

# 信用评级公告

联合〔2021〕5194号

联合资信评估股份有限公司通过对上海翔港包装科技股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持上海翔港包装科技股份有限公司主体长期信用等级为 A<sup>+</sup>，“翔港转债”信用等级为 A<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年六月二十五日

# 上海翔港包装科技股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

## 评级结果:

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
上海翔港包装科技股份有限公司	A <sup>+</sup>	稳定	A <sup>+</sup>	稳定
翔港转债	A <sup>+</sup>	稳定	A <sup>+</sup>	稳定

## 跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
翔港转债	2.00 亿元	1.61 亿元	2026/02/28

注:“翔港转债”自 2020 年 9 月 7 日开始转股;上述债券仅包括由联合资信评级,且截至评级时点尚处于存续期的债券;上述债券余额数据截至 2021 年 3 月底

评级时间:2021 年 6 月 25 日

## 本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

## 本次评级模型打分表及结果:

指示评级	a	评级结果		A <sup>+</sup>
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	D	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构	4	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
公司通过整合并购资产有效扩展业务规模,提升了公司整体竞争力				+1

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级,各级因子评价划分为 6 档,1 档最好,6 档最差;财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级,各级因子评价划分为 7 档,1 档最好,7 档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

## 评级观点

2020 年,上海翔港包装科技股份有限公司(以下简称“公司”)继续保持了与大客户的业务合作,整体产销量保持在较高水平;公司资产流动性较强,债务负担较轻。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到包装行业竞争激烈、公司应收账款和存货占比较高,对营运资金形成一定压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来,公司将在深耕包装印刷业务的基础上,积极拓展化妆品代工与内包材业务,提高日化产品一站式服务的能力,公司的竞争力有望进一步增强。

“翔港转债”由公司控股股东、实际控制人董建军先生持有的公司股票作为质押担保,同时董建军先生为本次债券提供连带责任保证担保。跟踪期内,公司实际控制人对公司未来发展仍具有信心。

综上,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A<sup>+</sup>,维持“翔港转债”的债项信用等级为 A<sup>+</sup>,评级展望为“稳定”。

## 优势

1. 公司与大客户合作稳定性强。2020 年,公司与下游主要客户的销售往来仍然较多,且主要客户市场知名度高,有利于保障公司经营的稳定性及应收账款回收。
2. 公司债务负担较轻。截至 2020 年底,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 33.38%和 21.90%,公司债务负担较轻。

## 关注

1. 行业竞争较为激烈。我国包装印刷企业较多,企业规模普遍偏低,行业竞争激烈。未来若竞争加剧,将进一步压缩经营者的利润空间。
2. 存货和应收账款占比较高,对资金形成占用。截至 2020 年底,公司应收账款 1.85 亿元,较上年底增长 36.53%,占流动资产的比重为 38.70%;存货 0.85 亿元,较上年底增长 85.63%,占流动资产比重为 17.75%。

主要财务数据:

分析师: 王进取  
蒲雅修

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号  
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	0.41	0.88	1.62	1.21
资产总额(亿元)	6.94	6.86	9.33	10.08
所有者权益(亿元)	5.38	5.39	6.21	6.16
短期债务(亿元)	0.50	0.43	0.46	0.72
长期债务(亿元)	0.00	0.00	1.28	1.31
全部债务(亿元)	0.50	0.43	1.74	2.02
营业收入(亿元)	3.57	3.25	4.84	1.21
利润总额(亿元)	0.49	0.13	0.12	-0.04
EBITDA(亿元)	0.72	0.43	0.65	--
经营性净现金流(亿元)	0.69	0.45	0.13	0.34
营业利润率(%)	22.85	18.26	16.74	9.86
净资产收益率(%)	8.94	2.70	2.03	--
资产负债率(%)	22.56	21.45	33.38	38.92
全部债务资本化比率(%)	8.52	7.43	21.90	24.74
流动比率(%)	246.68	210.71	266.95	217.75
经营现金流动负债比(%)	47.57	31.84	7.26	--
现金短期债务比(倍)	0.82	2.03	3.50	1.69
全部债务/EBITDA(倍)	0.69	1.00	2.67	--
EBITDA利息倍数(倍)	355.95	297.60	6.07	--
公司本部(母公司)				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	6.92	6.81	8.72	8.86
所有者权益(亿元)	5.40	5.47	6.17	6.18
全部债务(亿元)	0.00	0.43	1.74	1.90
营业收入(亿元)	3.55	3.16	3.19	0.81
利润总额(亿元)	0.50	0.21	0.12	0.01
资产负债率(%)	22.05	19.61	29.31	30.29
全部债务资本化比率(%)	0.00	7.32	21.96	23.49
流动比率(%)	250.10	218.79	300.01	231.62
经营现金流动负债比(%)	48.26	47.33	16.19	--

注: 1. 合并口径其他流动负债中的有息债务已纳入短期债务及相关计算指标进行核算; 2. 公司2021年一季度财务数据未经审计

资料来源: 公司财务报告和提供资料, 联合资信整理

评级历史: (按评级日期降序排列)

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
翔港转债	A <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>	稳定	2020/06/24	宁立杰 罗 蛟	原联合评级信用有限公司一般工商企业信用评级方法 --	<a href="#">阅读全文</a>
翔港转债	A <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>	稳定	2019/03/14	蒲雅修 罗 蛟	原联合信用评级有限公司一般工商企业信用评级方法 --	<a href="#">阅读全文</a>

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由上海翔港包装科技股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

  
联合资信评估股份有限公司

# 上海翔港包装科技股份有限公司

## 公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、

### 二、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于上海翔港包装科技股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 三、企业基本情况

公司前身系 2006 年成立的上海翔港印务有限公司（以下简称“翔港有限”），成立时注册资本为 300.00 万元，出资人祝佩英和董旺生分别持有其 90.00% 和 10.00% 的股权，均为货币出资。2010 年，董建军先后对翔港有限增资 1700 万元和 1000 万元，翔港有限注册资本增至 3000 万元。后经历多次增资和股权转让，截至 2015 年 6 月底，翔港有限注册资本为 4300 万元。2015 年 9 月，翔港有限整体变更为股份有限公司，名称变更为现名，注册资本为 7500 万元，股本为 7500 万股。2017 年 10 月，公司在上海证券交易所上市（股票简称：“翔港科技”，股票代码：“603499.SH”）。后经历次增资及股权变更，截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 1.01 亿元，股本为 2.01 亿股；董建军先生直接持有公司 37.12% 的股份，并通过上海翔湾投资咨询有限公司持有公司 22.08% 的股份，是公司的控股股东和实际控制人；董建军先生质押股份占其持有公司股份的 37.38%。

跟踪期内，公司组织机构及经营范围未发生重大变化。

截至 2020 年底，公司资产总额 9.33 亿元，所有者权益 6.21 亿元（含少数股东权益 0.21 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 4.84 亿元，利润总额 0.12 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 10.08 亿元，所有者权益 6.16 亿元（含少数股东权益 0.20 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.21 亿元，利润总额 -0.04 亿元。

公司注册地址：上海市浦东新区泥城镇翠波路 299 号；法定代表人：董建军。

### 四、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表。截至 2020 年底，翔港转债募集资金已按约定用途使用 0.96 亿元，尚未使用 0.97 亿元。跟踪期内，公司付息正常。

表 1 截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

债项简称	发行金额 (亿元)	余额 (亿元)	起息日	到期兑付日
翔港转债	2.00	1.61	2020/02/28	2026/02/28

注：“翔港转债”自 2020 年 9 月 7 日开始转股

资料来源：联合资信整理

### 五、宏观经济和政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%<sup>1</sup>，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

<sup>1</sup> 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%<sup>2</sup>，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复

情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表1 2017-2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30(5.00)
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50(6.80)
固定资产投资增速(%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60(2.90)
社会消费品零售总额增速(%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90(4.20)
出口增速(%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速(%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅(%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅(%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率(%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70(4.50)
公共财政收入增速(%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速(%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数  
资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

**消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。**从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季

度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

**居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。**2021年一季度，全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国

<sup>2</sup> 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比

较计算的几何平均增长率，下同

际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

**社融存量增速下降。**截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

**一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。**2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

**就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。**2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和

5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

**稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。**2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化；**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及

逆周期调节必要性的下降,扩张空间有限,预计保持低速增长;而制造业投资目前表现较弱,但是生产端强劲,积极因素不断增加,随着企业利润不断修复,未来制造业投资增速有望加快。整体看,预计2021年我国经济将保持复苏态势,结构进一步优化。

## 六、行业分析

2020年,受新冠肺炎疫情影响,我国社会消费品零售总额有所下降,但疫情防控环境下,线上零售额的大幅增长,也通过快递包装为包装印刷行业带来一定的增量;但包装印刷行业竞争较为激烈,其产品附加值仍有待提升。

### 1. 行业概况

包装印刷业是我国印刷业的发展重点。同时,全球制造业生产基地向亚洲的转移带动我国纸质印刷包装的快速发展,我国是纸质印刷包装产品的生产和消费大国,目前已基本形成了长三角、珠三角及环渤海三大经济圈三足鼎立的竞争格局。从产值分布上看,上述三大地区包装工业产值之和占到全国包装工业总产值的80%以上。但国内纸质印刷行业总体生产结构和技术水平相对落后,企业普遍规模小、技术水平低、缺乏自主创新能力,导致行业集中度低,重复建设严重,产品附加值较低。

### 2. 行业上下游

行业供需方面,包装印刷行业属于典型的下游驱动型行业,在产业链条中属于配套下游行业发展的行业,作为配套厂商,包装印刷企业自身的增长与下游需求密切相关,下游行业的发展状况将直接影响着包装印刷行业的发展变化趋势,我国包装印刷行业下游以日化、食品饮料等消费品行业为主;同时,疫情防控环境下线上零售额的大幅增长,也通过快递包装为包装印刷行业带来一定的增量。国家统计局最新披露的经济运行数据显示,2020年,社会消费品零售总额39.20万亿元,同比下降3.90%。其中,除汽车以外的消费品零售额35.26万亿元,下降4.1%。2020年,全国网上零售额11.76万亿元,

比上年增长10.9%。其中,实物商品网上零售额9.76万亿元,同比增长14.8%,占社会消费品零售总额的比重为24.9%;在实物商品网上零售额中,吃类、穿类和用类商品分别增长30.6%、5.8%和16.2%。

据工信部统计,2020年,全国食品工业规模以上企业实现利润总额6206.6亿元,同比增长7.2%,高出全部工业3.1个百分点。其中,农副食品加工业实现利润总额2001.2亿元,同比增长5.9%;食品制造业实现利润总额1791.4亿元,同比增长6.4%;酒、饮料和精制茶制造业实现利润总额2414.0亿元,同比增长8.9%。

此外,2020年,全国居民人均可支配收入32189元,比上年名义增长4.7%,扣除价格因素,实际增长2.1%。其中,城镇居民人均可支配收入43834元,增长(以下如无特别说明,均为同比名义增速)3.5%,扣除价格因素,实际增长1.2%;农村居民人均可支配收入17131元,增长6.9%,扣除价格因素,实际增长3.8%。

随着居民生活水平的提高,居民的文化素养和审美能力也相应地提高,居民消费模式不断升级,消费品行业的各个细分领域的行业集中度也在逐渐提高,除少数具有绝对品牌优势的公司形成一定程度的寡头垄断优势外,消费品行业内诸多企业处于充分竞争的状态。在商品同质化日益明显的情形下,下游消费品行业企业必须通过精美、独特的包装设计才能更好地推广产品,其将愈发重视包装在吸引客户、提高产品市场占有率的重要作用。

### 3. 行业政策

行业政策方面,2020年1月,国家发展改革委、生态环境部公布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》,到2020年底,我国将率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用,政策目标是到2022年底,一次性塑料制品的消费量明显减少,替代产品得到推广。同月,生态环境部批准《印刷工业污染防治可行技术指南》(HJ1089-2020)为国家环境保护标准,为印刷工业的第一个指导标准,技术指



南重点围绕污染防治技术、污染治理技术、环境管理措施和污染防治可行技术内容展开，是印刷行业日常环保执法的重要依据。2020年12月，国务院办公厅转发国家发改委等部门《关于加快推进快递包装绿色转型意见》的通知，通知提出，到2025年，快递包装领域全面建立与绿色理念相适应的法律、标准和政策体系；电商快件基本实现不再二次包装，可循环快递包装应用规模达1000万个。

#### 4. 行业发展

**在当前产业政策和环保政策指引下，未来包装印刷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。一是包装印刷行业的应用范围广，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，环保不规范的小企业将加速出清，行业集中度或将提高；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，包装行业未来仍有较大的市场空间。

## 七、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2021年3月底，董建军先生直接持有公司37.12%的股份，并通过上海翔湾投资咨询有限公司持有公司22.08%的股份，是公司的控股股东和实际控制人；董建军先生质押的股份占其持有公司股份的37.38%。

### 2. 企业规模及竞争力

**公司作为包装印刷类细分市场领先的企业，已形成一体化的业务模式，客户质量较高；公司积极拓展化妆品代工与内包材业务，具备日化产品一站式服务的能力。**

公司是包装印刷及化妆品OEM业务并行的企业，日化、食品行业为公司产品覆盖的核心领域。

产品结构方面，传统包装领域，公司目前已

经形成从产品设计、方案优化、加工生产到第三方采购与包装产品物流配送、供应商库存管理以及辅助包装作业的一体化业务模式；化妆品领域，公司通过子公司上海瑾亭化妆品有限公司（以下简称“瑾亭化妆品”）实施化妆品OEM业务，通过先后收购主营内包材的久塑科技（上海）有限公司（以下简称“久塑科技”）和擎扬包装科技（上海）有限公司（以下简称“擎扬科技”），具备了为日化类客户提供一站式采购服务的能力，并通过内包材、外包材、化妆品综合接单联动，提升客户粘性。

研发方面，公司在UV逆向工艺、仿哑膜特黑工艺、C平方工艺、冷烫印刷工艺、猫眼印刷工艺、高网线柔印彩色工艺、炫彩包装印刷工艺、磁性变色包装印刷工艺、抗静电包装工艺、纳米灭菌包装工艺等领域已取得一定的研发成果，同时陆续成功开发了AR包装、消费者互动智能包装、防伪追溯包装等一系列新兴领域技术。

下游客户方面，公司已通过国内集团化客户和国际知名客户的多种认证，并与较多国内外知名客户建立起了稳定的长期合作关系。

### 3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91310115792736664G），截至2021年5月13日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

## 八、管理分析

**跟踪期内，公司高管、董事及监事整体变化不大，主要管理制度连续，管理运作正常。**

2020年，公司副总经理陈爱平女士离任，辞去副总经理职务后，陈爱平女士将继续担任公司审计总监的职务。跟踪期内，公司主要管理制度未发生变化。

## 九、经营分析

### 1. 经营概况

2020年,随着子公司瑾婷化妆品陆续投产,及久塑科技与擎扬科技并表,公司拓展了化妆品代工与内包材业务,营业收入大幅增加,但综合毛利率有所下降。

跟踪期内,公司仍主要从事彩盒、标签等相关包装印刷产品的研发、生产和销售业务,主要为日化、食品生产企业提供全方位的包装印刷服务;2020年,公司通过子公司瑾婷化妆品新增了日化代工业务,通过收购久塑科技与擎扬科技,拓展至内包材业务。

2020年,公司实现营业收入4.84亿元,同比增长48.83%,主要系公司开拓包装容器业务和化妆品业务所致。2020年,公司营业成本4.02亿元,同比增长51.65%,主要系业务规模扩大,及主要原辅材料价格上涨且执行新收入准则将运费归入成本所致。2020年,公司利润总额0.12亿元,同比下降7.21%。2020年,公司营业利润率为16.74%,同比下降1.52个百分点,变化不大。

从收入构成来看,2020年,公司彩盒收入同比增长13.59%,主要系原辅材料价格上涨所致,占主营业务收入的比重同比下降20.05个百分点;标签收入同比下降20.20%,占主营业务收入的比重同比下降10.55个百分点;包袋、内衬、说明书等其他印刷包装品收入同比增长7.15%;包装容器收入占主营业务收入的30.50%;化妆品及劳务占比很小,对公司收入影响不大。

从毛利率来看,2020年,彩盒毛利率同比下降6.26个百分点,主要系主要原辅材料价格上涨及执行新收入准则将运费归至营业成本所致;标签毛利率同比上升0.67个百分点,变化不大;包袋、内衬、说明书等其他印刷包装品毛利率同比上升5.46个百分点,业务占比较小,对整体盈利情况影响不大;新增业务包装容器、化妆品和劳务毛利率为21.69%、-44.42%和20.37%。综上,公司综合毛利率同比下降2.68个百分点。

2021年1-3月,公司实现营业收入1.21亿元,同比增长90.02%,实现利润总额-0.04亿元,同比增长30.48%。2021年1-3月,营业利润率为9.86%,同比下降8.23个百分点。

表2 2018-2020年公司主营业务收入构成及毛利率情况(单位:万元、%)

产品	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
彩盒	2.03	69.01	19.63	1.84	65.72	19.63	2.09	45.67	13.37
标签	0.56	19.14	12.35	0.58	20.62	12.35	0.46	10.07	13.02
包袋、内衬、说明书等其他印刷包装品	0.35	11.85	9.52	0.38	13.66	9.52	0.41	8.96	14.98
包装容器	--	--	--	--	--	--	1.40	30.50	21.69
化妆品	--	--	--	--	--	--	0.16	3.52	-44.42
劳务	--	--	--	--	--	--	0.06	1.29	20.37
合计	2.95	100.00	13.58	2.80	100.00	16.75	4.58	100.00	14.07

注:1.尾差系数数据四舍五入所致;2.公司2020年新增包装容器、化妆品及相关业务资料来源:公司年报,联合资信整理

### 2. 原材料采购

2020年,随着久塑科技与擎扬科技并表,公司新增采购塑料粒子、化学原料等作为原材料,采购金额较上年大幅增加。

2020年,公司采购金额为2.60亿元,较上年同期增加47.20%,主要系上年公司放弃部分毛利较低订单导致上年可比采购金额较小,且

2020年新增化妆品及包材业务所致。2020年,公司采购产品主要为白卡纸、灰底白板纸、不干胶纸、PET胶片和塑料粒子等,包装印刷业务采购品类与上年变化不大,新增采购产品主要系新增的化妆品及包材业务所需。2020年,纸张和外购成品采购占比最高,分别占总采购金

额的 33.82%和 26.60%<sup>3</sup>。

采购集中度方面，2020 年，前五名供应商采购额为 0.35 亿元，占年度采购总额的 13.40%，较上年下降 1.38 个百分点，采购集中度低，不存在单一供应商依赖风险。

表 3 2020 年公司前五大供应商情况  
(单位: 万元、%)

供应商名称	主要采购内容	采购金额	占当期采购总额的比例
平湖市浩鑫塑胶股份有限公司	塑料半成品	818.26	3.15
上海浦策包装印刷有限公司	外协、整单加工费	717.98	2.76
艾利丹尼森(中国)有限公司	不干胶	671.37	2.58
合肥坤尚包装印刷有限公司	整单加工费	658.18	2.53
上海景冉纸品有限公司	外协、整单加工费、铜版纸	617.02	2.37
<b>合计</b>		<b>3482.80</b>	<b>13.40</b>

资料来源: 公司提供

### 3. 产品生产

2020年,公司生产方式仍为以销定产,受疫情停工影响,制造费用占比有所增加;公司主要产品产能利用率处于较高水平,化妆品产品系新建生产线,产能利用率尚有待提升。

2020 年,公司延续以销定产的生产方式,工艺部根据产品确定工艺与原材料、请购物料、生成《生产施工单》。生产计划部依据物料到货控制计划,以及客户订单交货批次、时间等生产计划与要求发放《生产计划表》,指导车间各机台的生产顺序,协调各工序的班次需求、人员调配。

2020 年,公司执行新收入准则将运费归入成本。2020 年,公司成本构成主要包括直接材料(占 50.04%),直接人工(占 16.21%)和制造费用(占 19.25%)、外协费用(占 11.95%)和运费(占 2.55%)。其中,制造费用占比增加,主要系停工成本,以及化妆品产线新建,产能未完全释放所致。整体看,公司产品成本结构较为稳定。

表 4 2018-2020 年公司各项成本构成(单位: 万元、%)

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
直接材料	1.42	60.10	1.33	56.83	1.97	50.04
直接人工	0.40	17.08	0.44	18.96	0.64	16.21
制造费用	0.08	3.21	0.09	3.82	0.76	19.25
外协费用	0.46	19.61	0.48	20.39	0.47	11.95
运费	--	--	--	--	0.10	2.55
<b>合计</b>	<b>2.36</b>	<b>100.00</b>	<b>2.33</b>	<b>100.00</b>	<b>3.94</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司提供

产能方面,2020 年,公司彩盒产能较上年减少 37.61%,主要系公司处理部分老旧设备所致;标签产能较上年减少 24.21%。产量方面,2020 年,公司彩盒产量较上年变化不大;标签产量较上年减少 9.78%。综上,产能利用率方面,2020 年,公司彩盒产能利用率较上年上升 32.85 个百分点,产能利用率较高;标签产能利用率较上年上升 14.55 个百分点,产能利用率有待提高;新增的包装容器产能利用率为 95.24%,产

能利用率较高;化妆品系生产线新投入使用,产能尚未全部释放,目前产能利用率仍处于较低水平,为 7.23%。

表 5 2018-2020 年公司产能、产量及产能利用率情况  
(单位: 亿个/年、亿个、%)

项目		2018 年	2019 年	2020 年
彩盒	产能	4.30	4.30	2.68
	产量	2.82	2.50	2.44
	产能利用率	65.55	58.06	90.91
标签	产能	5.60	6.00	4.55

<sup>3</sup>公司生产性原材料的采购于 2020 年开始进行详细分类统计,故暂无法提供同比数据

包装容器	产量	4.49	4.58	4.13
	产能利用率	80.11	76.36	90.91
	产能	--	--	2.92
	产量	--	--	2.78
化妆品	产能利用率	--	--	95.24
	产能	--	--	1.48
	产量	--	--	0.11
	产能利用率	--	--	7.23

资料来源：公司提供

#### 4. 产品销售

2020年，公司原有的包装印刷产品销售情况整体表现平稳，因产品销售结构变化及原材料价格波动影响，销售均价有所变化；公司产品产销率均位于高位，符合公司以销定产的生产模式。

公司现有业务（包括开始逐步开展的化妆品 OEM 代工业务）的经营模式仍然系按照下游客户的订单需求组织生产，即以销定产业务模式。因而，公司产品定制化程度很高，每批订单在产品的尺寸大小、纸张要求、工艺复杂程度等方面均存在差异。

从销量来看，2020年，公司彩盒销量较上年变化不大；标签销量较上年减少 9.92%；包装容器销量为 2.68 亿个；化妆品系新建生产线，目前销量较少，主要客户包括联合利华、竹本和贝泰妮等品牌。截至目前，公司已通过部分大客户化妆品生产认证，并已开始承接化妆品代工订单。

从销售均价来看，2020年，公司彩盒销售均价较上年增长 8.86%，主要系产品销售结构变化及原材料价格上涨所致；标签销售均价较上年减少 15.38%，主要系新材料降低成本所致。

综上，销售金额方面，2020年公司彩盒销售金额较上年增长 13.59%，主要系优质大客户回流，销售价格较高所致；标签销售金额较上年减少 20.20%；包装容器销售金额为 1.40 亿元，化妆品销售较少，对整体影响不大。2020年，公司产品产销率均位于高位。

表 6 2018-2020 年公司主营产品销售情况

(单位：亿个、元/个、亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年	
彩盒	销量	2.71	2.33	2.44
	销售均价	0.75	0.79	0.86
	销售金额	2.03	1.84	2.09

标签	产销率	96.08	93.46	100.19
	销量	4.42	4.46	4.02
	销售均价	0.13	0.13	0.11
	销售金额	0.56	0.58	0.46
包装容器	产销率	98.61	97.38	97.23
	销量	--	--	2.68
	销售均价	--	--	0.52
	销售金额	--	--	1.40
化妆品	产销率	--	--	96.44
	销量	--	--	0.10
	销售均价	--	--	1.58
	销售金额	--	--	0.16
	产销率	--	--	95.21

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2020年，公司向前五大客户销售额占营业收入的比重为 33.96%，客户集中度尚可。公司前五大客户为联合利华（中国）有限公司（含品牌关联方的合并口径）（以下简称“联合利华”）、雅诗兰黛（上海）商贸有限公司（含品牌关联方的合并口径）（以下简称“雅诗兰黛”）、昆明闻泰通讯有限公司（含品牌关联方的合并口径）（以下简称“闻泰”）、仙乐健康科技股份有限公司（以下简称“仙乐健康”）和上海百雀羚供应链管理有限公司（以下简称“百雀羚”），公司对其销售额分别为 6847.89 万元、4049.12 万元、2492.32 万元、1745.75 万元和 1298.52 万元。对联合利华的销售额占公司营业收入比重为 14.15%，公司对单一客户依赖度较上年有所降低。

表 7 2020 年公司前五大客户情况

(单位：万元、%)

序号	客户名称	销售额	占营业收入比重
1	联合利华	6847.89	14.15
2	雅诗兰黛	4049.12	8.37
3	闻泰	2492.32	5.15
4	仙乐健康	1745.75	3.61
5	百雀羚	1298.52	2.68
合计		16433.60	33.96

资料来源：公司提供

结算方面，公司客户主要以联合利华、百雀羚、上海家化等大型企业为主，其业务稳定且信誉度高，账期一般在收到发票后 60~150 天，结算方式以汇票和电汇为主。公司与摩根大通银

行(中国)有限公司上海分行和花旗银行(中国)有限公司上海分行签署了《应收账款购买协议》，公司可将对联利华形成的指定的某笔应收账款在到期日之前出售给摩根大通银行或花旗银行(中国)有限公司，并根据当时的贴现利率承担相应财务费用，从而及时回笼资金，满足日常生产运营的需求。

#### 4. 经营效率

**2020年，公司经营效率有所提高。**

2020年，公司销售债权周转次数由上年的

2.27次上升至3.01次；存货周转次数由上年的5.82次上升至6.14次；总资产周转次数由0.47次上升至0.60次。公司经营效率有所提高。

#### 5. 在建工程

**截至2020年底，公司主要在建项目未来投资规模不大，资金支出压力较小。**

截至2020年底，公司主要在建项目计划总投资10570.26万元，尚需投资2241.10万元，公司资金支出压力较小。

表8 截至2020年底公司主要在建项目情况(单位:万元、%)

序号	项目名称	预算数	工厂累计投入占比	尚需投资	资金来源
1	卷烟包装生产设备项目	2700.00	31.17	1858.41	自有资金
2	自动化物流系统项目	2600.00	95.00	130.00	自有资金
3	瑾亭厂房装修项目	350.00	92.75	25.38	自有资金
4	其他	4920.26	95.38	227.32	募集资金
合计		10570.26	--	2241.10	--

资料来源：公司提供

#### 6. 未来发展

**公司发展战略明确，符合自身发展需要。**

未来，公司将深耕现有印刷包装主业，并推进与拓展化妆品代工业务。印刷包装业务方面，公司仍将致力于包装印刷产品的研发、生产、销售产业，并为客户提供一体化的包装印刷解决方案；化妆品代工业务方面，公司计划合理利用多年来在日化包材领域积累的包括雅诗兰黛、联合利华、百雀羚、相宜本草、上海家化等知名品牌在内的优秀化妆品客户资源，通过逐步推进募投项目新增的化妆品代工业务，与原先公司的主业印刷包材业务未来形成协同效应，达成一体化供应。具体措施在以下方面：

生产技术方面，公司将加快智能化新工厂建设，提高生产环节的信息化和自动化水平，提高智能化的制造水平。

产品拓展方面，公司将在新材料、新结构、新工艺方面持续投入，同时积极探索“互联网+包装”领域的发展机会，开发优化防伪追溯包装、AR包装、消费者互动智能包装等技术，提供给客户更多高附加值服务。

市场拓展方面，公司将在确保现有以日化领域为主的包材业务规模基础上，开发新包材市场。2020年，公司已开始进入电子消费产品包装领域。

客户资源方面，公司多年来在日化包材领域积累了优质化妆品客户资源，未来将日化领域客户合作深入推进至化妆品代工业务，与公司现有的主营印刷包材业务形成协同效应，为客户提供日化产品一站式集成供应商服务。

## 十、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2020年1-3月财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部已颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定的要求进行编制。

2020年，公司合并范围子公司7家，较上年新增2家，财务数据可比性一般。

截至2020年底，公司资产总额9.33亿元，所有者权益6.21亿元（含少数股东权益0.21亿元）；2020年，公司实现营业收入4.84亿元，利润总额0.12亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额10.08亿元，所有者权益6.16亿元（含少数股东权益0.20亿元）；2021年1-3月，公司实现营业收入1.21亿元，利润总额-0.04亿元。

## 2. 资产质量

**截至2020年底，公司资产规模增加，资产结构相对均衡；存货和应收账款占比较高，对营运资金形成占用；资产无受限情况，整体资产质量尚可。**

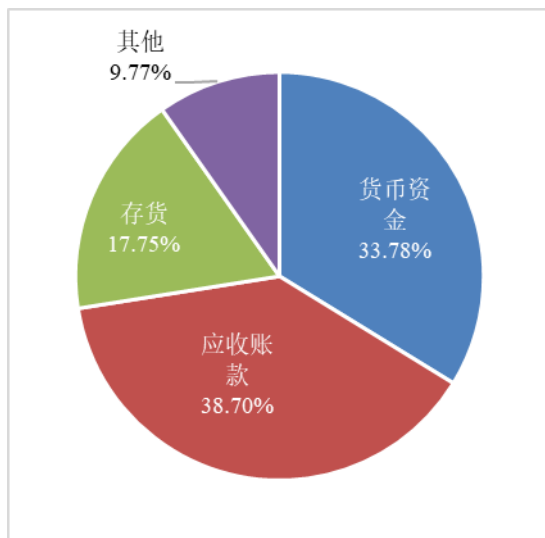
截至2020年底，公司资产总额9.33亿元，较上年底增长36.05%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占51.35%，非流动资产占48.65%。公司资产结构相对均衡，流动资产占比较上年底上升较快。

### (1) 流动资产

截至2020年底，公司流动资产4.79亿元，较上年底增长59.49%，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33.78%）、应收账款（占38.70%）和存货（占17.75%）构成。

图1 截至2020年底公司流动资产构成

(单位：%)



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2020年底，公司货币资金1.62亿元，较上年底增长108.04%，主要系新发行可转债所致。货币资金中无受限资金。

截至2020年底，公司应收账款1.85亿元，较上年底增长36.53%，主要系合并范围变化所致。应收账款账龄以1年以内为主，累计计提坏账0.03亿元；应收账款前五大欠款方合计余额为0.69亿元，占比为35.88%，集中度尚可。

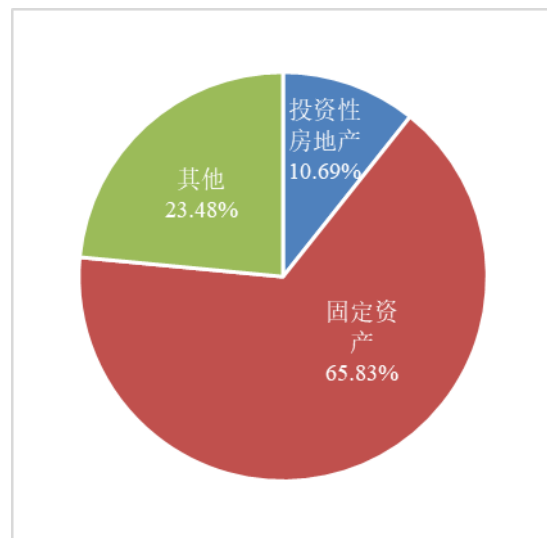
截至2020年底，公司存货0.85亿元，较上年底增长85.63%，主要系合并范围变化所致。存货主要由库存商品（占61.09%）、原材料（占24.51%）和在产品（占14.38%）构成，累计计提跌价准备0.01亿元，计提比例为0.78%。

### (2) 非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产4.54亿元，较上年底增长17.78%，公司非流动资产主要由投资性房地产（占10.69%）和固定资产（占65.83%）构成。

图2 截至2020年底公司非流动资产构成

(单位：%)



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2020年底，公司投资性房地产0.49亿元，较上年底增长18.61%，主要系新获房屋及建筑物所致。

截至2020年底，公司固定资产2.99亿元，较上年底增长15.11%，主要系合并范围变化所致。

固定资产主要由机器设备（占53.00%）、房屋及建筑物（占37.91%）构成，累计计提折旧1.56亿元；固定资产成新率65.57%，成新率一般。

截至2020年底，公司不存在资产受限情况。

截至2021年3月底，公司资产总额10.08亿元，较上年底增长8.08%，主要系新增确认使用权资产所致。其中，流动资产占42.26%，非流动资产占57.74%。公司资产结构相对均衡，非流动资产较上年底占比上升较快。

### 3. 资本结构

#### （1）所有者权益

**截至2020年底，因部分可转债转换为股票，公司所有者权益规模有所增加，权益结构稳定性较强。**

截至2020年底，公司所有者权益合计6.21亿元，较上年底增长15.38%，主要系可转债部分转股所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为96.68%，少数股东权益占比为3.32%。归属于母公司所有者权益6.01亿元，股本、资本公积和未分配利润分别占33.65%、40.54%和19.54%，其他综合收益为-1.94万元。所有者权益结构稳定性较强。

截至2021年3月底，公司所有者权益合计6.16亿元，较上年底下降0.91%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为96.68%，少数股东权益占比为3.32%。归属于母公司所有者权益5.95亿元，股本、资本公积和未分配利润分别占33.80%、40.00%和18.91%，其他综合收益为-1.50万元。

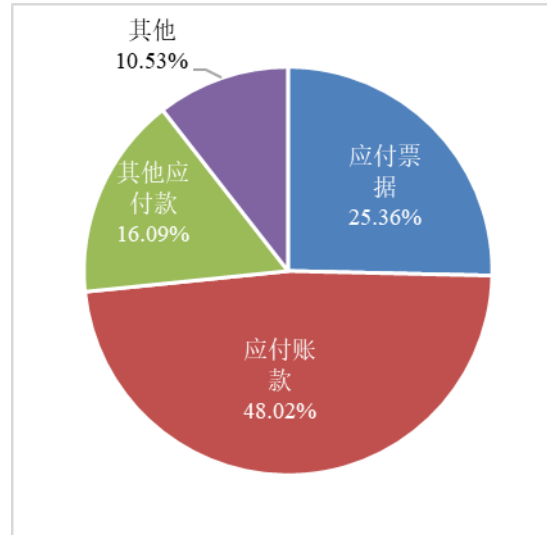
#### （2）负债

**截至2020年底，因发行可转换公司债券，公司负债规模大幅增加，负债结构较为均衡；债务负担较轻，考虑到可转债未来具有转股的可能性，公司集中偿付压力较小。**

截至2020年底，公司负债总额3.11亿元，较上年底增长111.72%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占57.62%，非流动负债占42.38%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

截至2020年底，公司流动负债1.79亿元，较上年底增长25.89%，主要系应付账款与其他应付款增加所致。公司流动负债主要由应付票据（占25.36%）、应付账款（占48.02%）和其他应付款（占16.09%）构成。

图3 截至2020年底，公司流动负债构成（单位：%）



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2020年底，公司应付票据0.46亿元，较上年底增长5.31%。

截至2020年底，公司应付账款0.86亿元，较上年底增长17.37%，主要系新增化妆品与包材业务，采购金额增加所致。

截至2020年底，公司其他应付款0.29亿元，较上年底增长82.12%，主要系在建项目推进，应付工程设备款增加所致。

截至2020年底，公司非流动负债1.32亿元，较上年底增长28.06倍；公司非流动负债主要由应付债券（占97.05%）构成。

截至2020年底，公司新增应付债券1.28亿元，主要系发行可转债所致。

截至2020年底，公司全部债务1.74亿元，较上年底增长303.21%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务占26.51%，长期债务占73.49%，以长期债务为主。短期债务0.46亿元，较上年底增长6.88%。长期债务均为2020年新增，为1.28亿元，主要系发行可转债所致。截

至 2020 年底，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 33.38%、21.90%和 17.08%，较上年底分别提高 11.93 个百分点、14.47 个百分点和 17.08 个百分点。公司债务负担仍属较轻。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 3.92 亿元，较上年底增长 26.02%，主要系合并范围变化及采购金额增加所致。其中，流动负债占 49.87%，非流动负债占 50.13%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 2.02 亿元，较上年底增长 16.16%，主要系可转债利息计入所致。其中，短期债务 0.72 亿元（占 35.47%），较上年底增长 55.44%。长期债务 1.31 亿元（占 64.53%），较上年底增长 2.00%，变化不大。截至 2021 年 3 月底，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 38.92%、24.74%和 17.50%，较上年底分别提高 5.54 个百分点、2.84 个百分点和 0.41 个百分点。

#### 4. 盈利能力

**2020 年，因公司开拓包装容器业务和化妆品业务，营业收入大幅增长，但受新会计准则将运输费用归入成本影响，公司营业利润率略有下降；期间费用控制能力有待提高，对营业利润有所侵蚀。**

2020 年，公司实现营业收入 4.84 亿元，同比增长 48.83%，主要系公司开拓包装容器业务和化妆品业务所致。2020 年，公司营业成本 4.02 亿元，同比增长 51.65%，主要系业务规模扩大，及主要原辅材料价格上涨且执行新收入准则将运费归入成本所致。2020 年，公司利润总额 0.12 亿元，同比下降 7.21%。2020 年，公司营业利润率为 16.74%，同比下降 1.52 个百分点，变化不大。

从期间费用看，2020 年，公司期间费用总额为 0.89 亿元，同比增长 31.58%，主要系财务费用增加所致。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 15.74%、48.44%、26.35%和 9.47%，以管理费用为主。其中，销售费用为 0.14 亿元，同比下降 24.38%，主要系公司执行新收入准则将运费归入营业成本所致；管理费用为 0.43 亿元，同比增长 19.73%，主要系公司新增 2 家并表子公司，包装容器业务和化妆品业务的管理费用增加所致；研发费用为 0.24 亿元，同比增长 50.83%，主要系新增 2 家并表子公司，包装容器业务和化妆品业务的研发费用增加所致；财务费用为 0.08 亿元，同比增长 444.42%，主要系 2020 年发行可转债所致。2020 年，公司期间费用率<sup>4</sup>为 18.48%，同比下降 2.42 个百分点，公司费用控制能力有待提高。

2020 年，公司实现其他收益 0.14 亿元，同比增长 5.87%，主要系政府补助增加所致；其他收益占营业利润的比重为 185.21%，对营业利润影响大。2020 年，公司实现营业外收入 0.05 亿元，同比下降 44.94%。营业外收入占利润总额的比重为 37.62%，对利润影响较大。

2020 年，公司总资产收益率为 2.94%，较上年提高 0.41 个百分点；净资产收益率为 2.03%，同比下降 0.67 个百分点。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.21 亿元，同比增长 90.02%，主要系包装印刷业务、塑胶包装业务和化妆品业务的收入增加所致；实现利润总额-0.04 亿元，主要系研发费用和财务费用增加所致。2021 年 1—3 月，公司营业利润率为 9.86%，同比下降 8.23 个百分点。

#### 5. 现金流分析

**2020 年，公司经营活动现金流入规模扩大，但净流入规模有所收窄；收入实现质量尚可；投资活动现金流由净流入转为净流出，经营活动净现金流对投资活动净现金流存在一定的覆盖缺口，仍存在融资需求；因发行可转换公司债券，公司筹资活动现金流由净流出转为净流入。**

从经营活动来看，2020 年，因合并范围变化，公司经营活动现金流入 5.49 亿元，同比增

<sup>4</sup> 期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营

业收入



长 39.06%；经营活动现金流出 5.36 亿元，同比增长 53.37%。2020 年，公司经营活动现金净流入 0.13 亿元，同比下降 71.29%，主要系包装印刷业务客户回款减少所致。2020 年，公司现金收入比为 105.25%，同比下降 5.65 个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 0.11 亿元，同比下降 96.29%，主要系合并范围变化及赎回结构性存款的现金流入减少所致；投资活动现金流出 1.04 亿元，同比下降 63.36%。2020 年，公司投资活动现金净流出 0.93 亿元，同比净流入转为净流出。

从筹资前现金流看，2020 年，经营性现金流与投资性现金流之间存在一定缺口，公司仍具有一定的融资需求。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 1.91 亿元，同比增长 74.11 倍，主要系发行可转换公司债券所致；筹资活动现金流出 0.27 亿元，同比增长 22.90%，主要系新增可转债转股余额预留款所致。2020 年，公司筹资活动现金净流入 1.64 亿元，同比净流出转为净流入。

2021 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.34 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -0.74 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 -0.01 亿元。

## 6. 偿债能力

**跟踪期内，公司长短期偿债能力指标表现较强，融资渠道畅通，整体偿债能力较强。**

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 210.71% 和 178.57% 提高至 266.95% 和 219.56%，流动资产对流动负债的保障程度较高。截至 2020 年底，公司经营现金流动负债比率为 7.26%，同比下降 24.58 个百分点。截至 2020 年底，公司现金短期债务比由上年底的 2.03 倍提高至 3.50 倍，现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司

EBITDA 为 0.65 亿元，同比增长 51.97%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 56.48%）、摊销（占 8.30%）、计入财务费用的利息支出（占 16.48%）和利润总额（占 18.74%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 297.60 倍下降至 6.07 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 1.00 倍提高至 2.67 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司规模较小，可转债的发行带动公司债务指标波动较大，长期债务偿债能力较强。

截至 2020 年底，公司无对外担保。

截至 2020 年底，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

截至 2020 年底，公司已获授信总额 1.25 亿元，其中已使用授信额度 0.59 亿元，尚未使用授信额度 0.66 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司是 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

## 7. 公司本部财务分析

**公司本部是公司重要的经营实体，公司营业收入主要来自公司本部。截至 2020 年底，公司本部资产和负债均有不同程度的增加，所有者权益有所增加，营业收入有所增长，经营活动现金持续净流入。**

截至 2020 年底，公司本部资产总额 8.72 亿元，较上年底增长 28.14%，主要系在建项目增加所致。其中，流动资产 3.73 亿元（占 42.81%），非流动资产 4.99 亿元（占 57.19%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 36.11%）、应收账款（占 36.06%）、其他应收款（合计）（占 7.36%）、其他应收款（占 7.36%）、存货（占 12.42%）和其他流动资产（占 5.33%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 39.38%）、投资性房地产（占 7.94%）、固定资产（合计）（占 43.39%）和无形资产（占 6.31%）构成。截至 2020 年底，公司本部货币资金为 1.35 亿元。

截至 2020 年底，公司本部所有者权益为 6.17 亿元，较上年底增长 12.68%，主要系可转债部分转股所致。其中，实收资本为 2.02 亿元（占

32.78%)、资本公积合计2.44亿元(占39.50%)、未分配利润合计1.33亿元(占21.61%)、盈余公积合计0.21亿元(占3.33%)。

截至2020年底,公司本部负债总额2.56亿元,较上年底增长91.49%。其中,流动负债1.24亿元(占48.69%),非流动负债1.31亿元(占51.31%)。从构成看,流动负债主要由应付票据(占36.56%)、应付账款(占43.50%)、其他应付款(合计)(占13.03%)和应付职工薪酬(占5.29%)构成,非流动负债主要由应付债券(占97.61%)构成。公司本部2020年资产负债率为29.31%,较2019年提高9.70个百分点。截至2020年底,公司本部资产负债率29.31%,全部债务资本化比率21.96%。

2020年,公司本部营业收入为3.19亿元,利润总额为0.12亿元。

现金流方面,2020年,公司本部经营活动现金净流入0.20亿元。公司本部投资活动现金净流出1.29亿元。公司本部筹资活动现金净流入1.73亿元。

## 十一、 存续期内债券偿还能力分析

**截至2020年底,公司EBITDA对待偿本金的覆盖程度尚可,因可转换债券期限较长且有转股可能,公司短期偿债压力较小。**

从资产情况来看,截至2020年底,公司现金类资产为1.62亿元,为待偿债券余额(1.61亿元)的1.00倍,公司现金类资产对待偿债券余额的覆盖程度尚可;截至2020年底,公司净资产为6.21

亿元,为待偿债券余额(1.61亿元)的3.85倍,公司净资产对待偿债券余额的保障作用较强。

从盈利情况来看,2020年,公司EBITDA为0.65亿元,为待偿债券余额(1.61亿元)的0.40倍,公司EBITDA对待偿债券余额的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看,2020年,公司经营活动产生的现金流入为5.49亿元,为待偿债券余额(1.61亿元)的3.40倍;公司经营活动现金流净额为0.13亿元,为待偿债券余额的0.08倍。公司经营活动产生的现金流入对待偿债券余额的覆盖程度较强。

公司对待偿本金的保障情况如下表:

表9 公司存续债券保障情况(单位:亿元、倍)

主要指标	2020年
本年度剩余应到期债券金额	--
未来待偿债券本金	1.61
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金	3.40
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金	0.08
EBITDA/未来待偿债券本金	0.40

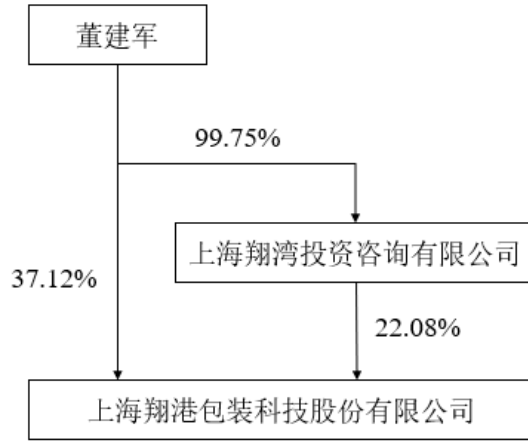
注:1. 本年度剩余应到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额; 2. 现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA均使用2020年底数据

资料来源:联合资信整理

## 十二、 结论

综上,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为A<sup>+</sup>,维持“翔港转债”的债项信用等级为A<sup>+</sup>,评级展望为“稳定”。

### 附件 1-1 截至 2021 年 3 月底上海翔港包装科技股份有限公司 股权结构图



资料来源：公开资料整理

### 附件 1-2 截至 2020 年底上海翔港包装科技股份有限公司 组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底上海翔港包装科技股份有限公司  
 主要子公司情况

公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
上海翔港创业投资有限公司	上海浦东	投资咨询	100.00	--	投资设立
合肥上翔日化有限公司	安徽合肥	包装印刷	100.00	--	投资设立
上海瑾亭化妆品有限公司	上海奉贤	化妆品生产	97.00	--	投资设立
上海瑾亭商贸有限公司	上海浦东	产品销售	--	97.00	投资设立
翔港科技(美国)有限公司	美国	产品销售	100.00	--	投资设立
久塑科技(上海)有限公司	上海浦东	包装容器	70.00	--	非同一控制下企业合并
擎扬包装科技(上海)有限公司	上海奉贤	包装容器	100.00	--	非同一控制下企业合并

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	0.41	0.88	1.62	1.21
资产总额 (亿元)	6.94	6.86	9.33	10.08
所有者权益 (亿元)	5.38	5.39	6.21	6.16
短期债务 (亿元)	0.50	0.43	0.46	0.72
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	1.28	1.31
全部债务 (亿元)	0.50	0.43	1.74	2.02
营业收入 (亿元)	3.57	3.25	4.84	1.21
利润总额 (亿元)	0.49	0.13	0.12	-0.04
EBITDA (亿元)	0.72	0.43	0.65	--
经营性净现金流 (亿元)	0.69	0.45	0.13	0.34
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	2.34	2.27	3.01	--
存货周转次数 (次)	6.58	5.82	6.14	--
总资产周转次数 (次)	0.52	0.47	0.60	--
现金收入比 (%)	111.12	110.90	105.25	124.12
营业利润率 (%)	22.85	18.26	16.74	9.86
总资本收益率 (%)	8.21	2.52	2.94	--
净资产收益率 (%)	8.94	2.70	2.03	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	17.08	17.50
全部债务资本化比率 (%)	8.52	7.43	21.90	24.74
资产负债率 (%)	22.56	21.45	33.38	38.92
流动比率 (%)	246.68	210.71	266.95	217.75
速动比率 (%)	215.70	178.57	219.56	170.57
经营现金流动负债比 (%)	47.57	31.84	7.26	--
现金短期债务比 (倍)	0.82	2.03	3.50	1.69
EBITDA 利息倍数 (倍)	355.95	297.60	6.07	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.69	1.00	2.67	--

注: 1. 合并口径其他流动负债中的有息债务已纳入短期债务及相关计算指标进行核算; 2. 公司 2021 年一季度财务数据未经审计

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

**附件 2-2 主要财务数据及指标** (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	0.36	0.81	1.35	0.98
资产总额 (亿元)	6.92	6.81	8.72	8.86
所有者权益 (亿元)	5.40	5.47	6.17	6.18
短期债务 (亿元)	0.00	0.43	0.46	0.59
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	1.28	1.31
全部债务 (亿元)	0.00	0.43	1.74	1.90
营业收入 (亿元)	3.55	3.16	3.19	0.81
利润总额 (亿元)	0.50	0.21	0.12	0.01
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	0.69	0.61	0.20	0.48
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	2.33	2.23	2.40	--
存货周转次数 (次)	6.53	5.71	5.75	--
总资产周转次数 (次)	0.52	0.46	0.41	--
现金收入比 (%)	112.28	111.73	106.47	122.33
营业利润率 (%)	22.87	17.70	17.00	12.02
总资本收益率 (%)	9.24	3.85	1.76	--
净资产收益率 (%)	9.24	4.15	2.25	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	17.19	17.45
全部债务资本化比率 (%)	0.00	7.32	21.96	23.49
资产负债率 (%)	22.05	19.61	29.31	30.29
流动比率 (%)	250.10	218.79	300.01	231.62
速动比率 (%)	218.25	183.47	262.77	194.83
经营现金流动负债比 (%)	48.26	47.33	16.19	--
现金短期债务比 (倍)	0.73	1.87	2.96	1.67
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注：公司本部 1-3 月财务数据未经审计

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

### 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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，违约风险较高
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

### 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

### 附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变



## 权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。