

# 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（2021）

---

项目负责人：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 娟 jyang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年6月18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](http://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 [2021]跟踪 0756 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

二零二一年六月十八日

**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行业地位领先、产能规模持续扩张、客户资源优质以及收入、利润呈上升态势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原料价格波动风险、应收账款规模大且对公司资金造成一定占用、在建项目较多、公司面临一定资金压力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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	70.14	65.12	81.30	84.25
所有者权益合计（亿元）	30.24	32.92	37.90	38.68
总负债（亿元）	39.90	32.20	43.40	45.58
总债务（亿元）	25.04	18.30	22.92	25.81
营业总收入（亿元）	121.66	110.97	120.07	37.49
净利润（亿元）	2.85	2.90	3.27	0.74
EBIT（亿元）	4.78	4.48	4.63	--
EBITDA（亿元）	6.75	6.47	6.57	--
经营活动净现金流（亿元）	5.58	3.91	3.50	1.22
营业毛利率(%)	12.54	13.03	11.36	9.68
总资产收益率(%)	7.10	6.62	6.32	--
资产负债率(%)	56.89	49.45	53.38	54.10
总资本化比率(%)	45.29	35.73	37.69	40.03
总债务/EBITDA(X)	3.71	2.83	3.49	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.55	7.26	8.75	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 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 50 余家生产基地，近年来公司产能持续扩张，截至 2020 年末瓦楞纸板年产能合计 36.00 亿平方米，瓦楞纸箱年产能合计 23.35 亿平方米，规模优势较为显著。
- **客户资源优质。**截至目前，公司已与百威、海尔、美的、格力、HP、TCL 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。
- **跟踪期内，公司收入和净利润稳步增长。**2020 年，尽管面临疫情压力，公司业绩仍然保持了上升态势，其中营业收入达到 120.07 亿元，同比增长 8.20%；净利润达到 3.27 亿元，同比增长 12.74%。

#### 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	上次评级日	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
合兴转债	AA	AA	2020/6/24	5.96	3.00	2019/8/16~2025/8/16	补偿利率说明、回售条款、赎回条款、特别向下修正条款

#### 关注

- **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。2021 年纸价大幅上扬或对公司原材料采购形成一定压力。
  - **应收账款和存货规模扩大，对资金造成一定占用。**跟踪期内，公司应收款和存货增长较快，截至 2021 年 3 月末，公司应收账款及应收款项融资合计 30.41 亿元，存货总额 14.87 亿元，分别占公司总资产的比重为 36.09% 和 17.65%，对公司资金造成一定占用。
  - **未来投资在建项目较多，面临一定投资压力。**跟踪期内，公司签署了隆尧智能环保包装产业园项目和行唐智能环保包装项目，预计总投资额为 8.7 亿元，建造周期 1~2 年。公司尚有其他各类在建项目计划总投资额 15.93 亿元，还需投资 11.54 亿元。
- 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	1.98	否
	青岛合兴包装有限公司纸箱生产建设项目	2.61	1.10	否
	合计	5.96	3.08	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 宏观经济与政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来

的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对

地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**随着国内经济持续向好，居家办公、线上购物和线上教育的普及，包装行业增长能力显著修复，景气指数上升**

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，2020 年，纸和纸板容器制造业累计完成主营业务收入 2,884.74 亿元，同比下滑 2.53%；累计利润总额 144.25 亿元，同比增长 3.99%。

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。2020 年受国内消费升级影响，高端包装纸需求上升，推动形成纸包装行业的差异化竞争格局。

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 2020 年度报告》，2020 年我国瓦楞原纸生产量达 2,390 万吨，较上年增长 7.66%；消费量达 2,776 万吨，较上年增长 16.93%。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，2020 年，

箱纸板生产量达 2,440 万吨，同比增长 11.42%；消费量为 2,837 万吨，同比增长 18.06%。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至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，企业将上游涨价的成本传导至下游客户存在滞后，行业利润空间处于被压缩的状态。2020 年下半年以来，受制于原材料废纸价格、煤炭价格及运输成本的增加，纸厂方面不断提原纸出厂价格，部分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。

图 1：近年来瓦楞纸与白板纸价格走势（元/吨）



资料来源：东方财富 Choice 数据，中诚信国际整理

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。2020 年受疫情影响，居家办公和线上教育成为了全球各地的新趋势，同时，伴随互联网的普及和电商平台服务的完善，我国网络购物的规模又得到了进一步增长，2020 年全国网上零售额 117,601 亿元，同比增长 10.90%，同期快递业务量也呈高速增长态势，快递总量达到 833.6 亿件，业务收入 8,795 亿元，分别同比增长 30.80% 和 16.70%，使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，2020年上半年，受疫情影响等原因造成出口受阻，纸浆价格跌至较低水平，导致包装纸价格持续下滑。2020年下半年，随着国内经济逐步得到修复，纸浆和原纸价格快速上涨，推动了包装纸价格的小幅上调，但也挤压了包装纸企业的盈利空间。值得注意的是，由于海外疫情具有不确定性，对一些纸包装类产品的需求仍具有潜在不确定性影响。

### 跟踪期内，受益于新生产线投产和客户群体扩大，公司产销量均保持增长态势，产品对外销售价格受原材料价格影响有所波动

2020年，青岛合兴项目和环保包装4.0项目生产线投入使用，公司产能有所提升。受益于国内疫情得到控制和经济运行平稳增长，包装纸需求增加，2020年公司瓦楞纸板和瓦楞纸箱产销量均呈小幅上涨态势，受市场对新增产能消纳速度较慢影响，瓦楞纸箱产销率有所下滑。

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
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	瓦楞纸板	359,960.00	273,548.48	173,080.57	75.99	98,837.18	99.40
	瓦楞纸箱	233,450.00	168,039.39	--	71.98	151,139.31	89.94
2021.1~3	瓦楞纸板	107,062.50	79,121.59	52,440.14	73.90	26,030.68	97.56
	瓦楞纸箱	66,075.00	51,161.11	-	77.43	39,121.89	76.47

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，受原材料价格波动及市场供需影响，2020年公司下调纸板和纸箱平均销售价格，2021年以来，原纸价格快速回升，公司纸箱销售价格亦有所上涨。从毛利率水平来看，2020年下半年以来，原纸价格上涨，但公司对下游提价能力存在滞后期，瓦楞包装和缓冲包装毛利率有所下降，此外，受益于规模效益的体现，单位成本下降，彩盒包装毛利率有所提升。2021年一季度，受原纸价格上涨影响，公司瓦楞包装产品毛利率降低。

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	2018	2019	2020	2021.1~3
纸箱	4.44	3.89	3.58	3.72
纸板	2.58	2.21	2.20	2.44

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：近年来公司各类产品毛利率情况（亿元，%）

分产品	2019		2020	
	收入	毛利率	收入	毛利率
瓦楞包装	87.60	12.33	90.86	10.46
彩盒包装	2.90	8.59	4.06	11.09
缓冲包装	2.50	11.22	2.60	9.83
工业用纸	14.43	1.15	19.10	1.61
其他	3.53	83.80	3.45	90.55
<b>合计</b>	<b>110.97</b>	<b>13.03</b>	<b>120.07</b>	<b>11.36</b>

瓦楞包装	87.60	12.33	90.86	10.46
彩盒包装	2.90	8.59	4.06	11.09
缓冲包装	2.50	11.22	2.60	9.83
工业用纸	14.43	1.15	19.10	1.61
其他	3.53	83.80	3.45	90.55
<b>合计</b>	<b>110.97</b>	<b>13.03</b>	<b>120.07</b>	<b>11.36</b>

注：2020年公司执行新收入准则，将运输费用计入营业成本

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司销售为“产品直销、以销定产”的模式，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，客户包括百威、海尔、美的、格力、HP、TCL、玛氏、京东方、青岛啤酒、联合利华、百事食品、顺丰等，此外，2020年公司开发海天、今麦郎、君乐宝、歌尔股份、古井贡酒、农夫山泉等新客户，为未来业绩的持续增长奠定基础。2020年，受益于公司客户群体的增加，前五大销售客户销售占比较2019年小幅下降1.70个百分点。

**表 5：2020 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	42,046.40	3.50
第二名	纸箱	39,835.21	3.32
第三名	纸箱	26,614.28	2.22
第四名	纸箱	25,566.70	2.13
第五名	纸箱	25,210.98	2.10
合计	--	159,273.56	13.27

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 90~120 天，结算账期较长，公司应收账款规模较高。

### 公司采购规模有所扩大，2020 年公司原纸采购均价

**表 6：近年来公司主要采购产品情况（万吨、亿元）**

原材料	2018		2019		2020		2021.1~3	
	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	76.20	27.87	84.57	25.39	100.54	30.27	25.81	8.81
箱板纸	76.78	32.10	87.19	30.55	99.59	34.62	24.74	9.60
其他原纸	10.07	4.64	11.18	4.68	15.03	6.14	4.44	2.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年，公司向前五大供应商采购金额占比较 2019 年小幅上升 2.14 个百分点，公司采购商集中度有所提高。

**表 7：2020 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	186,994.48	14.65
第二名	原纸	90,723.92	7.11
第三名	原纸	75,771.37	5.94
第四名	原纸	38,371.27	3.01
第五名	原纸	35,392.03	2.77
合计	--	427,253.07	33.48

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“包装产业链云平台（PSCP）”项目，截至 2020 年末，云平台合作客户已达 2,458 家，实现交易额 43 亿元，同比增长 26.36%，有助于公司

### 保持稳定，2021 年以来原材料采购单价有所上升，公司面临一定成本控制压力

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%。2020 年以来，公司业务规模继续增长，材料采购需求随之扩大。2020 年，瓦楞原纸和箱板原纸价格先抑后扬，总体来看，采购均价较 2019 年保持稳定。2021 年一季度，木浆价格上涨推动采购单价上升，公司面临一定成本控制压力。

采用轻资产方式拓展产能，实现资源对接和整合。

智能包装集成服务建设（IPS）项目方面，2020 年公司继续推进签约的项目，新设备的投入提升公司生产能力。在疫情阶段，IPS 锁定部分客户在公司的业务量，2020 年 IPS 的销售额达 1.98 亿元。

投资计划方面，2020 年 11 月，公司启动了隆尧智能环保包装产业园项目，该项目计划在河北省隆尧县投资 3.6 亿元建设厂房，建成后年产能达到 1.2 亿平方米中高端纸制品；2021 年 3 月，公司签署了行唐智能环保包装项目，该项目计划在河北省行唐县投资 5.1 亿元建设厂房，建成后年产能达到 2.5 亿平方米纸品包装。中诚信国际关注到，截至 2021 年 3 月末，公司在建项目主要为生产基地建设，投资规模较大，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 2021 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
合兴包装卫辉年产 4000 万 m <sup>2</sup> 环保预印包装箱项目	11,995.08	4,029.55
合兴包装重庆智能环保包装生产基地项目	47,040.42	3,515.47
隆尧智能环保包装产业园项目	36,000.68	2,138.83
青岛合兴包装纸箱生产建设项目	29,802.00	11,420.03
湖北环保包装工业 4.0 智能工厂建设项目	34,444.65	22,788.58
<b>合计</b>	<b>159,282.83</b>	<b>43,892.46</b>

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 2018~2020 年度财务报表和公司公开披露未经审计的 2021 年一季度财务报告。公司各期财务报表均依据新会计准

**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	2019		2020		2021.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
瓦楞包装	87.60	12.33	90.86	10.46	26.34	8.57
彩盒包装	2.90	8.59	4.06	11.09	1.42	11.74
缓冲包装	2.50	11.22	2.60	9.83	0.87	7.55
工业用纸	14.43	1.15	19.10	1.61	7.78	1.65
其它	3.53	83.80	3.45	90.55	1.08	93.24
<b>合计/综合毛利率</b>	<b>110.97</b>	<b>13.03</b>	<b>120.07</b>	<b>11.36</b>	<b>37.49</b>	<b>9.68</b>

行业板块	2019		2020		2021.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
包装制造行业	76.93	16.75	77.06	15.15	24.32	11.76
供应链服务	34.03	4.62	43.00	4.57	13.16	5.83
<b>营业总收入/综合毛利率</b>	<b>110.97</b>	<b>13.03</b>	<b>120.07</b>	<b>11.36</b>	<b>37.49</b>	<b>9.68</b>

注：其他收入主要来自包装剩余的废纸销售及物业租赁；2020 年公司执行新收入准则，将运输费用计入营业成本，2019 年和 2020 年运输费分别为 1.56 亿元和 1.62 亿元。

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。2020 年由于新会计准则要求将运输费计入营业成本，公司销售费用有所下降，2020 年公司继续加大研发投入，研发支出占营业收入的 1.62%。受上述因素影响，公司期间费用及期间费用率有所下降。2020 年，信用减值损失主要为计提的应收账款和其他应收款坏账损失。

则编制，财务数据均采用报表期末数字。

## 2020 年公司营业收入和利润规模稳步提升，利润率有所下滑；2021 年以来，原纸价格快速提升，毛利率呈下降态势

受益于市场拓展的增强，2020 年度公司营业收入同比增长 8.20%。其中，受益于公司推广 PSCP 平台，供应链服务收入呈增长态势。受原纸价格上涨及 PSCP 收入占比提高影响，业务毛利率有所下降。

2021 年一季度，公司销售收入与净利润较上年同期均有大幅增长，主要是上年同期受疫情影响导致业务量下滑。产品毛利率方面，受纸价大幅上扬影响，公司毛利率水平呈下降态势，中诚信国际将对新冠肺炎疫情及纸价波动对公司的生产经营盈利情况产生的影响保持关注。

公司的利润主要来自经营性业务利润，2020 年，受公司收入增加影响，经营性业务利润、EBIT 和 EBITDA 均有所上升，受当期资产增长较快影响，总资产收益率呈下滑态势。

**表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	10.68	11.06	9.75	2.71

期间费用率(%)	8.78	9.97	8.12	7.23
经营性业务利润	4.27	3.37	3.95	0.87
资产减值损失	0.75	0.04	0.19	0
投资收益	0.06	0.32	-0.05	0
利润总额	3.56	3.59	3.88	0.87
EBIT	4.78	4.48	4.63	--
EBITDA	6.75	6.47	6.57	--
EBITDA 利润率(%)	5.55	5.83	5.47	--
总资产收益率(%)	7.10	6.62	6.32	--

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，受公司增加借款力度的影响，债务规模和财务杠杆水平均有所上升，同时应收账款和存货占用的资金总额有所增加

2020年以来，受公司扩大营业规模及增加原纸备货以应对纸价上涨影响，公司应收账款、存货均有所增加，二者对公司资金形成一定占用。此外，公司增加借款规模，货币资金有所上升。非流动资产方面，受公司持续推进项目投资影响，固定资产和在建工程有所增加，无形资产增加系公司拍得土地使用权。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	7.98	5.12	6.92	8.57
应收账款	26.81	25.70	30.95	30.41
存货	11.96	10.82	14.00	14.87
<b>流动资产合计</b>	<b>48.36</b>	<b>43.32</b>	<b>54.74</b>	<b>56.87</b>
长期股权投资	0.50	0.03	0	0
固定资产	12.97	12.43	14.90	15.65
在建工程	0.58	0.87	1.26	1.07
无形资产	5.19	5.43	6.11	6.31
<b>非流动资产合计</b>	<b>21.78</b>	<b>21.80</b>	<b>26.57</b>	<b>27.38</b>
<b>资产合计</b>	<b>70.14</b>	<b>65.12</b>	<b>81.30</b>	<b>84.25</b>

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

公司负债仍主要由有息债务和应付账款构成。2020年，受项目建设和拓展业务等因素影响，公司增加借款规模，同时，公司以银行承兑结算规模扩大，有息债务增长，且短期债务占比增加，债务结构有待优化。应付账款的增加主要系业务扩大造成未支付货款增多。受上述因素影响，公司总债务和总负债均有所上升，财务杠杆亦有所提高。

所有者权益方面，截至2020年末，受益于利润

累积和“合兴转债”实施转股，公司所有者权益有所增长。2020年，公司现金分红1.24亿元，占当期归属于上市公司普通股股东净利润的比重为42.70%。

表 12：近年来公司主要负债和权益情况（亿元、%）

指标	2018	2019	2020	2021.3
短期债务	22.59	13.23	17.04	19.90
长期债务	2.45	5.07	5.89	5.92
长短期债务比(X)	9.22	2.61	2.89	3.36
总债务	25.04	18.30	22.92	25.81
应付账款	11.87	10.77	16.61	16.12
总负债	39.90	32.20	43.40	45.58
所有者权益合计	30.24	32.92	37.90	38.68
资产负债率	56.89	49.45	53.38	54.10
总资本化比率	45.29	35.73	37.69	40.03

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有所下滑，其对债务本金的覆盖能力有所减弱

受保证金结算进度影响，公司经营活动净现金流略有下降。2020年，公司加快推进在建项目建设，投资活动现金流出规模加大。筹资活动方面，受增加借款影响，公司筹资活动现金呈净流入态势。未来，公司仍将继续推进产能的扩张，仍有一定的资金需求。

2020年，受债务规模上升的影响，EBITDA及经营活动净现金流对债务覆盖能力有所减弱。受益于疫情期间，公司融资成本下降，利息支出有所减少，二者对其覆盖能力有所增强。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	5.58	3.91	3.50	1.22
投资活动净现金流	-2.53	-1.99	-5.79	-1.24
筹资活动净现金流	-2.45	-3.46	4.11	1.38
经营活动净现金流/短期债务	0.25	0.30	0.21	0.25*
经营活动净现金流/总债务	0.22	0.21	0.15	0.19*
经营活动净现金流/利息支出	4.58	4.39	4.65	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	15.25	13.15	7.56	--
EBITDA 利息保障倍数	5.55	7.26	8.75	--
总债务/EBITDA	3.71	2.83	3.49	--
EBITDA/短期债务	0.30	0.49	0.39	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理  
加“\*”数据已年化处理

## 公司是 A 股上市公司，具有直接融资渠道；受限资产较小，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 2021 年 3 月末，公司在各大金融机构中共获得人民币 47.72 亿元的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为人民币 26.33 亿元，具有一定备用流动性。

资产抵质押方面，截至 2021 年 3 月末，公司受限资产合计 5.46 亿元，占期末总资产比重为 6.48%，其中，公司有 1.78 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 2.02 亿元、无形资产 1.14 亿元、投资性房地产 0.39 亿元。另外，截至 2021 年 4 月 21 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 1.29 亿股，占其持股比例的 32.54%，占公司总股本比例 10.43%。

对外担保方面，截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保。

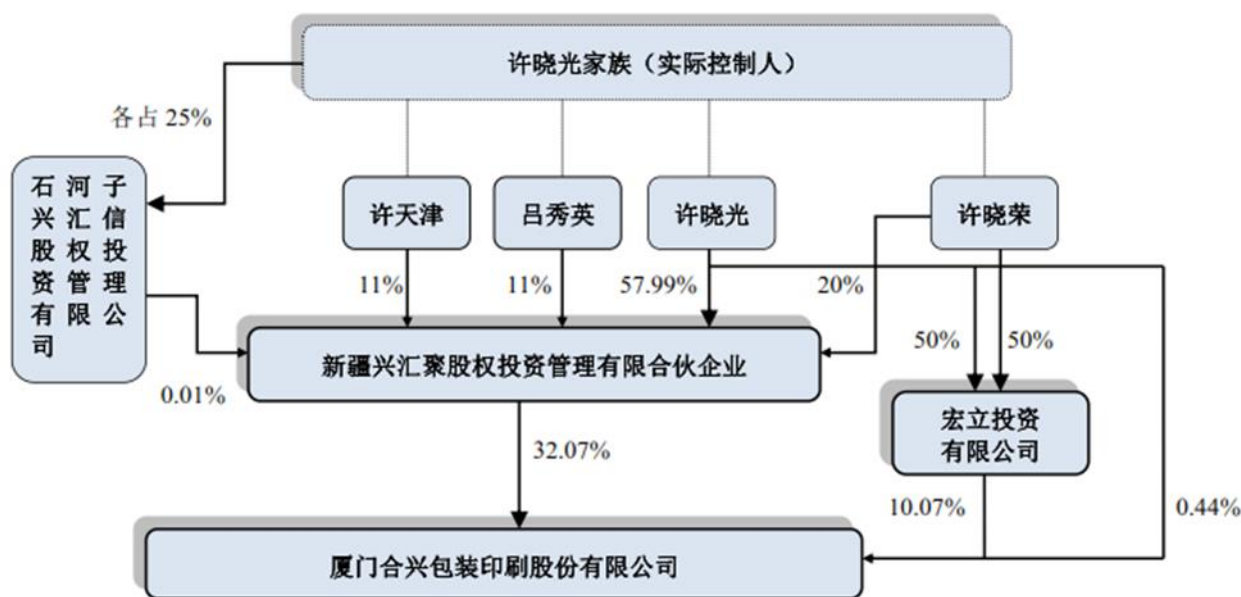
未决诉讼方面，截至 2021 年 3 月末，公司无对公司运营产生影响的未决重大诉讼或仲裁事项。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料。截至 2021 年 5 月 8 日，公司无未结清不良贷款信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约的记录。

## 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**。

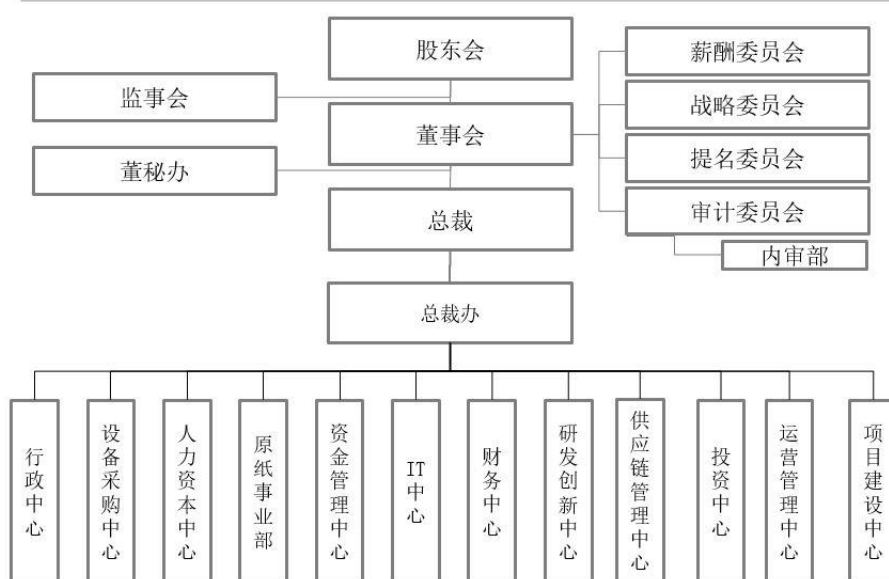
## 附一：厦门合兴包装印刷股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



部分子公司	持股比例(%)
湖北合兴包装印刷有限公司	100.00
佛山合信包装有限公司	100.00
合肥合信包装有限公司	70.00
滁州华艺柔印环保科技有限公司	100.00
湖北华艺包装印刷科技有限公司	100.00



## 厦门合兴包装印刷股份有限公司 组织架构



## 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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	79,774.57	51,193.20	69,150.80	85,659.79
应收账款净额	268,069.69	256,972.11	309,498.21	304,096.75
其他应收款	4,470.83	8,982.60	12,228.19	12,664.69
存货净额	119,626.45	108,222.22	139,977.05	148,665.60
长期投资	6,810.70	2,060.43	1,780.00	1,780.00
固定资产	129,747.26	124,328.97	149,001.05	156,478.70
在建工程	5,796.57	8,711.23	12,644.03	10,691.81
无形资产	51,879.73	54,269.79	61,071.14	63,075.64
总资产	701,360.35	651,230.58	813,048.70	842,525.05
其他应付款	8,620.77	8,378.92	10,483.33	9,593.65
短期债务	225,858.94	132,334.17	170,386.38	198,969.36
长期债务	24,500.00	50,709.25	58,851.41	59,177.77
总债务	250,358.94	183,043.42	229,237.79	258,147.13
净债务	170,584.37	131,850.22	160,086.99	172,487.34
总负债	398,971.92	322,032.98	434,029.83	455,772.43
费用化利息支出	12,172.80	8,909.65	7,512.22	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	302,388.43	329,197.61	379,018.86	386,752.62
营业总收入	1,216,612.76	1,109,678.26	1,200,656.61	374,850.30
经营性业务利润	42,713.96	33,650.35	39,507.90	8,720.78
投资收益	573.11	3,207.68	-470.77	2.36
净利润	28,537.03	29,036.73	32,736.10	7,350.04
EBIT	47,808.19	44,786.01	46,268.76	--
EBITDA	67,519.56	64,715.04	65,727.93	--
经营活动产生现金净流量	55,805.13	39,106.90	34,953.42	12,240.05
投资活动产生现金净流量	-25,307.01	-19,863.84	-57,928.20	-12,430.44
筹资活动产生现金净流量	-24,510.10	-34,568.86	41,054.55	13,810.09
资本支出	27,392.54	26,302.86	60,343.80	12,930.81
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	12.54	13.03	11.36	9.68
期间费用率(%)	8.78	9.97	8.12	7.23
EBITDA 利润率(%)	5.55	5.83	5.47	--
总资产收益率(%)	7.10	6.62	6.32	--
净资产收益率(%)	9.85	9.19	9.24	7.68*
流动比率(X)	1.31	1.65	1.49	1.47
速动比率(X)	0.99	1.24	1.11	1.08
存货周转率(X)	8.80	8.47	8.58	9.38*
应收账款周转率(X)	4.90	4.23	4.24	4.89*
资产负债率(%)	56.89	49.45	53.38	54.10
总资本化比率(%)	45.29	35.73	37.69	40.03
短期债务/总债务(%)	90.21	72.30	74.33	77.08
经营活动净现金流/总债务(X)	0.22	0.21	0.15	0.19*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.25	0.30	0.21	0.25*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.58	4.39	4.65	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	15.25	13.15	7.56	--
总债务/EBITDA(X)	3.71	2.83	3.49	--
EBITDA/短期债务(X)	0.30	0.49	0.39	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.55	7.26	8.75	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.93	5.03	6.16	--

注：各期财务报表均按照新会计准则编制；2021年一季度财务报告数据未经审计；加“\*”指标已年化处理，由于缺乏相关数据，部分指标无法计算；2020年和2021年一季度其他应付款包含应付利息和应付股利

### 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。