

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2021】198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

信评委主任

程春岩
二〇二一年六月十八日

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。



苏州华源控股股份有限公司 主体及“华源转债”2021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 | 2021/6/18 | AA-/稳定 | 高君子 | 高君子 莫琛 |

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 | 13.42 |
| | 营业总收入 | 20.00 | 11.34 |
| 盈利能力和运营效率 | 利润总额 | 20.00 | 9.69 |
| | 净资产收益率 | 5.00 | 3.07 |
| | 应收账款周转次数 | 5.00 | 2.99 |
| 债务负担与保障程度 | 存货周转次数 | 5.00 | 4.67 |
| | 资产负债率 | 5.00 | 5.00 |
| | 流动比率 | 8.00 | 7.35 |
| | EBITDA 利息倍数 | 7.00 | 4.60 |

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

公司主营金属包装和塑料包装制品的生产和销售，产品质量较好，规格齐全，金属包装产能规模较大，仍是国内领先的金属包装生产企业之一；受产品结构调整影响，2020年公司金属包装制品收入有所提升；受益于新增产能投产以及下游客户埃克森美孚订单量增加，塑料包装制品销量增加，2020年公司塑料制品业务收入和毛利润增加。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，业务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；跟踪期内，金属包装制品产品结构调整，单位生产成本增加导致毛利率下降，叠加计提减值因素，公司利润总额有所下降。

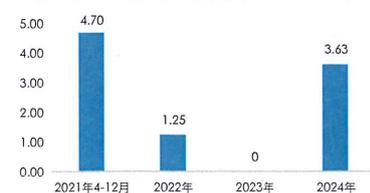
综合分析，东方金诚维持华源控股主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，维持“华源转债”的信用等级为 AA-。

主要指标及依据

2020 年收入构成



债务结构 (亿元、%)



主要数据和指标

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
|-----------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额(亿元) | 23.11 | 23.64 | 25.57 | 28.14 |
| 所有者权益(亿元) | 14.39 | 15.38 | 15.82 | 15.87 |
| 全部债务(亿元) | 6.19 | 5.99 | 7.35 | 8.93 |
| 营业总收入(亿元) | 13.84 | 16.66 | 17.82 | 4.80 |
| 利润总额(亿元) | 0.69 | 0.82 | 0.58 | 0.09 |
| 经营性净现金流 (亿元) | 0.37 | 1.07 | 0.20 | -1.34 |
| 营业利润率 (%) | 18.14 | 20.08 | 18.20 | 14.95 |
| 资产负债率 (%) | 37.73 | 34.95 | 38.14 | 43.60 |
| 流动比率 (%) | 260.19 | 289.57 | 226.85 | 191.82 |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 4.74 | 3.35 | 4.67 | - |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 7.96 | 4.77 | 4.32 | - |

注：表中数据来源于公司 2018 年~2020 年的审计报告及 2021 年 1~3 月未经审计的合并财务报表

优势

- 公司主营金属包装和塑料包装制品的生产和销售，产品质量较好，规格齐全，金属包装产能规模较大，仍是国内领先的金属包装生产企业之一；
- 公司生产基地贴近客户布局，及时满足客户需求，供货稳定性高，跟踪期内，与阿克苏、立邦和 PPG 等国际大型化工涂料企业仍保持稳定合作，受产品结构调整影响，2020 年公司金属包装制品收入有所提升；
- 受益于新增产能投产以及下游客户埃克森美孚订单量增加，塑料包装制品销量增加，2020 年公司塑料制品业务收入和毛利润增加。

关注

- 公司下游客户主要集中在涂料行业且客户集中度高，业务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；
- 跟踪期内，金属包装制品产品结构调整，单位生产成本增加导致毛利率下降，叠加计提减值因素，公司利润总额有所下降。

评级展望

公司评级展望为稳定。预计 2021 年随着国内疫情持续有效控制，下游需求恢复，以及产能逐步释放，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- | 2020/6/19 | 高君子、罗修 | 《一般轻工制造企业信用评级方法及模型》 (RTFC006201907) | 阅读原文 |
| 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) | 阅读原文 |

注：自 2018 年 6 月 11 日（首次评级）至今，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 | 2020/6/19 | 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 2020 年度审计报告、2021 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 2021 年 5 月末，公司股本 31597.51 万股，第一大股东李志聪对其持股比例 36.44%，跟踪期内持股比例略有下降，实际控制人仍为自然人李炳兴、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 2020 年末，公司金属包装产品拥有年产 12531.03 万只化工罐、53979.68 万只食品包装等产品的生产能力，化工罐产能不变，食品包装产能略有下降；塑料包装产品拥有 5901.68 万只注塑产品、12838.36 万只吹塑产品的生产能力，产能同比有所增加。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额为 28.14 亿元，所有者权益 15.87 亿元，资产负债率 43.60%，纳入合并报表范围子公司增加 2 家，为 15 家。2020 年和 2021 年 1~3 月，公司营业收入分别为 17.82 亿元和 4.80 亿元，利润总额分别为 0.58 亿元和 0.09 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 7.58 元/股。截至 2020 年末，尚未转股的“华源转债”金额为 36316.09 万元，占“华源转债”发行总量的 90.7902%。2021 年 6 月 4 日公告，公司将于 6 月 11 日调整转股价格为 7.37 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 2021 年 3 月末，已按照募集说明书中披露的用途使用 2.95 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 2.63 亿元，项目投资进度 88.63%，咸宁华源年产 1730 万只印铁制罐项目已使用募集资金 0.32 亿元，项目投资进度 33.21%，0.95 亿元用于购买结构性存款，其余未使用的募集资金存放于募集资金专户。

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。公司于 2020 年 11 月 27 日按期支付了“华源转债”2019 年 11 月 27 日至 2020 年 11 月 26 日期间的利息，共计支付利息 254.21 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

在低基数和经济修复作用下，2021 年一季度 GDP 增速大幅冲高，短期内物价呈抬头之势

一季度 GDP 同比增速达到 18.3%，两年复合增速为 5.0%，整体上延续了去年二季度以来的稳健修复势头，但距疫情前 6.0%的增长水平仍有一定差距。一季度经济增长结构改善，原有的“生产强、消费弱”局面有所改观，商品和服务消费加速，而工业生产已过修复高峰点，其中 3 月出现明显减速迹象。另外，疫情受到稳定控制后，一季度服务业生产和消费正在迅速复苏。预计二季度 GDP 增速将回落至 8.0%左右，两年复合增长率则升至 5.5%，消费将成为拉动经济增长的主要动力。值得注意的是，受前期国际大宗商品价格剧烈上升影响，3 月 PPI 同比达到 4.4%，CPI 同比转正上行。我们判断，二季度物价将延续较快上涨势头。不过，考虑到下半年国际大宗商品价格大幅续升的可能性不大，本轮物价上涨或仅为短期现象。

二季度宏观政策不会因通胀抬头而明显收紧，货币政策将延续“紧信用、稳货币”格局，今年财政政策力度温和下调

近期物价上升势头引发监管层关注，但考虑到国内经济修复基础尚需进一步夯实，加之外部不确定性较大，宏观政策整体上将延续“不急转弯”基调。这意味着短期内加息升准的可能性很小，二季度市场利率将继续围绕政策利率小幅波动。在货币投放方面，今年稳定宏观杠杆率目标明确，M2 和社融增速在 3 月恢复回落势头，预计年末这两项指标将分别下调 1 到 2 个百分点，信贷投放中“有保有压”的结构性特征将进一步凸显。2021 年目标财政赤字率和新增地方政府专项债规模降幅较小，对小微企业的定向减税措施加码。今年首次提出降低政府杠杆率目标，地方政府隐性债务将受到更严格管控，部分弱质平台信用风险值得关注。

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，化工罐和塑料包装需求持续增加，2020年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%。根据中国包装联合会统计数据显示，中国包装行业规模以上企业2020年中国包装行业累计完成营业收入10064.58亿元，同比下滑1.17%；累计完成利润总额610.38亿元，同比增长24.90%。

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。2020年全国涂料产量2459.10万吨，同比增长2.6%。营业收入3054.34亿元，同比下降2.8%；利润总额累计为245.97亿元，同比增长5.5%。

跟踪期内，金属包装行业主要原材料马口铁价格中枢上移，原材料成本有所上升

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。2020年5月~2021年4月，马口铁价格持续上涨，金属包装行业原材料成本上升，2021年5月以来，马口铁价格有所回落，当期仍处于高位震荡。

图表 1：2004 年 11 月~2021 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 ¹ | 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、增强产品性能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。

¹ 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。

业务运营

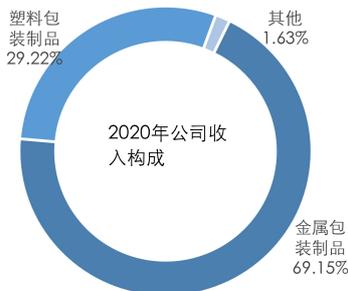
经营概况

跟踪期内，公司收入和毛利润仍主要来自金属包装制品，2020年公司收入有所增加，毛利润和毛利率有所下降

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，产品结构进一步完善。2020年，公司营业收入同比增长6.95%，毛利润同比下降3.40%，毛利率同比下降1.99个百分点。2021年一季度，公司收入和毛利润分别同比增加104.39%和64.70%；受原材料价格上涨影响，毛利率同比下降3.56个百分点。

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 | 2018年 | | 2019年 | | 2020年 | | 2021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 | 11.00 | 79.50 | 11.65 | 69.92 | 12.32 | 69.15 | 3.28 | 68.25 |
| 塑料包装制品 | 2.65 | 19.06 | 4.79 | 28.75 | 5.21 | 29.22 | 1.49 | 30.93 |
| 其他 | 0.20 | 1.44 | 0.22 | 1.33 | 0.29 | 1.63 | 0.04 | 0.82 |
| 合计 | 13.84 | 100.00 | 16.66 | 100.00 | 17.82 | 100.00 | 4.80 | 100.00 |
| | 毛利润 | 毛利率 | 毛利润 | 毛利率 | 毛利润 | 毛利率 | 毛利润 | 毛利率 |
| 金属包装制品 | 2.00 | 18.22 | 2.44 | 20.94 | 2.30 | 18.69 | 0.53 | 16.02 |
| 塑料包装制品 | 0.54 | 20.64 | 0.95 | 19.75 | 0.96 | 18.35 | 0.19 | 12.56 |
| 其他 | 0.07 | 35.23 | 0.07 | 32.08 | 0.08 | 29.01 | 0.03 | 74.32 |
| 合计 | 2.62 | 18.93 | 3.46 | 20.75 | 3.34 | 18.76 | 0.74 | 15.43 |



数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司主营金属包装和塑料包装制品的生产和销售，产品质量较好，规格齐全，金属包装产能规模较大，仍是国内领先的金属包装生产企业之一

公司具备金属包装、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，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，产品质量较好。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。公司现有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。

截至2020年末，公司金属包装产品拥有年产12531.03万只化工罐、56979.68万只食品包装等产品的生产能力，产能规模较大，仍是国内领先的金属包装生产企业之一。

1. 金属包装制品

公司金属包装制品生产基地贴近客户布局，及时满足客户需求，供货稳定性高，2020年受产品结构调整影响，公司金属包装制品产能、产量和产能利用率均有所下降

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，以服务相关区域客户，在节约物流成本的同时为客户提供更及时的服务，供货稳定性高。2020年公司小罐金属制品产量下降，18L花篮桶产量增加，受产品结构调整影响，金属包装制品产能、产量和产能利用率均有所下降。2021年一季度金属包装制品产量和产能利用率同比提升，主要系上年同期受新冠肺炎疫情影响，下游需求受到抑制所致。

图表 4: 2018 年~2020 年及 2021 年 1~3 月公司产品生产情况 (单位: 万只 (万张)、%)

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 1~3 月 | |
|------|--------|----------|----------|--------------|----------|
| 化工罐 | 产能 | 11567.10 | 12531.03 | 12531.03 | 3132.76 |
| | 产量 | 10570.69 | 12031.29 | 11723.35 | 2929.22 |
| | 产能利用率 | 91.39 | 96.01 | 93.55 | 93.50 |
| 食品包装 | 产能 | 49608.32 | 56986.40 | 53979.68 | 14246.60 |
| | 产量 | 43285.92 | 54016.49 | 46605.37 | 12029.64 |
| | 产能利用率 | 87.26 | 94.79 | 86.34 | 84.44 |

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2021 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, 其中清远项目基本建设完毕, 预计 2021 年投产, 咸宁项目因为进度延后, 尚处于建设期, 预计 2022 年投产, 预计投产后公司化工罐和印涂铁产能将进一步扩大。

受大型金属包装制品订单增加, 小型金属罐订单减少, 产品结构调整影响, 产品销量下降, 价格上涨, 业务收入有所增加, 但受原材料马口铁价格持续上涨影响, 毛利润和毛利率同比有所下降, 预计 2021 年随着下游需求逐步恢复, 业务获利能力将有所改善

公司采取以销定产的生产模式, 2020 年公司小型金属包装制品订单减少, 18L 花篮桶订单增加, 产品结构调整。受产品结构调整影响, 化工罐和食品包装销量均有所下降, 产销率虽略有下降, 但仍处于较好水平。受产品结构调整, 产品单价高的大型金属包装制品销量增加, 产品单价增加影响, 公司化工罐和食品包装制品收入均有所增加。2020 年公司金属包装制品收入 12.32 亿元, 同比增长 5.77%。2021 年一季度, 公司金属包装制品销量同比大幅增长, 主要系上年同期受新冠肺炎疫情影响, 下游需求弱, 销量较低所致, 产品价格提高主要系当期原材料价格持续上涨, 公司与客户谈判产品提价所致。受销量增加和产品提价影响, 2021 年一季度, 金属包装制品业务实现收入 3.28 亿元, 同比增加 108.73%, 毛利润 0.53 亿元, 同比增长 67.08%。预计 2021 年, 下游需求逐步恢复, 将有助于公司金属包装制品业务获利能力的改善。

² 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。

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 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年1~3月 | |
|------|-------|----------|----------|-----------|----------|
| 化工罐 | 销量 | 10617.57 | 12055.83 | 11727.73 | 2962.30 |
| | 产销率 | 100.44 | 100.20 | 100.04 | 101.13 |
| | 销售均价 | 8.62 | 7.98 | 8.65 | 9.19 |
| | 销售收入 | 91536.40 | 96264.39 | 101456.71 | 27224.54 |
| 食品包装 | 销量 | 43479.76 | 54059.11 | 45023.90 | 12714.96 |
| | 产销率 | 100.45 | 100.08 | 96.61 | 105.70 |
| | 销售均价 | 0.42 | 0.37 | 0.48 | 0.43 |
| | 销售收入 | 18472.38 | 20231.27 | 21759.74 | 5505.65 |

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³、PPG⁴、佐敦⁵、中涂化工⁶、叶氏化工⁷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。公司销售货款结算方式为银行承兑汇票和电汇, 账期一般 1~3 个月。2020 年公司前五大客户销售收入占比为 53.91%, 同比基本稳定, 客户集中度仍较高, 单一客户的变化对公司收入影响仍较大。

总体来看, 2020 年公司下游客户仍主要集中在涂料行业且客户集中度高, 业务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。

受产品结构调整, 产销量下降, 直接材料和制造费用单位成本增加影响, 2020 年公司金属包装制品业务获利能力有所下降, 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, 2020 年占比分别为 78.68%、8.08%和 13.24%, 受产销量下降影响, 直接材料和制造费用占营业成本的比例有所增加, 其中直接材料主要有马口铁、涂料、油墨等, 以马口铁为主。2020 年 5 月以来, 原材料

³ 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。

⁴ 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、佛山市百润化工有限公司的统称。

⁵ 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。

⁶ 中涂化工 (上海) 有限公司、中涂化工 (广东) 有限公司的统称。

⁷ 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。

马口铁价格持续上涨，公司增加马口铁备货，原材料采购量上升；全年马口铁平均价格同比基本持平，涂料采购均价有所上涨，油墨价格持续下降。2020年，受产品结构调整，产销量下降，直接材料和制造费用单位成本增加影响，公司金属包装制品毛利润同比下降5.60%，毛利率同比下降4.00个百分点，主营业务获利能力有所下降。2021年一季度，受主要原材料马口铁价格持续上涨影响，毛利率较2020年下降2.67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）⁸

| 项目 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年1~3月 | |
|---------|-------|----------|----------|-----------|----------|
| 马口铁 | 采购量 | 10147.89 | 11642.69 | 12505.30 | 2642.03 |
| | 采购均价 | 5.15 | 4.89 | 4.82 | 5.33 |
| | 采购总额 | 52291.64 | 56950.49 | 60266.14 | 14081.42 |
| 涂料 | 采购量 | 284.27 | 303.22 | 315.95 | 54.82 |
| | 采购均价 | 22.78 | 22.25 | 23.22 | 21.90 |
| | 采购总额 | 6475.76 | 6745.30 | 7335.87 | 1200.40 |
| 油墨 | 采购量 | 10.94 | 10.22 | 10.66 | 1.81 |
| | 采购均价 | 98.39 | 104.08 | 91.43 | 78.10 |
| | 采购总额 | 1076.10 | 1063.46 | 974.66 | 141.74 |
| 主要原材料合计 | 采购量 | 10443.11 | 11956.13 | 12831.91 | 2698.67 |
| | 采购均价 | 5.73 | 5.42 | 5.34 | 5.72 |
| | 采购总额 | 59843.50 | 64759.25 | 68576.67 | 15423.56 |

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。2020年公司金属包装制品前五大供应商占比68.87%，同比提高12.74个百分点，供应商集中度进一步提高。

2. 塑料包装制品业务

受天津、太仓和常州生产基地产能投产影响，塑料包装制品产能进一步增加，受下游客户埃克森美孚公司订单增加，塑料制品产量同比增加，但吹塑制品产能利用率仍不高，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

公司塑料包装制品业务由子公司瑞杰科技运营，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。2020年，受天津、太仓和常州生产基地产能投产影响，塑料包装制品产能进一步增加，受下游客户埃克森美孚公司订单增加，塑料制品产量同比增加，其中注塑产品受新增产能尚未有效释放影响，产能利用率有所下降，吹塑制品产能利用率逐步提升。2021年一季度受下游需求逐步回升，塑料包装制品产量和产能利用率均同比上升。

⁸ 2018年采购数据为企业调整后数据。

图表 7: 2018 年以来公司塑料包装制品生产情况 (单位: 万只、%)⁹

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 1~3 月 | |
|------|--------|---------|----------|--------------|---------|
| 注塑产品 | 产能 | 3401.74 | 5225.00 | 5901.68 | 1613.17 |
| | 产量 | 2732.18 | 4239.42 | 4635.45 | 1279.59 |
| | 产能利用率 | 80.32 | 81.14 | 78.54 | 79.32 |
| 吹塑产品 | 产能 | 3395.78 | 11724.04 | 12838.36 | 3201.17 |
| | 产量 | 1843.87 | 4822.92 | 7280.89 | 2155.66 |
| | 产能利用率 | 54.30 | 41.14 | 56.71 | 67.34 |

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。

受益于下游客户埃克森美孚订单增加, 塑料包装制品销量增加, 2020 年公司塑料制品收入和毛利润增加, 预计 2021 年随着下游需求恢复叠加产能逐步释放, 业务获利能力将有所改善

公司采取以销定产的生产模式, 跟踪期内, 产销率整体有所下降, 但仍处于较好水平。2020 年公司塑料包装制品销量增加; 塑料制品销售均价有所下降。2020 年, 受益于销量增加, 公司塑料制品业务收入 5.21 亿元, 同比增长 8.68%, 毛利润 0.96 亿元, 同比增长 0.96%, 基本持平。2021 年一季度, 塑料制品销量和价格均同比增加, 公司塑料制品收入同比增加 107.45%, 毛利润同比增加 65.81%。预计 2021 年下游需求逐步恢复叠加产能逐步释放, 业务获利能力将有所改善。

图表 8: 2018 年以来公司塑料制品销售情况 (单位: 万只、元/只、万元、%)

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 1~3 月 | |
|------|--------|----------|----------|--------------|---------|
| 注塑产品 | 销量 | 3210.06 | 5084.22 | 5355.44 | 1436.43 |
| | 产销率 | 117.49 | 119.93 | 95.65 | 92.16 |
| | 销售均价 | 6.04 | 6.55 | 6.09 | 6.55 |
| | 销售收入 | 19392.93 | 33287.88 | 32631.01 | 9410.19 |
| 吹塑产品 | 销量 | 1815.39 | 4479.83 | 7148.45 | 1925.84 |
| | 产销率 | 98.46 | 92.89 | 98.18 | 89.34 |
| | 销售均价 | 3.60 | 3.22 | 2.72 | 2.86 |
| | 销售收入 | 6539.18 | 14409.67 | 19428.05 | 5505.65 |

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, 毛利率有所下降, 公司原材料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, 2020 年占比分别为 78.92%、7.37%和 13.70%, 其中直接材料主要有塑料颗粒等, 跟踪期内, 直接材料和制造费用占成本比例提高。受塑料包装制品产量增加影响, 2020 年主要原材料采购量有所上升, 采购价

⁹ 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。

格有所下降。2020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1.40个百分点。2021年一季度，毛利率同比下降3.56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 | 2021年1~3月 | |
|---------|-------|----------|----------|-----------|---------|
| 注塑 PP | 采购量 | 927.26 | 1807.85 | 1905.38 | 581.53 |
| | 采购均价 | 8.96 | 7.96 | 7.17 | 7.67 |
| | 采购总额 | 8305.73 | 14392.52 | 13660.85 | 4458.70 |
| 吹塑 HDPE | 采购量 | 310.24 | 579.72 | 1202.59 | 353.52 |
| | 采购均价 | 9.25 | 7.38 | 6.52 | 7.00 |
| | 采购总额 | 2870.54 | 4277.07 | 7835.27 | 2474.71 |
| 主要原材料合计 | 采购量 | 1237.50 | 2387.57 | 3107.98 | 935.05 |
| | 采购均价 | 9.03 | 7.82 | 6.92 | 7.42 |
| | 采购总额 | 11176.28 | 18669.59 | 21496.13 | 6933.41 |

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。2020年公司前五大供应商占比38.64%，同比下降5.99个百分点，供应商集中度仍较高。

公司治理与战略

跟踪期内，公司董事会、监事会完成换届选举并聘任高级管理人员，除此以外，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2021年6月4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50.20%；合计所持公司股份累计被质押股份数额为6620.00万股，占合计所持股份的41.74%，占公司总股本的20.95%。

2020年7月30日，公司公告非公开发行股票二次修订预案，拟非公开发行股票不超过9330.88万股，募集资金总额不超过1.93亿元，计划投资塑料包装产品天津生产基地项目。瑞杰科技塑料包装产品的生产基地分散于天津瑞杰和天津华源瑞杰，场地分散，不利于集中管理，且场地为租赁性质，不确定性较大，生产自动化程度较低。本次非公开发行股票募投项目实施完成后，公司将通过购置土地及新建厂房的方式于天津新建生产基地，将天津瑞杰及天津华源瑞杰产能整合至天津基地，将消除原租赁场地的经营不确定性，降低租赁成本，实现集中管理，提升运营效率。

本次非公开发行完成后，李炳兴、陆杏珍和李志聪仍为公司实际控制人，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。公司于2020年11月3日收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《关于核准苏州华源控股股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2020]2775号），核准公司非公开发行不超过9330.8782万股新股，截至本报告出具日，公司尚未完成非公开定向增发股票相关事宜。

财务分析

财务概况

公司提供了2020年合并财务报告和2021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2020年合并财务报告进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计报告。2021年1~3月财务报表未经审计。

跟踪期内,公司新设立了两家全资子公司:苏州华源新材料技术研发有限公司、华源瑞杰智能包装(天津)有限公司,截至2020年末,公司纳入报表合并范围的直接控股子公司增加至15家。

资产构成与资产质量

跟踪期内,公司资产总额有所增加,结构仍以流动资产为主,流动资产中存货和应收账款占比仍较高

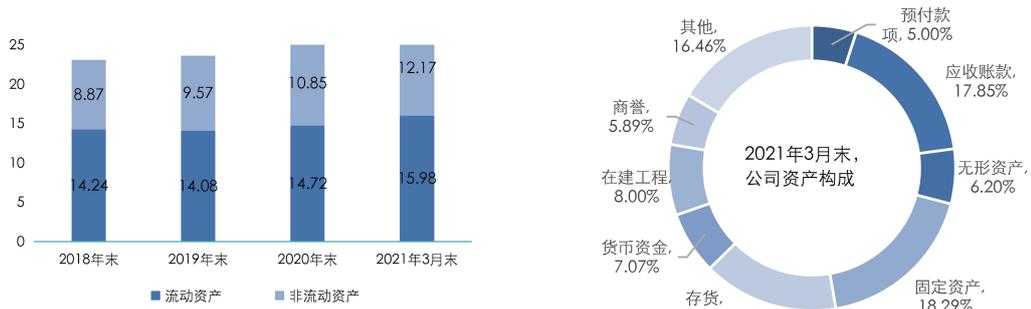
跟踪期内,公司资产总额有所增加,其中2020年末,公司资产总额同比增长8.14%,主要系在建工程增加所致,2021年3月末资产总体较2020年末增长10.08%,主要系无形资产和使用权资产增加所致;其中流动资产占资产的比重有所下降,截至2021年3月末,流动资产占资产总额的比例为56.76%,但资产构成仍以流动资产为主。

跟踪期内,公司流动资产有所增加,主要系存货持续增加所致。2021年3月末,公司流动资产主要由应收账款、存货、货币资金和预付款项等构成,占比分别为31.45%、26.85%、12.45%和8.81%,合计占流动资产比重为79.56%。随着收入规模增加,跟踪期内,公司应收账款有所增加,2020年末,计提坏账准备0.31亿元;应收账款期末余额前五名合计2.41亿元,占比51.05%,同比基本持平,集中度仍较高;应收账款周转率为4.13次,同比增加0.03次;存货规模持续增加,2020年末,公司计提跌价准备928.24万元;存货周转率为4.30次,同比下降0.39次;随着募集资金陆续投入项目建设,货币资金下降持续下降;预付款项为公司预付马口铁的采购款,增幅较大主要系马口铁价格自2020年5月开始震荡上涨,公司预付采购款金额增加所致。

跟踪期内,公司非流动资产持续增加,其中2020年末,公司非流动资产同比增长13.38%,主要系募投项目建设在建工程和固定资产增加所致,2021年3月末,非流动资产较2020年末增加12.20%,主要系使用权资产和无形资产增加所致。2021年3月末,公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和商誉等构成,占比分别为42.30%、18.50%、14.34%和13.63%,合计占非流动资产比重为88.76%。随着在建工程陆续转固以及新购置机器设备和电子设备等,公司固定资产持续增加;随着“华源转债”募投项目咸宁工程持续投入以及总部厂房改造的投入,2020年末,在建工程同比增加75.59%,2021年3月末,受部分在建工程转固影响,略有下降;公司无形资产仍以土地使用权和办公软件为主,受新购置办公软件影响,2020年末无形资产同比增加1.19%,受购置办公软件增加影响,2021年3月末,无形资产较2020年末增加55.63%;商誉为公司收购瑞杰科技形成,2020年,受公司计提商誉减值0.27亿元影响,商誉期末余额同比下降13.91%。¹⁰

¹⁰ 2020年根据公司聘请的国众联资产评估土地房地产估价有限公司出具的《评估报告》(国众联评报字[2021]3-0051号),包含商誉的资产组或资产组组合可收回金额为

图表 10：近三年末公司资产构成（亿元）



| 项目 | 2018年末 | 2019年末 | 2020年末 | 2021年3月末 |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 应收账款 | 3.92 | 4.23 | 4.41 | 5.02 |
| 存货 | 2.77 | 2.86 | 3.87 | 4.29 |
| 货币资金 | 5.85 | 4.42 | 3.18 | 1.99 |
| 预付款项 | 0.52 | 0.32 | 0.60 | 1.41 |
| 流动资产合计 | 14.24 | 14.08 | 14.72 | 15.98 |
| 固定资产 | 4.11 | 4.16 | 4.93 | 5.15 |
| 在建工程 | 0.57 | 1.32 | 2.31 | 2.25 |
| 无形资产 | 1.09 | 1.11 | 1.12 | 1.74 |
| 商誉 | 1.93 | 1.93 | 1.66 | 1.66 |
| 非流动资产合计 | 8.87 | 9.57 | 10.85 | 12.17 |
| 资产总额 | 23.11 | 23.64 | 25.57 | 28.14 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2020 年末公司受限资产规模为 5939.32 万元，占资产总额的比重为 2.32%，占净资产的比例为 3.75%。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。

资本结构

跟踪期内，受益于经营积累及“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

跟踪期内，受益于部分“华源转债”转股以及经营积累，公司所有者权益增加。截至 2021 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 45.34%、25.96%、19.91%和 5.53%，合计占所有者权益比重为 96.74%。公司资本公积和未分配利润占比仍较高，若公司大规模分红，对所有者权益稳定性形成一定影响。

2020 年末和 2020 年 3 月末，公司资本公积均为 7.20 亿元，实收资本均为 3.16 亿元，其中 2020 年末，公司资本公积同比增加 4.72%，实收资本同比增加 1.59%，主要系部分“华源转债”转股所致；受益于经营积累，公司未分配利润有所增加，2020 年末和 2021 年 3 月末，公司未分配利润分别为 4.07 亿元和 4.12 亿元；同期，其他权益工具均为 0.88 亿元，为可转换公司债券权益成分公允价值，其中 2020 年末同比下降 9.19%，主要系部分“华源转债”转股，对

4.36 亿元，包含商誉的资产组或资产组组合可收回金额为 4.36 亿元，账面价值 4.63 亿元，本期应确认商誉减值损失 0.37 亿元，其中归属于公司应确认的商誉减值损失 0.27 亿元。

应的权益成分公允价值同比例减少所致。

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

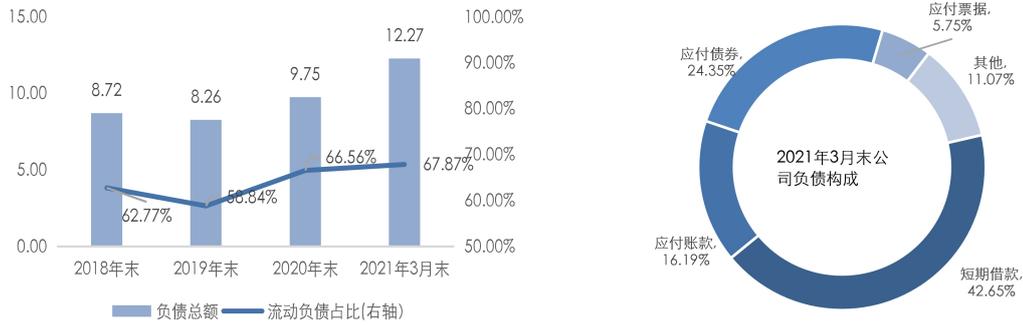
跟踪期内，公司负债结构仍以流动负债为主，受原材料马口铁涨价，公司备货，短期借款增加影响，全部债务增幅较大

跟踪期内，公司负债总额增幅较大，主要系短期借款等流动负债增加所致；流动负债占比持续增加，截至 2021 年 3 月末，流动负债占负债总额的比例增至 67.87%，负债构成仍以流动负债为主。

跟踪期内，公司流动负债增幅明显，其中 2020 年末同比增长 33.50%，2021 年 3 月末较 2020 年末增加 28.33%，主要系短期借款增加所致；2021 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 62.83%、23.85%和 8.47%，合计占流动负债比重为 95.15%。跟踪期内，受原材料涨价公司备货影响，公司短期借款大幅增加，受应付材料款增加影响，应付账款和应付票据均小幅增加。

2020 年末和 2021 年 3 月末，公司非流动负债分别为 3.26 亿元和 3.94 亿元，2020 年末，公司非流动负债同比下降 4.13%，主要系部分“华源转债”转股所致。2021 年 3 月末，公司非流动负债中应付债券占比 75.77%；公司应付债券为“华源转债”，2020 年末和 2021 年 3 月末，分别为 2.93 亿元和 2.99 亿元，其中 2020 年末同比下降 0.09%，系转股所致，2021 年 3 月末较 2020 年末增长 0.06%，主要是“华源转债”计提利息所致。

图表 12: 公司总负债构成情况 (单位: 亿元)



| 项目 | 2018年末 | 2019年末 | 2020年末 | 2021年3月末 |
|----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 短期借款 | 3.22 | 2.60 | 3.95 | 5.23 |
| 应付账款 | 1.60 | 1.46 | 1.63 | 1.99 |
| 应付票据 | 0.15 | 0.36 | 0.47 | 0.71 |
| 流动负债合计 | 5.47 | 4.86 | 6.49 | 8.33 |
| 应付债券 | 2.82 | 3.02 | 2.93 | 2.99 |
| 非流动负债合计 | 3.25 | 3.40 | 3.26 | 3.94 |
| 负债合计 | 8.72 | 8.26 | 9.75 | 12.27 |

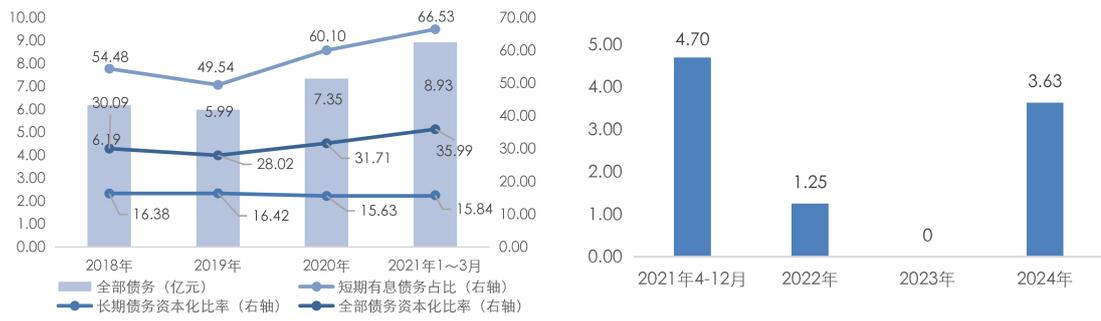
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 受原材料涨价, 公司采购备货, 短期借款增加影响, 全部债务增幅较大, 其中2020年末同比增加22.67%, 2021年3月末较2020年末增加21.52%; 公司短期有息债务占比大幅提高, 2020年末和2021年3月末, 占比分别为60.10%和66.53%, 其中2020年末占比同比提高10.57个百分点, 债务结构调整以长期有息债务为主; 同期, 资产负债率有所增加, 公司资产负债率分别为38.14%和43.60%, 其中2020年末同比增加3.19个百分点, 2021年3月末较2020年末增加5.47个百分点; 全部债务资本化比率分别为31.71%和35.99%, 其中2020年末同比增加3.69个百分点。

从债务期限结构来看, 以2021年3月末公司全部债务为基础, 公司的短期有息债务于2021年4~12月到期4.70亿元, 2022年到期1.25亿元, 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2021年3月末, 尚未转股的华源转债金额为3.63亿元。¹¹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”。

¹¹ 与应付债券中的2.99亿元存在差异, 系因部分华源转债计入权益核算。

图表 13: 公司债务构成情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

对外担保方面, 截至 2021 年 3 月末, 公司无对外担保。

盈利能力

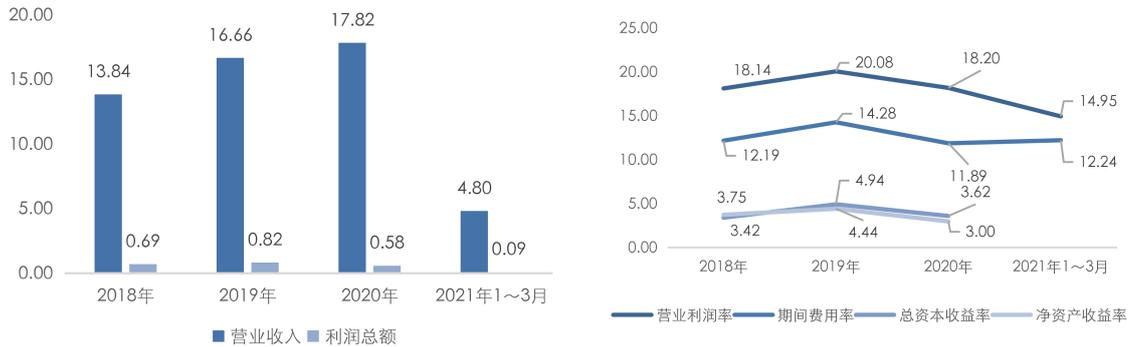
受金属包装制品产品结构调整以及塑料包装制品下游客户埃克森美孚公司订单增加影响, 2020 年公司收入增加, 但受单位生产成本增加以及商誉减值和应收账款减值影响, 公司利润下降, 预计 2021 年下游需求回升以及产能逐步释放将有助于盈利能力的改善

受金属包装制品产品结构调整以及塑料包装制品下游客户埃克森美孚公司订单增加影响, 2020 年公司营业收入为 17.82 亿元, 同比增加 6.94%; 受金属包装制品产品结构调整, 产量下降, 单位直接材料和制造费用增加影响, 营业利润率同比下降 1.88 个百分点; 公司总资本收益率为 3.62%, 同比下降 1.33 个百分点; 净资产收益率为 3.00%, 同比下降 1.44 个百分点。公司期间费用占营业收入比重同比下降 2.39 个百分点。

公司投资收益为 0.06 亿元, 同比下降 0.06 亿元, 主要为权益法核算的长期股权投资收益亏损所致; 营业外收入为 40.09 万元, 同比下降 93.78%, 主要为公司收到供应商赔款减少所致。2020 年公司信用减值损失为-3388.87 万元, 主要为应收河北晨阳工贸集团有限公司的账款计提减值, 同比增加 0.31 亿元, 资产减值损失-0.36 亿元, 主要系常州瑞杰的商誉减值, 同比增加 0.05 亿元。受营业利润率下降以及非经营性损益下降影响, 利润总额同比下降 29.61%。

2021 年 1~3 月, 公司营业收入为 4.80 亿元, 利润总额为 0.09 亿元, 分别同比增加 104.75% 和 49.63%, 主要系上年同期受新冠肺炎疫情疫情影响, 下游需求下降; 同期, 营业利润率 14.95%, 较 2020 年下降 3.25 个百分点, 主要系原材料马口铁持续上涨所致。预计 2021 年, 随着国内疫情得到有效控制, 下游需求回升以及产能逐步释放, 有助于公司盈利能力的改善。

图表 14：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

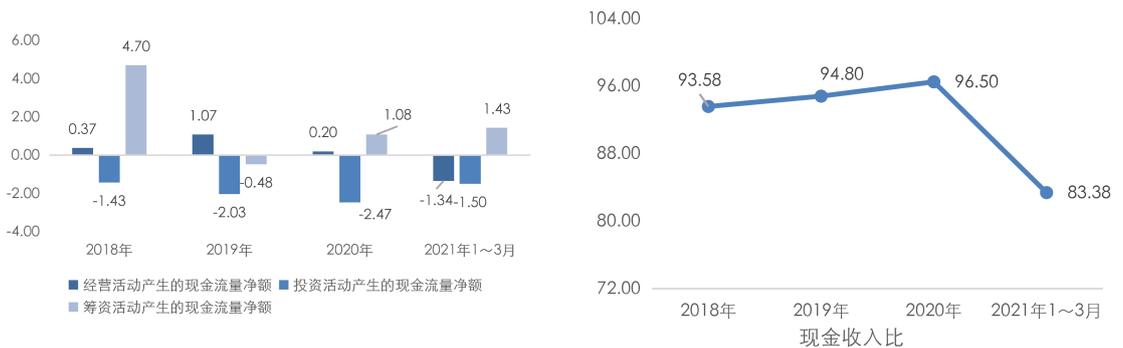
现金流

受原材料价格上涨，公司备货存货增加影响，公司经营活动净现金流下降，“华源转债”募投项目投入投资活动现金流净流出规模增加，对外部融资依赖加大，筹资性净现金流增加

2020年，公司经营活动产生的现金流量净额为0.20亿元，同比下降81.41%，主要系存货增加所致；公司投资活动产生的现金流量净额为-2.47亿元，净流出规模进一步扩大，主要系“华源转债”募投项目投入所致；公司筹资活动产生的现金流量净额为1.08亿元，净流出转为净流入主要系新增借款所致。

2021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-1.34亿元、-1.50亿元和1.43亿元。受应收账款增加影响，现金收入比下降至83.38%。

图表 15：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，公司资产流动性有所下降，但仍处于较好水平，2020年末，公司流动比率和速动比率、经营现金流动负债比均进一步下降，其中经营现金流动负债比受公司备货存货增加，经营性净现金流降幅较大影响同比下降18.97个百分点。

2020年公司EBITDA为1.57亿元，同比下降11.99%，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有所下降。

图表 16：2018 年~2020 年及 2021 年 3 月公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
|-------------|--------|--------|--------|------------|
| 流动比率 | 260.19 | 289.57 | 226.85 | 191.82 |
| 速动比率 | 209.63 | 230.68 | 167.28 | 140.32 |
| 经营现金流动负债比 | 6.80 | 22.04 | 3.07 | - |
| EBITDA 利息倍数 | 7.96 | 4.77 | 4.32 | - |
| 全部债务/EBITDA | 4.74 | 3.35 | 4.67 | - |

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 2021 年 6 月 3 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。公司于 2020 年 11 月 27 日按期支付了“华源转债”2019 年 11 月 27 日至 2020 年 11 月 26 日期间的利息，共计支付利息 254.21 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2021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。2020年营业收入主要来源于咨询服务，2021年1月公司开始开展化工产品贸易业务。根据东方恒业经审计的本部财务报表，截至2020年末，东方恒业（本部）资产总额6.02亿元，所有者权益4.99亿元，资产负债率17.02%；2020年，东方恒业实现营业收入52.55万元，同比下降65.34%；利润总额-229.41万元，同比减少54.85万元。

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，2020年营业收入来源于咨询服务，收入和毛利润大幅减少，利润总额继续下降；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；负债规模有所下降，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；2020年，受未分配利润为负影响，所有者权益下降；2020年，公司经营现金流入和流出均显著增长，经营性净现金流变为净流出，无投资和筹资活动。

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。

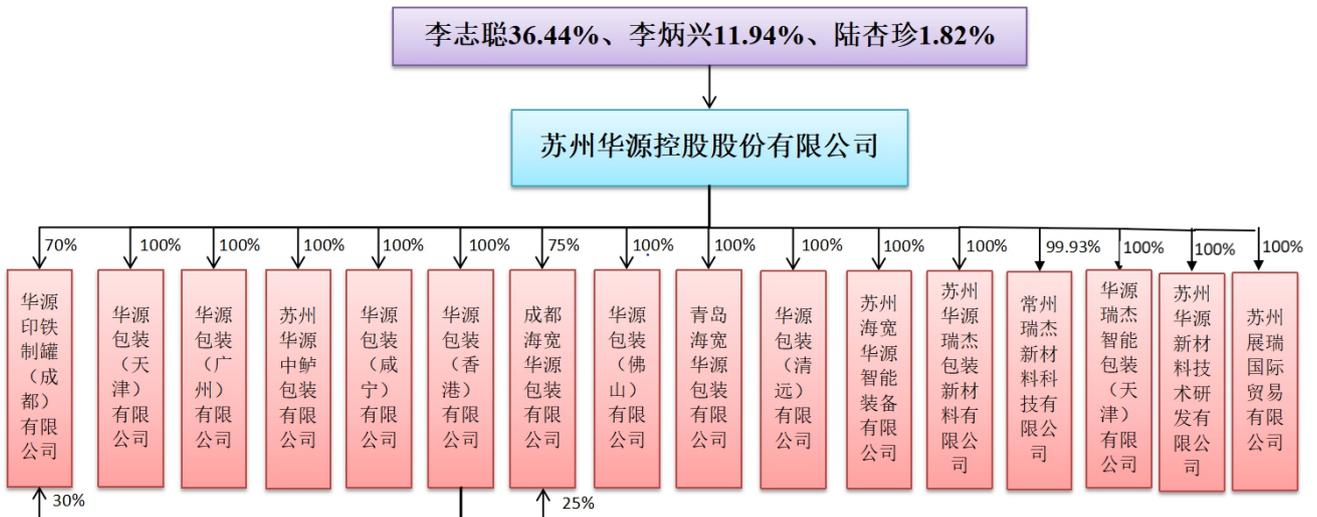
抗风险能力及结论

跟踪期内，公司主营金属包装和塑料包装制品的生产和销售，产品质量较好，规格齐全，金属包装产能规模较大，仍是国内领先的金属包装生产企业之一；公司生产基地贴近客户布局，及时满足客户需求，供货稳定性高，跟踪期内，与阿克苏、立邦和 PPG 等国际大型化工涂料企业仍保持稳定合作，受产品结构调整，产品单价高的大型金属包装制品订单增加影响，2020 年公司金属包装制品收入有所提升；受益于新增产能投产以及下游客户埃克森美孚订单量增加，塑料包装制品销量增加，2020 年公司塑料制品业务收入和毛利润增加。

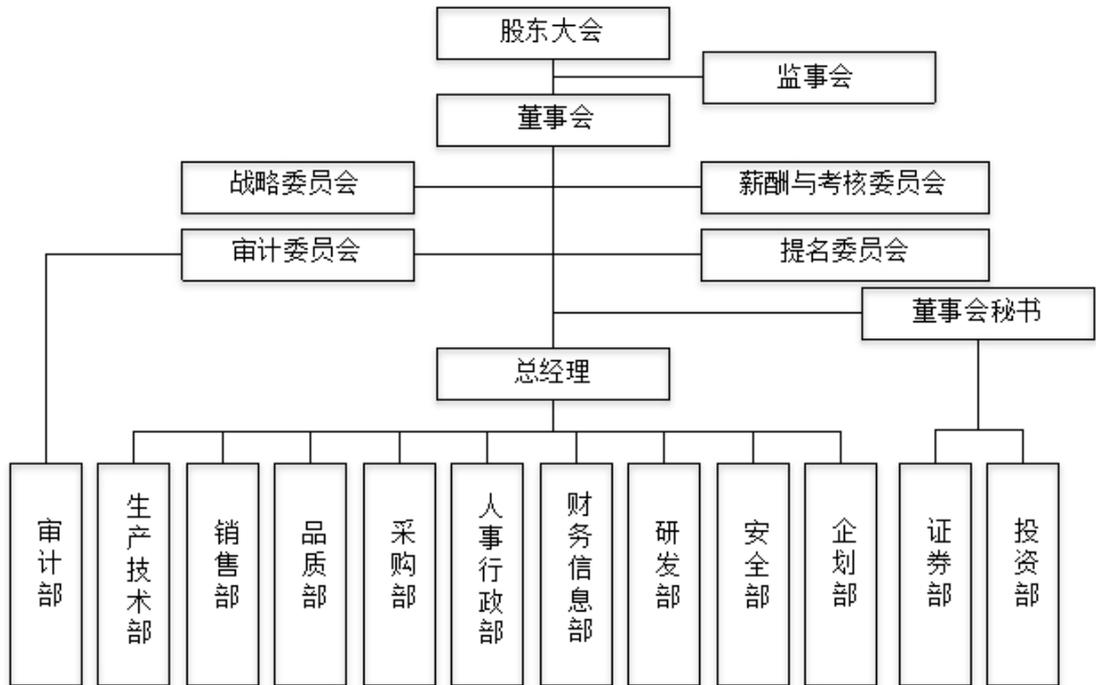
同时，东方金诚也关注到，公司下游客户主要集中在涂料行业且客户集中度高，业务易受涂料行业景气度的变化及下游主要客户经营稳定性的影响；公司吹塑制品产能利用率处于较低水平，拟建塑料制品项目达产后若下游需求不及预期，将面临产能释放风险；跟踪期内，金属包装制品产品结构调整，单位生产成本增加导致毛利率下降，叠加计提减值因素，公司利润总额有所下降。

综合考虑，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，并维持“华源转债”的信用等级为 AA-。

附件一：截至2021年5月末公司股权结构图



附件二：截至 2021 年 5 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 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年1~3月 |
|-------------------|--------|--------|--------|-----------|
| 主要财务数据及指标 | | | | |
| 资产总额（亿元） | 23.11 | 23.64 | 25.57 | 28.14 |
| 所有者权益（亿元） | 14.39 | 15.38 | 15.82 | 15.87 |
| 负债总额（亿元） | 8.72 | 8.26 | 9.75 | 12.27 |
| 短期债务（亿元） | 3.37 | 2.97 | 4.41 | 5.94 |
| 长期债务（亿元） | 2.82 | 3.02 | 2.93 | 2.99 |
| 全部债务（亿元） | 6.19 | 5.99 | 7.35 | 8.93 |
| 营业收入（亿元） | 13.84 | 16.66 | 17.82 | 4.80 |
| 利润总额（亿元） | 0.69 | 0.82 | 0.58 | 0.09 |
| 净利润（亿元） | 0.54 | 0.68 | 0.47 | 0.06 |
| EBITDA（亿元） | 1.31 | 1.79 | 1.57 | - |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 0.37 | 1.07 | 0.20 | -1.34 |
| 投资活动产生的现金流量净额（亿元） | -1.43 | -2.03 | -2.47 | -1.50 |
| 筹资活动产生的现金流量净额（亿元） | 4.70 | -0.48 | 1.08 | 1.43 |
| 毛利率（%） | 18.93 | 20.75 | 18.76 | 15.43 |
| 营业利润率（%） | 18.14 | 20.08 | 18.20 | 14.95 |
| 销售净利率（%） | 3.90 | 4.10 | 2.66 | 1.17 |
| 总资本收益率（%） | 3.42 | 4.94 | 3.62 | - |
| 净资产收益率（%） | 3.75 | 4.44 | 3.00 | - |
| 总资产收益率（%） | 2.33 | 2.89 | 1.85 | - |
| 资产负债率（%） | 37.73 | 34.95 | 38.14 | 43.60 |
| 长期债务资本化比率（%） | 16.38 | 16.42 | 15.63 | 15.84 |
| 全部债务资本化比率（%） | 30.09 | 28.02 | 31.71 | 35.99 |
| 货币资金/短期债务（%） | 173.36 | 149.00 | 72.02 | 33.50 |
| 非筹资性现金净流量债务比率（%） | -17.04 | -16.02 | -30.93 | - |
| 流动比率（%） | 260.19 | 289.57 | 226.85 | 191.82 |
| 速动比率（%） | 209.63 | 230.68 | 167.28 | 140.32 |
| 经营现金流动负债比（%） | 6.80 | 22.04 | 3.07 | - |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 7.96 | 4.77 | 4.32 | - |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 4.74 | 3.35 | 4.67 | - |
| 应收账款周转率（次） | - | 4.09 | 4.13 | - |
| 销售债权周转率（次） | - | 3.67 | 4.00 | - |
| 存货周转率（次） | - | 4.69 | 4.30 | - |
| 总资产周转率（次） | - | 0.71 | 0.72 | - |
| 现金收入比（%） | 93.58 | 94.80 | 96.50 | 83.38 |

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
2021年6月18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、引用或以任何方式传播。

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任何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。