

跟踪评级公告

联合〔2020〕2669号

浙江大胜达包装股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对浙江大胜达包装股份有限公司主体长期信用状况和公开发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

浙江大胜达包装股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

浙江大胜达包装股份有限公司公开发行的“胜达转债”债券信用等级为 AA-

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二〇二〇年八月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

浙江大胜达包装股份有限公司 可转换公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA- 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA- 评级展望: 稳定

债券信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
胜达转债	5.50 亿元	6 年	AA-	AA-	2019 年 12 月 4 日

跟踪评级时间: 2020 年 8 月 24 日

主要财务数据:

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	15.16	19.70	21.47	21.10
所有者权益 (亿元)	9.23	10.44	14.60	14.61
长期债务 (亿元)	0.00	0.96	0.70	0.70
全部债务 (亿元)	2.83	5.42	3.21	3.65
营业收入 (亿元)	12.10	12.85	12.66	2.48
净利润 (亿元)	1.67	1.37	1.00	0.05
EBITDA (亿元)	2.28	2.13	1.87	--
经营性净现金流 (亿元)	1.24	1.81	1.64	-0.96
营业利润率 (%)	23.36	19.73	17.37	11.50
净资产收益率 (%)	22.03	13.93	7.98	0.36
资产负债率 (%)	39.14	47.00	32.02	30.73
全部债务资本化比率 (%)	23.50	34.19	18.04	19.98
流动比率 (倍)	1.45	1.03	1.66	1.70
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.81	0.39	0.58	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	191.36	30.95	25.95	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.42	0.39	0.34	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 2020 年 1-3 月财务数据未经审计, 相关指标未年化

评级观点

跟踪期内, 浙江大胜达包装股份有限公司 (以下简称“公司”或“大胜达”) 产能规模有所扩大, 主要产品纸箱和纸板产销量有所增加, 整体经营情况良好。同时, 联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到公司所处行业竞争激烈、原材料价格波动较大、大额存货和应收账款对营运资金存在占用以及收入实现质量有待改善等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司在建项目逐步竣工投产, 公司产销规模将进一步增加, 其综合实力有望进一步增强。

“胜达转债”由公司控股股东杭州新胜达投资有限公司 (以下简称“新胜达投资”) 以其所持公司股票提供质押担保。新胜达投资提供质押担保的股份市值对“胜达转债”的覆盖倍数较高, 对提升其信用水平仍有一定积极影响。

综上, 联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA-, 评级展望为“稳定”, 同时维持“胜达转债”的债项信用等级为 AA-。

优势

1. 产能规模有所扩大, 主要产品产量有所增长。2019 年, 公司新疆大胜达等基地投产, 并且部分产能技改也已完成, 公司产能较上年增长 13.90%; 纸板产量较上年增长 14.90%, 纸箱产量较上年增长 11.24%; 产能利用率为 84.39%, 保持在较高水平。

2. 纸板和纸箱销量增加。2019 年, 随着下游需求增加, 公司纸箱销量和直接对外销售的纸板销量分别为 30,265.03 万平方米和 3,476.80 万平方米, 较上年分别增长 11.50% 和 63.67%。

3. 在建项目资金支出压力有所缓解。截至 2020 年 3 月末, 公司在建项目已完成投资 5.90

亿元，未来尚需投资 6.10 亿元。2020 年 7 月 6 日，公司可转债募资 5.50 亿元，拟投入 4.40 亿元用于在建项目建设，公司资金支出压力有所缓解。

关注

1. **主要产品价格均有所下降。**2019 年，受上游原纸价格下降影响，公司纸箱和外销售的纸板销售均价分别为 3.82 元/平方米和 2.13 元/平方米，较上年分别下降 13.57%和 8.58%。

2. **存货和应收账款规模较大，对公司营运资金存在占用。**截至 2019 年末，公司应收账款和存货合计 4.87 亿元，占流动资产比重为 55.47%。

3. **收入实现质量有待改善。**2019 年，公司现金收入比为 72.31%，较上年下降 18.11 个百分点，收入实现质量有待改善。

分析师

宁立杰 登记编号（R0040218030002）

李敬云 登记编号（R0040220010004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-851712818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



李敬云

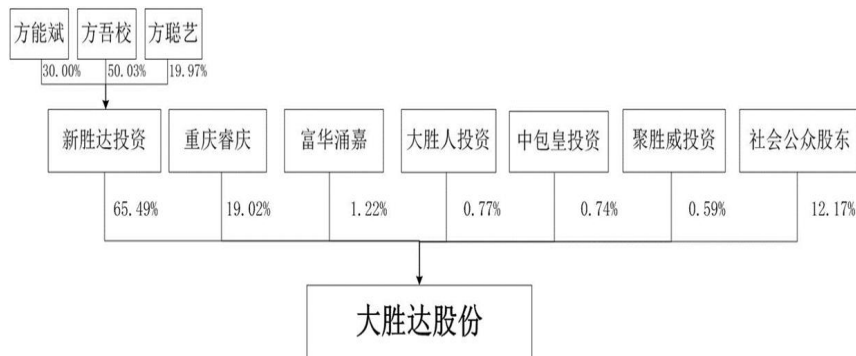
联合信用评级有限公司

一、主体概况

浙江大胜达包装股份有限公司（以下简称“公司”或“大胜达”）前身为浙江大胜达包装有限公司（以下简称“大胜达有限”）。2004年11月，萧山经济技术开发区管理委员会以“萧开发管招字（2004）186号”文批准 Evercharm Holding Limited（永创控股有限公司，以下简称“永创控股”）独资设立大胜达有限，注册资本为450.00万美元。2011年1月，大胜达有限注册资本增至3,900.00万美元。2016年4月，永创控股将其持有的大胜达有限100%的股权以0元的价格转让给杭州新胜达投资有限公司（以下简称“新胜达投资”），公司类型由外商独资企业变更为内资一人有限公司，公司注册资本由3,900.00万美元折合为26,904.27万元。2016年12月，大胜达有限整体变更为股份有限公司，名称变更为现名，公司注册资本为27,769.77万元。

2019年7月，公司完成首次公开发行5,000万股A股股票（股票简称为“大胜达”，股票代码为“603687.SH”），并在上海证券交易所挂牌上市。截至2020年3月末，公司注册资本为41,083.0732万元，其中新胜达投资持股65.49%，为公司控股股东；方吾校、方能斌和方聪艺合计持有新胜达投资100.00%股权，为公司实际控制人。2020年6月11日，新胜达投资为“胜达转债”提供担保措施，将其持有的75,085,325股公司股票质押，占其所持股份的比例为27.91%，占公司总股本的比例为18.28%。

图1 截至2020年3月末公司股权结构图



注：方吾校与方能斌、方聪艺分别为父子、父女关系
资料来源：公司提供

截至2019年末，公司经营范围与组织结构较上年末无变化；公司合并范围内子公司数量为14家；公司拥有在职员工1,955人。

截至2019年末，公司合并资产总额21.47亿元，负债合计6.88亿元，所有者权益（含少数股东权益）14.60亿元，其中归属于母公司所有者权益14.47亿元。2019年，公司实现营业收入12.66亿元，净利润（含少数股东损益）1.00亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.06亿元；经营活动产生的现金流量净额1.64亿元，现金及现金等价物净增加额1.31亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额21.10亿元，负债合计6.48亿元，所有者权益（含少数股东权益）14.61亿元，其中归属于母公司所有者权益14.50亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入2.48亿元，净利润（含少数股东损益）0.05亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.06亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.96亿元，现金及现金等价物净增加额-0.33亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市萧山区萧山经济技术开发区红垦农场垦瑞路518号；法定代表人：方能斌。

二、债券概况及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准浙江大胜达包装股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可〔2020〕924号）核准，公司于2020年7月1日发行“2020年浙江大胜达包装股份有限公司可转换公司债券”，债券简称：“胜达转债”；债券代码：113591.SH。“胜达转债”发行规模为5.50亿元，发行期限为6年，于2020年7月23日在上海证券交易所上市交易，“胜达转债”采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。票面利率情况如下：第一年为0.50%、第二年为0.70%、第三年为1.00%、第四年为1.50%、第五年为2.50%、第六年为3.00%。

截至本报告出具日，“胜达转债”募集资金均按照募集说明书约定用途使用，用于年产3.00亿方纸包装制品项目、年产1.50亿方绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目和偿还银行贷款。下一付息日为2021年7月1日。

三、行业分析

1. 行业概况

2019年，包装行业规模以上企业营业收入基本保持稳定，瓦楞纸箱累计产量小幅下降，考虑到我国宏观经济仍将保持增长和居民消费能力不断提升，预计在未来几年内，瓦楞纸包装行业仍然有稳健的增长空间。

包装行业是我国制造体系的重要组成部分，可大致分为纸包装、塑料包装、金属包装、玻璃包装、竹木包装五大子行业。根据中国包装联合会数据，2019年，包装行业规模以上企业营业收入为10,032.53亿元，较上年增长1.06%。其中纸和纸板容器细分行业营业收入为2,897.17亿元，占比为28.88%，是包装行业最大的子行业。

瓦楞纸箱是纸包装行业的主要产品，具有成本低、质量轻、加工易、强度大、印刷适应性优良、储存搬运方便、环保性能优越等特点。与发达国家成熟包装市场产业高度集中的情况相比，我国瓦楞纸箱行业呈现出“大行业、小公司”的特点。

2013—2018年，我国纸包装行业收入实现了良好增长，年均复合增长率为6.75%；作为纸包装行业主要产品的瓦楞纸箱产量也随之有所增长。但在宏观经济增速放缓、中美贸易摩擦等因素影响下，伴随着下游工业产品出口增速下降，近年来瓦楞纸箱的产量增速放缓。2019年，我国瓦楞纸箱行业完成累计产量3,421.05万吨，较上年下降2.22%。但考虑到我国宏观经济仍将保持增长和居民消费能力不断提升，预计在未来几年内，瓦楞纸包装行业仍然有稳健的增长空间。

2. 上游原料

2019年，瓦楞纸包装行业的上游造纸行业议价能力较强，原料供应充足，纸和纸板生产量微增；瓦楞原纸和箱板纸价格降幅较大，有利于瓦楞纸包装行业生产成本控制。

瓦楞纸包装行业上游原料主要为瓦楞原纸和箱板纸，与造纸行业密切相关。

造纸行业格局方面，目前造纸行业虽然面临产能过剩的局面，但由于近年来环保核查的压力增大，大量不合格的中小造纸厂产能被淘汰，市场出清后行业集中度有所提高，根据《中国造纸工业2019年度报告》，2019年，我国纸和纸板生产量为10,765万吨，较上年增长3.16%。其中，龙头企业玖龙纸业（控股）有限公司（以下简称“玖龙纸业”）占比为13.95%，前十大造纸企业产量占比

为 45.68%，集中度较高。相对于集中度较低的瓦楞纸箱行业，集中度较高的上游造纸行业议价能力较强。

瓦楞原纸产量方面，2019 年，瓦楞原纸生产量 2,220 万吨，较上年增长 5.46%；瓦楞原纸价格方面，2019 年以来，受外废价格下跌、瓦楞新产能逐渐投放以及市场需求偏弱等因素影响，瓦楞原纸价格呈现逐步降低趋势。其中，2019 年上半年瓦楞纸（高强）均价为 3,623.05 元/吨，较上年同期下降 17.44%；2019 年下半年均价为 3,346.10 元/吨，较上年同期下降 20.46%。

箱板纸产量方面，2019 年，箱板纸产量 2,502.70 万吨，较上年增加 0.96%，箱板纸价格走势与瓦楞原纸价格走势趋同。

3. 下游需求

伴随着经济平稳增长和居民消费能力提升，预计瓦楞纸箱下游需求将平稳增长。

瓦楞纸包装行业下游行业众多，覆盖食品饮料、家用电器、消费电子等多个行业，其中食品饮料约占瓦楞纸箱总消费量的 30%，家用电器行业约占 20%，快递物流约占 4%。尽管在宏观经济增速放缓、中美贸易摩擦、工业产品出口增速下降等因素影响下，2019 年，我国瓦楞纸箱行业增速有所放缓，但未来增长空间仍然巨大。根据智研咨询发布的研究报告，当前我国的人均年瓦楞纸板消费量仅为 40 平方米，而美日等发达国家都达到了 100 平方米，消费量的提升空间十分巨大。

就具体市场而言，呈现逐渐分化的趋势：食品饮料、烟酒等非耐用消费品的增长趋势与人口结构和消费升级相关，总体趋势是随着消费升级趋势告别高增长，增速放缓；家电、家具等行业主要与地产周期和城镇化水平相关，分化趋势明显，冰箱、洗衣机的消费量已连续 3 年接近零增长，但空调、厨电等由于城镇化趋势有较大的增长空间；日化用品行业增速近年来虽有所放缓，但仍保持在 10%以上；此外，电商平台的快速发展带动了大批消费需求，也因此引发了大量的微细瓦楞纸箱需求，前景可期。

4. 行业政策

中国将降低 150 多项木材和纸制品的进口关税，有利于瓦楞纸包装行业的成本控制。

从行业政策来看，2019 年 12 月，国务院关税税则委员会公布《关于 2020 年进口暂定税率等调整方案的通知》，中国将降低 150 多项木材和纸制品的进口关税，平均税率水平从 5.30%左右降低至 3.20%左右。根据《国务院关税税则委员会关于开展对美加征关税商品市场化采购排除工作的公告》，国务院关税税则委员会决定，开展对美加征关税商品市场化采购排除工作，根据相关中国境内企业的申请，对符合条件、按市场化和商业化原则自美采购的进口商品，在一定期限内不再加征我对美 301 措施反制关税。

5. 行业发展

在当前产业政策和环保政策指引下，未来瓦楞纸包装行业集中度将进一步提高，行业仍有较大的市场空间。

市场空间方面，预计未来瓦楞纸包装行业仍有较大增长空间。主要系一是我国历来重视瓦楞纸包装行业的发展，且社会总体消费仍正向增长；二是受益于环保绿色、循环经济的发展导向，纸代木、纸代塑的发展趋势具有一定确定性；三是国内消费市场仍存在电商物流、城镇化发展等结构性机会，瓦楞纸包装行业未来仍有较大的市场空间。

行业集中度方面，根据产业政策和环保政策导向，瓦楞纸包装行业的集中度不断提升是必然发展趋势，未来部分竞争力较弱的中小纸包装企业面临较大的经营压力，具有竞争优势的纸包装企业新客户开发及获得优质订单的能力将进一步凸显。

具体产品方面，瓦楞纸箱将逐步往附加值更高的轻量化、高强度、精美化等高档方向发展，龙头纸箱企业将逐步从纯粹的纸箱生产商转向整体包装解决方案提供商。

四、管理分析

因任期届满、换届选举等原因，公司部分董事、监事发生变化，其他核心人员较为稳定，主要管理制度连续，经营运作正常。

因任期届满原因，2019年12月，许怡岚女士不再担任公司董事，余灿平女士不再担任公司监事；舒奎明先生开始担任公司董事兼副总经理，孙俊军先生开始担任公司副总经理，钟沙洁女士开始担任公司监事。2020年2月，郭永清先生因个人原因不再担任公司独立董事，韩洪灵先生开始担任公司独立董事。公司其余高管、董事及监事无重大变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，公司营业收入较上年略有下降，受新增产能利用不足等因素影响，公司综合毛利率较上年有所下降。受新冠肺炎疫情影响，2020年1—3月，公司收入和净利润均有不同程度下降。

公司主要从事纸箱、纸板的生产与销售。2019年，公司实现营业收入12.66亿元，较上年下降1.48%。2019年，公司实现净利润1.00亿元，较上年下降27.09%，主要系公司做了一系列战略布局，包括在中部、西部、西北地区建厂扩张，对原有基地进行技改升级，加大技术研发投入，在短期内导致了固定成本的增加，但收益尚未充分显现所致。

从营业收入构成来看，2019年，公司主营业务收入占营业收入的比例为97.18%，主营业务十分突出。分产品来看，纸箱和纸板为公司营业收入的主要来源。2019年，公司纸箱收入为11.57亿元，较上年下降3.55%，占营业收入的比例为91.34%，较上年下降1.96个百分点；公司纸板收入为0.74亿元，较上年增加49.32%，主要系公司西部地区开始布局设立生产基地，初期纸箱产品订单不足，因此在经营初期承接了较多的纸板订单所致，占营业收入的比例为5.84%，较上年上升1.99个百分点。2019年，公司的其他业务收入主要为公司为公司在纸箱生产和印刷过程中产生的边角废料的销售收入，占营业收入比例较小，对整体业绩影响不大。

表1 2017—2019年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
纸箱	112,358.67	92.86	23.79	119,920.61	93.30	19.34	115,666.31	91.34	17.06
纸板	5,340.30	4.41	9.29	4,953.66	3.85	-6.51	7,396.87	5.84	-5.00
主营业务小计	117,698.97	97.28	23.13	124,874.27	97.15	18.32	123,063.18	97.18	15.74
其他业务收入	3,295.73	2.72	58.35	3,663.78	2.85	97.69	3,573.02	2.82	96.57
合计	120,994.71	100.00	24.09	128,538.05	100.00	20.58	126,636.20	100.00	18.02

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2019年，公司纸箱毛利率为17.06%，较上年下降2.28个百分点，主要系纸箱终端销售价格下降和制造费用增加所致。2019年，公司纸板业务毛利率仍为负，主要系新建基地产能利用不足、固定成本分摊大所致。2019年，公司其他业务收入毛利率为2.82%，基本保持稳定。受上述因素影响，2019年，公司综合毛利率为18.02%，较上年下降2.56个百分点。

从公司产品销售的区域分布来看，2019年，公司销售收入主要来自于国内（占98.48%）且占比有所上升。

2020年1—3月，受新冠肺炎疫情影响，公司实现营业收入2.48亿元，较上年同期下降12.49%；实现净利润0.05亿元，较上年同期下降77.88%。

2. 业务运营

（1）采购

2019年，公司采购渠道畅通，主要原材料采购量均有所增长，采购价格均有所下降，有利于公司生产成本控制；采购集中度高，但供应商较为稳定，不存在对单一供应商的依赖。

2019年，公司在生产成本构成中，直接材料成本占生产成本的77%左右，直接人工占6%左右，制造费用占17%左右。采购模式方面，一般由各生产基地制造部门整理原纸等原材料需求，经内部审批后，由采购部向供应商询价、谈价，并下达具体订单，最后经检验入库。公司一般备有1个月左右的原材料库存，采购周期约为5~10天，较上年未发生变化。在原纸采购方面，公司主要采取招投标、议价的定价机制；采购价格基本遵循市场价格，原材料采购结算账期一般在45天左右，付款方式为银行承兑汇票或电汇等，2019年，公司原材料结算账期和付款方式较上年未发生变化。

2019年，受客户需求增长影响，公司瓦楞纸、牛卡纸和白板纸的采购量分别为10.56万吨、11.52万吨和1.60万吨，较上年分别增长9.95%、15.05%和19.33%。采购价格方面，瓦楞纸、牛卡纸和白板纸的采购均价分别为2,982.19元/吨、3,486.18元/吨和4,073.25元/吨，较上年分别下降19.37%、17.82%和9.21%。

表2 2017—2019年公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨、万元）

名称	项目	2017年	2018年	2019年
瓦楞纸	采购量	93,009.89	96,022.39	105,573.80
	采购均价	3,423.50	3,698.72	2,982.19
	采购金额	31,841.91	35,516.02	31,484.10
牛卡纸	采购量	100,630.84	100,106.12	115,171.00
	采购均价	3,931.49	4,241.89	3,486.18
	采购金额	39,562.94	42,463.95	40,150.67
白板纸	采购量	20,332.77	13,426.46	16,022.07
	采购均价	4,026.28	4,486.30	4,073.25
	采购金额	8,186.54	6,023.52	6,526.19

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，2019年，公司向前五大供应商采购额为5.44亿元，占当年原材料采购额的比例为64.02%，较上年上升2.24个百分点，公司供应商集中度高，但供应商稳定性较好，考虑到我国原纸市场供应充足，公司不存在对单一供应商依赖。

表3 2019年公司前五大供应商情况(单位:万元、%)

时间	供应商名称	采购金额	占原材料采购额比例
2019年	长丰纸业	14,094.05	16.59
	荣成环保	11,620.34	13.68
	山鹰纸业	10,965.42	12.91
	理文造纸	10,833.19	12.75
	玖龙纸业	6,880.55	8.10
	合计	54,393.55	64.02

资料来源:公司提供

(2) 生产

2019年,随着新疆大胜达等基地的正式投产和技改的完成,公司产能和产量均有所增长,产能利用率基本保持稳定。

生产模式方面,2019年,公司主要产品瓦楞纸箱主要用于配套特定客户的特定产品,具有定制化生产的特点,因此公司生产主要采用“以销定产、备有少量库存”的方式确定生产计划;交货周期通常在7天以内,较上年未发生变化。

产能方面,瓦楞纸板是瓦楞纸箱的前道工序产品,瓦楞纸板输出后经印刷及后道工序后再加工成瓦楞纸箱,决定瓦楞纸箱、纸板产能大小的关键设备为瓦楞纸板生产线设备(以下简称“瓦线设备”)。公司产能以瓦线设备的产能为基础进行计算。2019年,公司产能为39,959.85万平方米/年,较上年增长13.90%,主要系新疆大胜达等基地投产和技改的完成所致。

公司先生产纸板,再将纸板制成纸箱。公司统计的纸板产量包含了待加工为纸箱的纸板和直接对外销售的纸板。其中,待加工成纸箱的纸板产量为最终入库的成品纸箱产量。2019年,公司纸板产量为33,721.84万平方米,较上年增长14.90%,主要系新建生产基地初期纸箱产品订单不足,承接了较多的纸板订单所致。2019年,公司纸箱产量为30,255.25万平方米,较上年增长11.24%,主要系客户需求增长所致。

公司基于纸板产量计算产能利用率。2019年,公司产能利用率为84.39%,较上年上升0.74个百分点,主要系新接纸板订单增加所致。

表4 2017-2019年公司产能及产量情况(单位:万平方米/年、万平方米、%)

项目	类别	2017年	2018年	2019年
产能	--	34,158.60	35,082.00	39,959.85
纸板产量	对外销售部分	2,204.95	2,149.94	3,476.80
	待加工成纸箱部分	27,627.23	27,197.76	30,255.25
	合计	29,832.18	29,347.70	33,721.84
产能利用率	--	87.33	83.65	84.39

注:1.上表数据均未经年化处理;2.待加工成纸箱的纸板产量为最终入库的成品纸箱产量
资料来源:公司提供

从各生产基地产能利用情况来看,2019年,公司主要产能位于杭州总部,新疆新建生产基地开始投产。杭州总部生产基地运营时间较长,积累了以顺丰速运、华润啤酒、松下电器和苏泊尔为代表的优质客户。2019年,杭州总部生产基地的产能利用率为93.13%,基本达到满负荷状态。受设备调试、客户开拓需要时间等因素影响,公司部分生产基地产能利用率不高,拉低了公司整体产能利用率。

表 5 2019 年公司各生产基地产能利用情况 (单位: 万平方米/年、万平方米、%)

生产基地	关键产能设备情况	2019 年 产能	产能 占比	产能利用率		
				2017 年	2018 年	2019 年
杭州总部	6 条纸板流水线	21,362.25	53.46	102.09	94.95	93.13
江苏大胜达概念包装研发有限公司	1 条纸板流水线 (2015 年 4 月投产)	3,024.00	7.57	68.85	88.21	79.72
四川基地: 包括成都胜达中天包装制品有限公司 (2 条纸板流水线已停产) 和四川大胜达智能包装有限公司 (1 条纸板流水线已投产)	2 条纸板流水线 (2018 年 4 月末停产)	--	--	57.62	57.26	81.77
	1 条纸板流水线 (2018 年 4 月末投产)	4,860.00	12.16			
湖北大胜达包装印务有限公司	1 条纸板流水线 (2018 年 7 月正式投产)	6,480.00	16.22	--	55.63	77.31
浙江大胜达包装苏州有限公司	1 条纸板流水线 (2018 年 10 月起正式投产)	1,965.60	4.92	--	69.66	61.59
新疆大胜达	1 条纸板流水线 (2019 年 1 月起正式投产)	2,268.00	5.68		-	53.88
公司整体纸包装业务		39,959.85	100.00	87.33	83.65	84.39

注: 1. 上述产能均已经年化; 2. 自 2018 年 5 月起, 成都胜达中天包装制品有限公司原有 2 条纸板流水线由于停产不再纳入产能计算, 同时四川大胜达智能包装有限公司的 1 条纸板流水线正式投产, 纳入产能计算; 3. 湖北大胜达包装印务有限公司于 2018 年 7 月正式投产, 纳入产能计算; 4. 浙江大胜达包装苏州有限公司 (以下简称“大胜达苏州”) 2018 年 10 月以前无独立的纸板流水线, 需从杭州总部基地调拨纸板来加工生产纸箱, 因此 2016 年 1 月至 2018 年 9 月其纸箱产量纳入杭州总部基地的产能利用率计算; 从 2018 年 10 月起, 由于添置了 1 条纸板流水线, 实现了纸板的自给自足, 产量不再并入杭州总部基地计算; 5. 新疆大胜达 2019 年 1 月起算

资料来源: 公司提供

(3) 销售

2019 年, 受上游原纸价格下降影响, 公司纸板和纸箱销售均价均有所下降, 产销率仍保持高水平; 客户比较稳定, 集中度有所下降。

公司主要采取直销模式。公司设立了营销部, 配备了专业的销售团队, 制定了规范、成熟的客户开发流程, 以拓展销售网络。产品定价方面, 公司主营产品纸箱属于定制化程度较高的产品, 其定价受到价格谈判、用料差异和工艺差异等因素的综合影响。销售结算方面, 公司给予客户的信用期一般在 6 个月以内, 付款方式主要为银行承兑汇票, 2019 年, 公司结算方式和结算周期较上年未发生变化。

从销售量来看, 2019 年, 受下游需求增加影响, 公司纸箱销量和直接对外销售的纸板销量分别为 30,265.03 万平方米和 3,476.80 万平方米, 较上年分别增长 11.50% 和 63.67%。受上述因素影响, 公司纸板合计销量为 33,741.83 万平方米, 较上年增长 15.29%。

从销售均价来看, 2019 年, 受上游原纸价格下降影响, 公司纸箱和对外销售的纸板销售均价分别为 3.82 元/平方米和 2.13 元/平方米, 较上年分别下降 13.57% 和 8.58%。

由于公司主要采用“以销定产、备有少量库存”的方式经营, 2019 年, 公司纸板和纸箱的产销率均保持在 100% 左右。

表 6 2017—2019 年公司主要产品销售情况 (单位: 万平方米、元/平方米、%)

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
纸板	销量	2,178.48	2,124.26	3,476.80
	销售均价	2.45	2.33	2.13
	产销率	98.80	98.81	100.00

纸箱	销量	27,450.02	27,143.07	30,265.03
	销售均价	4.09	4.42	3.82
	产销率	99.36	99.80	100.03

注：1. 纸板产销率=对外销售纸板销量÷表6中纸板产量（对外销售部分）；2. 纸箱产销率=纸箱销量÷表6中纸板产量（待加工成纸箱部分）

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2019年，公司前五大客户比较稳定，主要为顺丰速运、华润啤酒、松下电器和苏泊尔等知名品牌；公司对前五大客户的销售额为3.68亿元，占当年主营业务收入比例为29.90%，较上年下降2.82个百分点，客户集中度一般，公司对主要销售客户存在一定程度的依赖。

表7 2019年公司前五大销售客户情况（单位：万元、%）

时间	客户名称	销售收入	占主营业务收入的比例
2019年	顺丰速运	14,120.12	11.47
	华润啤酒	6,457.57	5.25
	苏泊尔	6,114.03	4.97
	松下电器	5,630.78	4.58
	浙江中烟	4,470.92	3.63
	合计	36,793.43	29.90

资料来源：公司提供

3. 关联交易

2019年，公司关联交易频繁，经常性关联交易金额不大且定价公允；偶发性关联交易主要基于增强公司资产完整性和独立性的考虑。

公司关联交易分为经常性关联交易和偶发性关联交易。经常性关联交易主要包括向关联方采购原材料、采购运输服务、采购产品、向关联方销售产品、与关联方之间的房屋、土地、设备租赁以及相关关联的代垫水电汽费等。

2019年，公司向关联方销售、提供劳务的价值为0.12亿元，占营业收入的比例为0.97%，占比较低，主要为公司向胜达集团江苏开胜纸业有限公司（以下简称“开胜纸业”）出售产品，开胜纸业的关联关系为胜达集团有限公司（以下简称“胜达集团”）持股96.77%，方能斌担任董事。2019年，公司向关联方采购、接受劳务的价值为0.74亿元，占营业成本的比例为7.10%，主要为公司向开胜纸业采购原纸。2019年，公司关联租赁及代垫水电汽费形成的往来额为0.08亿元。根据公司披露信息，关联方交易的定价基本采用市场化原则定价。

表8 2017-2019年公司经常性关联交易情况（单位：万元、%）

年份	关联销售		关联采购		关联租赁及代垫水电汽费
	金额	占营业收入比例	金额	占营业成本比例	
2017年	1,929.12	1.59	10,777.45	11.73	1,930.00
2018年	1,618.53	1.26	5,228.72	5.12	1,208.60
2019年	1,234.19	0.97	7,369.81	7.10	797.10

资料来源：公司招股说明书，可转债募集说明书，联合评级整理

公司偶发性关联交易主要包括资产转让、股权交易和处置存货。股权交易主要包括：①2019年

7月，大胜达苏州收购苏州大胜人印务有限公司（以下简称“大胜人印务”）100.00%股权，交易对价为3,961.50万元，主要为了取得大胜达苏州主要生产经营用地，大胜人印务的关联关系为方吾校配偶的哥哥瞿曹成曾持股38.23%且担任董事兼总经理，瞿曹成的配偶戴梅英曾持股61.77%且担任董事长，截至2019年7月末，瞿曹成、戴梅英已将其持有的全部股权转让给大胜达苏州，并不再担任董事及总经理职务；现大胜人印务为大胜达苏州全资子公司。②2019年11月，公司收购收购成都胜达中天包装制品有限公司（以下简称“胜达中天”）45.00%股权，交易对价为1,441.35万元，主要为了加强公司组织架构管理，胜达中天的关联关系为公司持有其55.00%股权，为公司并表企业。根据公司披露信息，上述偶发性关联交易定价公允，有助于公司减少关联租赁，进一步增强资产完整性和独立性，并最终提升公司核心竞争能力。

4. 在建工程

随着可转债募集资金到位，公司募投项目资金支出压力有所缓解，在建项目完成后，公司纸箱及纸板产能将进一步增长，但新增产能的投资回报有待观察。

公司在建项目主要为年产3亿平方米纸包装制品项目、年产1.5亿平方米绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目和大胜达智能工厂项目。项目计划总投资12.00亿元，截至2020年3月末，已完成投资5.90亿元，未来尚需投资6.10亿元。

年产3亿平方米纸包装制品项目和年产1.5亿平方米绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目既为公司IPO募投项目，也是本次可转债募投项目。其中，年产3亿平方米纸包装制品项目第一期已完工转固，第二期待建；年产1.5亿平方米绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目尚未开工。大胜达智能工厂项目实施主体为浙江大胜达智能包装有限公司（以下简称“大胜达智能”），该项目目前已经正式运行，截至2020年3月末，公司已经投资3.80亿元，未来尚需投资0.20亿元，主要为工程、设备尾款以及增加辅助设备支出。

表9 截至2020年3月末公司在建工程情况（单位：万元）

项目名称	计划投资额	资金来源	已投资额	未来投资计划	
				2020年4-12月	2021年
年产3亿平方米纸包装制品项目	50,000.00	已落实：IPO募投资金18,000.00万元	21,000.00	19,000.00	7,000.00
		待落实：本次可转债募集资金29,000.00万元			
年产1.5亿平方米绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目	30,000.00	已落实：IPO募投资金14,595.44万元	0.00	20,000.00	10,000.00
		待落实：本次可转债募集资金15,000.00万元			
大胜达智能工厂项目	40,000.00	自筹	38,000.00	1,000.00	1,000.00
合计	120,000.00	--	59,000.00	40,000.00	18,000.00

资料来源：公司提供

5. 经营关注

（1）营运资金存在占用

公司与上游供应商的结算账期为45天，给下游客户的信用期一般在6个月以内，且为开拓客户有可能进一步延长账期；公司货款回收周期相对较长，对公司营运资金形成一定占用。如果未来公司销售规模进一步扩大，将进一步加大公司短期营运资金压力。

（2）原材料价格波动风险

公司生产纸箱、纸板的主要原材料为瓦楞原纸、箱板纸等。原材料成本为公司最主要的经营成本，占生产成本的比例约为77%，因此公司原材料支出是影响成本和利润的重要因素。目前公司生

产所需的各类原纸在国内外市场供应充足，但随着木浆价格变动及废纸回收成本逐渐加大，原纸价格存在上涨可能。如果未来原纸的价格大幅上涨，将对公司生产成本控制造成一定压力。

(3) 快速成长导致的管理风险和控制风险

受瓦楞纸包装行业运输经济性的影响（一般认为超过 150 公里不经济），行业内企业的扩张需要决定了公司必须不同的地域建立相对独立的配套生产基地。随着公司基地布局的扩张和业务的逐步开拓，公司在供销、业务、人员、质控、物流等环节也面临越来越高的要求与考验。

6. 未来发展

公司未来主营业务方向不会发生变化，发展规划定位明确，有利于公司的长远发展。

公司自成立以来一直从事纸包装业务的生产与销售业务，未来主营业务方向不会发生变化。公司将充分利用现有技术、人才、客户、品牌、成本等优势，在精细化管理、物联网技术上巩固和发展已取得的成果，并加快包装+互联网营销网络开发，为全面多地布点积极做好标准化工厂孵化准备，在年产 3 亿平方米纸包装制品项目和年产 1.5 亿平方米绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目的基础上，增加生产基地的布点，不断提高公司盈利能力及市场影响力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙），审计结论为标准无保留意见。2020 年一季度财务数据未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

2019 年，公司合并范围内子公司数量为 14 家，较上年增加 1 家，2020 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化；公司主营业务未发生变化，会计政策连续，财务数据可比性强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 21.47 亿元，负债合计 6.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）14.60 亿元，其中归属于母公司所有者权益 14.47 亿元。2019 年，公司实现营业收入 12.66 亿元，净利润（含少数股东损益）1.00 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.64 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.31 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 21.10 亿元，负债合计 6.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）14.61 亿元，其中归属于母公司所有者权益 14.50 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.48 亿元，净利润（含少数股东损益）0.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.96 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.33 亿元。

2. 资产质量

截至 2019 年末，公司资产规模小幅增长，资产结构以非流动资产为主；流动资产中应收账款和存货占比较高，对营运资金存在占用，非流动资产中固定资产占比较高；公司资产受限比例较高，整体资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 21.47 亿元，较年初增长 9.03%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 40.86%，非流动资产占 59.14%，资产结构较年初变化不大。

(1) 流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产为 8.78 亿元，较年初增长 12.95%，主要系货币资金增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 34.21%）、应收账款（占 34.91%）和存货（占 20.60%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金为 3.00 亿元，较年初增长 39.32%，主要系收到首次公开发行募集资金所致。公司货币资金中有 0.34 亿元受限资金，受限比例为 11.37%，由银行承兑保证金（占 95.61%）和信用证保证金（占 4.39%）组成。

截至 2019 年末，公司应收账款为 3.06 亿元，较年初增长 1.30%，变化不大。按照应收账款账面余额统计，公司应收账款账龄以 1 年以内（占 96.18%）为主，累计计提坏账 0.26 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 0.51 亿元，占比为 15.42%，集中度一般。公司应收账款占流动资产比例较高，对其营运资金存在占用。

截至 2019 年末，公司存货为 1.81 亿元，较年初增长 2.97%，变化不大。公司存货主要由原材料（占 82.99%）、在产品（占 3.98%）和库存商品（占 12.40%）构成，累计计提跌价准备 50.50 万元，计提比例为 0.28%，公司主要原材料及纸包装产品市场价格波动较大，公司存货存在一定的跌价风险。

截至 2019 年末，公司其他流动资产为 0.42 亿元，较年初下降 1.14%，变化不大。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产为 12.70 亿元，较年初增长 6.47%，主要系固定资产增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 12.83%）、固定资产（占 61.12%）和无形资产（占 22.64%）构成。

截至 2019 年末，公司长期股权投资为 1.63 亿元，较年初增长 0.73%，变化不大。公司长期股权投资主要是对联营企业的投资，其中，对杭州八戒印刷包装网络有限公司的投资余额为 0.16 亿元，减值准备余额为 0.15 亿元；对浙江爱迪尔包装股份有限公司的投资余额为 1.62 亿元，未计提减值准备。

截至 2019 年末，公司固定资产为 7.76 亿元，较年初增长 46.00%，主要系智能工厂在建工程转固所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 39.30%）和机器设备（占 58.24%）构成，累计计提折旧 2.81 亿元；固定资产成新率为 71.78%，成新率尚可。

截至 2019 年末，公司无形资产为 2.88 亿元，较年初增长 5.25%，主要系土地使用权增加所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 98.41%）构成，累计摊销 0.28 亿元，未计提减值准备。

截至 2019 年末，公司使用受限的资产账面价值共计 5.53 亿元，占资产总额的比例为 25.75%，受限比例较高。

表 10 截至 2019 年末公司资产受限情况（单位：万元、%）

项目	受限金额	占资产总额比例	受限原因
货币资金	3,413.94	1.59	银行承兑保证金、信用证保证金
固定资产	27,796.37	12.94	最高额抵押
无形资产	24,075.87	11.21	最高额抵押
合计	55,286.19	25.75	--

注：1. 最高额抵押为不超过抵押额度
资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 21.10 亿元，较年初下降 1.76%，变化不大。其中，流动资产占 39.28%，非流动资产占 60.72%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2019 年末，公司负债规模明显下降，以流动负债为主；得益于 2019 年 7 月公司 IPO 成功，

公司整体债务负担大幅减轻。

截至 2019 年末，公司负债总额为 6.88 亿元，较年初下降 25.73%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占 77.11%，非流动负债占 22.89%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司流动负债为 5.30 亿元，较年初下降 29.60%，主要系短期借款减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 7.55%）、应付票据（占 39.77%）和应付账款（占 45.65%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款为 0.40 亿元，较年初下降 78.81%，主要系抵押借款减少所致；短期借款全部为抵押借款。

截至 2019 年末，公司应付票据为 2.11 亿元，较年初下降 17.99%，主要系银行承兑汇票减少所致，全部为银行承兑汇票。

截至 2019 年末，公司应付账款为 2.42 亿元，较年初下降 1.45%，变化不大。

截至 2019 年末，公司非流动负债为 1.57 亿元，较年初下降 8.85%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 44.73%）、递延收益（占 33.19%）和递延所得税负债（占 22.08%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款为 0.70 亿元，较年初下降 26.89%，主要系抵押借款减少所致；长期借款全部为抵押借款。公司长期借款将于 2021 年到期。

截至 2019 年末，公司递延收益为 0.52 亿元，较年初增长 32.55%，主要系智能制造项目资助资金增加所致，全部为政府补助。

截至 2019 年末，公司递延所得税负债为 0.35 亿元，较年初下降 6.01%，主要系应纳税暂时性差异减少所致。

2019 年 7 月，公司成功 IPO，净募集资金 3.26 亿元，公司所有者权益规模扩大，并积极偿还短期债务。截至 2019 年末，公司全部债务为 3.21 亿元，较年初下降 40.76%，主要系短期债务减少所致。其中，短期债务占 78.08%，长期债务占 21.92%，以短期债务为主。公司短期债务为 2.51 亿元，较年初下降 43.76%，主要系短期借款减少所致。公司长期债务 0.70 亿元，较年初下降 26.89%，主要系长期借款减少所致。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 32.02%、18.04%和 4.60%，较年初分别下降 14.98 个百分点、16.15 个百分点和 3.85 个百分点。公司债务负担大幅减轻。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额为 6.48 亿元，较年初下降 5.71%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占 75.38%，非流动负债占 24.62%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务为 3.65 亿元，较年初增长 13.57%，主要系短期债务增加所致。其中，公司短期债务为 2.94 亿元（占 80.70%），长期债务为 0.70 亿元（占 19.30%）；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 30.73%和 19.98%，年初分别下降 1.29 个百分点和上升 1.94 个百分点；长期债务资本化比率为 4.60%，较年初没有变化。

（2）所有者权益

截至 2019 年末，由于 IPO 发行成功，公司所有者权益大幅增长，权益结构稳定性较好。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）14.60 亿元，较年初增长 39.85%，主要系公司 2019 年 IPO 发行成功，股本溢价计入资本公积所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.12%，少数股东权益占比为 0.88%。归属于母公司所有者权益 14.47 亿元，股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 28.39%、45.73%、2.12%和 23.75%。所有者权益结构稳定性较好。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）14.61 亿元，较年初增长 0.10%，

较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.20%，少数股东权益占比为 0.80%。归属于母公司所有者权益 14.50 亿元，股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 28.34%、45.67%、0.00%、2.12%和 23.87%。所有者权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2019 年，公司营业收入较上年略有下降；受期间费用增加和新生产基地开工率不高等因素影响，净利润明显下降；公司费用控制能力一般，整体盈利能力有所下降。

2019 年，公司实现营业收入为 12.66 亿元，较上年下降 1.48%；营业成本为 10.38 亿元，较上年增长 1.70%，变化不大；实现净利润为 1.00 亿元，较上年下降 27.09%，主要系 2018 年以来公司在中西部地区开始布局设立生产基地，但基地成立初期订单不足，开工率较低和期间费用增加所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 1.60 亿元，较上年增长 12.57%，主要系销售费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 38.34%、30.42%、28.49%和 2.74%，以销售费用、管理费用和研发费用为主。其中，销售费用为 0.61 亿元，较上年增长 26.47%，主要系运费增加所致；管理费用为 0.49 亿元，较上年下降 0.73%，变化不大；研发费用为 0.46 亿元，较上年增长 20.04%，主要系加大技术研发力度所致；财务费用为 0.04 亿元，较上年下降 33.61%，主要系募集资金到位后，偿还银行贷款所致。2019 年，公司费用收入比为 12.65%，较上年上升 1.58 个百分点。公司费用对利润存在侵蚀，费用控制能力一般。

截至 2019 年末，公司资产减值损失为 287.11 万元，较年初增长 154.07%，主要系存货跌价损失和固定资产减值损失增加所致，包含存货跌价损失（占 10.12%）和固定资产减值损失（占 89.88%）。

2019 年，公司实现投资收益 0.24 亿元，较上年下降 8.55%；投资收益占营业利润比重为 21.29%。2019 年，公司实现其他收益 0.34 亿元，较上年增长 80.72%，主要系省级重点企业设计院等政府补助增加所致；其他收益占营业利润比重为 30.76%，对营业利润影响较大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 17.37%，较上年下降 2.36 个百分点；公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.36%、5.76%和 7.98%，较上年分别下降 3.90 个百分点、3.56 个百分点和 5.96 个百分点。公司盈利指标表现有所弱化。

受新冠肺炎疫情影响，2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.48 亿元，较上年同期下降 12.49%，实现净利润 0.05 亿元，较上年同期下降 77.88%。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金流保持净流入状态，但收入实现质量有待改善；投资活动现金净流出规模大幅下降，筹资活动现金流受 IPO 和偿还银行借款影响较大，仍呈净流入状态。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入量为 9.74 亿元，较上年下降 17.90%，主要系销售商品、提供劳务受到的现金减少所致；经营活动现金流出量为 8.10 亿元，较上年下降 19.43%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。受上述因素影响，2019 年，公司经营活动现金净流入 1.64 亿元，较上年下降 9.40%。2019 年，公司现金收入比为 72.31%，较上年下降 18.11 个百分点，收入实现质量有待改善。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入量为 0.30 亿元，较上年增长 38.32%，主要系收回的土地保证金增加所致；投资活动现金流出量为 1.92 亿元，较上年下降 58.31%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致。受上述因素影响，2019 年，公司投资活动现金净流出 1.61 亿元，较上年下降 63.12%。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入量为5.53亿元，较上年增长57.16%，主要系收到IPO募集资金到账所致；筹资活动现金流出量为4.25亿元，较上年增长317.53%，主要系偿还银行借款增加所致。受上述因素影响，2019年，公司筹资活动现金净流入1.28亿元，较上年下降48.73%。

2020年1—3月，公司经营活动现金流量净额为-0.96亿元，投资活动现金流量净额-0.31亿元，筹资活动现金流量净额0.93亿元，现金及现金等价物净增加额为-0.33亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标表现良好，同时考虑到公司经营规模较大、客户质量较高、过往债务履约情况良好等因素，其整体偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的1.03倍和0.80倍分别上升至1.66倍和1.31倍，流动资产对流动负债的保障程度较强。截至2019年末，公司现金短期债务比由年初的0.54倍上升至1.21倍，现金类资产对短期债务的保障程度较强。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为1.87亿元，较上年下降11.88%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占28.99%）、摊销（占7.70%）和利润总额（占59.45%）构成。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的30.95倍下降至25.95倍，EBITDA对利息的覆盖程度高；公司EBITDA全部债务比由上年的0.39倍上升至0.58倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至2020年3月末，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

截至2020年3月末，公司无对外担保事项。

截至2020年3月末，公司获得银行授信额度为10.24亿元，尚未使用额度7.23亿元，公司间接融资渠道通畅。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（组织机构代码：768216095），截至2020年7月21日，公司无未结清或已结清的关注类、不良类贷款信息记录。公司过往债务履约情况良好。

7. 公司本部财务概况

截至2019年末，公司本部资产规模有所增长，以非流动资产为主；负债规模明显下降，权益结构稳定性高。2019年，公司的营业收入和净利润主要来自于公司本部，公司本部财务状况较为稳健，整体偿债能力很强。

截至2019年末，公司本部资产总额18.56亿元，较年初增长18.73%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产6.72亿元（占36.21%），非流动资产11.84亿元（占63.79%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占36.24%）、应收账款（占27.79%）、其他应收款（占17.16%）和存货（占14.92%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占65.72%）、固定资产（占25.09%）和无形资产（占7.69%）构成。截至2019年末，公司本部货币资金为2.44亿元。

截至2019年末，公司本部负债总额4.84亿元，较年初下降25.52%。其中，流动负债4.58亿元（占比94.52%），非流动负债0.27亿元（占比5.48%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占8.75%）、应付票据（占42.33%）和应付账款（占45.25%）构成，非流动负债包含递延收益（占34.41%）和递延所得税负债（占65.59%）构成。截至2019年末，公司本部资产负债率为26.11%，较年初下降15.51个百分点。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 13.71 亿元，较年初增长 50.28%，主要系公司 2019 年 IPO 发行成功，股本溢价计入资本公积所致，所有者权益稳定性尚可。其中，股本为 4.11 亿元（占 29.96%）、资本公积合计 6.58 亿元（占 47.97%）、未分配利润合计 2.72 亿元（占 19.83%）和盈余公积合计 0.31 亿元（占 2.24%）。

2019 年，公司本部实现营业收入 8.79 亿元，投资净收益 0.56 亿元，利润总额 1.42 亿元，净利润 1.33 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 7.83 亿元和 6.42 亿元，经营活动现金流量净额为 1.40 亿元；投资活动现金流量净额为-1.74 亿元；筹资活动现金流量净额为 1.42 亿元。

七、本次可转换公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产（包含货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据和应收款项融资）为 3.15 亿元，约为“胜达转债”待偿本金余额（5.50 亿元）的 0.57 倍，公司现金类资产对“胜达转债”的覆盖程度一般；公司净资产为 14.61 亿元，约为“胜达转债”待偿本金余额（5.50 亿元）的 2.66 倍，公司净资产能够对“胜达转债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 1.87 亿元，为“胜达转债”待偿本金余额（5.50 亿元）的 0.34 倍，公司 EBITDA 对“胜达转债”的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入 9.74 亿元，为“胜达转债”待偿本金余额（5.50 亿元）的 1.77 倍，公司经营活动现金流入量对“胜达转债”的覆盖程度较好。

从胜达转债的发行条款来看，本次可转债设有条件赎回条款、回售条款及价格修正条款。条款的设置有利于鼓励债券持有人将持有的债券转股。本次可转债转股后，实际需要偿付的债券本息有可能低于发行时的预计水平，同时转股后公司的资产负债水平将进一步降低，公司的偿债能力将有所增强。

综合以上分析，并考虑公司在经营规模、客户质量和生产工艺等方面的综合竞争优势，公司对“胜达转债”的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

跟踪期内，控股股东提供质押担保的股份市值对“胜达转债”的覆盖倍数较高，对提升其信用水平仍有一定积极影响。

“胜达转债”采用股份质押的增信方式。

质押资产方面，出质人新胜达投资将其合法拥有的部分公司股票作为质押资产进行质押担保。担保范围为公司经中国证监会核准发行的本次可转债本金及利息、违约金、损害赔偿金、债权人为实现债权而产生的一切合理费用。投资者一经通过认购或者购买或者其他合法方式取得本次发行的可转债，即视同认可并接受本次可转债的担保方式，授权本次可转债保荐机构（主承销商）作为质权人代理人代为行使担保权益。

质押数量方面，初始出质总股份数=110,000.00 万元÷办理质押登记的前一交易日大胜达收盘价。《股份质押合同》签订后及胜达转债有效存续期间，如公司进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积金转增股本等）导致出质人所持公司股份增加时，出质人应当同比例增加质押股票数量。此外，如质押物市场价值下降，出质人应按照《股份质押合同》的约定相应追加质押。2020 年 6 月 11 日，

新胜达投资将其持有的 75,085,325 股公司股票质押，占其所持股份比例为 27.91%，占公司总股本比例为 18.28%，按照当日收盘价（15.61 元），质押物的价值为 11.72 亿元。

在主债权有效存续期间，如在连续 30 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）持续低于胜达转债尚未偿还本息总额的 120%，质权人有权要求出质人在 30 个工作日内追加提供相应数额的大胜达股票，以使质押股票的价值（以办理追加股票质押手续的前一交易日收盘价格计算）与胜达转债未偿还本金的比率不低于 200%。在质权存续期间，如在连续 30 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）持续超过胜达转债尚未偿还本息总额的 300%，出质人有权请求通过解除质押方式释放部分质押股票，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）不得低于胜达转债尚未偿还本息总额的 200%。

九、综合评价

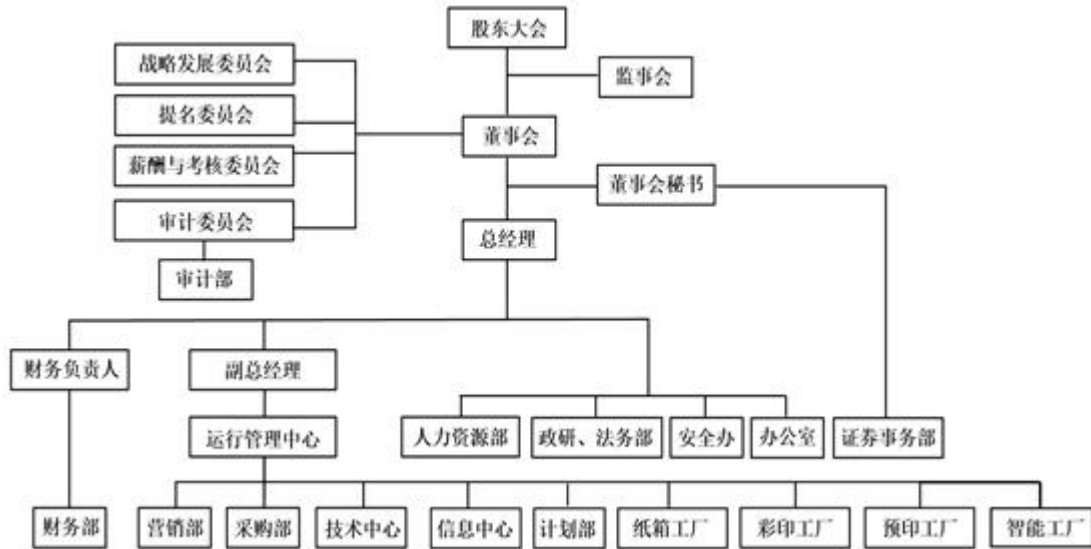
跟踪期内，公司产能规模有所扩大，主要产品纸箱和纸板产销量有所增加，整体经营情况良好。同时，联合评级也关注到公司所处行业竞争激烈、原材料价格波动较大、大额存货和应收账款对营运资金存在占用以及收入实现质量有待改善等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司在建项目逐步竣工投产，公司产销规模将进一步增加，其综合实力有望进一步增强。

“胜达转债”由公司控股股东新胜达投资以其所持公司股票提供质押担保。新胜达投资提供质押担保的股份市值对“胜达转债”的覆盖倍数较高，对提升其信用水平仍有一定积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”，同时维持“胜达转债”的债项信用等级为 AA-。

附件 1 截至 2020 年 3 月末浙江大胜达包装股份有限公司 组织结构图



附件 2 浙江大胜达包装股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	15.16	19.70	21.47	21.10
所有者权益 (亿元)	9.23	10.44	14.60	14.61
短期债务 (亿元)	2.83	4.46	2.51	2.94
长期债务 (亿元)	0.00	0.96	0.70	0.70
全部债务 (亿元)	2.83	5.42	3.21	3.65
营业收入 (亿元)	12.10	12.85	12.66	2.48
净利润 (亿元)	1.67	1.37	1.00	0.05
EBITDA (亿元)	2.28	2.13	1.87	--
经营性净现金流 (亿元)	1.24	1.81	1.64	-0.96
应收账款周转次数 (次)	4.49	4.06	3.86	--
存货周转次数 (次)	6.84	5.93	5.82	--
总资产周转次数 (次)	0.90	0.74	0.62	0.12
现金收入比率 (%)	72.61	90.43	72.31	94.14
总资本收益率 (%)	16.26	10.26	6.36	--
总资产报酬率 (%)	13.78	9.32	5.76	--
净资产收益率 (%)	22.03	13.93	7.98	0.36
营业利润率 (%)	23.36	19.73	17.37	11.50
费用收入比 (%)	9.90	11.07	12.65	13.10
资产负债率 (%)	39.14	47.00	32.02	30.73
全部债务资本化比率 (%)	23.50	34.19	18.04	19.98
长期债务资本化比率 (%)	0.00	8.45	4.60	4.60
EBITDA 利息倍数 (倍)	191.36	30.95	25.95	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.81	0.39	0.58	--
流动比率 (倍)	1.45	1.03	1.66	1.70
速动比率 (倍)	1.13	0.80	1.31	1.34
现金短期债务比 (倍)	1.02	0.54	1.35	0.96
经营现金流动负债比率 (%)	23.42	24.02	30.91	-19.57
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.42	0.39	0.34	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2020 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+研发费用+销售费用+财务费用) /营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

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+应付票据+应付短期融资款+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。