

厦门合兴包装印刷股份有限公司公开发行可转换 公司债券跟踪评级报告（2020）

项目负责人：向 岚 lxiang@ccxi.com.cn

项目组成员：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年6月24日

声 明

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

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

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

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因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.ccxi.com.cn）公开披露。

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

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

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1484 号

厦门合兴包装印刷股份有限公司：

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

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“合兴转债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持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”）的主体信用等级为**AA**，评级展望为**稳定**；维持“合兴转债”的信用等级为**AA**。中诚信国际肯定了公司领先的行业地位、产能规模持续扩张、客户资源优质以及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到新冠肺炎疫情、原料价格波动风险、应收账款规模大并对公司资金造成一定占用等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

合兴包装（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	64.62	70.14	65.12	63.04
所有者权益合计（亿元）	27.70	30.24	32.92	33.10
总负债（亿元）	36.92	39.90	32.20	29.93
总债务（亿元）	16.80	25.04	18.30	18.55
营业总收入（亿元）	87.48	121.66	110.97	19.31
净利润（亿元）	1.90	2.85	2.90	0.40
EBIT（亿元）	3.82	4.78	4.48	--
EBITDA（亿元）	5.54	6.75	6.47	--
经营活动净现金流（亿元）	-2.29	5.58	3.91	2.13
营业毛利率(%)	14.34	12.54	13.03	11.92
总资产收益率(%)	6.42	7.10	6.62	--
资产负债率(%)	57.13	56.89	49.45	47.48
总资本化比率(%)	37.76	45.29	35.73	35.91
总债务/EBITDA(X)	3.03	3.71	2.83	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.64	5.55	7.26	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理

正面

- **行业地位领先，产能规模持续扩张。**公司是我国瓦楞包装行业的龙头企业，目前在全国有近 50 家生产基地，近年来公司产能持续扩张，截至 2019 年末瓦楞纸板年产能合计 32.42 亿平方米，瓦楞纸箱年产能合计 22.24 亿平方米，规模优势较为显著。
- **客户资源优质。**截至目前，公司已与海尔、美的、格力、海信、宝洁在内的知名客户开展长期合作，下游客户涉及行业广泛且质量较高。
- **融资渠道畅通。**公司融资渠道多元化，公司作为中小板上市公司，资本市场直接融资渠道畅通，此外，截至 2020 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 39.08 亿元，其中未使用额度 26.74 亿元，较为稳定的银企关系为公司经营性资金需求和债务本息支付提供一定保障。

同行业比较

2019 年部分包装企业主要指标对比表

公司名称	包装类型	产能 (万吨)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
裕同科技	精品盒	--	125.75	47.09	98.45	10.68
合兴包装	瓦楞纸包装	瓦楞纸板：32.42 亿平方米 瓦楞纸箱：22.24 亿平方米	65.12	49.45	110.97	2.90

注：“裕同科技”为“深圳市裕同包装科技股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
合兴转债	AA	AA	5.96	5.96	2019/8/16~2025/8/16

关注

- **新冠肺炎疫情或对瓦楞包装市场需求产生负面影响。**食品饮料、家电电子、日用品及服装鞋帽等行业及海外出口受疫情影响较大，包装用纸需求或有所萎缩，特别是 2020 年 3 月全球疫情爆发，海外纸品需求受抑制，价格下行压力大，相关企业经营压力将进一步加大。
- **原材料价格波动风险。**公司原材料成本占生产成本约 65%，其中 90% 为瓦楞纸和箱板纸采购成本，而原纸价格易受市场供求关系及运输等多重因素影响，原纸价格波动将对公司经营及盈利造成一定影响。
- **应收账款规模大，对资金造成一定占用。**跟踪期内，公司应收款虽有所下降，但仍处于高水平，截至 2020 年 3 月末，公司应收账款及应收款项融资合计 22.28 亿元，占公司总资产的比重为 35.34%，对公司资金造成一定占用。

评级展望

中诚信国际认为，厦门合兴包装印刷股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**资本实力显著增强，盈利能力大幅上升且具有持续性。
- **可能触发评级下调因素。**盈利能力大幅下滑；债务水平大幅攀升，流动性压力加大。

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

表 1: 截至 2020 年 3 月末公司募集资金使用情况 (亿元)

债项简称	募集用途	募集资金	已使用资金	募集用途是否变更
合兴转债	环保包装工业4.0智能工厂建设项目	3.35	1.16	否
	青岛合兴包装有限公司纸箱生产建设项目	2.61	0.32	否
	合计	5.96	1.48	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部

因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫

情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

包装行业持续进行去产能，随着中小规模企业产能出清，行业集中度有望逐步提高

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。中国包装联合会数据显示，2019 年，纸和纸板容器制造业规模以上企业实现主营业务收入 2,897.17 亿元，同比下降 3.15%，为行业六年来规模以上企业主营业务收入首次出现下降。

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，行业集中度较低。近年来，中国环保政策趋严，中小产能逐渐出清，根据中国包装联合会数据统计，2019 年中国瓦楞纸箱行业产量合计 3,421.05 万吨，同比下降 2.22%，行业集中度有望持续提高。

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。根据《中国造纸协会 2019 年度报告》，2019 年我国瓦楞原纸生产量达 2,220 万吨，较上年

增长 5.46%；消费量达 2,374 万吨，较上年增长 7.28%。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，2019 年，箱板纸生产量达 2,190 万吨，同比增长 2.10%；消费量为 2,403 万吨，同比增长 2.47%，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。近年来，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。

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，2019 年，中国快递业务量 630 亿件，业务收入 7,450 亿元，分别同比增长 24% 和 23%，快递产生的瓦楞纸箱需求随之增长。

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。

中诚信国际关注到，受新冠肺炎疫情疫情影响，2020 年一季度，造纸行业原材料紧缺、物流不畅、行业复工率低等现象突出，行业供给有所缩减，而随着下游包装、印刷等企业的陆续复工复产，纸品行业供需结构不平衡导致纸价上涨。同时值得注意

的是，食品饮料、家电电子、日用品及服装鞋帽等行业及海外出口受疫情影响较大，包装用纸需求或有所萎缩，特别是2020年3月全球疫情爆发，海外纸品需求受抑制，价格下行压力大，相关企业经营压力将进一步加大。

2019年受益于产能释放和下游需求增加，公司产销量均保持增长态势，受原材料价格维持低位影响，公司销售价格有所降低；2020年一季度，受疫情影响，公司产销量大幅下滑

截至2020年3月末，公司在全国拥有近50家瓦楞纸包装生产基地，同时，公司通过收购在东南

表2：近年来公司瓦楞纸板及瓦楞纸箱产能及产销情况（万立方米/年、万立方米、%）

年度	主要产品	产能	产量	其中：再加工	产能利用率	销量	产销率
2017	瓦楞纸板	252,455.64	200,228.38	149,282.67	79.31	50,366.80	99.71
	瓦楞纸箱	198,782.07	147,554.76	--	74.23	141,745.11	96.06
2018	瓦楞纸板	282,456.00	223,242.00	152,728.00	79.04	68,462.26	99.08
	瓦楞纸箱	217,167.00	148,286.00	--	68.28	145,920.16	98.40
2019	瓦楞纸板	324,200.00	233,600.49	162,198.14	72.05	70,002.31	99.40
	瓦楞纸箱	222,450.00	159,017.78	--	71.48	148,217.57	93.21
2020.1~3	瓦楞纸板	89,990.00	36,173.07	23,608.96	40.20	12,317.76	99.32
	瓦楞纸箱	58,362.50	23,146.04	--	39.66	20,117.37	86.91

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从公司产品的销售价格和利润水平来看，2019年瓦楞纸价格维持低位，为保持市场竞争优势，公司下调纸板和纸箱销售价格；受原纸价格波动影响，纸箱盈利水平有所提升，纸板盈利水平有所收窄。2020年一季度，瓦楞纸和箱板纸价格上浮，受成本推动影响，公司产品销售价格有所回升。

表3：近年来公司纸箱和纸板销售价格情况（元/立方米）

产品名称	2017	2018	2019	2020.1~3
纸箱	4.00	4.44	3.89	4.37
纸板	2.81	2.58	2.21	2.44

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表4：近年来公司纸箱和纸板毛利率情况（%）

产品名称	2017	2018	2019	2020.1~3
纸箱	14.05	13.67	14.62	12.14
纸板	8.64	5.25	4.58	7.81

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

亚拥有4家生产基地。产能方面，2019年受益于公司新增6条生产线，产能规模同比扩张约9%，凭借日益扩张的产能规模优势，公司行业地位较为稳固。

受益于中小产能出清，公司瓦楞纸板和瓦楞纸箱产销量小幅增长，但受市场需求较弱影响，瓦楞纸箱产销率有所下滑。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司延迟复工、物流运输不畅且下游需求骤减，公司瓦楞纸箱和瓦楞纸板的产销量和产能利用率均大幅下滑，中诚信国际将对此保持关注。

公司已与海尔、美的、格力、海信、宝洁等在内的知名客户开展长期合作，下游客户涉及行业广泛且质量较高。2019年，公司销售方式仍以直销为主，公司下游客户保持稳定，涉及家电、IT、食品、医药、快消、服装、家居等多个行业，2019年，受益于公司客户群体的增加，客户集中度较2018年小幅下降1.65%。

表5：2019年公司前五大销售客户情况（万元、%）

客户	产品种类	销售金额	占比
第一名	纸箱	44,619.19	4.02
第二名	纸箱	40,149.96	3.62
第三名	纸箱	34,571.56	3.12
第四名	纸箱	23,654.82	2.13
第五名	纸箱	23,127.43	2.08
合计	--	166,122.96	14.97

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，公司与客户的结算账期一般为3个月，结算账期较长，公司应收账款规模较高。

2019年公司原纸采购价格呈下降态势，采购成本压力有所减弱

公司生产成本主要包括原材料、人工成本和其他制造费用，其中，原材料采购金额占生产成本约

65%。公司本部设立采购中心统一与供应商议价，原材料采购产品主要包括瓦楞纸和箱板纸，原纸的采购金额占原材料采购成本超过90%。2019年瓦楞纸和箱板纸价格较2018年明显下降，公司原纸采购压力大幅下降，为降低整体采购成本，2019年原纸采购量有所增长。2020年一季度，瓦楞纸和箱板纸价格有所回升，受业务规模因疫情萎缩且前期备货充足影响，公司原材料采购量大幅下滑。

表 6: 近年来公司主要采购产品情况 (万吨、元/吨)

原材料	2017		2018		2019		2020.1~3	
	采购量	采购金额	采购量	采购金额	采购量	采购金额	采购量	采购金额
瓦楞纸	62.48	21.17	76.20	27.87	84.57	25.39	14.09	4.57
箱板纸	62.85	24.41	76.78	32.10	87.19	30.55	13.16	4.78
其他原纸	12.26	5.02	10.07	4.64	11.18	4.68	1.97	0.84

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019年，公司向前五大供应商采购金额占总生产成本的比例较2018年小幅上升3.91个百分点，公司采购商集中度有所提高。

表 7: 2019年公司前五大采购商情况 (万元、%)

供应商	商品种类	采购金额	占比
第一名	原纸	121,045.44	10.72
第二名	原纸	76,303.98	6.76
第三名	原纸	64,206.16	5.69
第四名	原纸	47,684.19	4.22
第五名	纸箱	44,507.88	3.94
合计	--	353,747.65	31.33

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司 PSCP 和 IPS 项目持续推进，在建项目投资规模较大，面临一定投资压力

跟踪期内，公司“联合包装网”网络系统2.0上线，依托于“包装产业供应链云平台（PSCP）”项目，截至2019年末，供应链线下平台合作客户已达1,716家；2019年，PSCP实现交易额34.03亿元，同比增长19.82%。

智能包装集成服务建设（IPS）项目方面，2019年，公司与深圳景田食品饮料有限公司（以下简称“景田”）签署《合作协议》，公司向景田提供自动

化包装流水线27条，合作期限为2019年7月19日至2024年7月10日，合作期内，公司在满足景田包装材料的要求前提下，每年景田向公司的采购总份额不低于50%，5年累计采购总额不低于10.85亿元。

近年来，公司致力开发绿色包装，打造可持续发展之路，完善产业链布局。中诚信国际关注到，截至2020年3月末，公司在建项目主要为生产基地建设，尚需投资13.41亿元，公司面临一定投资压力。未来随着在建拟建项目的完工投产，公司纸板及纸箱产能和产量有望进一步扩大。

表 8: 截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况 (万元)

项目名称	计划投资额	已投资
供应链服务平台	36,273.00	4,741.82
合兴包装卫辉年产4,000万m ² 环保预印包装箱项目	11,995.08	3,736.94
青岛合兴包装有限公司纸箱生产建设项目	29,802.00	5,551.63
湖北环保包装工业4.0智能工厂建设项目	34,444.65	11,753.89
合兴包装重庆智能环保包装生产基地项目	50,000.00	2,592.18
合计	162,514.73	28,376.46

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于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 2017~2019 年度财务报表和公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司各期财务报表均依据新会计准则编制，财务数据均采用报表期末数字。

2019 年受原纸价格波动影响，公司毛利率有所提升；但受产品价格下降影响，公司收入规模和经营性业务利润水平均有所下滑；2020 年一季度公司业务受疫情影响大幅下滑

2019 年，受产品销售价格下降影响，公司销售收入有所下滑，同期，受益于瓦楞纸和箱板纸价格的回落，瓦楞纸箱毛利率有所提升，带动综合毛利率小幅上升。2019 年受益于公司推广 PSCP 平台，供应链服务收入呈增长态势。

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司销售收入同比下降 30%，毛利率有所下滑。中诚信国际将对新冠肺炎疫情对公司的生产经营及原料价格波动产生的影响保持关注。

表 9：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

业务板块	2017		2018		2019		2020.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
瓦楞纸箱	61.49	14.05	75.23	13.67	68.77	14.62	11.40	12.14
瓦楞纸板	18.07	8.64	25.01	5.25	21.73	4.58	4.04	7.81
缓冲包材	1.98	9.06	3.62	8.01	2.50	11.22	0.41	10.10
原材料	--	--	--	--	14.43	1.15	2.87	1.08
其它	5.95	36.38	17.79	18.92	3.53	83.80	0.60	88.63
营业总收入/综合毛利率	87.48	14.34	121.66	12.54	110.97	13.03	19.31	11.92

行业板块	2017		2018		2019		2020.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
包装制造行业	51.87	16.22	93.27	15.00	76.93	16.75	12.44	15.94
供应链服务	11.36	2.80	28.40	4.48	34.03	4.62	6.87	4.64
营业总收入/综合毛利率	87.48	14.34	121.66	12.54	110.97	13.03	19.31	11.92

注：2019 年公司将原计入其他收入的原材料收入单独列示

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，受职工薪酬增加影响，2019 年公司管理费用有所增加，跟踪期内，公司进一步加大了研发投入，同时收入规模下降，受上述因素影响，期间费用率有所上升。2019 年，公司出售湖北合一包装印刷有限公司，并确认投资收益 0.31 亿元。

公司的利润主要来自经营性业务利润，2019 年以来，受收入下降和费用增加影响，公司经营性业务利润、EBIT 和 EBITDA 有所下降，总资产收益率呈下滑态势，受益于资产减值损失下降以及投资收益增加，利润总额和净利润较 2018 年小幅上升。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
--	------	------	------	----------

期间费用合计	9.41	10.68	11.06	2.08
期间费用率(%)	10.76	8.78	9.97	10.75
经营性业务利润	2.87	4.27	3.37	0.30
资产减值损失	0.31	0.75	0.04	-0.01
投资收益	0.04	0.06	0.32	0.00
利润总额	2.62	3.56	3.59	0.44
EBIT	3.82	4.78	4.48	--
EBITDA	5.54	6.75	6.47	--
EBITDA 利润率(%)	6.33	5.55	5.83	--
总资产收益率(%)	6.42	7.10	6.62	--

注：表中资产减值损失包括信用减值损失

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，受公司偿还短期债务影响，货币资金、债务规模和财务杠杆水平均有所下降，同时债务结构有所优化

2019 年以来，受公司偿还债务影响，货币资金、

流动资产及总资产规模均较期初有所减少。但公司应收账款仍处于较高水平，对公司营业资金形成一定占用。非流动资产方面，2019年，公司出售联营公司湖北合一包装印刷有限公司股权，公司长期股权投资减少。2020年一季度，公司加快回款进度，应收账款有所减少。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1-3
货币资金	6.06	7.98	5.12	7.13
应收账款	22.84	26.81	25.70	22.28
存货	12.21	11.96	10.82	9.74
流动资产合计	43.19	48.36	43.32	41.02
长期股权投资	0.49	0.50	0.03	0.03
固定资产	13.25	12.97	12.43	12.31
在建工程	0.45	0.58	0.87	0.96
无形资产	5.19	5.19	5.43	5.64
非流动资产合计	21.43	21.78	21.80	22.01
资产合计	64.62	70.14	65.12	63.04

注：表中应收账款包含应收款项融资金额。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年末，公司偿还短期借款，并将票据贴现，公司总债务和总负债均有所下降，财务杠杆水平亦明显下降。受当期公司发行“合兴转债”影响，长期债务占比升高，公司债务结构有所优化，但短期债务占比仍旧偏高。此外，2019年以来，公司加快与供应商的结款，经营性负债有所下降。

所有者权益方面，截至2019年末，受益于利润累积和“合兴转债”的发行，公司所有者权益有所增长。2019年，公司现金分红1.17亿元，占当期归属于上市公司普通股股东净利润的比重为43.84%。

表 12：近年来公司主要负债和权益情况（亿元、%）

指标	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	16.80	22.59	13.23	13.41
长期债务	0	2.45	5.07	5.14
长短期债务比（X）	--	9.22	2.61	2.61
总债务	16.80	25.04	18.30	18.55
应付账款	11.95	11.87	10.77	8.67
总负债	36.92	39.90	32.20	29.93
所有者权益合计	27.70	30.24	32.92	33.10
资产负债率	57.13	56.89	49.45	47.48
总资本化比率	37.76	45.29	35.73	35.91

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营活动净现金流下滑，但受益于总债务规模的减少，其对债务本息的覆盖能力小幅减弱；而 EBITDA 对总债务的覆盖能力则有所增强

受销售收入减少和职工薪酬增加等因素影响，公司经营活动获现能力有所减弱，其对债务本息的覆盖能力小幅减弱，但受益于短期债务的减少，其对短期债务的覆盖能力有所增强。2019年，公司推进在建项目建设，投资活动现金流出维持在一定水平。筹资活动方面，受公司减少债务规模影响，公司筹资活动净现金流出规模扩大。未来，公司仍将继续推进产能的扩张，仍有一定的资金需求。

2019年，受益于债务规模的减少，公司 EBITDA 对利息和长短期债务覆盖能力有所增强。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.1-3
经营活动净现金流	-2.29	5.58	3.91	2.13
投资活动净现金流	-1.56	-2.53	-1.99	-0.43
筹资活动净现金流	3.79	-2.45	-3.46	0.33
经营活动净现金流/短期债务	-0.14	0.25	0.30	0.64*
经营活动净现金流/总债务	-0.14	0.22	0.21	0.46*
经营活动净现金流/利息支出	-1.92	4.58	4.39	--
经调整的经营净现金流/总债务（%）	-21.08	15.25	13.15	--
EBITDA 利息保障倍数	4.64	5.55	7.26	--
总债务/EBITDA	3.03	3.71	2.83	--
EBITDA/短期债务	0.33	0.30	0.49	--

注：加*数据为年化指标。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司是 A 股上市公司，具有畅通的融资渠道；受限资产占比不高，无对外担保

公司为 A 股上市公司，直接融资渠道通畅。此外，截至 2020 年 3 月末，公司在各大金融机构中共获得人民币 39.08 亿元的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为人民币 26.74 亿元，备用流动性充足。

资产抵质押方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计 4.42 亿元，占期末总资产比重为 7.01%；其中，公司有 1.44 亿元货币资金受限，作

为银行保证金,此外,公司受限固定资产 1.85 亿元、无形资产 0.72 亿元、投资性房地产 0.41 亿元。此外,截至 2020 年 6 月 18 日,公司控股股东新疆兴汇聚股权投资管理有限合伙企业对外质押公司股份 1.91 亿股,占其持股比例的 48.03%,占公司总股本比例 16.31%。

对外担保方面,截至 2020 年 3 月末,公司无对外担保。

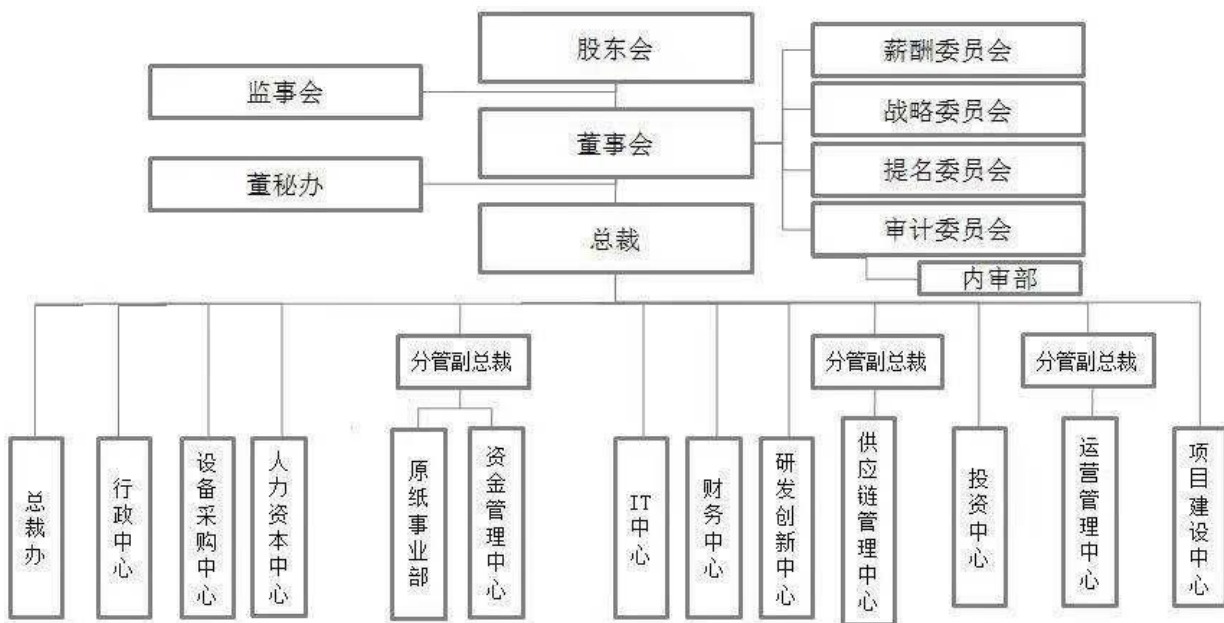
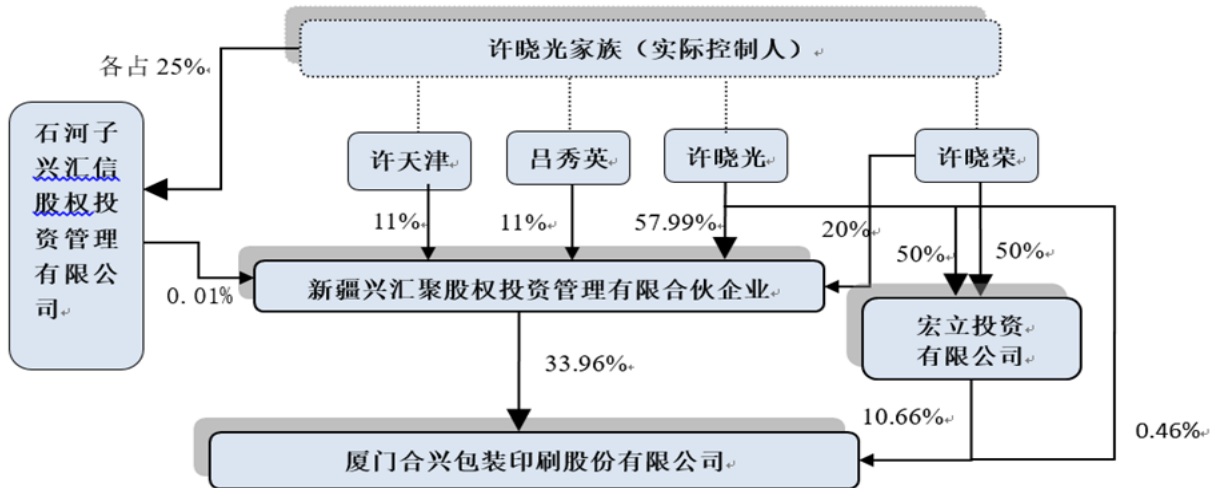
未决诉讼方面,截至 2020 年 3 月末,公司无对公司运营产生影响的未决重大诉讼或仲裁事项。

过往债务履约情况: 根据公司提供的数据,近年来公司未发生债务违约情况。截至 2020 年 3 月末,公司本部及子公司无已到期尚未偿还的银行借款及其他债务融资工具。

评级结论

综上所述,中诚信国际维持厦门合兴包装印刷股份有限公司的主体信用等级为 **AA**,评级展望为稳定;维持“合兴转债”的信用等级为 **AA**。

附一：厦门合兴包装印刷股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：厦门合兴包装印刷股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	60,623.81	79,774.57	51,193.20	71,307.48
应收账款净额	228,351.12	268,069.69	256,972.11	222,820.82
其他应收款	3,027.17	4,470.83	8,982.60	8,103.92
存货净额	122,076.93	119,626.45	108,222.22	97,385.99
长期投资	5,779.07	6,810.70	2,060.43	2,060.71
固定资产	132,496.91	129,747.26	124,328.97	123,113.53
在建工程	4,508.78	5,796.57	8,711.23	9,598.27
无形资产	51,895.93	51,879.73	54,269.79	56,354.07
总资产	646,186.14	701,360.35	651,230.58	630,358.67
其他应付款	5,659.81	8,620.77	8,378.92	7,070.52
短期债务	168,033.13	225,858.94	132,334.17	134,148.25
长期债务	0.00	24,500.00	50,709.25	51,354.79
总债务	168,033.13	250,358.94	183,043.42	185,503.04
净债务	107,409.32	170,584.37	131,850.22	114,195.56
总负债	369,192.30	398,971.92	322,032.98	299,311.47
费用化利息支出	11,933.35	12,172.80	8,909.65	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	276,993.84	302,388.43	329,197.61	331,047.20
营业总收入	874,781.24	1,216,612.76	1,109,678.26	193,097.20
经营性业务利润	28,692.54	42,713.96	33,650.35	2,981.83
投资收益	432.84	573.11	3,207.68	-4.39
净利润	19,006.31	28,537.03	29,036.73	4,039.00
EBIT	38,162.63	47,808.19	44,786.01	--
EBITDA	55,387.85	67,519.56	64,715.04	--
经营活动产生现金净流量	-22,865.56	55,805.13	39,106.90	21,346.63
投资活动产生现金净流量	-15,567.94	-25,307.01	-19,863.84	-4,332.22
筹资活动产生现金净流量	37,882.89	-24,510.10	-34,568.86	3,324.09
资本支出	18,521.43	27,392.54	26,302.86	4,805.17
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	14.34	12.54	13.03	11.92
期间费用率(%)	10.76	8.78	9.97	10.75
EBITDA 利润率(%)	6.33	5.55	5.83	--
总资产收益率(%)	6.42	7.10	6.62	--
净资产收益率(%)	7.91	9.85	9.19	4.89*
流动比率(X)	1.40	1.31	1.65	1.71
速动比率(X)	1.00	0.99	1.24	1.31
存货周转率(X)	6.75	8.80	8.47	6.62*
应收账款周转率(X)	4.73	4.90	4.23	3.22*
资产负债率(%)	57.13	56.89	49.45	47.48
总资本化比率(%)	37.76	45.29	35.73	35.91
短期债务/总债务(%)	100.00	90.21	72.30	72.32
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.14	0.22	0.21	0.46*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.14	0.25	0.30	0.64*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-1.92	4.58	4.39	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-21.08	15.25	13.15	--
总债务/EBITDA(X)	3.03	3.71	2.83	--
EBITDA/短期债务(X)	0.33	0.30	0.49	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.64	5.55	7.26	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.20	3.93	5.03	--

注：2020年一季报未经审计；带*指标已经年化处理；表中应收账款包含应收款项融资金额；表中其他应付款未包含应付股利和应付利息。

附三：基本财务指标的计算公式

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

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

附四：信用等级符号及定义

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

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。