

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】158号

苏州华源控股股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“华源转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，同时维持“华源转债”信用等级为 AA-。

东方金诚国际信用评估有限公司  
二〇二〇年六月十九日



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与苏州华源控股股份有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2020年6月19日



# 苏州华源控股股份有限公司 主体及“华源转债”2020年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA-/稳定	2020/6/19	AA-/稳定	高君子	罗修

## 债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
“华源转债”	AA-	AA-

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”

## 主体概况

苏州华源控股股份有限公司（以下简称“华源控股”或“公司”）主要从事金属包装产品和塑料包装制品的研发、生产及销售，实际控制人仍为李炳兴、陆杏珍、李志聪。

## 评级模型

### 1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
业务规模	总资产	25.00	12.88
	营业总收入	20.00	10.58
盈利能力和运营效率	利润总额	20.00	9.73
	净资产收益率	5.00	3.10
	应收账款周转次数	5.00	2.68
债务负担与保障程度	存货周转次数	5.00	4.72
	资产负债率	5.00	5.00
	流动比率	8.00	7.95
	EBITDA 利息倍数	7.00	4.84

### 2.基础模型参考等级

AA-

### 3.评级调整因素

无

### 4.主体信用等级

AA-

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异

## 评级观点

跟踪期内，公司仍是国内领先的金属包装生产企业之一，收购瑞杰科技后新增塑料包装制品业务，包装制品产能及产量增加，产品结构进一步完善；受合并范围扩大及下游需求增加影响，2019年公司收入和毛利润大幅增加。但公司下游客户主要集中在涂料行业且客户集中度高，经营稳定性易受涂料行业景气度的变化及下游主要客户经营稳定性的影响；公司吹塑制品产能利用率处于较低水平，拟建塑料制品项目达产后若下游需求不及预期，将面临产能释放风险；2020年一季度受疫情影响，公司金属包装制品和塑料包装制品产销量均有所下降，获利能力下降；保证人东方恒业仍未开展实际经营，综合财务实力较弱，对“华源转债”本息的到期偿付提供的连带责任保证担保增信作用仍较弱。

综合分析，东方金诚维持华源控股主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，维持“华源转债”的信用等级为AA-。

## 主要指标及依据

### 2019年收入构成



### 近年公司负债结构 (亿元、%)



### 主要数据和指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	13.54	23.11	23.64	23.54
所有者权益(亿元)	10.05	14.39	15.38	15.42
全部债务(亿元)	1.48	6.19	5.99	6.24
营业总收入(亿元)	11.49	13.84	16.66	2.35
利润总额(亿元)	1.14	0.69	0.82	0.06
经营性净现金流(亿元)	1.51	0.37	1.07	0.21
营业利润率(%)	18.87	18.14	20.08	18.51
资产负债率(%)	25.72	37.73	34.95	34.48
流动比率(%)	248.04	260.19	289.57	295.94
全部债务/EBITDA(倍)	0.97	4.74	3.35	-
EBITDA 利息倍数(倍)	71.47	7.96	4.77	-

注：表中数据来源于公司2017年~2019年的审计报告及2020年1~3月未经审计的合并财务报表

## 优势

- 跟踪期内，公司仍是国内领先的金属包装生产企业之一，公司收购瑞杰科技后新增塑料包装制品业务，包装制品产能及产量增加，产品结构进一步完善；
- 受益于销量增加及主要原材料马口铁价格下降，2019年公司金属包装制品业务获利能力有所提升；
- 受合并范围扩大及下游需求增加影响，2019年公司塑料制品业务收入和毛利润大幅增加。

## 关注

- 公司下游客户主要集中在涂料行业且客户集中度高，公司经营稳定性易受涂料行业景气度的变化及下游主要客户经营稳定性的影响；
- 公司吹塑制品产能利用率处于较低水平，拟建塑料制品项目达产后若下游需求不及预期，将面临产能释放风险；
- 2020年一季度受疫情影响，公司金属包装制品和塑料包装制品产销量均有所下降，业务获利能力下降；
- 保证人东方恒业仍未开展实际经营，综合财务实力较弱，对“华源转债”本息的到期偿付提供的连带责任保证担保增信作用仍较弱。

## 评级展望

公司评级展望为稳定。随着国内疫情逐步缓解，预计下游需求将有望恢复，有助于公司盈利能力的改善。

## 评级方法及模型

《东方金诚一般轻工制造企业信用评级方法及模型》（RTFC006201907）

## 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2019/6/25	高君子、殷海娜	《工商企业信用评级方法》 (2014年5月)	<a href="#">阅读原文</a>
AA-/稳定	AA-	2018/6/11	高君子、朱经纬	《工商企业信用评级方法》 (2014年5月)	<a href="#">阅读原文</a>

注：自2018年6月11日（首次评级）至2019年6月25日（最新评级），华源控股主体信用等级未发生变化，均为AA-/稳定

## 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方
华源转债	2019/6/25	4.00	2018/11/27 ~2024/11/27	质押担保和保证担保	东方恒业控股有限公司和自然人李志聪

注：东方恒业控股有限公司和公司第一大股东李志聪按照各自比例为“华源转债”提供担保。东方恒业和李志聪分别承担担保债务的85%和15%。东方恒业所提供的担保方式为连带责任保证担保，李志聪以其持有的华源控股股票提供质押担保。同时，李志聪将为东方恒业所承担部分提供连带责任保证反担保。此外，李志聪对“华源转债”提供全额连带责任保证担保。

## 跟踪评级原因

根据相关监管要求及 2018 年苏州华源控股股份有限公司可转换公司债券（以下简称“华源转债”或“本期债券”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于苏州华源控股股份有限公司（以下简称“华源控股”或“公司”）提供的 2019 年度审计报告、2020 年 1~3 月未经审计的合并财务报表以及相关经营数据，进行本次定期跟踪评级。

## 主体概况

华源控股主要从事金属包装产品和塑料包装制品的研发、生产及销售。截至 2020 年 3 月末，公司股本 31102.91 万股，第一大股东李志聪对其持股比例 37.02%，跟踪期内持股比例有所下降；实际控制人仍为李炳兴、陆杏珍、李志聪。

公司主营金属包装制品和塑料包装制品业务，其中金属包装产品包括化工罐、印涂铁、杂罐、金属盖和食品罐等，以化工罐为主，主要客户为阿克苏、立邦、PPG 等国际大型化工涂料企业。公司塑料包装制品主要为注塑产品和吹塑产品，合作客户主要有壳牌、美孚、康普顿和汉高等。公司为贴近客户布局，分别在苏州、广州、天津、成都、咸宁和常州等地设立了生产基地。截至 2019 年末，公司金属包装产品拥有年产 12531.03 万只化工罐、56986.40 万只食品包装等产品的生产能力，较 2018 年末有所增加。2018 年 5 月，公司收购主营塑料包装制品的常州瑞杰新材料科技有限公司（以下简称“瑞杰科技”），2019 年末公司具有 5225.00 万只注塑产品和 11724.04 万只吹塑产品的年生产能力。

截至 2020 年 3 月末，公司资产总额为 23.54 亿元，所有者权益 15.42 亿元，资产负债率 34.48%，纳入合并报表范围子公司未发生变化，仍为 13 家。2019 年和 2020 年 1~3 月，公司营业收入分别为 16.66 亿元和 2.35 亿元，利润总额分别为 0.82 亿元和 0.06 亿元。

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2018]1734号”文件核准，公司于 2018 年 11 月 27 日发行 6 年期 4 亿元的可转换公司债券，债券简称“华源转债”，票面利率第一年为 0.5%、第二年为 0.7%、第三年为 1.0%、第四年为 1.5%、第五年为 2.0%、第六年为 3.0%。“华源转债”起息日为 2018 年 11 月 27 日，到期日为 2024 年 11 月 27 日。每年付息一次，到期归还所有未转股的本金和最后一年利息。“华源转债”换股期为 2019 年 6 月 3 日至 2024 年 11 月 27 日，初始转股价格为 7.52 元/股。截至 2020 年 3 月末，累计共有 4.02 万元“华源转债”已转换为公司股票，转股数量为 5339.00 股，占“华源转债”转股前公司已发行股份总额的 0.0017%。尚未转股的“华源转债”金额为 39986.07 万元，占“华源转债”发行总量的 99.9652%。2020 年 6 月 5 日，公司调整转股价格为 7.42 元/股。

“华源转债”募集资金扣除发行相关费用后净额为 3.94 亿元，截至 2020 年 3 月末，已按照募集说明书中披露的用途使用 1.24 亿元。其中清远年产 3960 万只化工罐及印铁项目已使用募集资金 1.34 亿元，项目投资进度 38.35%，咸宁华源年产 1730 万只印铁制罐项目已使用募集资金 0.11 亿元，项目投资进度 11.07%，剩余募集资金存放于募集资金三方监管账户，部分用于购买理财产品。

公司于 2019 年 11 月 27 日按期支付了“华源转债”2018 年 11 月 27 日至 2019 年 11 月 26 日期间的利息，共计支付利息 199.95 万元。

### 增信措施

“华源转债”采用股份质押和保证担保的增信方式。东方恒业控股有限公司（以下简称“东方恒业”）和公司第一大股东李志聪按照各自比例为“华源转债”的本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的合理费用提供担保。东方恒业和李志聪分别承担担保债务的 85%和 15%。东方恒业所提供的担保方式为连带责任保证担保，李志聪以其持有的华源控股股票提供质押担保。同时，李志聪将为东方恒业所承担部分提供连带责任保证反担保。

此外，李志聪对“华源转债”本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的合理费用提供全额连带责任保证担保。

## 宏观经济和政策环境

### 一季度 GDP 同比首次出现负增长，海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3 月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速，但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下，国内经济回升势头受到较大影响，一季度 GDP 同比出现有历史记录以来的首次负增长，降至 -6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显，但欧美疫情仍处高发期，5 月之后我国出口会出现更大幅度下滑，我们估计当季 GDP 同比增速仅将回升至 3.0%左右。若全球疫情在上半年早些时候得到基本控制，下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹，全年 GDP 增速将在 3.5%左右。

### 财政政策担纲、宽信用发力，一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击，5 月两会推出一揽子宏观政策，主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债，以及继续实施降息降准和再贷款等，合计财政支持力度达到名义 GDP 的 8.6%，已接近 2008~2009 年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大，降息降准将持续推进，M2 和社融增速将显著高于上年水平（分别为 8.7%和 10.7%），我们估计年末两项指标有可能分别达到 14.0%和 15.0%左右。同时，在“房住不炒”原则下，央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

## 行业及区域经济环境

公司主营金属包装制品的生产和销售，属于金属包装行业。

随着我国国民经济持续增长和城镇化建设的加快，涂料行业规模不断扩大，化工罐需求持续增加，2020年一季度受新冠肺炎疫情影响，下游需求受到抑制，随着国内疫情逐步缓解，下游需求将有所回暖

随着我国国民经济持续增长和城镇化建设的加快，城乡居民的购买力和生活品质不断提高，带动包装产品的需求持续增加。包装行业按包装材料不同分为纸和纸板容器包装、塑料包装及容器制造、金属包装容器及材料制造、塑料加工专用设备制造、玻璃包装容器制造和软木制品及其他木制品制造七大细分子行业，其中2019年纸和纸板容器包装、塑料包装（含塑料加工专用设备制造）和金属包装容器及材料制造行业营业收入占包装行业的比例分别为28.88%、22.36%和11.64%。

金属包装是我国包装工业的重要组成部分，金属包装容器是指金属薄板制造的薄壁包装器。我国金属包装应用领域最广的是食品工业，其次是化工产品，化妆品和药品也占一定的比例。华源控股产品以化工罐和塑料制品为主，下游客户主要为涂料企业，涂料行业发展与房地产、建筑、交通运输、家电和家具等行业密切相关。根据中国涂料工业协会数据，2019年涂料行业产量2438.80万吨，同比增长2.60%。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，涂料行业需求受到抑制，但随着疫情逐步缓解，下游需求有所恢复，对化工罐和塑料包装制品的需求将有所回升。

### 跟踪期内，金属包装行业主要原材料马口铁价格中枢下移，原材料成本有所下降

金属包装制品原材料主要为镀锡钢板，俗称马口铁。马口铁由冷轧钢板通过一次冷轧或者二次冷轧后镀锡而获得，马口铁生产成本受铁矿石以及锡等原材料价格影响较大，马口铁价格波动较大且具有一定的周期性。2019年以来，钢材价格震荡下行，钢材价格中枢较2018年下移。马口铁价格下降，金属包装行业原材料成本有所下降。

图表 1：2016年1月~2020年6月冷轧板卷价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

## 我国金属包装企业数量众多，行业竞争格局较分散，未来行业并购整合有望加速，行业集中度将有所提升

我国金属包装企业数量众多，但在规模、工艺装备、产品质量、品牌形象和市场份额上真正具有竞争力的企业数量并不多。随着我国居民生活水平的不断提高，国内用户对金属包装的质量和性能的要求越来越高，未来具有较强的技术水平、研发能力、经营规模、经济实力等因素企业将更具有竞争力。

图表 2：金属包装行业竞争格局

企业名称	经营情况
华源控股、速必雅包装有限公司、深圳华特容器股份有限公司、新树金属 <sup>1</sup>	生产布局完善合理，拥有长期、稳定、优质的高端客户资源，依赖完整的业务链和技术研发不断改善质量、降低材料损耗、提高生产效率、增强产品功能性及提升市场反应能力以占领市场
奥瑞金科技股份有限公司、中粮包装控股有限公司	生产布局完善合理，拥有高端客户群，依赖强大的资金实力和管理水平占领市场，引进国外的先进设备及生产线，不断贴近客户建设生产基地
中小企业	区域性明显，集中在低价格、低品质产品的生产制造，同质化竞争激烈，主要凭借低成本参与市场竞争

资料来源：公司招股说明书，东方金诚整理

包装一体化是全球包装产业未来发展的趋势，对我国包装工业的一体化和综合服务能力提出了越来越高的要求。随着人们消费心理的绿色化，绿色包装成为重要的发展方向以及行业发展的重要主题，要求包装耗材更加环保和节约。金属包装因具备良好的可回收性、重复利用乃至可再生利用性，属于典型的绿色包装产品。另外，伴随着行业门槛的提高及下游客户需求的不断升级，金属包装优势企业在获取市场资源方面具有明显优势，部分中小包装企业不断面临被淘汰，行业内并购整合有望加速，未来行业集中度提升是大势所趋。

## 业务运营

### 经营概况

公司收入和毛利润主要来自金属包装制品，2018年收购瑞杰科技新增塑料包装制品，2019年公司收入、毛利润和毛利率均有所增加，2020年一季度疫情的负面影响使得收入及毛利润同比有所下降

公司主营金属包装制品业务和塑料包装制品业务，其中金属包装制品业务主要产品包括化工罐和食品包装。2018年5月，公司收购瑞杰科技，新增塑料制品业务，塑料制品包括注塑类包装容器、吹塑类包装容器和家具家电类产品等塑料制品。2019年，公司收入同比增长20.38%，毛利润同比增长32.06%，毛利率同比增长1.82个百分点。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司收入和毛利润分别同比下降34.54%和30.77%；受原材料价格下降影响，毛利率同比增长0.87个百分点。

<sup>1</sup> 包括上海新树金属制品有限公司、上海宝树金属制品有限公司、上海大树包装容器有限公司、天津新树金属制品有限公司等企业。



图表 3：公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）



类别	2017年		2018年		2019年		2020年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
金属包装制品	11.37	98.97	11.00	79.50	11.65	69.92	1.57	66.95
塑料包装制品	-	-	2.65	19.06	4.79	28.75	0.72	30.53
其他	0.12	1.03	0.20	1.44	0.22	1.33	0.06	2.52
<b>合计</b>	<b>11.49</b>	<b>100.00</b>	<b>13.84</b>	<b>100.00</b>	<b>16.66</b>	<b>100.00</b>	<b>2.35</b>	<b>100.00</b>
	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>
金属包装制品	2.22	19.52	2.00	18.22	2.44	20.94	0.31	20.02
塑料包装制品	-	-	0.54	20.64	0.95	19.75	0.11	15.72
其他	0.05	38.25	0.07	35.23	0.07	32.08	0.02	31.30
<b>合计</b>	<b>2.27</b>	<b>19.72</b>	<b>2.62</b>	<b>18.93</b>	<b>3.46</b>	<b>20.75</b>	<b>0.45</b>	<b>18.99</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 1.金属包装制品

公司仍是国内领先的金属包装生产企业之一，2019年公司金属包装制品产能、产量和产能利用率均有所增加，2020年一季度受新冠肺炎疫情影响产量和产能利用率同比下降

公司是国内领先的包装生产企业之一，同时具备金属包装、塑料包装产品工艺设计改造、模具开发、生产销售、设备研制改造等完整业务链条，公司可以及时、快速满足客户的需求。公司已形成完整的产品系列和齐全的产品规格。公司金属包装产品包括化工罐和金属盖、食品罐、杂罐以及印涂铁等食品包装产品，以化工罐为主，2019年化工罐收入占金属包装制品业务收入的比例为82.63%。公司拥有马口铁厚度从0.16mm到0.50mm不同规格的化工罐生产能力，产品涉及圆罐、钢提桶、方桶三大系列1000多个品种，涵盖0.25L~25L所有标准规格。

公司实施贴近客户布局的经营模式，分别在苏州、广州、天津、成都、咸宁等地设立了金属包装生产基地。受益于技改，2019年公司金属包装制品产能增加，受益于下游需求增加，金属包装制品产量和产能利用率均有所增加。2020年一季度受新冠肺炎疫情影响，下游需求下降，金属包装制品产量和产能利用率同比下降，但随着国内疫情逐步得到缓解，预计下游需求将有所回暖，有助于金属包装制品产能利用率的改善。

图表 4：2017年~2019年及2020年1~3月公司产品生产情况（单位：万只（万张）、%）

项目		2017年	2018年	2019年	2020年1~3月
化工罐	产能	11567.10	11567.10	12531.03	3132.76
	产量	10753.16	10570.69	12031.29	2354.15
	产能利用率	92.96	91.39	96.01	75.15
食品包装	产能	49608.32	49608.32	56986.40	14246.60
	产量	44010.73	43285.92	54016.49	8586.71
	产能利用率	88.72	87.26	94.79	60.27

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2020年3月末，“华源转债”募投项目清远华源年产3960万只化工罐及印铁项目和咸宁华源年产1730万只印铁制罐项目尚在建设期，预计2022年底投产，预计投产后公司化工罐和印涂铁产能将进一步扩大。

<sup>2</sup> 评级报告披露金属包装制品产销数据与公司年报披露的金属包装制品产销数据存在差异主要是年报披露的金属包装制品不含印涂铁。

受益于销量增加，公司金属包装制品业务获利能力有所提升，2020年一季度受疫情影响销量下降，但随着国内疫情逐步缓解，下游需求有所恢复，有助于获利能力的改善

公司采取以销定产的生产模式，受益于下游需求增加，2019年，化工罐和食品包装销量增加，产销率略有下降，但仍处于较好水平。受原材料马口铁价格下降影响，客户与公司谈判化工罐和食品包装产品价格有所下降，受益于销量增加公司化工罐和食品包装制品收入均有所增加。2019年公司金属包装制品收入11.65亿元，同比增长5.91%；受原材料马口铁价格下降影响，毛利润2.44亿元，同比增长22.00%。2020年一季度，受新冠肺炎疫情疫情影响，下游需求下降，公司金属包装制品销量下降，受原材料价格下降影响，客户与公司谈判产品价格下降，金属包装制品业务实现收入1.57亿元，同比下降36.95%，毛利率0.31亿元，同比下降35.42%。随着国内疫情逐步缓解，下游需求有所恢复，将有助于公司金属包装制品业务获利能力的改善。

图表 5：近年公司产品销售情况（单位：万只（万张）、元/只（张）、%、万元）

	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1~3月
化工罐	销量	10709.97	10617.57	12055.83	2333.62
	产销率	99.60	100.44	100.20	99.13
	销售均价	7.76	8.62	7.98	5.49
	销售收入	83082.18	91536.40	96264.39	12821.26
食品包装	销量	44070.25	43479.76	54059.11	9867.70
	产销率	100.14	100.45	100.08	114.92
	销售均价	0.70	0.42	0.37	0.29
	销售收入	30671.53	18472.38	20231.27	2884.89

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司与阿克苏、立邦和PPG等国际大型化工涂料企业仍保持稳定的合作关系，公司下游客户主要集中在涂料行业且客户集中度高，业务经营稳定性易受涂料行业景气度的变化及下游主要客户经营稳定性的影响

公司化工罐主要用于包装化学原料、油漆及润滑油等化工用品，主要客户为阿克苏、立邦、艾仕得<sup>3</sup>、PPG<sup>4</sup>、佐敦<sup>5</sup>、中涂化工<sup>6</sup>、叶氏化工<sup>7</sup>等国际大型化工涂料企业，合作年限均超过十年，客户质量较好且稳定。塑料制品客户主要有壳牌、美孚、康普顿、汉高、立邦等，与化工罐的客户有较多重叠和一致。由于化工涂料行业、润滑油行业高端市场集中度较高，加之公司目前产能有限，使得公司现阶段主要以国际大型企业提供服务为主，客户集中度高。鉴于下游高端市场集中度较高的行业特性，未来该等客户仍将是公司的重要客户。虽然长期稳定的合作关系使公司的销售具有稳定性和持续性，但如果这些客户的经营环境发生改变或因其它原因与本公司终止业务关系，可能会给公司的经营及财务状况带来不利影响。

公司包装制品生产基地主要是根据客户选址设立，销售区域贴近客户。公司销售货款结算

<sup>3</sup> 艾仕得涂料系统（上海）有限公司，由杜邦高性能涂料（上海）有限公司变更而来。2013年2月全球最大的私人股权投资基金之一凯雷投资集团宣布完成对杜邦公司高性能涂料业务的收购。2013年5月凯雷投资集团将杜邦高性能涂料（上海）有限公司名称变更为艾仕得涂料系统（上海）有限公司。

<sup>4</sup> 苏州PPG包装涂料有限公司、庞贝捷涂料（上海）有限公司、PPG涂料（天津）有限公司、庞贝捷涂料（芜湖）有限公司、庞贝捷漆油贸易（上海）有限公司、PPG航空材料（苏州）有限公司、佛山市百川化工有限公司的统称。

<sup>5</sup> 中远佐敦船舶涂料（青岛）有限公司、佐敦涂料（张家港）有限公司。

<sup>6</sup> 中涂化工（上海）有限公司、中涂化工（广东）有限公司的统称。

<sup>7</sup> 紫荆花制漆（成都）有限公司、洋紫荆油墨（浙江）有限公司、洋紫荆油墨（河北）有限公司的统称。

方式为银行承兑汇票和电汇，账期一般1~3个月。2019年公司前五大客户销售收入占比为54.19%，客户集中度仍较高，单一客户的变化对公司收入影响较大。2019年，奥瑞金为公司第四大客户，系因张月红女士担任奥瑞金独立董事，且张月红女士曾任公司第二届董事会独立董事，其于2018年4月离任，离任时间未满十二个月，因此2019年一季度公司与奥瑞金构成关联关系。

总体来看，2019年公司下游客户仍主要集中在涂料行业且客户集中度高，公司经营稳定性易受涂料行业景气度的变化及下游主要客户经营稳定性的影响。

**受益于主要原材料马口铁价格下降，2019年公司金属包装制品业务获利能力有所提升；公司原材料采购主要向首钢等行业龙头企业采购，供应商集中度仍较高**

公司金属包装制品生产成本主要由直接材料、直接人工和制造费用构成，2019年占比分别为79.14%、9.39%和10.88%，其中直接材料主要有马口铁、涂料、油墨等，以马口铁为主。受公司金属包装制品产量增加影响，2019年公司原材料采购量有所上升；2019年公司原材料采购价格受马口铁和涂料价格下降影响有所下降，其中油墨价格有所上升。2019年，受益于马口铁价格下降，公司金属包装制品毛利率同比上升2.72个百分点，主营业务获利能力有所提升。2020年一季度，受主要原材料马口铁价格下降影响，毛利率同比增长0.73个百分点。

图表6：近年公司金属包装制品主要原材料采购情况（单位：万千克、元/千克、万元）<sup>8</sup>

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1~3月	
马口铁	采购量	12407.36	10147.89	11642.69	1898.57
	采购均价	4.93	5.15	4.89	4.72
	采购总额	61159.99	52291.64	56950.49	8969.13
涂料	采购量	288.72	284.27	303.22	53.79
	采购均价	22.50	22.78	22.25	24.01
	采购总额	6495.57	6475.76	6745.30	1291.41
油墨	采购量	10.84	10.94	10.22	1.08
	采购均价	99.88	98.39	104.08	122.59
	采购总额	1083.19	1076.10	1063.46	132.18
主要原材料合计	采购量	12706.92	10443.11	11956.13	1953.44
	采购均价	5.41	5.73	5.42	5.32
	采购总额	68738.75	59843.50	64759.25	10392.72

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司对于马口铁等主要原材料采用集中采购模式，而对于其他低值易耗品、零部件等辅助材料则采用需求单位请购方式。公司采购规模大、需求稳定，已与供应商形成了良好的合作关系。公司与中国首钢集团等马口铁供应商签订了战略合作协议。2019年公司金属包装制品前五大供应商占比56.13%，供应商集中度仍较高。

## 2. 塑料包装制品业务

公司收购瑞杰科技，新增塑料包装制品，产品结构进一步完善，2019年产能、产量均大幅增加，但产能利用率下降，吹塑制品产能利用率处于较低水平，拟建塑料制品项目达产后若下游需求不及预期，将面临产能释放风险

<sup>8</sup> 2018年采购数据为企业调整后数据。

2018年5月，公司收购瑞杰科技，新增塑料制品业务。<sup>9</sup>公司塑料包装主要产品为注塑类包装容器、吹塑类包装容器、家具家电类产品等，注塑类包装容器包括“圆桶、直桶、椭圆桶”，拥有1L-25L的规格，能够及时满足客户的需求。公司关键生产环节技术水平国内领先，拥有多项发明专利，产品质量较好。公司在常州、天津、太仓、珠海、成都等地设立塑料包装制品的生产基地。2018年5月，公司将其纳入合并范围，受益于合并范围扩大以及天津华源瑞杰与太仓瑞杰两家子公司自2019年下半年开始陆续投产，2019年塑料包装制品产能增加。受益于合并范围扩大及下游需求增加，2019年塑料制品产量大幅增加，但产能利用率有所下降。2020年一季度受新冠肺炎疫情影响，下游需求下降，塑料包装制品产量和产能利用率同比下降，但随着国内疫情逐步缓解，预计下游需求将有所回暖，有助于塑料包装制品产能利用率的改善。

图表 7：2017 年以来公司塑料包装制品生产情况（单位：万只、%）<sup>10</sup>

项目		2018年	2019年	2020年1~3月
注塑产品	产能	3401.74	5225.00	1347.75
	产量	2732.18	4239.42	714.86
	产能利用率	80.32	81.14	53.04
吹塑产品	产能	3395.78	11724.04	3299.76
	产量	1843.87	4822.92	1478.64
	产能利用率	54.30	41.14	44.81

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司完成对瑞杰科技并购后，在原金属包装产品基础上新增塑料包装产品，进一步完善了公司的产品结构。公司拟非公开发行股票募集资金用于塑料包装产品天津生产基地项目的建设。上述项目建成并达产后，公司将形成年产900万套注塑包装产品和3000万套吹塑包装产品产能，将进一步提高公司塑料包装制品的产能，但公司吹塑产品产能利用率不高，项目达产后若下游需求不及预期，将面临产能释放风险。

**受益于合并范围扩大及下游需求增加，2019年公司塑料制品收入和毛利润大幅增加，2020年一季度受疫情影响，收入和毛利润降幅较大，随着国内疫情逐步缓解，下游涂料行业需求回暖，有助于获利能力的改善**

公司采取以销定产的生产模式，产销率整体处于较好水平。2018年5月，公司收购瑞杰科技，将其纳入合并范围，2018年合并报告期为6-12月，2019年受下游需求增加及合并报告期范围扩大，公司塑料包装制品销量增加；注塑制品价格略有上涨，吹塑制品价格略有下降，基本保持平稳。2019年，受益于销量增加，公司塑料制品业务收入4.79亿元，同比增长80.75%，毛利润0.95亿元，同比增长75.93%。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，下游涂料行业及家电行业需求均有所下降，塑料制品销量和价格均有所下降，公司塑料制品收入同比下降32.71%，毛利润同比下降31.25%。随着国内疫情逐步缓解，下游涂料行业需求有所回暖，有助于获利能力的改善。

<sup>9</sup> 公司以发行股份及支付现金相结合的方式购买瑞杰科技93.5371%的股权，交易金额为3.77亿元，截至2019年末，公司持有瑞杰科技99.93%的股权。根据公司与瑞杰科技原实际控制人王卫红、潘凯（以下简称“盈利承诺主体”）签订的《发行股份及支付现金购买资产协议》及《发行股份及支付现金购买资产之业绩补偿协议》，盈利承诺主体承诺瑞杰科技公司2017年、2018年、2019年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于2800.00万元、3400.00万元以及3900.00万元。2017年度未完成业绩承诺，2018年度完成业绩承诺，2019年度完成业绩承诺，累计承诺业绩10100.00万元，累计完成业绩10494.07万元，成业绩承诺的103.90%，累计未完成业绩承诺。

<sup>10</sup> 2018年数据为企业调整后数据，其中产量和销量数据与公司年报披露的产销数据存在差异，主要系评级报告披露产销数据含委外加工部分所致。

图表 8：2017 年以来公司塑料制品销售情况（单位：万只、元/只、万元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~3 月	
注塑产品	销量	-	3210.06	5084.22	681.88
	产销率	-	117.49	119.93	95.39
	销售均价	-	6.04	6.55	6.50
	销售收入	-	19392.93	33287.88	4433.05
吹塑产品	销量	-	1815.39	4479.83	996.04
	产销率	-	98.46	92.89	67.36
	销售均价	-	3.60	3.22	2.74
	销售收入	-	6539.18	14409.67	2727.55

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，塑料包装制品主要原材料采购价格下降，受产品价格降幅大于原材料价格降幅影响，毛利率略有下降，公司原材料采购主要向壳牌等行业龙头企业采购，供应商集中度仍较高

公司塑料制品生产成本主要由直接材料、直接人工和制造费用构成，2019 年占比分别为 78.48%、8.83%和 12.69%，其中直接材料主要有塑料颗粒等。受塑料包装制品产量增加影响，2019 年主要原材料采购量有所上升，采购价格有所下降。2019 年，受产品价格降幅大于原材料注塑 PP 和吹塑 HDPE 价格降幅影响，公司塑料包装制品毛利率同比下降 0.89 个百分点，波动不大。2020 年一季度，毛利率同比增长 0.79 个百分点。

图表 9：近年公司塑料包装制品主要原材料采购情况（单位：万千克、元/千克、万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1~3 月	
注塑 PP	采购量	927.26	1807.85	405.99
	采购均价	8.96	7.96	7.19
	采购总额	8305.73	14392.52	2919.52
吹塑 HDPE	采购量	310.24	579.72	313.39
	采购均价	9.25	7.38	6.36
	采购总额	2870.54	4277.07	1992.35
主要原材料合计	采购量	1237.50	2387.57	719.38
	采购均价	9.03	7.82	6.83
	采购总额	11176.28	18669.59	4911.87

资料来源：公司提供，东方金诚整理

塑料包装主要原材料塑料颗粒方面，供应商均为国内知名的、与瑞杰科技地理位置接近的行业龙头企业，如沙伯基础（上海）商贸有限公司、中海壳牌石油化工有限公司等。公司与供应商之间结算主要是预付款，少部分货到付款。2019 年公司前五大供应商占比 44.63%，供应商集中度仍较高。

## 公司治理与战略

跟踪期内，公司在治理结构、内部管理和发展战略方面无重大变化，实际控制人仍为李炳兴先生、陆杏珍女士及其子李志聪。

截至 2020 年 5 月 6 日，公司实际控制人李炳兴先生、陆杏珍女士及其子李志聪先生合计

持有公司股份 15860.81 万股，占公司总股本的 50.99%；合计所持公司股份累计被质押股份数额为 4763.00 万股，占合计所持股份的 30.03%，占公司总股本的 15.31%。

2020 年 4 月 26 日，公司公告，拟向苏州东联环保材料科技合伙企业（有限合伙）（以下简称“东联环保”）非公开发行股票不超过 7700.00 万股，募集资金总额不超过 4.234 万元，计划投资塑料包装产品天津生产基地项目和补充流动资金。瑞杰科技塑料包装产品的生产基地为租赁性质，不确定性较大，且生产自动化程度较低，公司通过本次非公开发行股票募投项目将消除原租赁场地的经营不确定性，降低租赁成本，提高生产自动化程度，节约运营成本。

本次非公开发行完成后，李炳兴、陆杏珍和李志聪合计持有公司 40.88% 的股份，仍为公司实际控制人，东联环保将持有公司 19.84% 的股份，本次非公开发行股票的实施不会导致公司控制权发生变化。东联环保主营业务为投资管理，截至 2020 年 4 月 26 日，未实际开展业务。东联环保执行事务合伙人为东方恒信资本控股集团有限公司（以下简称“东方恒信”），实际控制人为蒋学明先生。本次非公开发行股票方案尚需股东大会和中国证监会批准，存在一定的不确定性。

## 财务分析

### 财务概况

公司提供了 2019 年合并财务报告和 2020 年 1~3 月合并财务报表。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年合并财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。2020 年 1~3 月财务报表未经审计。

跟踪期内，公司合并范围未发生变化，截至 2019 年末，公司纳入报表合并范围的直接控股子公司仍为 13 家。

### 资产构成与资产质量

**跟踪期内，公司资产总额基本保持稳定，结构仍以流动资产为主，流动资产中存货、交易性金融资产和应收账款占比较高**

2019 年末和 2020 年 3 月末，公司资产总额分别为 23.64 亿元和 23.54 亿元，2019 年末，公司资产总额较 2018 年末增长 2.31%，主要系在建工程增加所致；其中流动资产占资产的比重为 59.54%，占比略有下降，但资产构成仍以流动资产为主。

2019 年末和 2020 年 3 月末，公司流动资产分别为 14.08 亿元和 13.83 亿元，2019 年末，公司流动资产较 2018 年末下降 1.15%，波动不大。2020 年 3 月末，公司流动资产主要由存货、交易性金融资产、应收账款、货币资金和预付款项等构成，占比分别为 26.19%、22.19%、21.47%、13.92% 和 6.46%，合计占流动资产比重为 90.24%。

2019 年末和 2020 年 3 月末，公司存货分别为 2.86 亿元和 3.62 亿元，2019 年末，公司存货较 2018 年末增长 3.47%，主要是在途物资和半成品增加所致；计提跌价准备 590.68 万元；存货周转率为 4.69 次，较 2018 年增加 0.43 次。2019 年末公司交易性金融资产 0.17 亿元，全部为新增的理财产品，2020 年 3 月末，交易性金融资产 3.07 亿元，较 2019 年末增加 2.90 亿元，主要为购买的理财产品。2019 年末和 2020 年 3 月末，公司应收账款分别为 4.23 亿元和

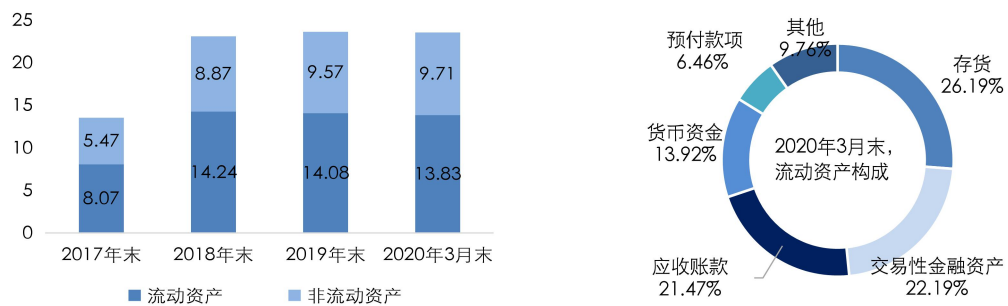
2.97 亿元，2019 年末，公司应收账款较 2018 年末增长 7.97%，主要是收入增加所致；计提坏账准备 0.19 亿元；应收账款期末余额前五名占比 52.63%，集中度较高；应收账款周转率为 4.09 次，同比下降 0.96 次。2019 年末和 2020 年 3 月末，公司货币资金分别为 4.42 亿元和 1.93 亿元，跟踪期内货币资金下降主要系募集资金投入项目建设所致。

2019 年末和 2020 年 3 月末，公司非流动资产分别为 9.57 亿元和 9.71 亿元，2019 年末，公司非流动资产较 2018 年末增长 7.85%，主要系募投项目建设在建工程增加所致。2020 年 3 月末，公司非流动资产主要由固定资产、商誉、在建工程 and 无形资产等构成，占比分别为 42.33%、19.85%、15.98%和 11.26%，合计占非流动资产比重为 89.42%。

2019 年末和 2020 年 3 月末，公司固定资产分别为 4.16 亿元和 4.11 亿元，2019 年末，公司固定资产较 2018 年末增长 1.27%，主要是购置固定资产和在建工程转固所致；跟踪期内，商誉仍为 1.93 亿元，为公司收购瑞杰科技形成；公司在建工程分别为 1.32 亿元和 1.55 亿元，2019 年末，公司在建工程较 2018 年末增长 130.79%，主要系“华源转债”募投项目建设所致；公司无形资产分别为 1.11 亿元和 1.09 亿元，2019 年末，公司无形资产较 2018 年末增长 1.55%，主要为购置的土地使用权，公司未办妥证书的土地使用权 0.11 亿元，为中鲈二期厂房因办理手续繁杂，正在办理。

截至 2019 年末公司受限资产规模为 6193.05 万元，占资产总额的比重为 2.62%，占净资产的比例为 4.03%。其中受限的应收款项融资 0.55 亿元，主要为票据池业务票据保证金。

图表 10：近三年末公司资产构成（亿元）



项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
存货	2.50	2.77	2.86	3.62
交易性金融资产	0.00	0.00	0.17	3.07
应收账款	1.57	3.92	4.23	2.97
货币资金	2.47	5.85	4.42	1.93
<b>流动资产合计</b>	<b>8.07</b>	<b>14.24</b>	<b>14.08</b>	<b>13.83</b>
固定资产	3.34	4.11	4.16	4.11
商誉	0.00	1.93	1.93	1.93
在建工程	0.32	0.57	1.32	1.55
无形资产	0.66	1.09	1.11	1.09
<b>非流动资产合计</b>	<b>5.47</b>	<b>8.87</b>	<b>9.57</b>	<b>9.71</b>
<b>资产总额</b>	<b>13.54</b>	<b>23.11</b>	<b>23.64</b>	<b>23.54</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

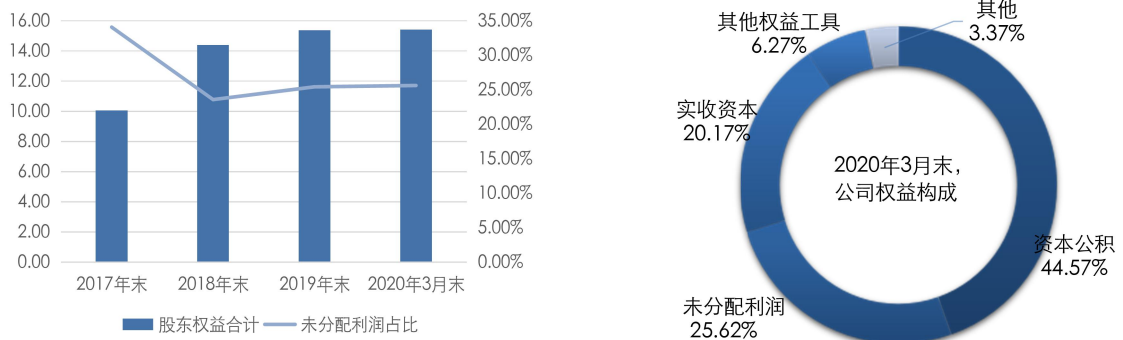
## 资本结构

跟踪期内，受益于经营积累、定向增发及“华源转债”部分转股，公司所有者权益有所增加，但未分配利润和资本公积占比仍高，对所有者权益稳定性形成一定影响

2019年末和2020年3月末，公司所有者权益分别为15.38亿元和15.42亿元，2019年末，公司所有者权益较2018年末增长6.89%，主要系其他权益工具增加及经营积累未分配利润增加所致。截至2020年3月末，公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润、实收资本和其他权益工具构成，占比分别为44.57%、25.62%、20.17%和6.27%，合计占所有者权益比重为96.63%。公司资本公积和未分配利润占比较高，若公司大规模分红，对所有者权益稳定性形成一定影响。

2019年末和2020年3月末，公司资本公积均为6.87亿元，2019年末，公司资本公积较2018年末下降11.01%，主要系回购注销限制性股票所致。2019年末和2020年3月末，公司未分配利润分别为3.91亿元和3.95亿元，2019年末，公司未分配利润较2018年末增长15.29%，主要是受益于经营积累；跟踪期内，公司实收资本均为3.11亿元，2019年末，公司实收资本较2018年末增长1.49%，主要是公司定向增加及“华源转债”转股所致；跟踪期内，公司新增0.97亿元其他权益工具，为可转换公司债券权益成分公允价值。

图表 11：公司所有者权益情况（亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 跟踪期内，公司负债结构仍以流动负债为主，债务结构略有改善

2019年末和2020年3月末，公司负债总额分别为8.26亿元和8.12亿元，2019年末，公司负债总额较2018年末下降5.25%，主要系短期借款减少所致；其中流动负债的比重58.84%，较2018年末有所下降，但公司负债构成仍以流动负债为主。

### 1. 流动负债

2019年末和2020年3月末，公司流动负债分别为4.86亿元和4.67亿元，2019年末，公司流动负债较2018年末下降11.18%，主要系募集资金置换归还到期的短期借款所致。2020年3月末，公司流动负债主要由短期借款、应付账款和应付票据等构成，占比分别为56.77%、26.41%、和11.04%，合计占流动负债比重为94.22%。

2019年末和2020年3月末，公司短期借款分别为2.60亿元和2.65亿元，2019年末，公司短期借款较2018年末下降19.26%，主要是募集资金置换归还借款所致，2019年末短期借款全部为信用借款；公司应付账款分别为1.46亿元和1.23亿元，2019年末，公司应付账款较2018



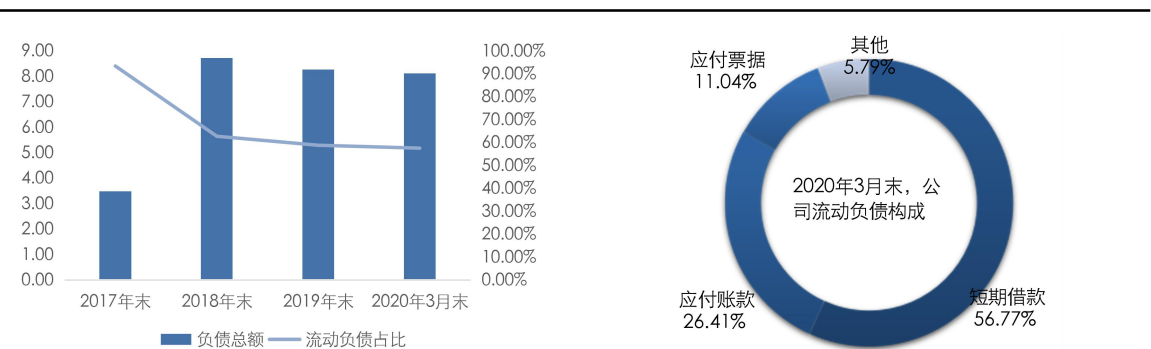
年末下降 8.85%，主要是应付材料款和应付设备款减少所致，2019 年末应付材料款 1.22 亿元。公司应付票据全部为银行承兑汇票，分别为 0.36 亿元和 0.52 亿元，2019 年末，公司应付票据较 2018 年末增长 143.55%，主要是采购额增加所致。

## 2.非流动负债

2019 年末和 2020 年 3 月末，公司非流动负债分别为 3.40 亿元和 3.44 亿元，2019 年末，公司非流动负债较 2018 年末增长 4.74%，主要系应付债券按溢折价摊销所致。2020 年 3 月末，公司非流动负债中应付债券占比 89.33%。

2019 年末和 2020 年 3 月末，公司应付债券分别为 3.02 亿元和 3.08 亿元，2019 年末，公司应付债券较 2018 年末增长 7.19%，主要是“华源转债”按溢折价摊销及计提利息所致。公司于 2018 年 11 月 27 日发行“华源转债”4.00 亿元，参照同类债券的市场利率为实际利率计算应付债券负债的现值计入应付债券，权益现值部分计入其他权益工具，2019 年末分摊后负债成分公允价值 3.02 亿元，权益成分公允价值 0.97 亿元。

图表 12：公司总负债构成情况（单位：亿元）



项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期借款	0.45	3.22	2.60	2.65
应付账款	0.96	1.60	1.46	1.23
应付票据	1.03	0.15	0.36	0.52
<b>流动负债合计</b>	<b>3.25</b>	<b>5.47</b>	<b>4.86</b>	<b>4.67</b>
应付债券	0.00	2.82	3.02	3.08
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.23</b>	<b>3.25</b>	<b>3.40</b>	<b>3.44</b>
<b>负债合计</b>	<b>3.48</b>	<b>8.72</b>	<b>8.26</b>	<b>8.12</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 3.有息债务

2019 年末和 2020 年 3 月末，公司全部债务分别为 5.99 亿元和 6.24 亿元，其中 2019 年末全部债务同比下降 3.30%，主要系“华源转债”募集资金置换归还短期借款所致，2020 年 3 月末，全部债务较 2019 年末增加系应付票据增加所致。2019 年末和 2020 年 3 月末，公司短期有息债务占比分别为 49.54%和 50.74%，长短期债务结构较为均衡；公司资产负债率分别为 34.95%和 34.48%，其中 2019 年末较上年末下降 2.78 个百分点，系募集资金置换归还短期借款同时“华源转债”部分计入其他权益工具所致；全部债务资本化比率分别为 28.02%和 28.82%，其中 2019 年末同比下降 2.07 个百分点。

从债务期限结构来看,以 2020 年 3 月末公司全部债务为基础,公司的短期有息债务于 2020 年到期 2.97 亿元, 2021 年到期 0.20 亿元, 长期有息债务全部为“华源转债”, 公司于 2018 年 11 月 27 日发行 6 年期的 4.00 亿元的“华源转债”, 期限为发行之日起 6 年, 在发行后满 6 个月即可转换成公司 A 股股票, 2019 年 6 月 3 日已进入转股期, 截至 2020 年 3 月末, 累计 4.02 万元“华源转债”已转换为公司股票。未来若“华源转债”持有人全部选择转股, 则“华源转债”将全部转换成公司股本, 公司仅需负担转股前利息。若剩余债券持有人持有到期不转股, 则公司将在 2024 年兑付“华源转债”。

对外担保方面, 截至 2020 年 3 月末, 公司无对外担保。

### 盈利能力

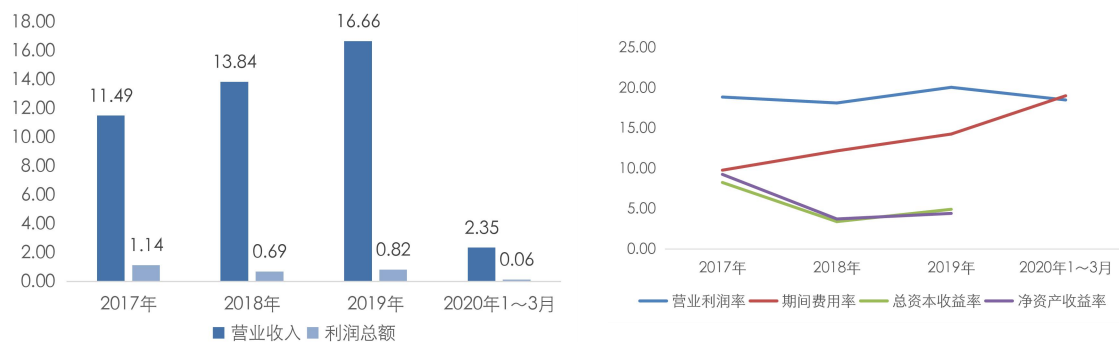
受益于合并期间扩大及下游需求增加, 2019 年公司收入和利润增加, 2020 年一季度受疫情影响盈利能力短期承压, 国内疫情逐步缓解将有助于其未来盈利能力的改善

受合并期间扩大及下游需求增加, 2019 年公司营业收入为 16.66 亿元, 同比增加 20.41%; 受益于原材料价格下降, 营业利润率同比增加 1.94 个百分点; 公司总资本收益率为 4.94%, 同比增加 1.53 个百分点; 净资产收益率为 4.44%, 同比增加 0.69 个百分点。2019 年, 公司期间费用占营业收入比重同比增加 2.09 个百分点; 利润总额同比增加 19.76%。

2019 年, 公司投资收益为 0.12 亿元, 同比增加 0.13 亿元, 主要为“华源转债”募集资金购买理财产品取得收益; 同期, 营业外收入为 0.064 亿元, 同比增加 0.615 亿元, 主要为公司收到供应商的赔偿。

2020 年 1~3 月, 公司营业收入为 2.35 亿元, 营业利润率 18.51%, 利润总额为 0.06 亿元, 受新冠肺炎疫情影响, 下游需求疲软, 销量下降, 收入和利润总额同比均有所下降。随着国内疫情逐步缓解, 国内需求将有望回暖, 有助于公司盈利能力的改善。

图 13: 公司收入和盈利情况 (亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

### 现金流

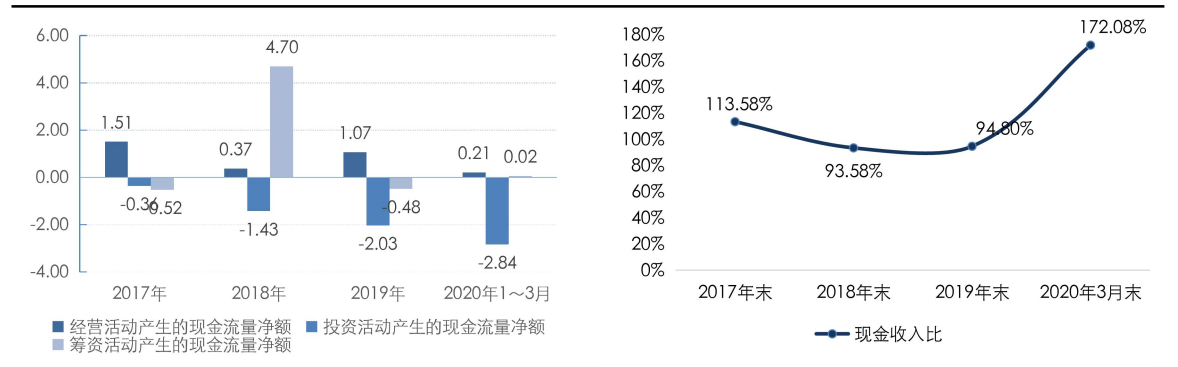
受益于经营性应收减少应付增加, 公司经营活动净现金流有所增加, “华源转债”募投项目启动投资活动现金流净流出规模增加, 筹资性净现金流下降

2019 年, 公司经营活动产生的现金流量净额为 1.07 亿元, 同比增加 187.95%, 主要系经营性应收减少, 应付增加所致; 公司投资活动产生的现金流量净额为-2.03 亿元, 净流出规模进

进一步扩大，主要系“华源转债”募投项目投入增加所致；公司筹资活动产生的现金流量净额为-0.48亿元，转为净流出主要系2018年“华源转债”发行募集资金到账，2019年筹资活动先进流入规模减少所致。

2020年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为0.21亿元、-2.84亿元和0.02亿元。受新冠肺炎疫情影响，产品下游需求受到抑制，经营性净现金流同比有所下降，但现金收入比大幅增至172.08%。

图表 14：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 偿债能力

跟踪期内，公司资产流动性进一步向好，2019年末，公司流动比率和速动比率、经营现金流流动负债比均进一步增加。

2019年公司EBITDA为1.79亿元，同比增加36.64%，受利息费用增加影响，EBITDA利息倍数同比下降，但EBITDA对利息支出的覆盖程度仍较高，EBITDA对全部债务的保障程度较好。

图表 15：2017年~2019年及2020年3月公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
流动比率	248.04	260.19	289.57	295.94
速动比率	171.08	209.63	230.68	218.42
经营现金流流动负债比	46.40	6.80	22.04	-
EBITDA 利息倍数	71.47	7.96	4.77	-
全部债务/EBITDA	0.97	4.74	3.35	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 过往债务履约情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信管理中心出具的《企业信用报告》，截至2020年3月18日，公司本部信贷不存在不良信用记录。公司于2019年11月27日支付了“华源转债”2018年11月27日至2019年11月26日期间的利息，共计支付利息199.95万元。截至本报告出具日，“华源转债”尚未到期。

## 增信措施

## 质押担保

自然人李志聪与广发证券股份有限公司签订了《苏州华源控股股份有限公司公开发行A股可转换公司债券之股份质押合同》（以下简称“质押合同”），自然人李志聪以其持有的部分华源控股人民币普通股为“华源转债”金额的15%部分提供质押担保，担保范围包括该部分本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用。

李志聪保证在《苏州华源控股股份有限公司公开发行A股可转换公司债券之股份质押合同》签署后，不再在质押股权上设置其他质押权、优先权或者其他第三方权利，未经质权人代理人书面同意，不得采取转让该质押股权或作出其他损害质权人权利的行为。

在质权存续期内，如在连续三十个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于“华源转债”尚未偿还本息总额的19.5%（即尚未偿还本息总额15%部分的130%），质权人代理人有权要求出质人在三十个工作日内追加担保物，以使质押资产的价值与“华源转债”未偿还本息总额的比率高于22.5%（即尚未偿还本息总额15%部分的150%）；若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续三十个交易日超过“华源转债”尚未偿还本息总额的30%（即尚未偿还本息总额15%部分的200%），出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于“华源转债”尚未偿还本息总额的22.5%（即尚未偿还本息总额15%部分的150%）。

自然人李志聪以其持有华源控股股票为“华源转债”本息总额15%的部分提供质押担保，跟踪期内仍具有一定的增信作用。

## 保证担保

公司与东方恒业签订了《担保协议书》（以下简称“担保协议书”）和《东方恒业控股有限公司关于苏州华源控股股份有限公司公开发行A股可转换公司债券之连带保证声明》（以下简称“连带保证声明”），根据担保协议书，东方恒业为“华源转债”85%的额度的偿付提供连带责任保证担保。担保范围为“华源转债”85%额度所产生的全部债务。

### 1.担保主体东方恒业概况

东方恒业成立于2003年3月，是由信通网络运营通讯有限公司、蒋学明、谢莺霞、陆冠和周河共同出资组建的有限公司，注册资本5.00亿元。信通网络运营通讯有限公司、蒋学明、谢莺霞、陆冠和周河对其持股比例分别为56.00%、35.00%、3.00%、2.00%和4.00%。2016年6月，信通网络运营通讯有限公司和蒋学明将其持有东方恒业的全部股权转让给苏州东方九久实业有限公司（以下简称“九久实业”），谢莺霞、陆冠和周河将其持有东方恒业的全部股权转让给苏州东控投资管理有限公司（以下简称“东控投资”）。股权转让完成后，公司股东变更为九久实业和东控投资，对其持股比例分别为91.00%和9.00%。截至2020年3月末，九久实业对东方恒业持股比例91.00%，为东方恒业的控股股东，蒋学明为九久实业的控股股东亦为东方恒业实际控制人。

东方恒业主要经营范围是企业管理咨询、企业形象策划、资产经营、实业投资和通讯基础设施租赁。根据东方恒业经审计的本部报表，根据东方恒业经审计的本部财务报表，截至2019

年末，东方恒业（本部）资产总额6.13亿元，所有者权益5.02亿元，资产负债率18.11%；2019年，东方恒业对外担保收入减少，实现营业收入151.61万元，同比下降87.72%；利润总额-174.56万元，同比下降126.39%。2020年一季度，公司未产生营业收入，利润总额为亏损70.13万元。

## 2.担保能力

东方恒业主要经营范围是企业管理咨询、企业形象策划、资产经营、实业投资和通讯基础设施租赁。东方金诚认为，跟踪期内，公司仍未开展实际经营，2019年营业收入来源于咨询服务，对外担保收入减少，营业收入和毛利润大幅减少，公司由盈转亏；跟踪期内，东方恒业资产仍以变现能力较弱的光缆设备为主，资产流动性较差，其他应收款增加，对资金形成占用；负债规模有所增加，负债仍主要由其他应付款构成的流动负债，虽无有息负债，但对外担保比例较高，如果被担保企业经营出现问题，公司将面临代偿风险。

综合分析，东方恒业综合财务实力仍较弱，其作为“华源转债”的担保人，担保能力较弱，对“华源转债”本息的到期偿付增信作用仍较弱。

## 3.自然人保证担保

公司与自然人李志聪签订了《李志聪关于苏州华源控股股份有限公司公开发行A股可转换公司债券之反担保连带保证声明》，自然人李志聪为东方恒业提供全额、无条件、不可撤销的连带责任反担保保证担保（以下简称“本反担保”）。本反担保范围为《担保协议书》及《连带保证声明》项下华源控股应当承担的全部债务。此外，公司与李志聪签订了《李志聪关于苏州华源控股股份有限公司公开发行A股可转换公司债券之连带保证声明》（以下简称“保证声明”）。根据保证声明，李志聪对“华源转债”本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的合理费用提供全额连带责任保证担保。自然人李志聪具备一定的财务实力，为“华源转债”本息到期偿付提供全额连带责任保证担保，仍具有一定的增信作用。

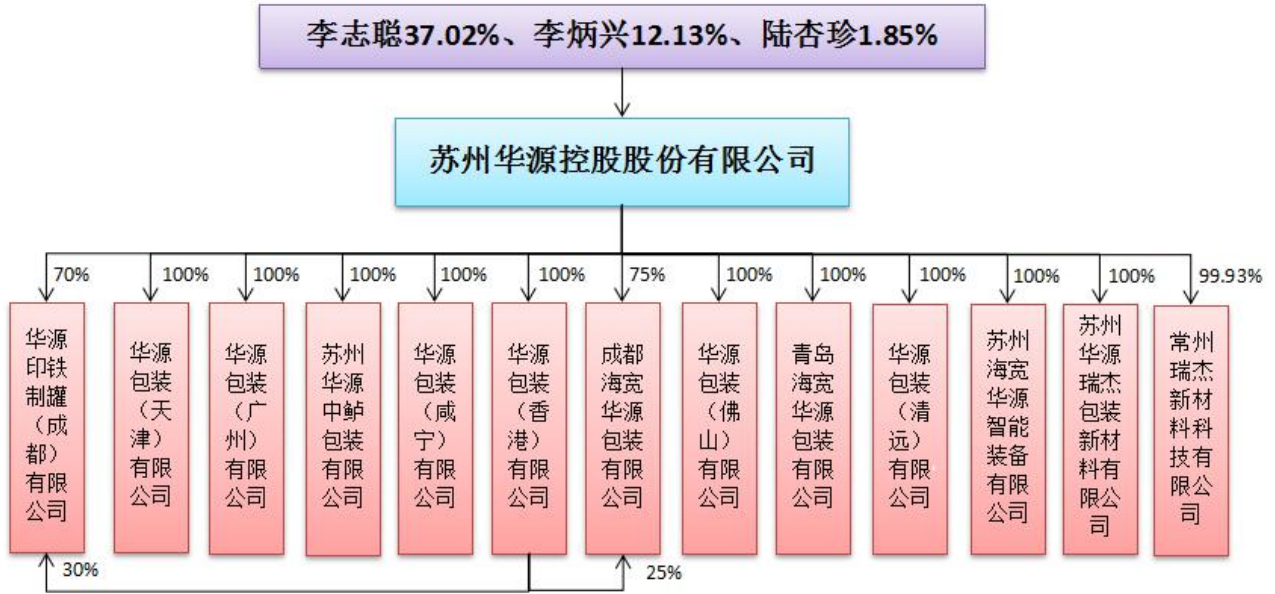
## 抗风险能力及结论

跟踪期内，公司仍是国内领先的金属包装生产企业之一，收购瑞杰科技后新增塑料包装制品业务，包装制品产能及产量增加，产品结构进一步完善；受益于销量增加及主要原材料马口铁价格下降，2019年公司金属包装制品业务获利能力有所提升；受益于合并范围扩大及下游需求增加，2019年公司塑料制品业务收入和毛利润大幅增加。

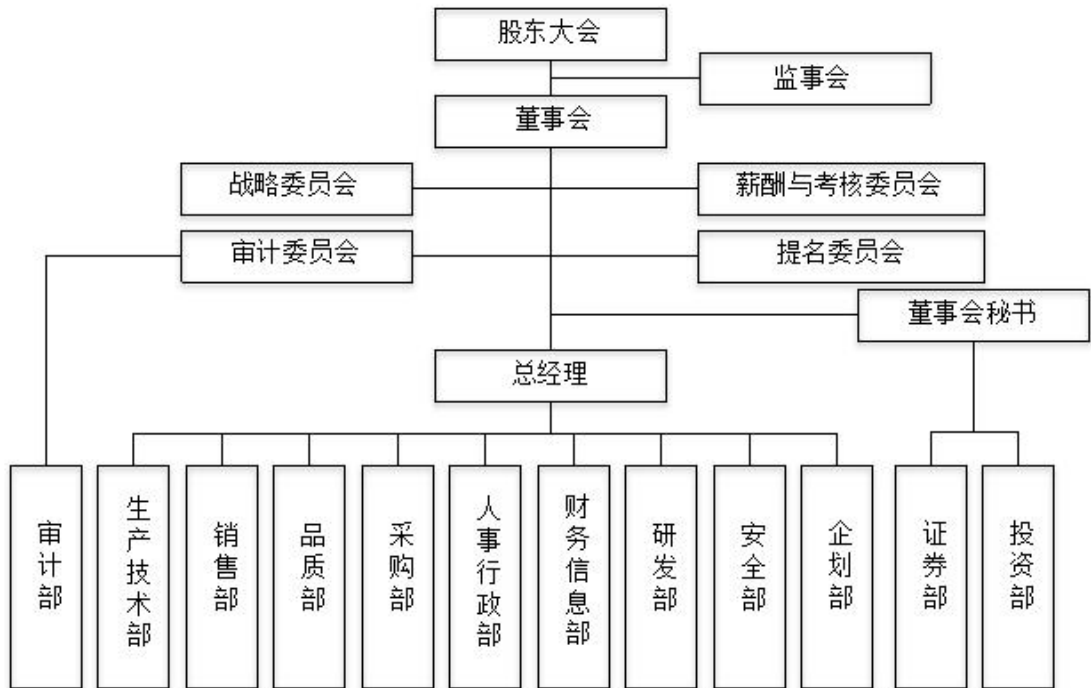
同时，东方金诚也关注到，公司下游客户主要集中在涂料行业且客户集中度高，公司经营稳定性易受涂料行业景气度的变化及下游主要客户经营稳定性的影响；公司吹塑制品产能利用率处于较低水平，拟建塑料制品项目达产后若下游需求不及预期，将面临产能释放风险；2020年一季度受疫情影响，公司金属包装制品和塑料包装制品产销量均有所下降，获利能力下降；保证人东方恒业仍未开展实际经营，综合财务实力较弱，对“华源转债”本息的到期偿付提供的连带责任保证担保增信作用仍较弱。

综合考虑，东方金诚评定华源控股主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，并评定“华源转债”的信用等级为AA-。

附件一：截至2020年3月末公司股权结构图



附件二：截至 2020 年 3 月末公司组织结构图



### 附件三：华源控股主要财务数据及指标

项目名称	2017年	2018年	2019年	2020年3月
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额（亿元）	13.54	23.11	23.64	23.54
所有者权益（亿元）	10.05	14.39	15.38	15.42
负债总额（亿元）	3.48	8.72	8.26	8.12
短期债务（亿元）	1.48	3.37	2.97	3.17
长期债务（亿元）	0.00	2.82	3.02	3.08
全部债务（亿元）	1.48	6.19	5.99	6.24
营业收入（亿元）	11.49	13.84	16.66	2.35
利润总额（亿元）	1.14	0.69	0.82	0.06
净利润（亿元）	0.93	0.54	0.68	0.04
EBITDA（亿元）	1.53	1.31	1.79	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.51	0.37	1.07	0.21
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-0.36	-1.43	-2.03	-2.84
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	-0.52	4.70	-0.48	0.02
毛利率（%）	19.72	18.93	20.75	18.99
营业利润率（%）	18.87	18.14	20.08	18.51
销售净利率（%）	8.12	3.90	4.10	1.69
总资本收益率（%）	8.27	3.42	4.94	-
净资产收益率（%）	9.28	3.75	4.44	-
总资产收益率（%）	6.89	2.33	2.89	-
资产负债率（%）	25.72	37.73	34.95	34.48
长期债务资本化比率（%）	0.00	16.38	16.42	16.63
全部债务资本化比率（%）	12.83	30.09	28.02	28.82
货币资金/短期债务（%）	166.65	173.36	149.00	60.78
非筹资性现金净流量债务比率（%）	77.88	-17.04	-16.02	-
流动比率（%）	248.04	260.19	289.57	295.94
速动比率（%）	171.08	209.63	230.68	218.42
经营现金流动负债比（%）	46.40	6.80	22.04	-
EBITDA 利息倍数（倍）	71.47	7.96	4.77	-
全部债务/EBITDA（倍）	0.97	4.74	3.35	-
应收账款周转率（次）	-	5.05	4.09	-
销售债权周转率（次）	-	4.00	3.67	-
存货周转率（次）	-	4.26	4.69	-
总资产周转率（次）	-	0.76	0.71	-
现金收入比（%）	113.58	93.58	94.80	172.08



附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销  
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“2018年苏州华源控股股份有限公司可转换公司债券”的存续期内密切关注苏州华源控股股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在苏州华源控股股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向苏州华源控股股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，苏州华源控股股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如苏州华源控股股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司

2020年6月19日

## 权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。