限公司公开发行可转换公司债券 |
| 发行规模 | 不超过人民币 14 亿元（含 14 亿元） |
| 债券期限 | 本次发行的可转债的期限为自发行之日起六年。 |
| 票面金额和发行价格 | 本次发行的可转债每张面值为人民币 100 元，按面值发行。 |
| 债券利率 | 本次发行的可转换公司债券票面利率提请公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士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及主承销商协商确定。 |
| 付息方式 | 本次发行的可转债每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息。 |
| 转股期限 | 本次发行的可转债转股期限自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。 |
| 初始转股价格的确定 | 本次发行可转换公司债券的初始转股价格不低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股东大会授权董事会或董事会授权人士在本次发行前根据市场状况和公司具体情况与保荐机构及主承销商协商确定。 |
| 转股价格向下修正条款 | 在本次发行的可转换公司债券存续期内，当公司股票在任意二十个连续交易日中至少十个交易日的收盘价低于当期转股价格 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决，该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。 |
| 赎回条款 | 在本次发行的可转债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，具体赎回价格由股东大会授权董事会及其授权人士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，如果公司股票在连续三十个交易日中至少有一个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照以本次发行的可转债的面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。 |
| 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内，如果公司股票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债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等 |

募集资金
用途

情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本次公开发行可转换债券募集资金扣除发行费用后将用于宜宾裕同智能包装及竹浆环保纸塑项目、许昌裕同高端包装彩盒智能制造项目、越南裕同包装产业基地建设项目、印尼裕同包装产业基地建设项目和补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业环境

包装印刷行业整体情况

根据国家标准 GB/T4122.1-1996 中规定，包装是为在流通过程中保护产品、方便贮运、促进销售，按一定技术方法而采用的容器、材料及辅助物等的总称，也指为了达到上述目的而采用容器、材料和辅助物的过程中施加一定技术方法等的操作活动。随着经济社会的高速发展，商品种类日益丰富，商品包装的需求同步提升。包装不仅仅是在商品的贮存、运输和销售过程中发挥保护作用的一种载体，也是经济和文化的结合体，它在保护产品的同时传达着产品的文化。好的包装既是产品的载体，也是提升产品附加值的重要手段之一。

从国家标准对包装的定义出发，包装可以分为储存运输包装和展示销售包装，其中储存运输包装的主要目的是保护产品、方便贮运，以瓦楞纸包装、软木箱包装等为代表，其主要下游用户是工业品制造商和运输企业；而销售展示包装的主要目的是促进销售，其材料品种多样，下游用户涵盖食品、饮料、烟草、日化等消费品制造商。市场又通常根据材料将包装区分为纸包装、塑料包装、金属包装、玻璃包装、软木及其它木制品包装等，以包装材料需求结构划分，塑料包装和纸包装占据主导地位。

据全球最大包装研究机构 SmithersPira 的数据显示，全球包装市场规模自 2007 年的 5,160 亿美元稳定增长至 2017 年的 8,510 亿美元，年均复合增速为 5.13%。据中国包装联合会数据显示，我国包装工业的总体产值从 2007 年的 5,158 亿元增至 2017 年的 1.10 万亿元，在经济的持续较快增长和不断扩容的下游需求驱动下，年均复合增长率约为 7.01%，

高于世界平均增速。

中国是世界重要的包装产品生产国、消费国以及出口国，自 2009 年开始，中国包装工业总产值超过日本，成为仅次于美国的全球第二大包装工业大国。历经 20 余年的发展，中国包装产业目前已建立起以纸、塑料、玻璃、金属、包装印刷、包装机械为主的现代包装工业体系，基本能够满足国内消费和商品出口的需求，为保护商品、方便物流、促进销售、服务消费发挥了重要作用。

然而，中国包装印刷行业的供需格局与国际包装印刷行业也存在诸多差异。从需求端来看，中国人均包装消费量水平 12 美元/年明显低于全球水平。即使考虑到价格、人口密度等客观因素，中国包装印刷行业的“天花板”还未达到。随着人民生活水平的提高，消费品展示销售包装小型化、环保性能提升；储存运输包装伴随电商渗透率提升起量。中国包装印刷行业的供求结构有望进一步升级。

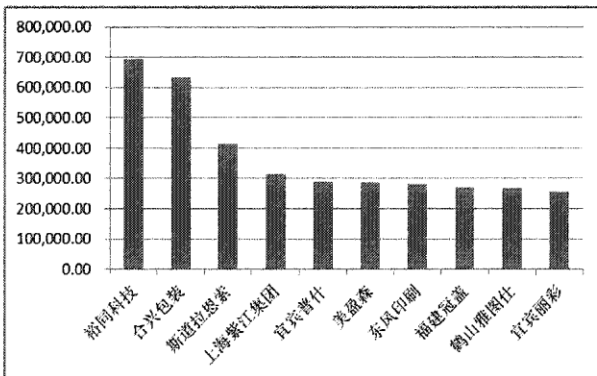
分类别来看，储存运输类包装的标准化程度高、起量快，工业品的制造与出口曾是拉动储存运输包装需求增长的主要引擎，但逐渐切换为电商业发展形成的快递包装需求，国内发达的物流体系也为逐年提高的电商渗透率提供了强大支撑，尤其是 2011 年以来我国规模以上快递业务量出现“井喷式增长”。2010 年我国规模以上快递业务量为 23.39 亿件，到 2018 年增长至 507 亿件，复合年均增速超过 50%。

国内外消费品包装需求结构的主要差异系我国展示销售类包装下游需求以消费品为主。食品饮料包装在全球和中国都是消费品包装中最重要的部分。根据 Euromonitor 的统计及预测，2018 年全球消费品包装需求共约 4.5 万亿件，其中食品、饮料需求 3.3 万亿件，占比 73%；中国消费品包装需求共约 1.1 万亿件，其中食品、饮料包装需求占比约 55%。中国的烟草包装市场需求则显著高于全球平均水平，2018 年烟草包装需求量 4,196 亿件，占到全球烟草包装市场一半。另一方面，与国际成熟市场相比，中国的消费品市场发展变化快，对展示销售包装的设计也提出了常新的要求。例如中国牛奶包装材料经历了利乐包形成垄断、无菌包发展迅

速和玻璃包规模占比不断下降的结构性变化。同时，在不断变化的消费品市场中，消费品企业不仅需要打造经久不衰的经典款产品，也要能够打造出能够引燃市场的“爆款”单品，这些单品的生命周期较短，短期内较大的需求量大要求包装品类和设计变化较快。

图 1：2018 年中国印刷企业 100 强前十名收入比较

单位：万元



资料来源：《印刷经理人》，中诚信证评整理

在供给端，中国的包装印刷行业分散，市场集中度较低。据《印刷经理人》杂志评选出的“2018 年中国印刷企业 100 强”排行榜，其中前十名企业 2017 年总营收合计为 370.42 亿元，以中国包装联合会发布《中国包装行业年度运行报告（2017 年度）》中统计的 2017 年全国包装行业累计完成主营业务收入 11,719.01 亿元作为行业总销售额，中诚信证评计算出行业 2017 年 CR10 仅为 3.16%。目前我国的包装印刷行业仍然处于分散竞争的状态，包装印刷行业规模以上企业总数从 2013 年的 4,321 家增加至 2017 年的 5,693 家。中小包装企业是市场的主要参与者，而中小企业的产业链延伸服务能力较弱。全球包装印刷市场中包装生产环节占其市场规模的比例约为 73.7%，而包装设计、市场研究、材料测试和设备维护等市场规模占到四分之一以上。对于下游为消费品的展示销售包装生产商而言，仅仅拥有生产能力难以在激烈竞争的分散市场中脱颖而出，提供包装整体解决方案的综合服务能力成为关键，如利乐包装、耐帆、美国国际包装等包装印刷行业的国际龙头企业都定位于包装解决方案商，从价值链低端的包装生产加工向设计、研究、服务延伸。但是，目前以中小型企业为主的国

内印包行业，仍大量以包装加工生产这一相对低附加值的环节为主，而包装设计等产业链延伸服务能力相对偏弱。

总体来看，全球包装印刷行业已经进入了稳定发展的成熟期，而中国尚处于成长期，并且未来仍有提升空间，但存在行业集中度较低，产业链延伸服务能力偏弱等问题。

行业政策

产业政策导向提升行业集中度。2016 年 12 月，工信部和商务部联合发布了《关于加快我国包装产业转型升级发展的指导意见》，这是我国政府针对包装工业出台的第一个系统性指导文件。一方面，文件设定了整体产业规模的目标，要求包装行业发展增速与国民经济增速同步，到 2020 年全行业主营业务收入达到 2.5 万亿元。另一方面，从行业结构的角度的角度，要形成 15 家以上年产值超过 50 亿元的企业或集团，上市公司和高新技术企业大幅增加，形成一批具有国际影响力的知名品牌。2017 年 3 月环保部门印发《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，方案中指出要率先开展包装印刷行业排污许可证发放工作，加强包装等行业的 VOC 治理，同时开展四批环保督查活动。2017 年下半年，山东、富阳等造纸企业集中地区域多次推行排污合格企业轮休，中小企业营运压力增加。

表 2：行业相关政策

| 日期 | 政策内容 |
|-------------|--|
| 2016 年 5 月 | 国务院办公厅发布开展消费品工业“三品”专项行动意见，提出以更加严格的安全、环保、质量、能耗、技术等标准，依法依规退出铅蓄电池、制革、造纸、印染等行业落后产能。 |
| 2016 年 6 月 | 第一批中央环保督查工作启动，8 个督查组分别对内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏等 8 个省市、自治区开展环保督查工作。 |
| 2016 年 11 月 | 第二批中央环保督查工作启动，7 个督查组分别对北京、上海、湖北、广东、重庆、陕西、甘肃等 7 个省市开展环保督查工作。 |
| 2017 年 1 月 | 环保部发布《关于开展火电、造纸行业和京津冀试点城市高架源排污许可管理工作的通知》，要求于 2017 年 6 月 30 日前，完成火电、造纸行业企业排污许可证申请与核发工作，依法开展环境监管执法；从 2017 年 7 月 1 日起，相关企业必须持证排污，并按规定建立自行监测、信息公开、记录台账及定期报告制度。 |

- 2017年3月 环保部印发《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，启动空气质量专项督察。6月1日起，京津冀28城将严格实施25项大气特别排放限值。开展医药、农药、包装印刷、工业涂装等行业排污许可证核发工作。
- 2017年4月 中央深改组通过《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，要求分行业分种类制定禁止固体废物进口的时间表，分批分类调整进口管理目录，综合运用法律、技术、行政手段，大幅减少进口种类和数量，加强固体废物回收利用管理，发展循环经济。同时，第三批中央环保督察工作启动，组建7个督查组分别对天津、湖南、山西、辽宁、安徽、福建、贵州等7个省市开展环保督察工作。
- 2017年6月 环保部开展为期1月的打击进口废物加工利用企业环境违法行为专项行动。重点核查三方面内容，包括核查企业是否具备环评审批、环保验收、排污许可等相关手续；企业是否正常运行污染防治设施，是否规范设置排污口，是否存在偷排漏排行为，是否存在超标排放污染物的违法行为；企业是否落实固体废物、危险废物等方面的环境管理要求，核查是否存在转让固体废物进口许可证、进口废物等违法犯罪行为。
- 2017年7月 第四批中央环保督察活动展开。各省份有环保督察行动，如广东开展为期9个月专项督察行动（17年6月-18年2月），以及山东（17年6月-18年3月，发布《2017年环境保护突出问题综合整治攻坚方案》，2017年底率先彻底完成造纸等三大行业清洁化改造任务）、江苏、四川也将于下半年推进。
- 2018年1月 《环境保护税法》、新版《水污染防治法》正式实施。环保部联合国家质检总局发布了《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准——废纸或纸板》。环保部发布《制浆造纸工业污染防治可行技术指南》，将其定为国家环境保护标准。
- 2018年3月 国务院公布《快递暂行条例》，鼓励企业和寄件人使用可降解、可重复使用的环保包装材料，鼓励企业采取措施回收快件包装，促进快件包装材料的减量化利用和再利用。
- 2018年6月 中共中央、国务院印发关于《全面加强生态环境保护、坚决打好污染防治攻坚战》的意见，要求在能源、冶金、建材、有色、化工、电镀、造纸、印染、农副食品加工等行业，全面推进清洁生产改造或清洁化改造。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

纸包装印刷子行业概况

纸质包装是世界上用量最大的包装材料，作为典型的中游行业，其上游主要是提供白板纸、双胶纸、铜版纸、瓦楞纸等原纸产品的造纸业，以及提供油墨、印刷设备等的化工行业和机械制造业，下游则是电子电器、烟草、食品饮料、医药等终端消

费行业，应用领域广泛。一方面，纸质包装具有原料来源广泛、成本低、易于搬运和储存、绿色环保等优点，另一方面，下游传统消费行业的稳定发展以及电商、快递等新兴行业的快速崛起带来需求的持续增长，推动行业规模的提升。

随着整个市场对包装产品环保性要求的日益提高，纸类包装材料成为很多行业首选的包装材料。纸包装的原材料除了具有绿色环保、可循环使用等特点，还可以快速通过商检关口达到快速物流节约成本的目的，这就为商品的进出口带来了便利，也推动了国际纸包装市场的壮大。2015年~2017年我国纸质包装业产值分别约为7,738亿元、8,381亿元和9,521亿元，年均复合增长率为10.92%，约占包装行业总产值44%左右，是国内包装业产值贡献率第一大子行业。

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

纸包装市场属于充分竞争行业。近年来受国家供给改革及环保政策趋严，加之2016年下半年开始纸价上涨，部分议价能力不足的中小纸包装企业受此轮成本上涨影响而关闭，纸和纸板制容器规模以上企业数量从2005年的4,150家下降至2017年2,312家，纸包装市场整体呈现集中度提升的趋势。然而目前国内前五大纸包装企业（按照2018年纸包装业务营收口径，分别为裕同科技、合兴包装、美盈森、劲嘉股份和东风印刷）的市占率合计不足10%，显著低于美国（CR5超过70%）和澳大利亚（CR2约90%）等发达经济体。相较于成熟的市场，我国纸包装行业集中度还有较大的提升空间。

目前，在纸包装下游各行业发展稳定情况下，消费升级将带动包装朝精品化、设计感、高科技方

向发展，从而提升纸包装单价。其实传统包装企业盈利模式较为单一，利润主要源于售价扣除原材料价格和加工成本后的差价。然而，随着市场竞争越来越充分，这种简单加工能带来的利润空间越来越小。此外，快速发展变化的消费品市场对包装的品类和设计要求也越来越高，驱动包装企业的产品形成更高的附加值，带来更多的利润。以白酒为例，之前外层酒包装并不受重视，在当前行业整体增速放缓、营销重要性更加凸显的背景下，酒包的展示功能和营销价值逐渐得到了重视，更具设计感、艺术感的酒包往往更能吸引消费者的眼球；同时，为了避免假冒伪劣酒损害消费者利益和自身品牌形象，酒企尤为重视包装的防伪工艺，部分传统防伪技术壁垒较低或易被攻破，推动酒企不断追求更前沿的防伪技术。

除了快递业务的高速发展提供了纸包装需求的重要增量，纸质包装对其他材质包装的替代效应也值得关注，尤其是塑料包装。2007年12月，国务院办公厅发布《关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》，文件要求自2008年6月1日起，在全国范围内禁止生产、销售、使用厚度小于0.025毫米的塑料袋，所有超市、集贸市场等商品零售场所施行塑料袋有偿使用制度。“限塑令”促进了纸包装对塑料包装的替代。2018年4月，上海市质监局发布《餐饮服务（网络）外卖（外带）用纸碗通用技术要求》，要求一部分商家送出外卖时，不得再使用其他塑料制品，必须使用淋膜纸碗，该要求在长宁、浦东、普陀三区试点后将陆续推广到上海全市。目前纸质包装已经切入外卖这一塑料包装大量使用的市场，尽管做到一定规模的替代仍需时日，但是已经能够看到国家对于“限塑”的态度，未来纸包装对于塑料包装的替代也将更加深入，市场空间或将进一步被释放。

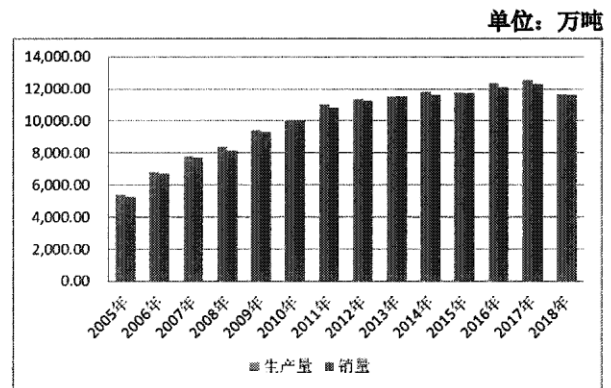
上游造纸行业

纸包装企业的主要原材料包括瓦楞纸、白板纸和双胶纸等包装纸以及油墨，其中包装纸约占原料成本的50%左右，因此包装纸价格的波动将会直接影响纸包装企业的利润水平。

2015年以来，中国纸品消费市场整体仍实现了

一定增长，但延续了增速放缓的态势。由于宏观经济景气度偏低，下游需求短期内难以消化近年来集中释放的新增产能，全行业过剩产能需要一定时间逐步消化。2015年全国机制纸及纸板产量11,774.10万吨，销量11,712.50万吨。2016年全国机制纸及纸板产量12,319.22万吨，较上年增长4.63%；销量12,105.27万吨，较上年增长3.35%。受宏观经济企稳以及环保政策趋严影响，我国机制纸及纸板增速明显放缓，2017年产量12,542.01万吨，较上年增长1.81%；销量12,285.68万吨，较上年增长1.49%。2018年，全国机制纸及纸板总产量和销量继续收缩，分别为11,660.60万吨和11,585.76万吨。

图2：2015-2018年我国机制纸及纸板产量和销量情况

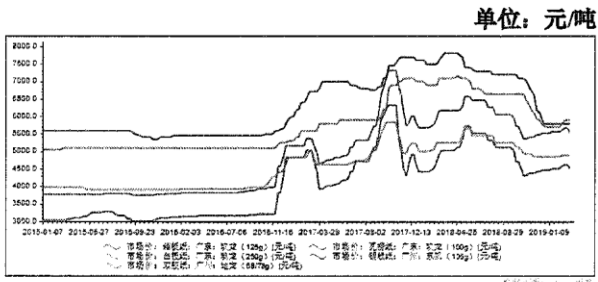


资料来源：Choice，中诚信证评整理

从包装纸品类来看，箱板纸、瓦楞纸和白板纸价格走势基本一致。2015年，箱板瓦楞纸总体呈现底部平稳运行走势，白板纸生产情况变化不大，但市场受经济大环境影响，竞争加剧，价格低迷。2016年，我国经济缓中趋稳，供给侧改革取得阶段性成果，在宏观经济运行平稳的背景下，受供给侧结构性改革、国家环保整治、淘汰过剩产能以及市场需求增长等因素影响，推动造纸行业涨价提速。尤其2016年下半年，受前期落后产能淘汰、原材料价格上涨、秋冬季节部分地区停产限产等因素叠加影响，国内造纸企业迎来涨价潮，行业复苏迹象明显。2017年春季开始箱板瓦楞和白板纸价格快速上涨，10月份涨到历史高点，箱板纸价格最高达7,000元/吨左右，瓦楞纸和白板纸价格最高达6,000元/吨左右，10月下旬开始大幅回落调整，2018年春节之后再次进入上涨通道，与废纸价格走势基本保持一定趋同性。但2018年三季度以来，市场呈现震荡

下滑走势，随之受需求低迷影响纸价再次进入下行通道。加之原料废纸价格持续处于高位，导致纸企利润被压缩，因此多数纸企进行停机检修，行业开工率较6月份降低2.86个百分点，纸企库存压力偏大，市场持续低迷行情。

图3：2015.1~2019.3箱板纸、瓦楞纸、白板纸、铜版纸和双胶纸价格走势



资料来源：Choice，中诚信证评整理

总体来看，受供给侧改革深化、国家环保整治等因素影响，国内纸及纸板过剩产能逐步收窄，2016年以来原纸价格走高，但由于造纸行业产能的结构性、阶段性过剩问题，国内造纸行业运行整体情况保持震荡。

下游消费行业

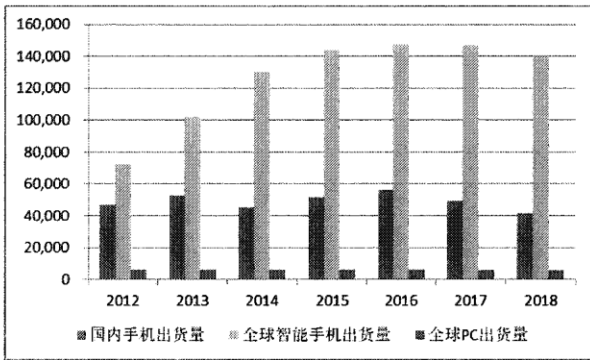
包装产品应用广泛，主要涉及IT、食品饮料、日化等各个消费领域。其中，消费电子市场系包装行业重要的需求市场之一。2018年全球范围内的智能手机市场销售总额达到5,220亿美元，占据全球科技消费产品市场的最大份额。

就手机市场而言，随着线上爆发和4G换机红利殆尽，智能手机用户的升级替换将成为市场增长的原动力，市场竞争将进一步加剧。手机出货量自2012年起稳步提升，2012~2016年实现复合增长率5.16%，至2016年实现出货5.6亿部。其中，智能手机比例由56%提升至93%，2012~2016年出货量年复合增长率达到19.67%。但2017年一季度以来，全球手机的出货量开始逐渐趋缓。据Counterpoint Research研究数据显示，2017年全球智能手机出货量同比增长2%，全球前六大手机厂商三星、苹果、华为、OPPO、vivo和小米出货总量9.09亿台，同比提高8.26%，其中中国品牌华为、OPPO、vivo和小米涨幅分别为10%、30%、36%和56%。但是，据IDC数据显示，2017年全球平板电脑和PC（个

人计算机）出货量分别同比下降7.9%和1.6%。2018年智能手机出货量持续低弥。2018年第三季度全球智能手机出货量为3.89亿部，同比下降4.8%，继2017年四季度以来持续呈现负增长的态势。但是，华为呈现了逆势高增长的态势，第三季度全球手机出货量为5,200万部，同比增长33%，2018年前三季度全球手机出货量为1.5亿部，同比增长30%。OPPO、vivo的出货量增速都在逐步趋缓。小米得益于海外市场的扩张前三季度也呈现了同比大幅增长的局面。相比之下，苹果的表现不及预期，第三季度苹果全球手机出货量为4,690万部，同比与去年持平，2018年前三季度全球手机出货量为1.4亿部，同比仅增长1%。智能手机出货量持续低迷其主要原因是因为智能手机的价格不断增长，但是硬件的创新上却稍显不足，一定程度上消耗了购买力。其次，智能手机的软件系统不断加强，各大厂商又定期会对系统进行优化和升级，使得手机的使用寿命变长。同时，各大厂家都在布局抢占5G的先机，华为、高通、Intel都已经宣布在2019年会推出5G的基带芯片，小米已经在2018年下半年宣布了5G版本的MIX 3，另外一方面国内三大运营商也在抢先组建5G实验局，大部分消费者在此时或处于观望状态。基于以上三个主要原因，智能手机的换机周期拉长，目前年换机周期已经超过了22周，进而导致全球手机出货量趋缓。尽管全球智能手机出货量放缓，但中国智能手机的零组件厂商在现有产品线中不断获得更高的市场份额，继续实现产品的升级和创新，打造新的成长动能。根据华为官方披露和IDC的数据统计，从2010年至2018年，华为手机的出货量分别为300万、2,000万、3,200万、5,200万、7,500万、1.08亿、1.39亿、1.53亿和2.06亿部，出货量稳居世界第三，市场份额达到14.70%。2018年，小米智能手机出货量为1.226亿台，排名全球第四，出货量同比增长33.2%，市场份额上升到8.7%；OPPO手机出货量为1.131亿台，排名全球第五，出货量同比增长1.3%，市场份额上升到8.1%。

图 4：2012~2018 年手机和 PC 出货量情况

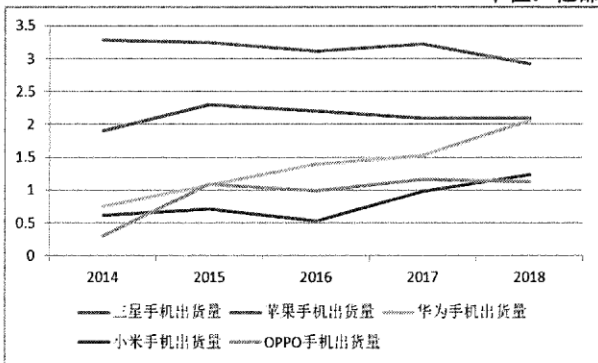
单位：万台、万部



资料来源：Choice，中诚信证评整理

图 5：2014~2018 年品牌手机出货量对比情况

单位：亿部



资料来源：IDC，中诚信证评整理

除消费电子外，商业纸包装行业下游高端客户也包括奢侈品、烟酒、高端食品和保健品等。2017年以来，白酒行业景气度回升，随着终端需求回暖和渠道利润改善，行业将进入加库存周期。同时，市场消费升级和市场环境提升拉动化妆品市场快速增长，根据国家统计局发布的数据，2018年1~7月我国化妆品零售额为1,456亿元，同比增长13.3%。由于国家经济增速放缓，控烟措施的实施和人们健康生活意识的提高，烟草行业延续下降态势，但此轮烟草去库存周期已进入尾声。据数据统计：自2015年起我国卷烟产量开始下滑，2017年卷烟产量下降至23,450.7亿支，同比下降1.6%。2018年末，全国卷烟产量为23,356.2亿支，比上年同期微降0.4%。从销量来看，2017年卷烟销量为23,487亿支，自2015年起减少2,640亿支。2018年我国快递业务在网购热潮影响下累计实现逾507亿件，同比增长26.66%，利好纸箱行业。

综合而言，消费升级使得下游行业存在增量空

间。2018年，全国居民人均可支配收入为28,228元，比上年名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%。我国作为全球最庞大的消费群体，随着人均可支配收入的不断提升，国内居民购买力逐渐加强，消费升级直接刺激下游产品对包装高级化的需求，国内社会消费品纸包装需求有望保持稳健良好的增长态势。

竞争实力

逐渐完善的产能布局突显规模化优势

目前，公司已完成全国范围内的产能布局，初步覆盖国内珠三角、长三角和环渤海地区，区域性的工厂布局促进了公司在国内范围内服务能力提升，并进一步增强了公司的市场竞争力和客户开拓能力。同时，公司在完善跨区域多地制造能力、就近交货能力和规模采购原材料优势的同时，深度一体化服务链，涵盖纸包装材料研发、包装创意设计、工程开发、第三方采购、仓储管理、物流配送等。

公司聚焦高端环保包装领域，IPO募投资金用于苏州、武汉和亳州高端印刷包装项目，此外，公司于2018年初完成对嘉艺（上海）包装制品有限公司（以下简称“上海嘉艺”）90%股权和武汉艾特纸塑包装有限公司（以下简称“武汉艾特”）51%股权的并购，并在重庆渝北区投资建设高端环保包装项目以及在江苏省宿迁市与江苏金之彩集团合资建设江苏高端环保包装项目，有效提升公司整体实力和客户服务水平。截至2018年末，公司在国内外建立了三十余个生产基地，精品盒、说明书、纸箱和不干胶贴纸的销量分别为268,502.40万个、94,166.68万本、43,135.23万个和145,103.68万个，对应产销率分别为97.58%、96.66%、98.32%和98.81%。覆盖面较广的生产基地布局有利于公司有效地控制一定范围的市场，稳定客户合作，从而支撑较高的产销率水平和营业收入规模增长，突显规模化优势。

行业地位突出，客户资源优良

公司为国内领先的纸包装制造企业，并连续三年获得权威杂志《印刷经理人》组织评选的“年度中国印刷企业100强”全国印刷企业第一名，在市

场份额上保持前列。得益于包装整体解决方案的不断完善，公司赢得了众多行业客户的认可。公司客户涵盖诸多行业，主要有消费电子、智能硬件、烟酒、大健康、化妆品和奢侈品等行业，核心客户均为知名品牌企业，如消费电子行业的华为，智能硬件的亚马逊，烟草行业的四川中烟，白酒行业的泸州老窖，大健康行业的东阿阿胶，化妆品行业的迪奥等，丰富的客户资源为公司业务增长提供了良好支撑。

业务运营

公司为国内领先的纸包装制造企业，主要产品为精品盒、说明书、纸箱等，以消费电子行业纸包装收入为主，为世界主要手机、电脑、游戏机品牌

提供一站式包装解决方案。公司近年来积极拓展烟酒、化妆品、大健康、食品等行业龙头客户，并进军包装新材料、云印刷等领域，业务维持稳健发展的趋势。2016~2018 年公司分别实现主营业务收入 55.42 亿元、69.48 亿元和 85.78 亿元，年均增长率为 24.41%，同期，公司精品盒销售收入分别为 41.61 亿元、51.76 亿元和 61.68 亿元，占比超过 70%，但随着产品日渐多元化，业务占比呈现逐年下降趋势；说明书销售收入分别为 4.54 亿元、6.52 亿元和 6.86 亿元；纸箱销售收入分别为 5.28 亿元、6.63 亿元和 8.40 亿元；不干胶销售占比约为 2%。整体来看，公司以精品盒产品为主导，产品结构布局稳定。

表 3：2016~2018 年公司主营业务收入结构

单位：亿元、%

| 分产品 | 2016 | | | 2017 | | | 2018 | | |
|-----------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| | 收入 | 毛利率 | 占比 | 收入 | 毛利率 | 占比 | 收入 | 毛利率 | 占比 |
| 精品盒 | 41.61 | 35.70 | 75.08 | 51.76 | 32.65 | 74.50 | 61.68 | 29.60 | 71.90 |
| 说明书 | 4.55 | 38.42 | 8.20 | 6.52 | 40.78 | 9.38 | 6.86 | 39.26 | 8.00 |
| 纸箱 | 5.28 | 25.51 | 9.52 | 6.63 | 16.49 | 9.54 | 8.40 | 17.60 | 9.79 |
| 不干胶 | 1.17 | 37.25 | 2.12 | 1.25 | 35.13 | 1.79 | 2.01 | 26.62 | 2.34 |
| 其他 | 2.81 | 23.18 | 5.07 | 3.32 | 24.85 | 4.78 | 6.83 | 21.68 | 7.97 |
| 合计 | 55.42 | 34.35 | 100.00 | 69.48 | 31.54 | 100.00 | 85.78 | 28.50 | 100.00 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产

公司产品主要为精品盒、说明书、纸箱及不干胶等，主要应用于消费类电子包装、烟酒类包装、高端化妆品包装及其他等。目前，公司已完成全国范围内的产能布局，初步覆盖国内珠三角、长三角和环渤海地区，可满足不同区域客户的包装需求，并降低服务半径和运输费用；同时，公司在越南、印尼、印度等东南亚和南亚地区布局了生产基地和运营中心，提升了对国际客户的服务能力和新客户开拓能力。

鉴于产品的特性，公司采取以销定产的生产模式，并且针对不同类型的客户制定了多样化的经营生产策略。面对需求量较大的客户，公司通过配置专属车间和专属生产设备进行专属服务；针对中小微客户，公司以信息平台为纽带，通过柔性生产实现科学排产，并能随时根据市场环境和生产环境

的变化进行迅速调整；对于个性化定制客户，公司通过印刷云平台 and 数码印刷，实现小批量及个人定制品的生产交付。生产部门则根据销售订单制定生产任务，组织、控制及协调生产过程中的各种具体活动和资源，以达到对成本的控制以及产品数量、质量环境和计划完成率等方面的考核，同时不断加强生产工艺，提高全员劳动生产率。

公司共拥有三十余生产基地，国内覆盖华南、华东、华中、西南和华北等地区，海外包括越南 3 个生产基地、印度的班加罗尔和诺伊达 2 个生产基地以及印尼西瓜哇勿加泗 1 个生产基地，其中 30 个为租用厂房，各个生产基地的选址主要是基于大客户需求，集中于工业发达地区。纸包装作为消费品配套产销无明显淡旺季，但消费类电子产品上半年处于相对淡季，公司通过调整食品、烟酒类等日常消费品类产品来维持产能利用率，工厂基本保持

全年生产状态。

为贯彻全国化产能布局战略，公司各产品产能规模逐年递增。分产品来看，精品盒具有可折叠、易加工、高强度、质轻等特点，主要用于手机 3C、化妆品、烟包、酒盒等产品的包装，市场需求受电子产品、化妆品以及烟草等消费市场影响较大。2016~2018 年，公司精品盒的产能分别为 123,502.08 万印张、189,914.40 万印张和 268,502.40 万印张，产量分别为 99,158.61 万印张、148,487.71 万印张和 212,374.69 万印张，同期产能利用率分别为 80.29%、78.19%和 79.10%，常年保持在较高水平。说明书主要配套于 3C 产品和家用电器等，2016~2018 年，

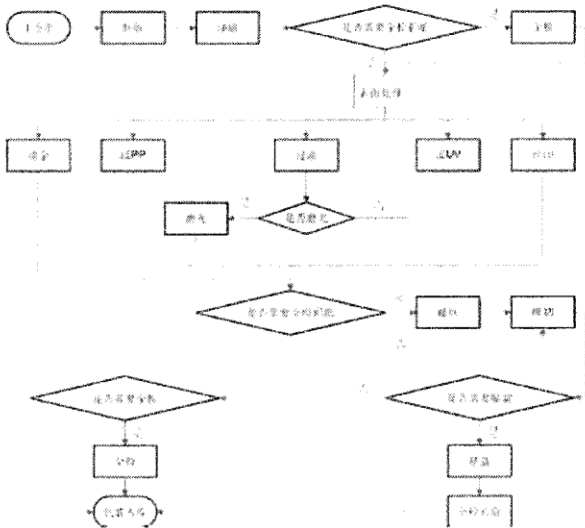
公司说明书产能分别为 58,793.28 万印张、74,402.88 万印张和 80,150.88 万印张，产能利用率分别为 83.06%、84.04%和 81.03%。纸箱主要用于电脑、显示屏、空调等大体积物品的包装，近三年纸箱的产能分别为 38,344.70 万个、40,579.20 万个和 53,008.85 万个，产能利用率分别达到 69.24%、81.27%和 82.76%。不干胶贴纸则用于产品标签、条形码和防伪等，公司不干胶贴纸销售收入规模有限，定位于公司精品盒配套产品。近三年不干胶贴纸的产能分别为 148,474.80 万个、163,293.01 万个和 167,289.32 万个，产能利用率分别为 92.03%、90.98%和 87.78%。

表 4: 2016~2018 年公司产品、生产基地产能、产量情况

| 产品 | 2016 | | | 2017 | | | 2018 | | |
|-------|------------|------------|--------|------------|------------|--------|------------|------------|--------|
| | 产能 | 产量 | 产能利用率 | 产能 | 产量 | 产能利用率 | 产能 | 产量 | 产能利用率 |
| 精品盒 | 123,502.08 | 99,158.61 | 80.29% | 189,914.40 | 148,487.71 | 78.19% | 268,502.40 | 212,374.69 | 79.10% |
| 说明书 | 58,793.28 | 48,832.51 | 83.06% | 74,402.88 | 62,526.46 | 84.04% | 80,150.88 | 64,948.76 | 81.03% |
| 纸箱 | 38,344.70 | 26,550.21 | 69.24% | 40,579.20 | 32,977.33 | 81.27% | 53,008.85 | 43,870.37 | 82.76% |
| 不干胶贴纸 | 148,474.80 | 136,646.52 | 92.03% | 163,293.01 | 148,562.16 | 90.98% | 167,289.32 | 146,853.72 | 87.78% |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

图 6: 精品盒生产流程



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司精品盒生产流程大致分为制版、尺寸分切、印刷、表面处理、模切、粘胶、组件等多道工序，其中全检和拣选需要人工作业，整体自动化程度较高。公司印刷设备主要采购自德国，以确保产

品品质的一致性，并自主对模切进行数字化的改装以提高精度。此外，由于食品烟酒类包装和电子产品类包装产品存在差异，公司亦自主开发柔性化的组合设备，分散各个工序，利于设备更易生产多样化的产品。公司深耕纸包装印刷行业多年，生产工艺及技术水平较为成熟，处于国内同类企业中领先地位。目前，公司搭建创新研发平台，已在深圳、上海、北京、苏州、烟台、美国等国家和地区设立了研发中心，包括研发人员 1,361 人，构建以“政产学研用”为核心的协同创新研发模式，聚焦包装科技、材料科技和信息科技三大领域，孵化具有核心竞争力的创新解决方案及商业模式，培育新型产业化应用项目，实现创新驱动发展。2018 年公司研发投入 3.16 亿元，同比增长 37.06%。目前，公司已取得多项专利，主导和参与国家及行业标准 24 项，获得了中国纸包装印刷材料研发中心、全国高端印刷标准化创新实践基地、深圳市技术中心、深圳新型绿色包装材料工程技术研究中心等资质，并先后成立了博士后创新实践基地、深圳市院士（专家）

工作站、深圳 3D 印刷技术工程实验室、深圳纳米智能涂覆材料工程实验室、CNAS 检测实验室、ISTA 实验室等科研实验室。

表 5：2016~2018 年公司研发投入情况

| 项目 | 单位：% | | |
|-------------|------|------|-------|
| | 2016 | 2017 | 2018 |
| 研发人员数量（人） | 931 | 993 | 1,361 |
| 研发人员数量占比 | 5.50 | 4.81 | 6.55 |
| 研发投入金额（亿元） | 1.96 | 2.16 | 3.16 |
| 研发投入占营业收入比例 | 3.54 | 3.10 | 3.68 |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

伴随环保政策不断加码，绿色、环保包装是印刷包装企业实现可持续发展的必由之路，公司是同时获得 ISO9001、ISO14001 和 CHSAS18001 质量、环境、职业健康安全管理体系三合一体系认证的企业之一。公司积极遵循“减量化、再利用、可回收、可降解”的原则，实施并推广绿色印刷，推行清洁生产，并将模切边角料等作废纸回收，成立至今未出现重大环境保护事故和相关处罚。

表 6：2018 年末公司 IPO 募投项目情况

| IPO 项目 | 拟投金额 | 实际已投资金额 | 项目达到预定可使用状态日期或截止日项目完工程度 | 产品 | 单位：万元 | |
|---------------------------------|-----------|-----------|-------------------------|----------|--------------|-----------|
| | | | | | 年新增产能（万印张/个） | 设计产能 实际产能 |
| 高端印刷品包装生产基地项目 | 28,128.66 | 28,128.66 | 2017.01 | 彩盒（含精品盒） | 18,432 | 18,215 |
| | | | | 说明书 | 11,981 | 17,500 |
| | | | | 烟标 | 2,765 | 3,240 |
| 苏州昆迅包装技术有限公司包装说明书、包装箱、包装精品盒生产项目 | 4,292.38 | 0.00 | 2020.06 | 彩盒（含精品盒） | 5,069 | 5,500 |
| | | | | 说明书 | 8,294 | 3,600 |
| | | | | 纸箱 | 5,760 | 4,000 |
| 裕同（武汉）高档印刷包装产业园项目 | 44,651.88 | 20,551.06 | 2020.06 | 彩盒（含精品盒） | 18,432 | 25,000 |
| | | | | 说明书 | 8,294 | 10,000 |
| | | | | 纸箱 | 4,147 | 4,000 |
| 亳州市裕同印刷包装有限公司高端印刷包装项目 | 19,715.55 | 6,430.91 | 2020.06 | 彩盒（含精品盒） | 9,677 | 2,000 |
| | | | | 酒盒 | | 5,000 |
| | | | | 纸箱 | 4,147 | 3,000 |
| 成都市裕同印刷有限公司印刷包装生产线二期建设项目 | 14,508.62 | 4,429.91 | 2020.06 | | - | - |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年公司 IPO 募集资金净额 13.89 亿元，大部分用于生产扩建，募投项目主要位于深圳市、昆山市、武汉市和亳州市。截至 2018 年末，募投资金已使用 8.70 亿元，除深圳项目已投产，其他项目均为在建状态。此外，为了丰富产品结构，完善国际化布局，公司拟通过发行可转债募集资金用于建设宜宾环保纸塑项目、许昌高端彩盒智能制造项目、越南基地项目和印尼基地项目，上述项目的实施将进一步增加公司精品盒和说明书的产能，增强核心竞争力，同时也对客户拓展提出新的挑战。

总体来看，公司产能规模优势明显，生产工艺较为成熟，随着 IPO 募投、定增项目的完工投产和

拟投产项目的实施，产能将进一步扩大，但后续面临较大的产能释放和客户深度拓展的压力。

采购

公司生产所需原材料主要是白板纸、双胶纸、铜版纸和瓦楞纸等各种纸类，主营业务材料成本占主营业务成本的 55% 以上。公司从外部供应商采购生产所需的原料，由公司负责招投标和年度框架合约，统一与供应商谈判确定采购量、供货周期等主要采购条款并签订采购合同，各子公司负责具体采购的执行工作，每种原料的采购均保有多家供应商以供选择。

表 7: 2016~2018 年公司营业成本构成情况

单位: 亿元

| 产品 | 2016 | | 2017 | | 2018 | |
|------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 直接材料 | 19.88 | 54.65% | 26.88 | 56.51% | 36.43 | 59.40% |
| 直接人工 | 6.59 | 18.12% | 8.16 | 17.16% | 9.86 | 16.08% |
| 制造费用 | 9.66 | 26.54% | 12.12 | 25.48% | 14.38 | 23.45% |

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

供应商方面, 公司采购对象均为大型造纸企业, 且近年受益于造纸行业产能扩充, 供应商之间竞争激烈, 公司可灵活在众多可选供应商间根据产品性价比、交货期限等调配采购用量。公司建立了供应商准入制度, 设立合格供应商, 以确保原材料质量。截至 2018 年末, 公司合格供应商名录共 2,174 家, 与 625 家供应商建立了长期稳定的战略合作关系。公司白卡纸供应商年采购金额超过 500 万元的共 24 家, 多数系长期合作对象, 其他物料至少保有三家供应商, 海外工厂的供应商主要来自海外本土。虽然产品具有特定性, 但原材料需求变动不大, 除了食品类包装要求的食品级白卡纸单独采购以外, 通用型材料一般采取线上统一公开招标。整体来看, 公司近年供应商情况基本稳定。2016~2018 年, 公司前五大供应商合计采购金额分别为 4.48 亿元、4.72 亿元和 5.73 亿元, 占当期采购总额的比例分别为 17.91%、13.75%和 13.50%, 供应商集中度较低, 不存在对单一供应商的依赖。

采购价格方面, 公司每年与供应商签订框架合同, 初步约定大致供应量, 具体采购量以订单为准, 采购价格参照市场价格。公司与上游造纸厂一般不锁定采购价格, 议价能力有限, 但凭借较大的采购量优势, 享有一定量的返利优惠, 并及时跟进市场纸价走势, 在行情稳定时按需备货, 在行情波动时利用波段抓取低谷进行建议量备货。2016 年下半年以来, 国内各类纸张产品价格均有上涨, 公司通过与客户提前沟通推行材料替代减少成本上涨压力。公司采购价格为到厂价, 由供应商负责物流运输, 结算平均周期为 90 天, 采用银行转账和商业票据的方式结算。此外, 部分业务以美元结算, 通过开设信用证的方式一定程度拉长了账期。

2016 年以来, 为平滑上游原材料涨价带来的影

响, 公司通过建立供应链平台, 利用进口纸张替代、锁定上游厂商产能等方式降低原材料上涨压力。在互联网思维倡导下, 在供应链和小微客户领域, 公司进一步推进互联网平台建设, 整合行业中小微客户需求和同业资源, 从而不断深化供应链平台布局。具体而言, 公司将部分小客户的少量订单通过君信供应链平台外发, 同时利用成品外发来带动原材料的销售, 再通过供应链金融模式给予客户账期以收取利息获利。未来, 公司将继续整合内部资源协同供应链业务, 通过一体化平台建立合作联盟, 初步建成印刷行业的生态链系统, 为后续平台的拓展奠定基础。

由于业务规模扩大使得公司原纸消耗量上升。2017 年公司对白板纸、铜版纸和瓦楞纸的采购量分别为 12.74 万吨、7.37 万吨和 6.99 万平方英寸(万), 相应的平均采购成本分别为 4,311.67 元/吨、5,669.52 元/吨和 9,508.55 元/平方英寸(万), 同比分别增长 33.69%、38.99%和 47.32%, 主要是各品类纸价整体上涨使得原料成本支出加大, 而公司议价能力有限, 向下游传导成本控制压力较大, 2017 年公司毛利率为 31.54%, 同比下降 2.81 个百分点。2018 年公司营业成本中主营产品直接材料占比为 59.40%, 达到 36.43 亿元, 同比增长 35.53%。从采购量来看, 公司对白板纸、瓦楞纸和铜版纸的采购需求保持较高水平, 2018 年采购量分别为 14.89 万吨、8.59 万平方英寸(万)和 7.81 万吨, 其采购支出分别为 6.19 亿元、8.04 亿元和 4.47 亿元, 其平均采购成本分别为 4,158.59 元/吨、9,362.42 元/平方英寸(万)和 5,729.50 元/吨, 涨幅分别达到-3.55%、-1.54%和 1.06%。

表 8：2016~2018 年公司原纸采购情况

单位：吨、千平方英寸（万）、万元、元/吨、元/千平方英寸（万）

| 项目 | 2016 | | | 2017 | | | 2018 | | |
|-----|------------|-----------|----------|------------|-----------|----------|------------|-----------|----------|
| | 采购量 | 采购额 | 平均采购成本 | 采购量 | 采购额 | 平均采购成本 | 采购量 | 采购额 | 平均采购成本 |
| 白板纸 | 107,974.08 | 34,823.09 | 3,225.13 | 127,362.23 | 54,914.38 | 4,311.67 | 148,934.90 | 61,935.98 | 4,158.59 |
| 双胶纸 | 8,799.05 | 4,076.14 | 4,632.48 | 13,758.48 | 7,887.61 | 5,732.91 | 12,364.94 | 7,748.51 | 6,266.52 |
| 铜版纸 | 69,154.08 | 28,208.36 | 4,079.06 | 73,689.21 | 41,778.21 | 5,669.52 | 78,091.37 | 44,742.48 | 5,729.50 |
| 瓦楞纸 | 60,642.86 | 39,141.42 | 6,454.42 | 69,947.50 | 66,509.90 | 9,508.55 | 85,917.77 | 80,439.79 | 9,362.42 |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

综合而言，公司采购渠道稳定，但是原材料采购议价能力有限，中诚信证评将持续关注原材料价格波动以及成本控制压力对公司未来盈利造成的影响。

销售

公司采用直接销售模式，通过设立销售中心统一负责市场信息采集、市场开拓、品牌宣传以及客户服务等，并每周开设销售会议，国内下设十个营销团队和华东、华北、华中、华南和西南五个区域中心；国际客户由国际营销部、美洲、中东南亚和伦敦等销售中心各自负责。此外，对于单一大客户，公司设立专项服务团队及时响应客户需求。

公司针对每批产品均实施出货质量控制，包括制订产品出货质量检验标准，抽样水准 AQL 及异常处理机制等，通过一系列的出货质量控制，既可以将前工序的产品质量问题及时反馈并要求改善，同时对产品出货质量提供保证，以持续满足客户的要求。

凭借一体化服务优势，公司与客户建立了良好的合作关系，业务模式包括与终端客户直接交易或与终端客户委托的代工商交易两种。公司主要客户均为各自领域内的优质企业，目前直接或间接通过仁宝、富士康、捷普、纬新资通、和硕和广达等代工厂商为终端客户服务，已基本实现了消费电子行

业客户的全面覆盖，包括移动智能终端领域的华为、联想、三星、索尼等，游戏机领域的任天堂、索尼等，计算机领域的戴尔、惠普、联想等。同时，公司积极拓展烟酒食品和化妆品等领域，现已与红塔集团、泸州老窖、古井贡、雀巢、迪奥、玫琳凯等国内外高端烟酒、食品、化妆品品牌商建立合作。2018 年，公司加大了智能硬件、烟酒、大健康、化妆品和奢侈品等市场的开发力度，成功导入或深入拓展了小米、哈曼、谷歌、亚马逊、戴森、DHL、茅台、五粮液和四川中烟等优质大客户，经过前期的磨合，部分新客户订单已逐渐放量。在公司既有客户中，与富士康、和硕和华为合作时间超过十年，稳定的合作关系奠定了公司收入基础，而新客户订单量的增长驱动了公司收入的持续增长。得益于烟酒、化妆品包装等新业务的推进、谷歌和亚马逊等新客户的开发以及对小米和哈曼等客户的深度拓展，公司下游客户日趋分散化，逐步降低了对大客户高度依赖的经营风险，2016~2018 年前五大客户销售额占年度销售总额的比例分别为 63.41%、54.00%和 40.56%。

销售结算方面，公司主要采用银行转账结算，另有少量银行承兑汇票，结算币种包含美元和人民币，客户货款结算账期一般为 3~6 个月。

表 9：2016~2018 年公司产品销量

单位：万个、万本、%

| 产品 | 2016 | | 2017 | | 2018 | |
|-------|------------|--------|------------|-------|------------|-------|
| | 销量 | 产销率 | 销量 | 产销率 | 销量 | 产销率 |
| 精品盒 | 101,240.52 | 97.24 | 150,588.84 | 96.59 | 217,603.18 | 97.58 |
| 说明书 | 70,011.18 | 95.58 | 91,673.14 | 97.74 | 94,166.68 | 96.66 |
| 纸箱 | 26,922.01 | 101.40 | 32,032.42 | 97.13 | 43,135.23 | 98.32 |
| 不干胶贴纸 | 135,641.93 | 99.26 | 148,061.80 | 99.66 | 145,103.68 | 98.81 |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

下游消费行业需求回暖带动核心客户销售提升,叠加新客户订单放量,公司收入规模同步增长。2016~2018年,公司分别实现营业收入55.42亿元、69.47亿元和85.78亿元,其中精品盒业务占比逾70%,业务结构较稳健。因与苹果代工商合作稳定,加之深挖小米和哈曼等客户,近三年公司精品盒业务销量逐年递增,分别为101,240.52万个、150,588.84万个和217,603.18万个。分区域来看,受益于国内客户的开拓和订单放量,2018年公司国内销售收入为36.86亿元,同比增长59.09%,占营业总收入的比重升至42.97%;国际销售收入48.92亿元,较上年同期增长5.66%,增速有所放缓。

表 10: 2016~2018 年公司分区域销售情况

单位: 亿元、%

| 区域 | 2016 | | 2017 | | 2018 | |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 国内 | 17.13 | 30.91 | 23.17 | 33.36 | 36.86 | 42.97 |
| 国际 | 38.29 | 69.09 | 46.30 | 66.64 | 48.92 | 57.03 |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

综合而言,公司客户需求保持增长且新客户订单逐步放量,支撑收入规模保持增长,且公司存量客户优质,多元化的客户资源为公司未来业务的持续发展提供了稳定的需求基础,业务成长性良好。

公司治理

治理结构

按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《公司章程》等有关要求,公司建立了股东大会、董事会、监事会和经理层的法人治理结构,制定了议事规则,明确决策、执行、监督等方面的职责权限,形成科学有效的职责分工和制衡机制。股东大会是公司最高权力机构,享有法律法规和公司章程规定的合法权利,依法行使公司经营方针、筹资、投资、利润分配等重大事项的决定权。公司董事会是公司的常设决策机构,对股东大会负责,执行股东大会的决议。公司董事会由7名董事组成,其中独立董事3名,董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会四个专业委员会,各专业委员会对董事会负责,根据《上市公司治理准则》、《公司章程》、《董事会议事规则》

以及各专业委员会实施细则赋予的职权和义务,认真履行职责。公司监事会对股东大会负责,对董事、高级管理人员履行公司职务的行为进行监督,检查公司财务状况以及行使其它由公司章程赋予的权利,公司监事会由3名监事组成,其中职工代表监事2名,监事会主席1名。公司高级管理人员包括总裁、副总裁、财务总监及董事会秘书。董事会秘书由董事长提名,董事会聘任或解聘,需要具备财务、管理、证券、法律等专业知识和经验,具有良好的职业道德和个人品德,并已取得证券交易所颁发的董事会秘书资格培训证书。公司自设立以来,股东大会、董事会、监事会和经理层能够按照相关法律、法规和《公司章程》赋予的职权依法独立规范运作,履行各自的权利和义务,没有违法违规情况的发生。为了更好地维护股东权益,确保股东、董事、监事职权的有效履行,公司制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《独立董事工作制度》等制度,切实履行股东大会赋予的董事会职责,严格执行股东大会各项决议,实施精细化管理,为公司法人治理的规范化运行提供了进一步的制度保证。

内部控制

公司通过建立、健全各项内部控制制度,确保公司股东大会、董事会、监事会和高管人员的职责及制衡机制基本能够有效运作,公司内部监督和反馈系统基本健全。公司内部控制的目的是合理保证经营管理合法合规、资产安全、财务报告及相关信息真实完整,提高经营效率和效果,促进实现发展战略。

公司根据业务发展需要,设立了营销中心、国际营销中心、集成交付中心、采购中心、流程与IT中心、战略发展部、财务中心、人力资源管理中心、审计监察中心、研究院、董秘办、总裁办等职能部门,并制定了相应的岗位说明书,明确各自职责、权力,将权利与责任落实到内部各责任单位。各职能部门分工明确、各负其责,相互协作、相互制约、相互监督,正确行使职权。公司按区域、产品线等细分了市场,设置了区域营销、区域交付和专案项目,各区域、专案实行总经理负责制,由区域总经

理向集团副总裁、总裁负责。

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、人事管理、生产管理、采购管理、销售管理等方面，能对公司日常经营管理活动进行有效的规范。在财务管理方面，公司制定了会计核算管理规定、成本核算管理规定、资金管理规定、固定资产管理规定、费用报销管理规定等详细制度，能较好地规范日常财务核算、资产管理和费用管理工作。

公司建立了岗位责任制度，通过权力与职责的明确划分，制定了各部门及其员工岗位责任制，以防止差错及舞弊行为的发生；实施相应的分离措施，形成各司其职、各负其责、相互制约的工作机制。

公司设集团营销中心和财务中心，负责公司的销售与收款业务。公司建立了销售与收款的相应管理制度，明确了相关部门和岗位的职责、权限、确保办理销售与收款业务的不兼容岗位互相分离、制约和监督。公司严格执行《企业会计准则》和企业会计制度，并相应制定了《财务管理制度》、《资金管理制度》，加强会计基础工作，明确了会计核算体制、会计人员岗位责任、会计核算政策、会计核算基础工作和处理程序、财务报告编制办法、成本核算制度、资金管理制度，为公司财务人员开展日常核算工作奠定了良好的制度基础。公司的会计核算业务采用了先进的信息系统，实现了信息化处理，为会计信息及资料的真实和完整提供了保证。

公司已经建立起涵盖母公司、子公司、业务部门三个层面的内部监督体系，持续、全面的对内部控制的有效性进行监督。各分子公司建立了自查自纠机制，负责对内部控制制度执行情况的日常监督和纠错。“审计监察中心”配备了多名具备专业胜任能力的专职审计人员，负责对公司内部控制系统的适当性、有效性以及经营活动、财务收支的真实性、合法性和效益性进行独立检查评价。审计过程中发现的内部控制缺陷，会及时分析缺陷的性质和产生的原因，要求被审单位提出整改方案并跟踪解决，并采取适当的形式及时向公司适当管理层、治理层报告。公司管理层高度重视内部控制的各职能部门

和监管机构的报告及建议，通过确定公司经营的各项监控指标并采用经济活动分析会、预算审核会等形式对内部控制的实施进行监督，对出现的偏差和问题采取各种措施及时纠正。

公司依照有关法律法规要求，制定了《关联交易管理制度》，明确了关联交易的原则、审批流程和权限、账务处理等等，报告期内制度得到有效执行，发生的关联交易符合法律法规和《关联交易管理制度》规定。公司已制定《对外担保决策制度》，明确了对外担保的相关规定并在日常经营管理中严格执行，保证了公司对外担保业务内部控制制度的严格、充分、有效，报告期内制度得到有效执行。

总体来看，公司治理结构较为健全，股东大会、董事会、监事会及管理层日常运作规范；内部组织机构完善，管理制度较为健全，整体内部管理规范有序。

战略规划

公司董事会下设战略委员会，由董事长担任主任委员，主要负责对公司长期发展战略规划及影响公司发展的重大事项进行研究并提出建议。每年度公司战略委员会综合考虑宏观经济政策、国内市场需求变化、技术发展趋势、行业及竞争对手状况等影响因素，分析公司自身优势与劣势，及时调整公司中长期发展目标，并通过经营目标责任考核的方式分解到各业务部门，以保证公司战略目标的实现。

通过多年的发展和积淀，公司推行“客户至上、以人为本、持续创新、合作共赢”的核心价值观；以“聚焦印刷包装市场，通过提供领先的产品和服务，持续为客户创造价值”为使命，致力于成为客户信赖、员工爱戴、社会尊重的国内领先、国际知名印刷包装企业。

公司将坚持创新驱动，创新产业发展模式。科技创新和科技产业化是公司发展的深层次驱动力。公司一直积极研发智能包装、功能包装、环保包装、新材料、新工艺、高端防伪印刷包装技术、立体印刷与3D打印技术，建设大数据平台和互联网平台，提供商务印刷、个性化定制和企业购等产品与服务，通过整合印刷包装产业供需端的中小微企业，

汇聚线上、线下各类资源，构建互联网包装印刷生态圈。

公司将坚持绿色发展道路，实现可持续发展。作为行业领先企业，公司大力推广绿色工厂理念，研发新材料和新工艺，不断改良生产流程，强力推进自动化改造，以此推动绿色生产，实现公司的可持续发展。

公司将利用优质客户资源，拓宽产品线。通过不断深挖此类客户的现实的和潜在的需求，公司已经涉足环保纸浆模塑产品、汉纸文化产品和广宣品等业务，并在 2018 年并购精密塑料包装企业，相关多元化迈出了坚实步伐。未来，在坚持“高端品牌包装整体解决方案服务商”的战略定位的前提下，公司深刻洞察行业发展趋势及新兴市场需求，积极布局 and 经营新业务。

公司将深化国际化布局。近年来，公司先后于越南、印度等国家设立了多个境外生产基地，并在中国香港、美国和欧洲等国家和地区设立了服务中心与办事处。未来，公司将紧抓全球产业转移的时代机遇，响应国家“一带一路”战略布局，加快国际产业布局步伐，拓宽海外产品线布局，在新一轮的国际产业转移浪潮中赢得先机，占领战略制高点。

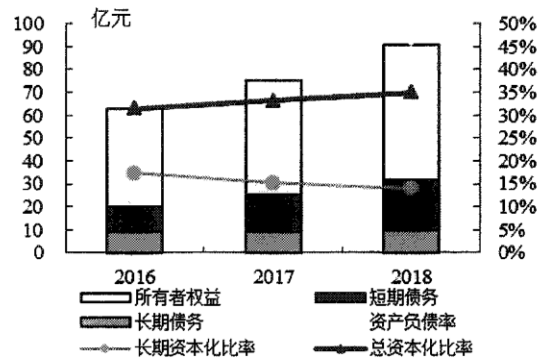
公司董事会及管理层将遵循发展战略规划，稳定地推进公司长远发展，继续深耕于企业管理，构筑核心竞争力。

财务分析

以下财务分析基于公司经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年~2018 年审计报告，公司三年数据均为合并报表口径。

资本结构

图 7：2016~2018 年公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2016 年 12 月公司于深交所上市，带动股本增至 4.00 亿元，并将股本溢价 13.49 亿元计入资本公积，随后公司留存收益持续累积，自有资本实力得到快速提升，2016~2018 年所有者权益分别为 42.88 亿元、50.21 亿元和 59.11 亿元，年均增长率为 17.41%。与此同时，公司业务稳步发展、产能布局不断拓宽以及收并购项目的推进，资产规模随之扩大，公司同期总资产规模分别为 74.72 亿元、89.83 亿元和 110.70 亿元，年均增长率为 21.72%。2016 年 11 月公司成功发行 8 亿元公司债，加之因业务发展需要，短期借款同步增长，带动总负债同比增长，近三年负债总额分别为 31.84 亿元、39.62 亿元和 51.59 亿元，年均增长率为 27.29%。同期，资产负债率分别为 42.61%、44.11%和 46.61%，总资本化比率分别为 31.48%、33.26%和 34.98%，财务杠杆水平较为适中。

从资产构成来看，公司资产主要为流动资产，近三年，公司流动资产规模分别为 52.50 亿元、60.54 亿元和 68.29 亿元，占总资产的比重为 70.26%、67.39%和 61.69%。2018 年末公司流动资产主要包括货币资金（8.23 亿元）、应收账款（38.97 亿元）、存货（9.44 亿元）和其他流动资产（8.03 亿元）。因业务规模扩张，公司应收账款规模保持在较高水平，2018 年末达到 38.97 亿元，其中账龄在一年以内占比 99.38%，坏账风险较小；由于订单增多和预判原纸价格上涨，公司采取增加原材料备料及产成品备货的方式以期平抑成本波动风险，当年库存增至 9.44 亿元；公司货币资金主要为银行存款 7.47

亿元，因银行承兑汇票保证金，保函保证金、开工保证金、定期存款保证金等对使用有限的款项合计 0.71 亿元，整体流动性良好；因公司购买 6.85 亿元理财产品，年末其他流动资产达到 8.03 亿元。非流动资产方面，2018 年末公司非流动资产合计 42.41 亿元，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。其中固定资产因产能需求增加、新增生产设备及在建工程达到可使用状态转固影响，加之新并表武汉艾特、上海嘉艺和江苏德晋塑料包装有限公司，同比增长 54.56%至 29.58 亿元；在建工程随着并表范围的增加而增长 12.86%至 4.00 亿元；无形资产主要为土地使用权，同比增长 72.47%，为 3.72 亿元。

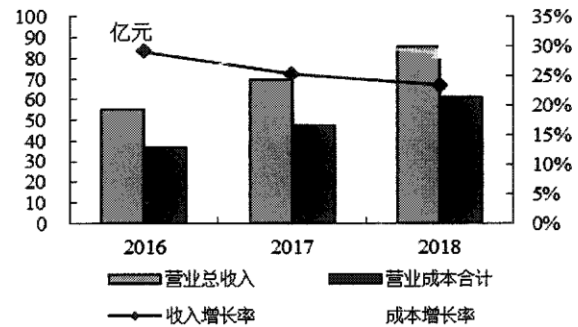
负债方面，近三年，公司流动负债合计为 22.41 亿元、30.13 亿元和 40.76 亿元，占负债总额的比重为 70.38%、76.04%和 79.01%。2018 年末公司流动负债主要为短期借款（18.96 亿元）和应付账款（14.41 亿元），占当年末流动负债的比重分别为 46.51%和 35.35%。其中，公司当年新增短期信用借款 7.66 亿元，致使短期借款同比增长 44.80%；应付账款主要系材料款和设备款。公司非流动负债主要为 8 亿元“16 裕同 01”公司债券和长期借款 1.67 亿元，占当年末非流动资产的比重为 73.68%和 15.42%。

从债务期限结构看，公司近年来主要通过增加短期债务的方式满足资金需求，造成短期债务比重较高，2016~2018 年末公司有息债务中短期债务分别为 10.67 亿元、16.02 亿元和 22.15 亿元，长短期债务比分别为 1.18 倍、1.78 倍和 2.30 倍。同期，公司总债务分别为 19.70 亿元、25.02 亿元和 31.80 亿元。整体来看，公司债务以短期债务为主，短期内偿付压力增大，债务期限结构有待优化。

总体来看，近年来公司资产规模稳步扩张，自有资本实力得到增强，财务杠杆水平适中，但债务期限结构有待优化。

盈利能力

图 8：2016~2018 年公司收入及盈利分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司产品主要应用于消费类电子产品、烟酒、化妆品及其他等，销售收入主要来自精品盒业务，尤以消费类电子产品的精品盒包装为主。公司自成立以来专注于以纸包装产品的生产和销售，依托行业的发展以及业务规模的扩大，加之公司深化推行包装整体解决方案，即“创意设计与研发创新解决方案、一体化产品制造和供应解决方案、多区域运营及服务解决方案”，提供研发、设计、制造、供应链管理、物流、仓储等一体化深度服务，客户和市场认可度较高，相关领域竞争实力不断增强，收入规模增幅明显。2016~2018 年，公司分别实现营业收入 55.42 亿元、69.48 亿元和 85.78 亿元，年均增长率为 24.41%。

毛利率方面，公司定位为为高端品牌客户包装整体解决方案供应商，业务附加值较高，加之获利能力相对较高的精品盒产品在销售收入中的占比较高，近年毛利率保持在较高水平。2016~2018 年，公司营业毛利率分别为 34.35%、31.54%和 28.50%。2017 年由于各品类纸张等原料价格持续上涨并保持高位运行，压缩了公司盈利空间，当年营业毛利率下降 2.81 个百分点。2018 年，由于上半年原纸价格仍于高位运行阶段，且新布局的部分产能暂未完全释放，公司综合毛利率继续下降 3.04 个百分点。

期间费用方面，随着业务规模的增长，公司三费规模亦不断增加，2016~2018 年，公司三费合计分别为 7.87 亿元、11.04 亿元和 13.18 亿元，三费收入占比分别为 14.20%、15.89%和 15.37%。公司近三年销售费用分别为 2.40 亿元、3.01 亿元和 3.81

亿元，管理费用（包含研发费用）分别为 5.64 亿元、6.37 亿元和 8.17 亿元，财务费用分别为 -0.18 亿元、1.66 亿元和 1.20 亿元。其中销售费用主要为运装费和职工薪酬，在人工成本增长、销售渠道拓展、产品装运量增加的情况下，公司在营业收入快速增长同时，销售费用相应的逐年增长，三年年均增长率达到了 25.80%；管理费用主要为研发费用和工资等，由于公司注重技术创新和产品研发，加大了研发力度并提升了员工薪酬，故相应管理费用规模同步增加。财务费用方面，公司付息债务规模扩大带来的利息支出上升及人民币兑美元汇率升值导致汇兑损失增加，2016~2018 年公司汇兑收益分别为 -0.81 亿元、-1.07 亿元和 -0.08 亿元。2018 年受益于收入规模的上升，三费收入占比有所下降，公司期间费用控制能力尚可。

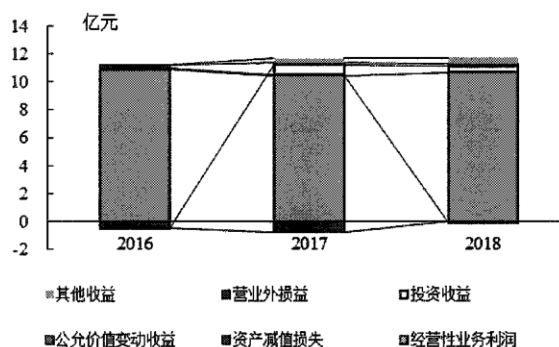
表 11：2016~2018 年公司期间费用分析

| | 单位：亿元 | | |
|-------|--------|--------|--------|
| | 2016 | 2017 | 2018 |
| 销售费用 | 2.40 | 3.01 | 3.81 |
| 管理费用 | 5.64 | 6.37 | 8.17 |
| 财务费用 | -0.18 | 1.66 | 1.20 |
| 三费合计 | 7.87 | 11.04 | 13.18 |
| 营业总收入 | 55.42 | 69.48 | 85.78 |
| 三费收入比 | 14.20% | 15.89% | 15.37% |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2016~2018 年，公司利润总额分别为 10.67 亿元、10.82 亿元和 11.62 亿元，其中经营性业务利润分别为 10.85 亿元、10.44 亿元和 10.69 亿元。公司初始业务获利能力较强，经营性业务利润表现较为稳定。政府补助和投资收益的波动也对利润总额造成一定影响，2017 年公司投资收益为 0.73 亿元，主要是购买保本型理财产品及非流动性资产处置取得的收益。此外，资产减值损失在一定程度上侵蚀了公司经营所得，2016~2018 年资产减值损失分别为 4,348.95 万元、7,742.87 万元和 229.67 万元，为相应期间计提的应收款项坏账准备和存货跌价准备。

图 9：2016~2018 年公司利润总额构成情况



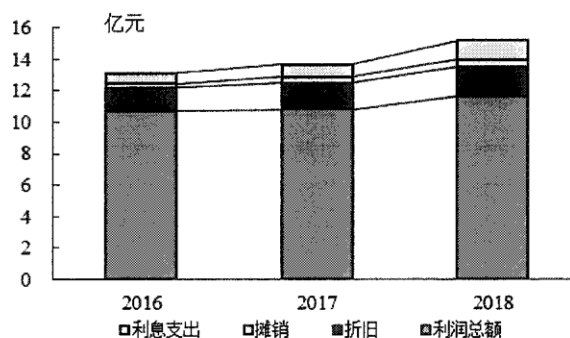
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于下游市场需求增长，公司收入规模不断扩大，而 2017 年原纸价格普遍上涨致使公司盈利能力收缩，经营性业务盈利能力有所波动，但整体经营效益仍较好。

偿债能力

从 EBITDA 构成来看，公司拥有较强的盈利能力和获现能力，2016~2018 年公司 EBITDA 分别为 13.11 亿元、13.65 亿元和 15.18 亿元，主要由利润总额和折旧构成，由于公司固定资产规模较大，致使折旧费用在 EBITDA 中的占比有所增长。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2016~2018 年公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 20.11 倍、17.70 倍和 12.57 倍；同期总债务/EBITDA 分别为 1.50 倍、1.83 倍和 2.09 倍，债务规模的扩张使得公司 EBITDA 对债务本息的保障程度逐年有所下降，但保障能力尚可。

图 10：2016~2018 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司盈利能力较强，加之收入规模大幅增长，且应收账款周转效率提升，经营性现金流表现较好。2016~2018 年公司经营活动净现金流分别为

2.65 亿元、5.84 亿元和 7.99 亿元。同期公司经营活动净现金流/利息支出分别为 4.06 倍、7.57 倍和 6.62 倍，经营活动净现金流/总债务分别为 0.13 倍、0.23 倍和 0.25 倍。整体来看，随着经营性净现金流规模的增长，公司经营性现金流对债务本息保障能力提升。由于公司购买保本型理财产品，近三年投资性净现金流表现为持续的净流出，分别为-8.10 亿元、-17.54 亿元和-7.73 亿元。2016 年公司公开发行股票和债券收到募集资金规模较大，筹资活动现金流呈现大额净流入状态，2018 年由于公司股权回购和支付现金分红增加，致使当期筹资活动净现金流入减少。近三年，公司筹资活动现金流分别为 17.14 亿元、2.00 亿元和 0.80 亿元。

表 12：2016~2018 年公司偿债能力分析

| 指标 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-----------------|-------|-------|-------|
| 总债务（亿元） | 19.70 | 25.02 | 31.80 |
| 短期债务（亿元） | 10.67 | 16.02 | 22.15 |
| 长期债务（亿元） | 9.03 | 9.01 | 9.65 |
| EBITDA（亿元） | 13.11 | 13.65 | 15.18 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 20.11 | 17.70 | 12.57 |
| 总债务/EBITDA（X） | 1.50 | 1.83 | 2.09 |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 4.06 | 7.57 | 6.62 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.13 | 0.23 | 0.25 |
| 资产负债率（%） | 42.61 | 44.11 | 46.61 |
| 总资本化比率（%） | 31.48 | 33.26 | 34.98 |

注：若上表数据相加与总数不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2018 年末，公司获得授信额度总计人民币 44.37 亿元，其中未使用的授信额度为 22.58 亿元，备用流动性充足。此外，公司系 A 股上市公司，能够从资本市场获取直接融资。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对外担保，对子公司担保 3.00 亿元，占公司当期净资产的比例为 5.30%。整体而言，公司担保比率较低，代偿风险较小。

受限资产方面，公司受限资产主要包括固定资产、应收票据及应收账款等，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值共计 6.75 亿元，占当期末总资产的 6.10%。

未决诉讼方面，截至 2018 年末，公司无重大法律诉讼事项。

过往债务履约方面，截至 2018 年末，公司未发生过债务逾期未偿还的情形，均能按时归还各项债务本金并足额支付利息。

整体来看，公司业务发展成熟，凭借自身综合优势加快全国范围内的扩张，市场份额保持前列。同时，公司积极推进东南亚和南亚地区的工厂扩建以匹配大客户和当地市场的业务需求，业务规模呈现逐年扩大趋势，通过开拓和深挖新客户订单，公司减低了对重点客户的依赖程度，前五大客户集中度逐年降低，客户资源保持良好，业务竞争优势明显，盈利能力和经营性现金流表现较好，整体偿债能力很强。

结 论

综上，中诚信证评评定深圳市裕同包装科技股份有限公司主体信用级别为 AA⁺，评级展望为稳定；评定“深圳市裕同包装科技股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用级别为 AA⁺。

关于深圳市裕同包装科技股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

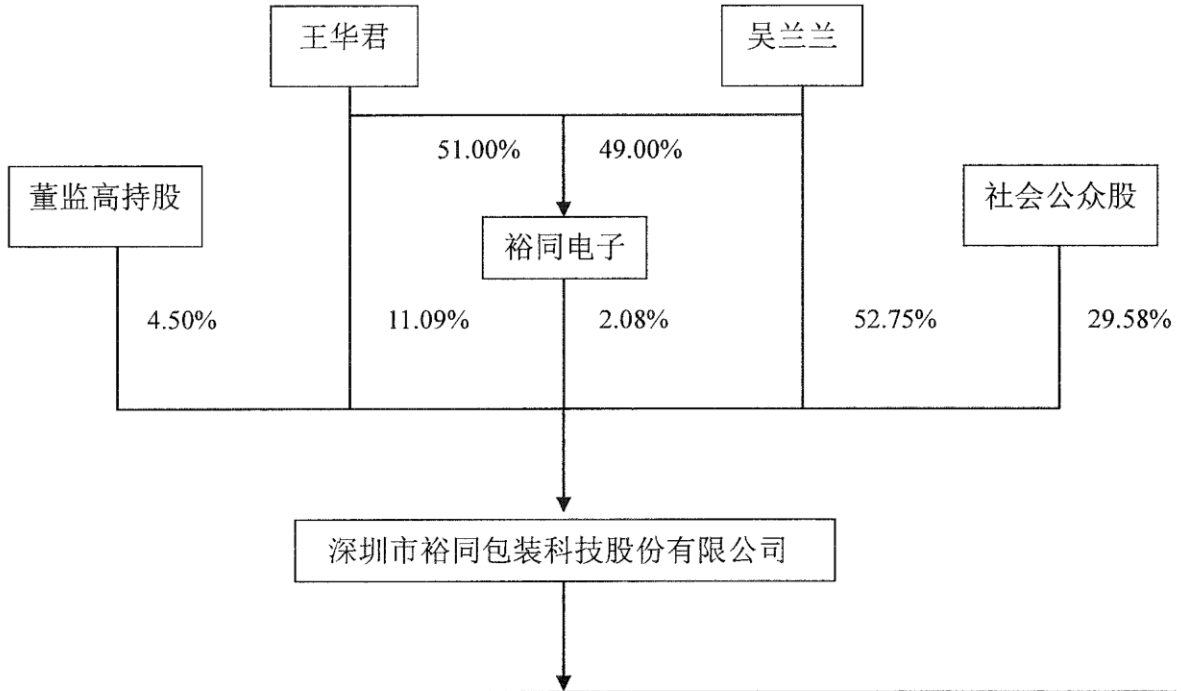
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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。

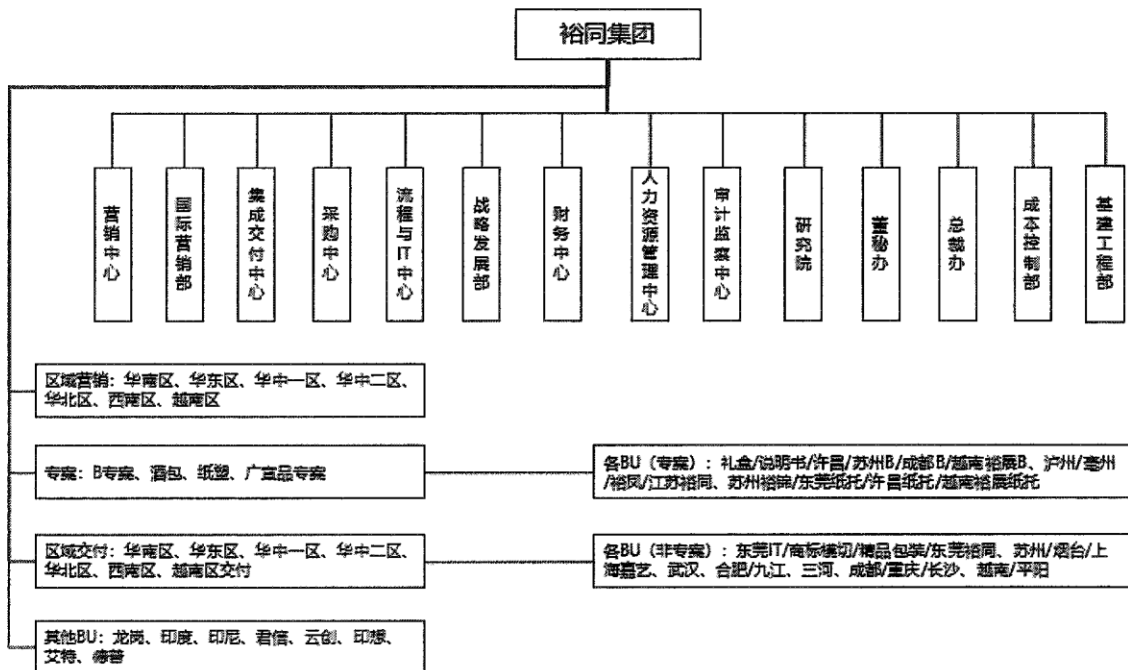
附一：深圳市裕同包装科技股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



| 主要子公司名称 | 持股比例 | 主要子公司名称 | 持股比例 |
|---------------|---------|----------------|---------|
| 烟台市裕同印刷包装有限公司 | 100.00% | 深圳市裕同精品包装有限公司 | 100.00% |
| 许昌裕同印刷包装有限公司 | 100.00% | 深圳云创文化科技有限公司 | 100.00% |
| 三河市裕同印刷包装有限公司 | 100.00% | 越南裕展包装科技有限公司 | 100.00% |
| 珠海市裕同印刷包装有限公司 | 100.00% | 东莞市裕同包装科技有限公司 | 100.00% |
| 越南裕同印刷包装有限公司 | 100.00% | 香港裕同印刷有限公司 | 100.00% |
| 成都市裕同印刷有限公司 | 100.00% | 苏州裕同印刷有限公司 | 100.00% |
| 九江市裕同印刷包装有限公司 | 100.00% | 苏州昆迅包装技术有限公司 | 100.00% |
| 重庆裕同印刷包装有限公司 | 100.00% | 苏州永承包装印刷有限公司 | 100.00% |
| 合肥市裕同印刷包装有限公司 | 100.00% | 泸州裕同包装科技有限公司 | 100.00% |
| 东莞市裕同印刷包装有限公司 | 100.00% | 平阳裕同包装科技有限责任公司 | 100.00% |
| 亳州市裕同印刷包装有限公司 | 100.00% | 深圳市君信供应链管理有限公司 | 100.00% |
| 昆山裕锦环保包装有限公司 | 100.00% | 印尼裕同包装科技有限公司 | 100.00% |
| 武汉市裕同印刷包装有限公司 | 99.50% | 嘉艺（上海）包装制品有限公司 | 90.00% |
| 陕西裕风包装科技有限公司 | 82.00% | 江苏德晋塑料包装有限公司 | 72.73% |
| 惠州印想科技有限公司 | 70.00% | 明达塑胶科技（苏州）有限公司 | 60.00% |
| 武汉艾特纸塑包装有限公司 | 51.00% | | |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：深圳市裕同包装科技股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



裕联、华智、华研、前海君爵、同雅文化、明达、永承未体现在裕同架构中，艾特含4家子公司（武汉艾特、大悟艾特、陕西艾特、江西艾特），共49个BU，14个集团单位

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：深圳市裕同包装科技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 | 178,952.59 | 87,291.40 | 82,258.63 |
| 应收账款净额 | 287,479.43 | 323,748.60 | 389,655.39 |
| 存货净额 | 43,003.06 | 70,959.97 | 94,375.80 |
| 流动资产 | 525,040.81 | 605,401.26 | 682,887.65 |
| 长期投资 | 2,320.00 | 9,889.84 | 2,976.00 |
| 固定资产合计 | 161,943.11 | 226,965.54 | 337,994.91 |
| 总资产 | 747,249.03 | 898,309.10 | 1,107,023.17 |
| 短期债务 | 106,740.06 | 160,177.64 | 221,464.73 |
| 长期债务 | 90,308.03 | 90,067.18 | 96,494.56 |
| 总债务 (短期债务+长期债务) | 197,048.09 | 250,244.82 | 317,959.28 |
| 总负债 | 318,438.39 | 396,203.06 | 515,931.53 |
| 所有者权益 (含少数股东权益) | 428,810.64 | 502,106.04 | 591,091.64 |
| 营业总收入 | 554,236.26 | 694,774.07 | 857,824.38 |
| 三费前利润 | 187,201.47 | 214,847.74 | 238,711.96 |
| 投资收益 | -754.31 | 7,257.63 | 4,163.46 |
| 净利润 | 87,792.94 | 93,210.67 | 97,864.33 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 131,065.96 | 136,497.32 | 151,805.20 |
| 经营活动产生现金净流量 | 26,483.88 | 58,359.54 | 79,888.63 |
| 投资活动产生现金净流量 | -80,960.02 | -175,399.70 | -77,276.91 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 171,408.95 | 19,959.79 | 7,991.06 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 118,964.83 | -102,056.79 | 8,992.42 |
| 财务指标 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 营业毛利率 (%) | 34.35 | 31.54 | 28.50 |
| 所有者权益收益率 (%) | 20.47 | 18.56 | 16.56 |
| EBITDA/营业总收入 (%) | 23.65 | 19.65 | 17.70 |
| 速动比率 (X) | 2.15 | 1.77 | 1.44 |
| 经营活动净现金/总债务 (X) | 0.13 | 0.23 | 0.25 |
| 经营活动净现金/短期债务 (X) | 0.25 | 0.36 | 0.36 |
| 经营活动净现金/利息支出 (X) | 4.06 | 7.57 | 6.62 |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 20.11 | 17.70 | 12.57 |
| 总债务/EBITDA (X) | 1.50 | 1.83 | 2.09 |
| 资产负债率 (%) | 42.61 | 44.11 | 46.61 |
| 总资本化比率 (%) | 31.48 | 33.26 | 34.98 |
| 长期资本化比率 (%) | 17.40 | 15.21 | 14.03 |

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

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

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-手续费及佣金收入-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）/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/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

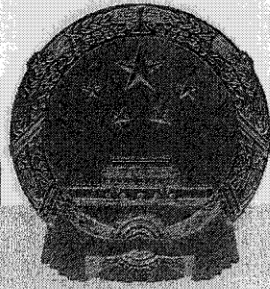
| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------|
| AAA | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低 |
| A | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| BBB | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| BB | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，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



营业执照

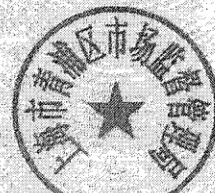
统一社会信用代码 91310118134618359H
证照编号 29000000201711150321

名称 中诚信证券评估有限公司
 类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)
 住所 上海市青浦区工业园区(工业园区7号3幢1层C区)113室
 法定代表人 闫衍
 注册资本 人民币5000.0000万元整
 成立日期 1997年8月20日
 营业期限 1997年8月20日至2027年8月19日
 经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。

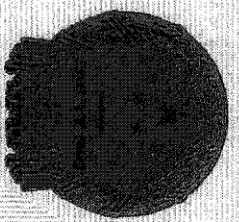
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关



2017年11月15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: 中诚信证券评估有限公司
业务许可种类: 证券市场资信评级
法定代表人: 闫衍

注册地址: 上海市青浦区工业园区第一工业区
编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)



号3幢1层C区113室 2017年12月12日

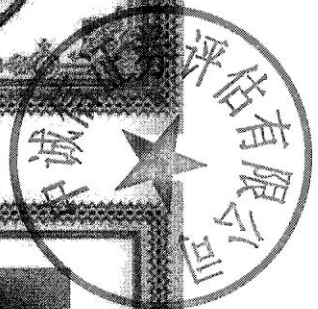
SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



李婧喆，证件号码:420621199308290029，于2015年04月26日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

201505421872111042



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



李婧喆，证件号码:420621199308290029，于2017年04月08日参加发布证券研究报告业务考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

20170433010061193210330100



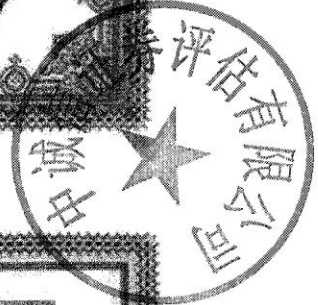
SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



郭世瑶，证件号码:330922198708021027，于2014年11月09日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.cn核对信息

20141133809089033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



郭世瑶，证件号码:330922198708021027，于2015年11月28日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.cn核对信息

201512333298325033

