

深圳市裕同包装科技股份有限公司公开发行 A 股 可转换公司债券跟踪评级报告（2020 年）

项目负责人：向 岚 lxiang@ccxi.com.cn

项目组成员：杨笑天 xtyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 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 1596 号

深圳市裕同包装科技股份有限公司：

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“裕同转债”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”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“裕同转债”的信用等级为 **AA+**。中诚信国际认为，2019 年以来，公司继续维持领先的行业地位，业务规模和盈利水平均有所提升，财务杠杆水平仍然较低，偿债能力较强且融资渠道保持畅通。同时，中诚信国际也关注到公司应收账款规模较大并对资金造成一定占用、短期债务占比高、期限结构有待改善及股东股权质押比例较高等因素对公司经营和整体信用状况的影响

概况数据

裕同科技（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	89.83	110.70	125.75	125.29
所有者权益合计（亿元）	50.21	59.11	66.54	67.49
总负债（亿元）	39.62	51.59	59.20	57.80
总债务（亿元）	25.02	31.80	37.64	41.49
营业总收入（亿元）	69.48	85.78	98.45	18.23
净利润（亿元）	9.32	9.79	10.68	1.43
EBIT（亿元）	11.59	12.83	14.20	--
EBITDA（亿元）	13.65	15.18	18.28	--
经营活动净现金流（亿元）	5.84	7.99	13.66	3.08
营业毛利率(%)	31.54	28.50	30.03	25.31
总资产收益率(%)	14.08	12.79	12.01	--
资产负债率(%)	44.11	46.61	47.08	46.13
总资本化比率(%)	33.26	34.98	36.13	38.07
总债务/EBITDA(X)	1.83	2.09	2.06	--
EBITDA 利息倍数(X)	17.70	12.57	11.65	--

注：中诚信国际根据 2017 年~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

■ **维持领先的行业地位及优质的客户资源。**跟踪期内，公司被权威杂志《印刷经理人》组织评选为“年度中国印刷企业 100 强”全国印刷企业第二名，保持着领先的行业地位。公司下游客户多为大型消费类企业，构成丰富，质量较好。

■ **业务规模和盈利水平均有所提升。**跟踪期内，公司进一步扩张产能规模，并受益于下游需求旺盛，公司业务规模保持增长态势，盈利能力有所提升，竞争实力进一步增强。

■ **财务杠杆水平仍然较低，公司偿债能力较强。**2019 年以来，由于业务规模扩张，资金需求增长，公司财务杠杆水平小幅上

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	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
合兴包装	瓦楞纸包装	瓦楞纸板：32.42 亿平方米/年 瓦楞纸箱：22.24 亿平方米/年	65.12	49.45	110.97	2.90
裕同科技	精品盒、说明书、 纸箱及不干胶等	精品盒：33.44 亿印张/年 说明书：9.71 亿印张/年 纸箱：5.80 亿个/年 不干胶：17.07 亿个/年	125.75	47.08	98.45	10.68

注：“合兴包装”为“厦门合兴包装印刷股份有限公司”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
裕同转债	AA+	AA+	14.00	14.00	2020/4/7~2026/4/6

升，但仍处于较低水平。同时，公司盈利及获现能力均有所提升，对债务本息的保障程度仍然较好。

■ **融资渠道保持畅通。**公司为 A 股上市公司，直接渠道畅通，2020 年 4 月，公司顺利发行“裕同转债”，募集资金 14 亿元。此外，公司银企关系良好，备用流动性充足。

关注

■ **应收账款规模大，对资金造成一定占用。**跟踪期内，公司应收账款随业务规模扩张而增长。截至 2019 年末，公司应收账款为 40.69 亿元，占公司总资产的比重为 32.36%，对公司资金造成一定占用。

■ **短期债务占比高，债务期限结构有待改善。**截至 2019 年末，公司短期债务为 30.05 亿元，长短期债务比为 3.96 倍，短期债务占比较高，债务期限结构有待改善。

■ **公司股权质押比例较高。**截至 2020 年 3 月末，公司共同实际控制人吴兰兰和王华君共质押公司股份 2.62 亿股，占其持股比例的 46.62%，占公司总股本比例 29.91%，质押比例较高。

评级展望

中诚信国际认为，深圳市裕同包装科技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。**产销量大幅增长；资本实力显著增强；盈利能力大幅上升且具有持续性；偿债能力明显增强。

■ **可能触发评级下调因素。**重要客户流失，产销量大幅萎缩；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 4 月末公司募集资金使用情况（亿元）

债项简称	募集资金	已使用资金	募集用途	募集用途是否变更
裕同转债	14.00	2.13	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。	否

资料来源：公司公告，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%，较去年底大幅回落 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著、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

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。

包装行业进入门槛低，中小生产厂商众多，形成了我国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。

从包装的上游来看，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，下游包装企业盈利受到一定影响。

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，包装下游市场发展良好，进一步增加包装行业需求。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%，快递产生的纸箱需求随之增长。

客户粘性方面，由于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；公司下游客户占款规模较大，中诚信国际将对公司销售回款情况保持关注

跟踪期内，公司继续保持了在纸包装制造行业的领先地位，2019 年公司获得权威杂志《印刷经理人》组织评选的“年度中国印刷企业 100 强”全国印刷企业第二名。

目前，公司主要产品仍为精品盒、说明书、纸

箱及不干胶等。2019 年以来，随着公司下属多家在建工厂的投产转固，公司产品产能进一步扩张。产能布局方面，截至 2019 年末，公司共拥有三十余个生产基地，其中国内已覆盖华南、华东、华中、西南和华北等区域；海外在越南已设立 3 个生产基地、在印度的班加罗尔和诺伊达各设立 2 个生产基地以及在印尼西爪哇勿加泗已设立 1 个生产基地。

受益于公司进一步开拓市场，下游需求日益上升，2019 年公司产品产销量均有所增长，产能利用率及产销率均维持高位且呈小幅上升态势。2020 年新冠肺炎疫情先后在国内及国外爆发，2020 年一季度公司生产经营未受到较大不利影响。但本次疫情持续时间较长、蔓延区域较广，中诚信国际将对疫情对公司生产经营可能造成的不利影响保持持续关注。。

表 2：近年来公司产品生产情况（亿个/年、亿印张/年、亿个、亿印张、%）

年度	主要产品	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
2017	精品盒	18.99	14.85	78.19	15.06	96.59
	说明书	7.44	6.25	84.04	9.17	97.74
	纸箱	4.06	3.30	81.27	3.20	97.13
	不干胶贴纸	16.33	14.86	90.98	14.81	99.66
2018	精品盒	26.85	21.24	79.10	21.76	97.58
	说明书	8.02	6.49	81.03	9.42	96.66
	纸箱	5.30	4.39	82.76	4.31	98.32
	不干胶贴纸	16.73	14.69	87.78	14.51	98.81
2019	精品盒	33.44	26.94	80.56	27.69	97.89
	说明书	9.71	7.98	82.21	11.62	97.05
	纸箱	5.80	4.88	84.21	4.84	99.05
	不干胶贴纸	17.07	15.28	89.54	15.15	99.14

注：公司精品盒产销量按照比例进行折算。精品盒按照 1：1.05 的比列折算；说明书按照 1：1.5 折算，因此精品盒和说明书销量持续大于其产量。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司继续加大研发投入力度，深入开展在植物纤维模塑成型包装材料、可降解缓冲包装材料、环保型功能涂层材料等方向的关键技术研发。2019 年公司研发投入金额为 4.35 亿元，同比增长 37.95%。

跟踪期内，公司继续加深对消费电子客户的覆

盖，并继续加大智能硬件、烟酒、大健康、化妆品、食品和奢侈品等市场的开发力度，下游客户日益多元化。目前，公司主要消费电子客户为联想、三星、戴尔等大型消费电子类制造企业以及富士康、和硕和广达等大型代工企业；烟酒饮料类生产企业主要为泸州老窖、红塔集团、雀巢等大型企业。其中，消费电子类客户销售金额占比约为 70%。2019 年以

来，公司成功导入或深入拓展蓝思、宝洁、联合利华等优质大客户，经过前期磨合，部分新客户订单已逐渐放量。随着新客户的导入，公司下游客户日趋分散化，2019年公司前五大客户销售额占年度销售总额的比例为39.02%，较2018年小幅下降1.54个百分点，公司对大客户依赖性较高的风险有所下降。此外，中诚信国际关注到，公司与客户的结算方式为先货后款方式，账期一般为3~6个月，结算账期较长，下游客户占用资金规模较大，中诚信国际将对此保持持续关注。从销售区域来看，2019年公司国内和国际销售收入占比维持稳定。

表 3：近年来公司分区域销售情况(亿元、%)

区域	2017		2018		2019	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	23.17	33.36	36.86	42.97	42.34	43.01
国际	46.30	66.64	48.92	57.03	56.11	56.99

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，受原材料价格有所下降影响，2019年公司精品盒、说明书和纸箱销售均价均出现一定程度下降；但由于销售价格降幅低于原材料价格降幅，公司产品盈利水平小幅提升。

表 4：近年来公司主要产品销售价格情况(元/个、元/张)

产品名称	2017	2018	2019

表 6：近年来公司原纸采购情况（亿元、亿吨、万元/吨、千平方英寸、万元/千平方英寸）

	2017			2018			2019		
	采购金额	采购量	平均单价	采购金额	采购量	平均单价	采购金额	采购量	平均单价
白板纸	5.49	12.74	0.43	6.19	14.89	0.42	6.57	15.90	0.41
双胶纸	0.79	1.38	0.57	0.77	1.24	0.63	1.17	2.16	0.54
铜版纸	4.18	7.37	0.57	4.47	7.81	0.57	5.86	11.91	0.49
瓦楞纸	6.65	6.99	0.95	8.04	8.59	0.94	8.45	9.73	0.87

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

目前公司拥有合格供应商 2,654 家，其中，与 775 家供应商建立了长期稳定的战略合作关系。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。结算周期方面，公司采取先货后款的结算方式，结算周期约为 2 个月。供应商集中度方面，2019

精品盒	3.44	2.83	2.55
说明书	0.71	0.73	0.62
纸箱	2.07	1.95	1.94
不干胶贴纸	0.08	0.14	0.14

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年公司部分原材料采购价格呈下降态势，采购成本压力有所减轻

2019 年随着产品产量的增长，公司各项营业成本均有所增加，其中受益于原材料价格下跌，直接材料成本占比小幅下降。

表 5：近年来公司主营产品营业成本构成(亿元、%)

项目	2017		2018		2019	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	26.88	56.51	36.43	59.40	39.68	57.61
直接人工	8.16	17.16	9.86	16.08	10.66	15.47
制造费用	12.12	25.48	14.38	23.45	17.22	25.00
合计	47.16	99.15	60.67	98.93	67.56	98.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司所需原材料主要为白板纸、双胶纸、铜版纸和瓦楞纸等各种纸类。2019 年随着业务规模的扩大，公司原纸消耗量上升。价格方面，2019 年瓦楞纸因、双胶纸及铜版纸采购价格降幅较大，白纸采购价格小幅下降，公司原材料采购压力有所减轻。

年公司前五大供应商采购金额占总采购金额的比例为 12.53%，较 2018 年小幅下降 0.97 个百分点，供应商集中度较低，公司对单一供应商的依赖风险低。

跟踪期内，公司在建项目持续推进，目前公司在建项目规模较小，短期内投资压力不大

跟踪期内，随着公司多家在建工厂的投产转固，公司在建工程规模呈下降态势。未来，公司仍计划继续加大产能规模，存在一定规模的资本支出，但

公司通过资本市场以发行可转换公司债券等方式募集资金，资金压力尚可。

表 7：截至 2019 年末公司主要在建及拟建项目情况（万元、%）

在建工程	预算数	在建工程余额	工程进度
亳州裕同工业园	2,500	1,087	97.67
上海裕仁厂房建设	7,200	6,034	83.82
越南裕展厂房建设	1,550	2,607	96.14
许昌厂房建设	5,200	4,531	87.13
合计	16,450	14,259	--

拟建工程	预算数	拟使用的可转债募集资金额
宜宾裕同智能包装及竹浆环保纸塑项目	60,000	56,152
许昌裕同高端包装彩盒智能制造项目	25,000	25,000
越南裕同包装产业基地建设项目	12,650	12,260
印尼裕同包装产业基地建设项目	5,100	4,590
合计	102,750	98,002

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 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。

受益于产能扩张、下游需求旺盛以及原材料价格下降等因素，2019 年公司收入规模及盈利水平均有所

提升

2019 年，受益于产能扩张和下游市场的顺利拓展，公司各类产品销售收入规模均有所扩张；由于原材料成本有所下降，公司各类产品毛利率均有小幅提升，公司发展态势良好。

2020 年一季度，由于公司将运输费用由销售费用调整至营业成本，公司毛利率有所下滑。此外，新冠肺炎疫情对公司盈利水平未造成较大不利影响。

表 8：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	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
精品盒	51.76	32.65	61.68	29.60	70.51	31.36
说明书	6.52	40.78	6.86	39.26	7.16	39.42
纸箱	6.63	16.49	8.40	17.60	9.40	19.38
不干胶	1.25	35.13	2.01	26.62	2.10	28.11
其他	3.32	24.85	6.83	21.68	9.28	23.86
合计	69.48	31.54	85.78	28.50	98.45	30.03

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，2019 年随着业务规模的扩张，公司销售费用有所增长；由于职工薪酬和研发费用的增长，公司管理费用有所增长。公司期间费用管控能力有待进一步

提升。经营性业务利润为公司利润的主要构成部分，2019 年受益于业务规模增长和产品盈利能力小幅增强，公司利润指标较 2018 年有所提升。但由于公司总资产规模增幅较大，2019 年公司总资产收益

率小幅下降。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	3.01	3.81	4.72	0.56
管理费用	6.37	8.17	10.94	2.27
期间费用合计	11.04	13.18	17.10	3.10
期间费用率(%)	15.89	15.37	17.37	17.02
经营性业务利润	10.73	11.12	12.58	1.55
利润总额	10.82	11.62	12.63	1.75
EBIT	11.59	12.83	14.20	--
EBITDA	13.65	15.18	18.28	--
EBITDA 利润率(%)	19.65	17.70	18.57	--
总资产收益率(%)	14.08	12.79	12.01	--

注：公司管理费用含研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司资产及债务规模均有所增长，财务杠杆仍处于较低水平，但公司债务期限结构有待改善；此外，公司应收账款规模较大，对资金形成占用

2019 年以来，随着公司业务及产能规模的扩张，公司总资产呈增长态势。流动资产仍为公司总资产的主要构成部分。其中，受益于公司获现能力增强，跟踪期内，公司货币资金余额呈快速增长态势。随着公司业务规模的扩张，公司存货和应收账款均呈小幅增长态势。由于下游客户账期较长，公司应收账款规模较大，下游客户对公司资金占用规模较大，2019 年末公司应收账款占总资产规模的比例为 32.36%。公司应收账款坏账准备规模较小¹，主要系下游客户大部分较为优质所致。中诚信国际认为，公司下游客户质量较好，应收账款回收风险可控，但其对公司资金占用规模较大，中诚信国际将对此保持持续关注。公司非流动资产主要以固定资产为主，2019 年以来，随着产能扩张，公司固定资产和以土地使用权为主要构成的无形资产规模增长较快。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
货币资金	8.73	8.23	15.21	19.92
应收账款	32.37	38.97	40.69	32.71
存货	7.10	9.44	10.11	10.84

¹截至 2019 年末，公司应收账款坏账准备为 1.08 亿元。

流动资产合计	60.54	68.29	74.24	71.23
固定资产	19.14	29.58	38.65	38.05
无形资产	2.16	3.72	4.30	5.43
非流动资产合计	29.29	42.41	51.50	54.06
资产合计	89.83	110.70	125.75	125.29

注：表中应收账款包含应收账款融资金额。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，由于公司业务规模扩张，资金需求加大，债务及负债规模呈增长态势。债务结构方面，公司短期债务占比较高，期限结构有待调整。所有者权益方面，受益于利润累积，截至 2019 年末所有者权益保持增长态势。2019 年，公司现金分红 2.39 亿元，占当期归属于上市公司普通股股东净利润的比重为 23.32%。跟踪期内，公司财务杠杆水平小幅抬升，但仍处于较低水平。

表 11：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	16.02	22.15	30.05	33.54
长期债务	9.01	9.65	7.59	7.95
长短期债务比 (X)	1.78	2.30	3.96	4.22
总债务	25.02	31.80	37.64	41.49
应付账款	10.99	14.41	15.52	11.73
总负债	39.62	51.59	59.20	57.80
所有者权益合计	50.21	59.11	66.54	67.49
资产负债率	44.11	46.61	47.08	46.13
总资本化比率	33.26	34.98	36.13	38.07

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，尽管公司债务规模有所增长，但公司经营现金流净流入规模扩大，其对债务本息的覆盖能力有所增强；但 EBITDA 对总债务的覆盖能力小幅弱化

受益于销售收入规模的增大以及公司加大了下游回款力度，2019 年公司经营活动净现金流增长明显，对债务本息的覆盖能力亦有所增强。2019 年，受公司扩张生产线影响，投资活动现金流出规模有所扩大。筹资活动方面，2019 年公司筹资活动现金流呈小幅净流出态势。

2019 年，尽管公司盈利能力有所提升，但由于债务规模扩张幅度大于盈利增长幅度，公司

EBITDA 偿债指标小幅弱化，但对债务本息保障程度较好。

表 12：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	5.84	7.99	13.66	3.08
投资活动净现金流	-17.54	-7.73	-9.75	-4.70
筹资活动净现金流	2.00	0.80	-0.11	2.84
经营活动净现金流/短期债务	0.36	0.36	0.45	0.37*
经营活动净现金流/总债务	0.23	0.25	0.36	0.30*
经营活动净现金流/利息支出	7.57	6.62	8.70	--
经调整的经营净现金流/总债务（%）	12.14	13.91	25.97	--
EBITDA 利息保障倍数	17.70	12.57	11.65	--
总债务/EBITDA	1.83	2.09	2.06	--
EBITDA/短期债务	0.85	0.69	0.61	--

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。2020 年 4 月，公司成功发行“裕同转债”，募集资金 14 亿元，为公司未来的经营发展提供了较为充足的资金保障。此外，截至 2019 年末，公司在各大金融机构中共获得人民币 74.31 亿元的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为人民币 38.42 亿元。

资产抵质押方面，截至 2019 年末，公司受限资产合计 11.44 亿元，占期末净资产比重为 16.95%；其中，公司有 4.06 亿元货币资金受限，作为银行保证金；公司其他受限资产主要用于质押融资，其中受限固定资产 3.84 亿元；受限应收账款 2.92 亿元；受限无形资产 0.48 亿元；受限投资性房地产 0.15 亿元。此外，截至 2020 年 6 月 18 日，公司共同实际控制人吴兰兰和王华君共质押公司股份 2.62 亿股，占其持股比例的 46.62%，占公司总股本比例 29.91%，质押比例较高。股权质押用途为个人生产经营及股权投资。中诚信国际将对公司股权质押情况保持持续关注。

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

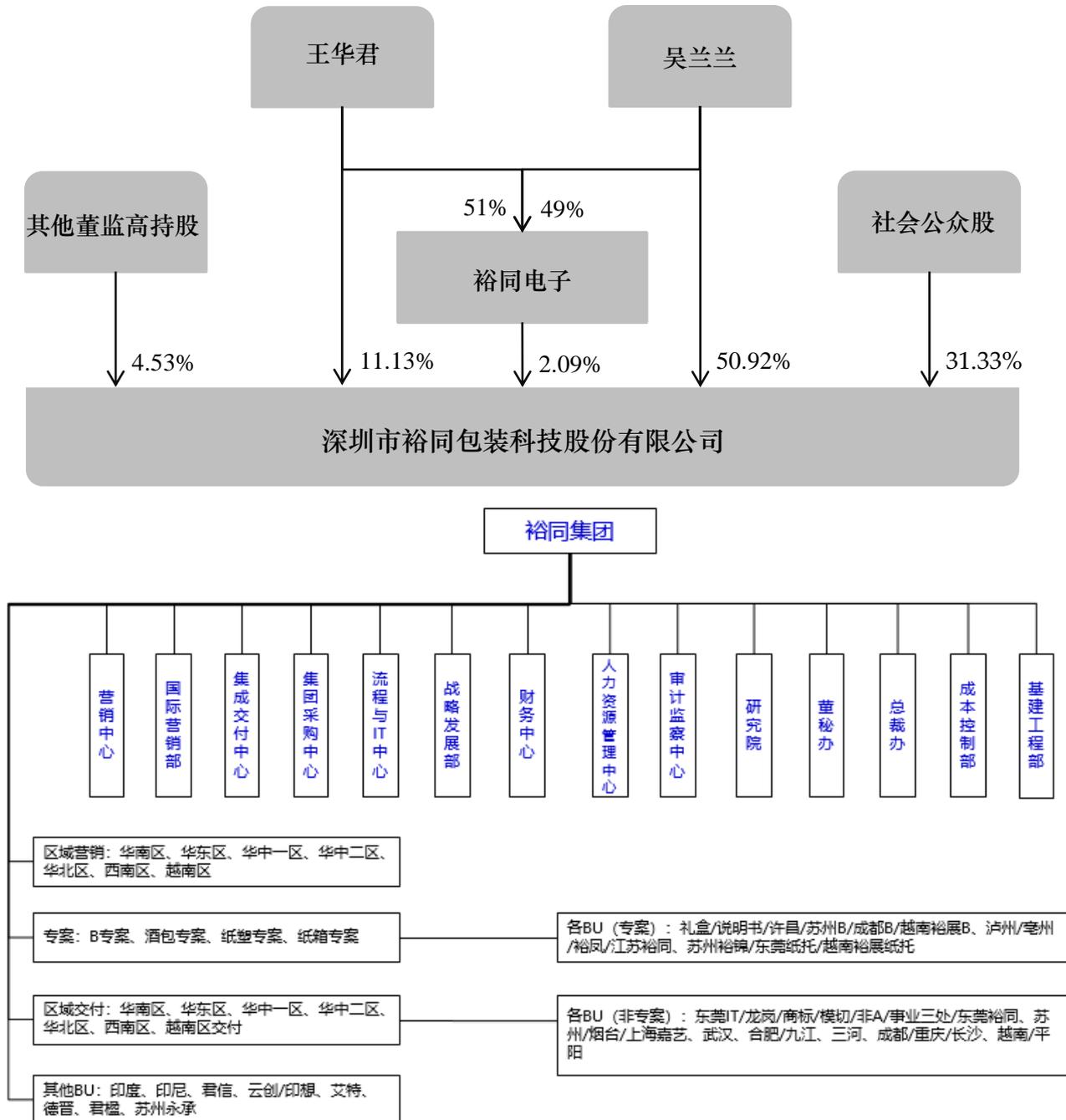
对公司运营产生影响的未决重大诉讼或仲裁事项。

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，中诚信国际维持深圳市裕同包装科技股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“裕同转债”的信用等级为 **AA⁺**。

附一：深圳市裕同包装科技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：深圳市裕同包装科技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	87,291.40	82,258.63	152,141.78	199,199.81
应收账款净额	323,748.60	389,655.39	406,925.70	327,132.01
其他应收款	7,766.28	5,677.63	7,925.44	14,613.23
存货净额	70,959.97	94,375.80	101,131.70	108,420.11
长期投资	9,889.84	2,976.00	0.00	0.00
固定资产	191,376.99	295,799.03	386,455.03	380,509.54
在建工程	35,485.14	39,985.00	19,695.64	21,606.57
无形资产	21,589.11	37,233.80	43,040.47	54,342.66
总资产	898,309.10	1,107,023.17	1,257,455.40	1,252,907.61
其他应付款	5,368.47	3,972.70	6,622.88	7,265.24
短期债务	160,177.64	221,464.73	300,527.12	335,409.16
长期债务	90,067.18	96,494.56	75,887.72	79,487.97
总债务	250,244.82	317,959.28	376,414.85	414,897.13
净债务	162,953.42	235,700.66	224,273.06	215,697.32
总负债	396,203.06	515,931.53	592,031.81	578,022.50
费用化利息支出	7,709.85	12,073.17	15,691.32	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	502,106.04	591,091.64	665,423.59	674,885.11
营业总收入	694,774.07	857,824.38	984,487.50	182,324.24
经营性业务利润	107,314.92	111,156.13	125,849.38	15,549.33
投资收益	7,257.63	4,163.46	2,989.46	551.05
净利润	93,210.67	97,864.33	106,754.25	14,264.69
EBIT	115,874.44	128,290.59	142,014.10	--
EBITDA	136,497.32	151,805.20	182,775.90	--
经营活动产生现金净流量	58,359.54	79,888.63	136,575.78	30,783.27
投资活动产生现金净流量	-175,399.70	-77,276.91	-97,530.78	-46,950.84
筹资活动产生现金净流量	19,959.79	7,991.06	-1,096.08	28,354.06
资本支出	73,678.02	73,980.87	106,368.71	24,950.19
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	31.54	28.50	30.03	25.31
期间费用率(%)	15.89	15.37	17.37	17.02
EBITDA 利润率(%)	19.65	17.70	18.57	--
总资产收益率(%)	14.08	12.79	12.01	--
净资产收益率(%)	20.03	17.90	16.99	8.51*
流动比率(X)	2.01	1.68	1.48	1.47
速动比率(X)	1.77	1.44	1.28	1.25
存货周转率(X)	8.35	7.42	7.05	5.20*
应收账款周转率(X)	2.27	2.40	2.47	1.99*
资产负债率(%)	44.11	46.61	47.08	46.13
总资本化比率(%)	33.26	34.98	36.13	38.07
短期债务/总债务(%)	64.01	69.65	79.84	80.84
经营活动净现金流/总债务(X)	0.23	0.25	0.36	0.30*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.36	0.36	0.45	0.37*
经营活动净现金流/利息支出(X)	7.57	6.62	8.70	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	12.14	13.91	25.97	--
总债务/EBITDA(X)	1.83	2.09	2.06	--
EBITDA/短期债务(X)	0.85	0.69	0.61	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	17.70	12.57	11.65	--
EBIT 利息保障倍数(X)	15.03	10.63	9.05	--

注：2020年一季报未经审计；中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用；带*指标已经年化处理；部分指标因缺乏数据无法计算。

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。