

信用评级公告

联合〔2021〕4839号

联合资信评估股份有限公司通过对浙江大胜达包装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，确定维持浙江大胜达包装股份有限公司主体长期信用等级为AA-，“胜达转债”信用等级为AA-，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

浙江大胜达包装股份有限公司 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
浙江大胜达包装股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
胜达转债	AA	稳定	AA	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
胜达转债	5.50 亿元	5.50 亿元	2026/07/01

注：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；债券余额为截止到 2021 年 3 月末数据

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	aa	评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	C	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	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
调整因素和理由			调整子级	
--			--	

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

跟踪期内，浙江大胜达包装股份有限公司（以下简称“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，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司所处行业竞争激烈、原材料价格波动较大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”的覆盖倍数尚可，考虑到规定了关于后续质押资产价值发生变化时补充或者解除部分质押的安排，对提升“胜达转债”信用水平仍有一定积极影响。

综上，联合资信维持公司主体信用等级为 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. 公司纸包装产能规模有所扩大，主要产品产量有所增长。2020 年，公司产能较上年增长 11.68%；纸板产量较上年增长 15.18%，纸箱产量较上年增长 21.88%；产能利用率为 87.03%，保持在较高水平。
2. 跟踪期内，公司纸箱和纸板销量增加，营业收入持续增长。2020 年，公司加大营销投入，营业收入规模持续增长，全年实现收入 13.51 亿元，较上年增长 6.68%，纸箱销量较上年增长 20.31%，纸板合计销量较上年增长 12.59%。

关注

1. 跟踪期内，公司主要产品价格均有所下降，下游高附加值客户复工复产延期、新建工厂尚未发挥效益，公司毛利率出现下滑。2020 年，受境内市场竞争激烈的影响，公司纸箱和外销售的纸板销售均价较上年分别下降 16.43%和 10.21%；受原材料涨价、下游高附加值客户复工复产延期、新建工厂未发挥效益等叠加影响公司综合毛利率较上年的 18.02%下降至 11.68%。

分析师：罗 峤

李敬云

邮箱：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

2. 跟踪期内，公司非经常损益对利润有较大影响且不具有持续性。2020年公司其他收益和资产处置收益分别占营业利润的61.02%和31.90%，其他收益均与拆迁补偿及土地出售相关。

3. 公司纸包装产品成本中原纸等直接材料所占比重很高，原材料价格波动对公司成本控制形成压力。公司产品成本构成中直接材料成本占比超过70%。2020年四季度，原材料价格大幅增长导致公司成本控制压力增大。公司上游原材料瓦楞纸价格的增长，而价格增长的传导尚需时日，短期内对公司成本控制造成一定压力。

4. 公司应收账款规模有所增长，收入实现质量仍处于较低水平。截至2020年末，公司应收账款账面价值3.55亿元，较上年末增长15.76%。2020年，公司现金收入比为75.13%，同比提高2.81个百分点，收入实现质量有所提高，但仍处于较低水平。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	2.39	3.38	10.34	9.47
资产总额(亿元)	19.70	21.47	28.81	28.17
所有者权益(亿元)	10.44	14.60	18.13	18.23
短期债务(亿元)	4.46	2.51	1.65	1.15
长期债务(亿元)	0.96	0.70	4.62	4.70
全部债务(亿元)	5.42	3.21	6.27	5.85
营业收入(亿元)	12.85	12.66	13.51	3.65
利润总额(亿元)	1.56	1.11	3.16	0.10
EBITDA(亿元)	2.13	1.87	4.18	--
经营性净现金流(亿元)	1.81	1.64	1.65	0.01
营业利润率(%)	19.73	17.37	11.25	10.17
净资产收益率(%)	13.13	6.84	15.01	--
资产负债率(%)	47.00	32.02	37.06	35.28
全部债务资本化比率	34.19	18.04	25.70	24.28
流动比率(%)	103.17	165.52	381.72	468.88
经营现金流动负债比	24.02	30.91	35.31	--
现金短期债务比(倍)	0.54	1.21	5.98	7.80
EBITDA利息倍数(倍)	33.87	25.95	22.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.55	1.72	1.50	--
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)	15.63	18.56	27.08	27.39
所有者权益(亿元)	9.13	13.71	17.50	17.57
全部债务(亿元)	1.89	2.34	6.03	5.62
营业收入(亿元)	9.81	8.79	9.33	2.41
利润总额(亿元)	1.29	1.42	3.41	0.07
资产负债率(%)	41.62	26.11	35.38	35.85
全部债务资本化比率	17.16	14.57	25.62	24.22
流动比率(%)	110.32	146.76	401.59	408.89
经营现金流动负债比(%)	29.44	30.65	28.76	--
现金短期债务比(倍)	0.93	1.05	4.55	6.50

注: 1.公司2021年一季度财务报表未经审计; 2.公司部分票据计入应收款项融资, 已调整入现金类资产

资料来源: 公司提供

评级历史:

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
胜达转债	AA ⁻	AA ⁻	稳定	2020/8/24	宁立杰 李敬云	原联合信用评级有限公司 工商企业信用评级方法	阅读全文
胜达转债	AA ⁻	AA ⁻	稳定	2019/12/4	唐玉丽 宁立杰	原联合信用评级有限公司 工商企业信用评级方法	阅读全文

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编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由浙江大胜达包装股份有限公司（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：

 李敬之

联合资信评估股份有限公司



浙江大胜达包装股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、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”）关于浙江大胜达包装股份有限公司（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。

二、企业基本情况

公司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 3900.00 万美元。2016 年 4 月，永创控股将其持有的大胜达有限 100.00% 的股权以 0.00 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 3900.00 万美元折合为 26904.27 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 27769.77 万元。

2019 年 7 月，公司完成首次公开发行 5000 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 2021 年 3 月末，公司股本为 41085.82 万元，其中新胜达投资持股 65.48%，为公司控股股东；方吾校、方能斌和方聪艺¹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 75085325 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%。

2020 年，公司经营范围较上年无变化，公司组织架构未调整（见附件 1-2）。

截至 2020 年末，公司合并范围内拥有一级子公司 14 家，较上年末新设 1 家子公司，同时注销 1 家子公司，子公司数量较上年无变化。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 28.81 亿元，所有者权益 18.13 亿元（含少数股东权益 0.06 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 13.51 亿元，利润总额 3.16 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 28.17 亿元，所有者权益 18.23 亿元（含少数股东权益 0.06 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.65 亿元，利润总额 0.10 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金按指定用途使用。

表 1 截至 2021 年 3 月末跟踪评级债券概况

债券名称与代码	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
胜达转债 113591.SH	5.50	5.50	2020/07/01	6 年

资料来源：联合资信整理

截至 2021 年 3 月 31 日，累计共有 28.70 万元“胜达转债”已转换为公司股票，累计转股数为 27425 股。截至到 2021 年 5 月末，“胜达转债”尚未到第一个付息日。

截至 2020 年末，公司“胜达转债”募集资金已按照募集说明书承诺用途使用，资金投入情况如下表。

¹ 方吾校与方能斌、方聪艺分别为父子、父女关系

表2 截至2021年3月末公司存续债券募集资金使用情况(单位:万元、%)

承诺投资项目	承诺投资总额	截至2021年3月末累计投入	截至2021年3月末累计投入进度	计划达产时间
年产3亿方纸包装制品项目	29000.00	17139.91	59.10	2021年12月
年产1.5亿方绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目	15000.00	--	--	2021年12月
偿还银行贷款项目	11000.00	11000.00	100.00	--
合计	55000.00	28139.91	--	--

注:承诺投资总额为调整后数据
资料来源:公司提供,联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

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。中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年中国经济逐季复苏,GDP全年累计增长2.30%²,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,中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。

经济修复有所放缓。2021年一季度,中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%³,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3 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

² 文中GDP增长均为实际增速,下同。

³ 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。

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年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业分析

公司主要从事瓦楞纸箱、纸板的研发、生产、印刷和销售，属于纸包装行业。

1. 行业概况

2020年，包装行业规模以上企业数增长，行业营业收入小幅减少，纸包装行业仍是包装行

业最大的子行业。

包装行业是中国制造体系的重要组成部分，可大致分为纸包装（即纸和纸板容器）、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，2020年，包装行业规模以上企业8183家，较上年增加267家。全国包装行业累计完成营业收入10064.58亿元，较上年减少1.17%。其中纸和纸板容器细分行业营业收入为2884.74亿元，占比为28.66%，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，中国瓦楞纸箱行业呈现出“大行业、小公司”的特点。

2. 上游原料

2020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，瓦楞原纸产量也有所增长。

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2020年度报告》，2020年，中国纸和纸板生产量为11260.00万吨，较上年增长4.60%。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14.34%，前十大造纸企业产量占比为46.62%，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，2020年，瓦楞原纸生产量2390.00万吨，较上年增长7.66%；瓦楞原纸价格方面，2010—2019年，中国瓦楞原纸价格水平在2500.00元/吨至6000.00元/吨之间波动，2017年10月，中国瓦楞原纸价格曾达到高点，随后又波动下降；2020年6月，中国瓦楞原纸价格降至

3491.00/吨。2020 年四季度，随着瓦楞纸上游木浆大宗价格大幅增长，瓦楞纸价格也随之增长；截至 2020 年末，中国瓦楞原纸市场价已增至 3756.20 元/吨。而对于从事纸包装生产销售业务的企业来讲，其产品价格的传导尚需时日，短期内面临一定的成本控制压力。

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，中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，当前中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

2020 年，中国发布多项“限塑”相关政策，“以纸代塑”持续推进，纸包装行业迎来新的发展机遇。

从行业政策来看，2020 年 1 月，国家发改委、生态环境部联合发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》；2020 年 7 月，国家发改委又联合多部门发布《关于扎实推进塑料污染治

理工作的通知》。“以纸代塑”给纸包装行业带来了巨大的发展机遇，绿色包装、可降解材料也促使行业进行技术创新，纸包装企业迎来新的发展机遇。

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。主要系一是中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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。公司实际控制人为方吾校、方能斌和方聪艺。

2. 企业规模及竞争力

公司品牌知名度较高，生产工艺较为先进，而且公司与众多优质客户建立了长期稳定的合作关系，在行业内经营规模较大，具有较强的综合竞争优势。

公司自成立以来一直从事纸箱、纸板的生产和销售业务，作为国内包装行业上市公司之一，在经营规模、品牌知名度、客户质量和生产工艺等方面具有较强的竞争优势。

品牌知名度方面，公司是中国包装联合会认定的“中国包装龙头企业”之一、“中国纸包装开发生产基地”，多次入选中国包装联合会评定的“中国包装百强企业”“中国纸包装企业 50 强”，公司的“胜达”商标为中国驰名商标、浙江省名牌产品，公司产品具有较明显的品牌优势。

客户质量方面，公司通过较强的纸包装解

决方案供应能力和快捷周全的配套服务，得到了客户的认可，公司与客户保持着长期、稳定的合作关系，长期合作的客户多为世界500强、中国500强和细分行业龙头企业。

生产工艺方面，一方面，公司在多年发展中制定了一套严格的精益生产管理制度和纸包装生产线物联网系统，在不断地效率优化中争取实现效率最大化，损耗最低化，凸显公司的成本竞争优势；另一方面，公司已建立齐全、完善的印刷工艺体系，掌握了水印、胶印、预印等印刷工艺技术，能够满足不同行业特点、不同包装印刷要求和不同成本考虑的订单需求。

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：91330109768216095R），截至2021年5月11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2021年6月22日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司部分独立董事发生变动，其他核心管理团队人员无变动；公司管理制度连续，运作正常。

跟踪期内，公司原独立董事郭永清先生因个人原因离职，韩洪灵先生补选成为公司独立董事。公司其他核心管理团队人员无变动。

跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，受行业需求下降的影响，公司营业收入小幅下降，综合毛利率显著下降。

跟踪期内，公司继续从事纸箱、纸板的生产与销售工作。

2020年，公司实现营业收入13.51亿元，同比增长6.68%，主要系公司加大营销投入所致；营业成本11.93亿元，同比增长14.92%，主要系运输费用被重分类至营业成本所致；营业利润率为11.25%，同比下降6.12个百分点。

从营业收入构成来看，2020年，公司主营业务收入占营业收入的比例为96.15%，主营业务十分突出。分产品来看，纸箱为公司营业收入的主要来源。2020年，公司纸箱收入占营业收入的比例为93.56%，较上年上升2.22个百分点。2020年，公司的其他业务收入主要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4 2018—2020年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	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
纸箱	11.99	93.30	19.34	11.57	91.34	17.06	12.64	93.56	8.66
纸板	0.50	3.85	-6.51	0.74	5.84	-5.00	0.35	2.59	-5.78
主营业务小计	12.49	97.15	18.32	12.31	97.18	15.74	12.99	96.15	8.28
其他业务收入	0.37	2.85	97.69	0.36	2.82	96.57	0.52	3.85	96.69
合计	12.85	100.00	20.58	12.66	100.00	18.02	13.51	100.00	11.68

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

从毛利率来看，2020年，公司纸箱毛利率为8.66%，较上年下降8.40个百分点，主要系下游高附加值客户复工复产延期、新建工厂未发挥效益等叠加影响所致。2020年，公司纸板业务毛利率仍为负，主要系产能利用率仍不高、

固定成本分摊大且纸板本身毛利较低所致。2020年，公司其他业务收入毛利率为96.69%，变化不大。受上述因素影响，2020年，公司综合毛利率为11.68%，较上年下降6.34个百分点。

从公司产品销售的区域分布来看，2020年，

公司销售收入主要来自于国内（占 95.48%），占比略有下降。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.65 亿元，同比增长 47.05%，主要系新冠肺炎疫情影响减弱，市场需求回暖，公司业绩增长所致；营业利润率为 10.17%，同比下降 1.32 个百分点，同比变化不大。

2. 原材料采购

2020 年，公司采购渠道畅通，主要原材料采购量均有所增长，采购成本增长；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。

2020 年，公司在生产成本构成中，直接材料成本占生产成本的 73% 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，2020 年，公司原材料结算账期和付款方式较上年未发生变化。

2020 年，受 2020 年公司产品产量增加及进行战略采购增加的影响，公司瓦楞纸、牛卡纸和白板纸的采购量较上年分别增长 18.85%、15.11% 和 27.58%。采购价格方面，瓦楞纸和白板纸的采购均价分别较上年分别下降 1.21% 和 1.17%，牛卡纸采购均价较上年增长 0.10%。

表 5 2018—2020 年公司主要原材料采购单价情况
(单位：万吨、元/吨、万元)

名称	项目	2018 年	2019 年	2020 年
瓦楞纸	采购量	96022.39	105573.80	125471.30
	采购均价	3698.72	2982.19	2946.10
	采购金额	35516.02	31484.10	36964.60
牛卡纸	采购量	100106.12	115171.00	132578.40
	采购均价	4241.89	3486.18	3489.80
	采购金额	42463.95	40150.67	46267.80

白板纸	采购量	13426.46	16022.07	20441.70
	采购均价	4486.30	4073.25	4025.40
	采购金额	6023.52	6526.19	8228.50

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，2020 年，公司向前五大供应商采购额为 6.42 亿元，占当年原材料采购额的比例为 65.81%，较上年上升 1.79 个百分点，公司供应商集中度高，但供应商稳定性较好，考虑到中国原纸市场供应充足，公司不存在对单一供应商依赖。

表 6 2020 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
2020 年	供应商 A	17453.77	17.89
	供应商 B	14395.66	14.75
	供应商 C	12825.72	13.14
	供应商 D	9980.43	10.23
	供应商 E	9561.04	9.80
	合计	64216.62	65.81

资料来源：公司提供

3. 产品生产

2020 年，随着新疆大胜达等基地的正式投产和技改的完成，公司纸包装产能、产量及产能利用率均有所增长。

生产模式方面，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、备有部分库存”的方式确定生产计划；交货周期通常在 7 天以内。

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。2020 年，公司产能较上年增长 11.68%，主要系 2020 年智能工厂运行逐步稳定导致产能有所上升所致。

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。2020年，公司纸板产量较上年增长15.18%，主要系公司加大营销力度以致纸箱对外销售增长所致。

公司基于纸板产量计算产能利用率。2020年，公司产能利用率较上年上升2.64个百分点，变化不大。

表7 2018—2020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	2018年	2019年	2020年
产能	--	35082.00	39959.85	44628.93
纸板产量	对外销售部分	2149.94	3476.80	1966.95
	待加工成纸箱部分	27197.76	30255.25	36874.80
	合计	29347.70	33721.84	38841.75
产能利用率	--	83.65	84.39	87.03

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

4. 产品销售

2020年, 市场竞争激烈, 公司纸板和纸箱销售均价均有所下降, 产销率有所下降; 客户集中度有所下降, 但对主要客户存在一定程度的依赖。

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。2020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, 2020年, 由于公司加大营销力度, 公司纸箱销量较上年增长20.31%; 由于纸板产品毛利率较低, 对其生产进行一定的控制, 导致直接对外销售的纸板销量较上年下降54.68%。受上述因素影响, 公司纸板合计销量为37988.72万平方米, 较上年增长12.59%。

从销售均价来看, 2020年, 受新冠肺炎疫情影响, 境内市场竞争激烈, 导致公司相关产品售价下降, 公司纸箱和对外销售的纸板销售均

价较上年分别下降16.43%和10.21%。

由于公司主要采用以销定产的方式经营, 2020年, 公司纸板和纸箱的产销率均保持满产水平。

表8 2018—2020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	2018年	2019年	2020年
纸板	销量	2124.26	3476.80	1575.70
	销售均价	2.33	2.13	1.78
	产销率	98.81	100.00	80.11
纸箱	销量	27143.07	30265.03	36413.02
	销售均价	4.42	3.82	3.43
	产销率	99.80	100.03	98.75

注: 1. 纸板产销率=对外销售纸板销量÷表7中纸板产量(对外销售部分); 2. 纸箱产销率=纸箱销量÷表7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, 2020年, 公司前五大客户比较稳定, 主要为顺丰速运、农夫山泉等知名品牌; 公司对前五大客户的销售额为3.42亿元, 占当年主营业务收入比例为26.35%, 较上年下降3.55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9 2020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
2020年	客户A	9883.01	7.61
	客户B	6798.34	5.23
	客户C	7272.74	5.60
	客户D	5477.94	4.22
	客户E	4789.32	3.69
	合计	34221.35	26.35

资料来源: 公司提供

5. 关联交易

2020年, 公司关联交易规模相对较低, 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。

2020年，公司向关联方销售、提供劳务的价值占营业收入的比例为较上年下降0.21个百分点，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。2020年，公司向关联方采购、接受劳务的价值占营业成本的比例较上年下降2.85%，主要为公司向开胜纸业采购原纸。2020年，公司关联租赁及代垫水电汽费形成的往来额持续下降。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10 2018—2020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	
2018年	1618.53	1.26	5228.72	5.12	1208.60
2019年	1234.19	0.97	7369.81	7.10	797.10
2020年	1020.65	0.76	5069.43	4.25	775.38

资料来源：联合资信整理

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，合计37168.14元。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。

6. 在建项目

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2021年3月

末，已完成投资5.92亿元，未来尚需投资6.08亿元。

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2021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11 截至2021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
年产3亿平方米纸包装制品项目	50000.00	已落实：IPO募投资金18000.00万元	18000.00	30860.10
		待落实：本次可转债募集资金29000.00万元	1139.90	
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	30000.00	已落实：IPO募投资金14595.44万元	2048.53	27951.47
		待落实：本次可转债募集资金15000.00万元	--	
大胜达智能工厂项目	40000.00	自筹	38000.00	2000.00
合计	120000.00	--	59188.43	60811.57

资料来源：公司提供

7. 经营效率

2020年，公司整体经营效率处于行业中等水平。

2020年，公司销售债券周转次数为4.02次，存货周转次数为6.46次，总资产周转次数为0.54次。公司各项经营效率处在行业中等水平。

表 12 2020年同行业公司经营效率对比情况

股票代码	股票简称	应收账款周转次数(次)	存货周转次数(次)	总资产周转次数(次)
002803.SZ	吉宏股份	9.45	9.38	1.68
002303.SZ	美盈森	3.04	3.45	0.46
002831.SZ	裕同科技	2.54	6.82	0.81
603022.SH	新通联	3.61	5.51	0.78
002228.SZ	合兴包装	4.35	8.58	1.64
603687.SH	大胜达	4.09	6.46	0.54

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致
资料来源：Wind，联合资信整理

8. 未来发展

未来，公司将继续发展主营业务，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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，立信会计师事务所(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。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。

2020年，公司合并范围内新设1家子公司，同时注销1家子公司，合并范围子公司仍为14家，财务数据可比性尚可。

截至2020年末，公司合并资产总额28.81亿元，所有者权益18.13亿元(含少数股东权益0.06亿元)；2020年，公司实现营业收入13.51亿元，利润总额3.16亿元。

截至2021年3月末，公司合并资产总额28.17亿元，所有者权益18.23亿元(含少数股东权益0.06亿元)；2021年1-3月，公司实现营业收入3.65亿元，利润总额0.10亿元。

2. 资产质量

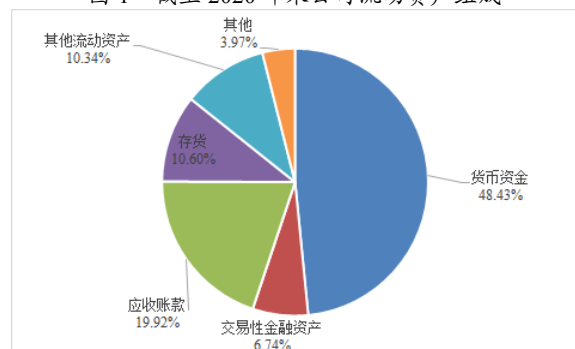
截至2020年末，随着货币资金的快速增长，公司资产规模增长，流动资产占比上升，应收账款规模有所增长，整体受限资产占比尚可。

截至2020年末，公司合并资产总额28.81亿元，较上年末增长34.16%。其中，流动资产占61.77%，非流动资产占38.23%。公司资产以流动资产为主，流动资产较上年末占比上升较快。

(1) 流动资产

截至2020年末，公司流动资产17.80亿元，较上年末增长102.80%。公司流动资产主要由货币资金(占48.43%)、应收账款(占19.92%)、存货(占10.60%)和其他流动资产(占10.34%)构成。

图 1 截至 2020 年末公司流动资产组成



资料来源：联合资信整理

截至2020年末，公司货币资金8.62亿元，较上年末增长187.04%，主要系土地收储及发行可转债收到资金增加所致。货币资金中有0.14亿元受限资金，占货币资金比例为1.62%，主要为银行承兑保证金及保函保证金。

截至2020年末，公司应收账款账面价值为3.55亿元，较上年末增长15.76%，主要系公司产

品销售增长所致。应收账款账龄以1年以内的主，累计计提坏账0.28亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为0.61亿元，占比为17.18%，集中度尚可。

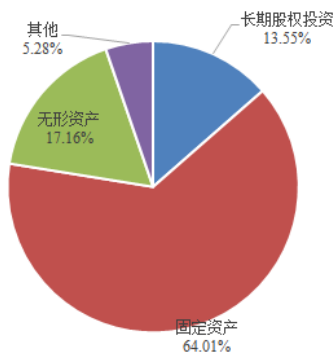
截至2020年末，公司存货1.89亿元，较上年末增长4.31%，变化不大。存货主要由原材料(占81.19%)和库存商品(占14.36%)构成，累计计提跌价准备及合同履约成本减值准备0.48亿元，计提比例为25.40%。

截至2020年末，公司其他流动资产1.84亿元，较上年末增长1.42亿元，主要系新增1.52亿元定期存款所致。

(2) 非流动资产

截至2020年末，公司非流动资产11.01亿元，较上年末下降13.27%，公司非流动资产主要由长期股权投资(占13.55%)、固定资产(占64.01%)和无形资产(占17.16%)构成。

图2 截至2020年末公司非流动资产组成



资料来源：联合资信整理

截至2020年末，公司长期股权投资1.49亿元，较上年末下降8.39%，主要系公司参股公司利润分红所致。

截至2020年末，公司固定资产7.05亿元，较上年末下降9.16%，主要系工厂整体拆迁导致厂房及部分旧设备报废所致。固定资产主要由房屋及建筑物(占45.83%)和机器设备(占52.52%)构成，累计计提折旧2.82亿元；固定资产成新率72.37%，成新率尚可。

截至2020年末，公司无形资产1.89亿元，较上年末下降34.25%，主要系拆迁处置了萧山开发区土地所致。公司无形资产主要由土地使用

权(占97.99%)构成，累计摊销0.26亿元。

表13 截至2020年末公司受限资产情况

(单位：亿元，%)

项目	受限规模	占总资产比重	受限原因
货币资金	0.14	0.49	银行承兑保证金、保函保证金
固定资产	2.15	7.46	最高额抵押
无形资产	1.30	4.51	最高额抵押
合计	3.58	12.43	--

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司年报

截至2021年3月末，公司合并资产总额28.17亿元，较上年末下降2.21%，较上年末变化不大。其中，流动资产占59.37%，非流动资产占40.63%，资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2020年末，公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性尚可。

截至2020年末，公司所有者权益18.13亿元，较上年末增长24.21%。其中，归属于母公司所有者权益占比为99.66%，少数股东权益占比为0.34%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占22.66%、36.55%、0.01%和32.09%。所有者权益结构稳定性尚可。

截至2021年3月末，公司所有者权益18.23亿元，较上年末增长0.55%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为99.67%，少数股东权益占比为0.33%。所有者权益结构较上年末无变化。

(2) 负债

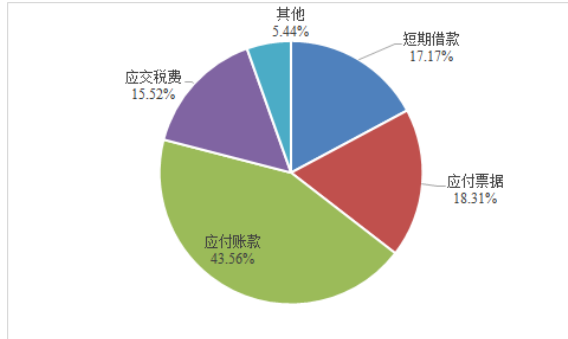
截至2020年末，由于可转债的发行，公司负债规模大幅增长，以非流动负债为主；债务以长期债务为主，结构较合理，债务负担有所提高。

截至2020年末，公司负债总额10.68亿元，较上年末增长55.29%。其中，流动负债占43.66%，非流动负债占56.34%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

截至2020年末，公司流动负债4.66亿元，较上年末下降12.06%。公司流动负债主要由短期

借款（占17.17%）、应付票据（占18.31%）、应付账款（占43.56%）和应交税费（占15.52%）构成。

图3 截至2020年末公司流动负债组成



资料来源：联合资信整理

截至2020年末，公司短期借款0.80亿元，较上年末增长99.85%，主要系公司增加了防疫贷款所致。

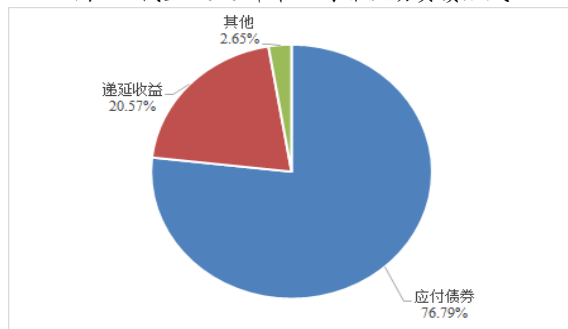
截至2020年末，公司应付票据0.85亿元，较上年末下降59.51%，主要系公司开具的银行承兑减少所致。

截至2020年末，公司应付账款2.03亿元，较上年末下降16.09%，主要系2020年下半年原材料供应紧张，公司进行战略采购导致付款期限缩短所致。应付账款账龄以1年以内的为主。

截至2020年末，公司应交税费0.72亿元，较上年末增长0.64亿元，主要系拆迁导致的相应税费增加所致。

截至2020年末，公司非流动负债6.02亿元，较上年末增长282.15%，主要系可转债发行导致新增应付债券所致。公司非流动负债主要由应付债券（占76.79%）和递延收益（占20.57%）构成。

图4 截至2020年末公司非流动负债组成



资料来源：联合资信整理

截至2020年末，由于可转债的发行，公司新增应付债券4.62亿元。

截至2020年末，公司递延收益1.24亿元，较上年末增长136.82%，主要系政府补助增长所致。

截至2020年末，公司全部债务6.27亿元，较上年末增长95.25%，主要系可转债发行导致长期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占26.37%，长期债务占73.63%，以长期债务为主。其中，短期债务1.65亿元，较上年末下降34.07%；由于可转债的发行，公司长期债务增长至4.62亿元。从债务指标来看，截至2020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37.06%、25.70%和20.30%，较上年末分别提高5.04个百分点、7.66个百分点和15.70个百分点。公司债务负担有所提高。

截至2021年3月末，公司全部债务5.85亿元，较上年末下降6.82%。债务结构方面，短期债务占19.62%，长期债务占80.38%，仍以长期债务为主。其中，短期债务1.15亿元，较上年末下降30.65%；长期债务4.70亿元，较上年末增长1.71%。从债务指标来看，截至2021年3月末，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35.28%、24.28%和20.49%，较上年末分别下降1.78个百分点和1.43个百分点和提高0.19个百分点。

4. 盈利能力

2020年，公司收入规模有所增长，期间费用对利润存在一定侵蚀，非经常性损益对利润有较大影响，公司经常性业务盈利能力出现下滑。

2020年，公司实现营业收入13.51亿元，同比增长6.68%，主要系公司加大营销投入所致；营业成本11.93亿元，同比增长14.92%，主要系原材料价格提高同时运输费用被重分类至营业成本所致；营业利润率为11.25%，同比下降6.12个百分点。

从期间费用看，2020年，公司期间费用总额为1.36亿元，同比下降15.02%。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17.05%、38.50%、38.46%和5.98%，以管理费用和研发费用为主。其中，销售费用为0.23亿元，同比下降62.21%，主要系执行新收入准则，运输费用重分类至主营业务成本所致；管理费用为0.52亿元，同比增长7.57%；研发费用为0.52亿元，同比增长14.71%，主要系公司加大了对技术研发的力度所致；财务费用为0.08亿元，同比增长85.29%，主要系公司发行可转债，利息费用增加所致。2020年，公司期间费用率为10.08%，同比下降2.57个百分点，公司费用规模有所下降，对整体利润存在一定侵蚀。

2020年，公司实现投资收益0.14亿元，同比下降41.76%，主要系权益法核算的长期股权投资收益减少所致；投资收益占营业利润比重为4.31%，对营业利润影响不大。2020年，公司实现其他收益1.95亿元，同比增长1.61亿元，主要系计入其他收益的以拆迁补偿款为主的政府补助大幅度增长所致；其他收益占营业利润比重为61.02%，对营业利润影响较大。2020年，公司实现资产处置收益1.02亿元，同比增长1.02亿元，主要系政府收储，土地出售所致；资产处置收益占营业利润比重为31.90%，对营业利润影响较大。

2020年，公司实现营业外收入0.01亿元，同比下降59.75%，主要系计入营业外收入的政府补助大幅下降所致；营业外收入占利润总额比重为0.16%，对利润影响不大。2020年，公司实现营业外支出0.05亿元，同比增长0.03亿元，主要系对外捐赠及非常损失大幅增长所致，营业外支出占利润总额比重为1.43%，对利润影响不大。

2020年，公司利润总额3.16亿元，同比增长183.91%。2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为11.92%和15.01%，同比分别提高5.90个百分点和8.17个百分点。

2021年1—3月，公司实现营业收入3.65亿元，同比增长47.05%，主要系2021年一季度，新冠肺炎疫情带来负面影响减弱，市场回暖公司业绩增加所致；营业利润率为10.17%，同比下降1.32个百分点。

5. 现金流分析

2020年，公司经营现金仍为净流入状态，收入实现质量有所提高，但仍处于较低水平；投资活动现金净流出规模大幅扩大；筹资活动现金流仍保持净流入状态，且净流入规模大幅提高。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入13.07亿元，同比增长34.24%，主要系由于政府收储导致收到其他与经营相关的补助增长所致；经营活动现金流出11.43亿元，同比增长41.08%，主要系公司进行战略采购导致用于采购的现金流出增长所致。2020年，公司经营活动现金净流入1.65亿元，同比增长0.44%，同比变化不大。2020年，公司现金收入比为75.13%，同比提高2.81个百分点，收入实现质量有所提高，但仍处于较低水平。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入3.30亿元，同比增长3.00亿元，主要系政府收储，出售土地所致；投资活动现金流出4.09亿元，同比增长113.58%，主要系使用闲置资金购买理财产品所致。2020年，公司投资活动现金净流出0.79亿元，同比下降50.80%。

2020年，公司筹资活动前现金流量净额为0.85亿元，同比增长0.83亿元。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入8.46亿元，同比增长52.79%，主要系可转债发行所致；筹资活动现金流出3.49亿元，同比下降17.98%，主要系偿还债务支出的现金减少所致。2020年，公司筹资活动现金净流入4.97亿元，同比增长3.69亿元。

2021年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额0.01亿元；投资活动产生的现金流量净额1.02亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.65亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标表现良好，整体偿债能力仍属很强。

截至2020年末，公司流动比率与速动比率分别由上年末的165.52%和131.42%分别提高

至 381.72%和 341.27%，流动资产对流动负债的保障程度较强。公司经营现金流流动负债比率为 35.31%，同比提高 4.39 个百分点。截至 2020 年末，公司现金短期债务比由上年末的 1.21 倍提高至 5.98 倍，但考虑可转债募集资金有特定用途，偿债功能不强，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看，公司短期偿债能力尚可。截至 2021 年 3 月末，公司流动比率与速动比率分别为 468.88%和 414.97%，较上年末分别提高 87.16%和 73.69%。

2020年，公司EBITDA为4.18亿元，同比增长122.98%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占16.16%）和利润总额（占75.70%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的25.95倍下降至22.47倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA由上年的1.72倍下降至1.50倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度较高。考虑到2020年公司利润总额中非经常性损益所占比重高，剔除相关因素影响，公司长期债务偿债能力较强。

截至2020年末，公司无对外担保事项。

截至2020年末，公司获得的银行授信额度合计9.94亿元，其中未使用额度8.80亿元，尚未使用额度充足，间接融资渠道畅通。公司作为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2020年末，公司对存续期内债券的偿还能力较强。

截至2021年3月底，公司存续债券余额共5.50亿元，不存在一年内到期的应付债券。截至2021年3月底，公司现金类资产8.94亿元，为待偿债券本金的1.63倍，现金类资产保障程度很高；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为13.07亿元、4.18亿元、1.65亿元，为公司存续债券待偿本金的2.37倍、0.76倍和0.30倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 14 公司存续债券保障情况

项目	指标值
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	0.00

未来待偿债券本金峰值（亿元）	5.50
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	2.37
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.76
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.30

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021年3月底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用上年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

总体看，公司现金类资产对债券保障能力尚可；经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对待偿债券本金合计保障能力尚可。考虑到可转债存在转股的可能性，同时公司控股股东为“胜达转债”提供了股票质押担保，公司债券偿还能力较强。

十一、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”的覆盖倍数尚可，对提升其信用水平仍有一定积极影响，但若未来一段时间内公司质押物价值未达到“胜达转债”未偿余额的200%，公司则需要补充质押物。

“胜达转债”采用控股股东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“胜达转债”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的“胜达转债”，即视同认可并接受本次可转债的担保方式，授权“胜达转债”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=11.00亿元÷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75085325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。以2021年6月22日前20个交易日公司股票收盘均价（8.23元/股）计算，质押物价值为6.18亿元，为公司待偿本金（5.50亿元）的1.12倍；新胜达投资提供质押担保的股份市值对待偿本金的覆盖倍数尚可。

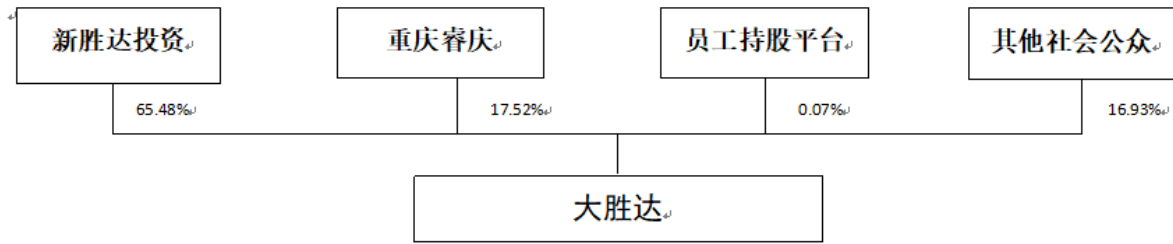
在主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于“胜达转债”尚未偿还本息总额的120%，质权人有权要求出质人在30个工作日内追加提供相应数额的大胜达股票，以使质押股票的价值（以办理追加股票质押手续的

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%。

十二、结论

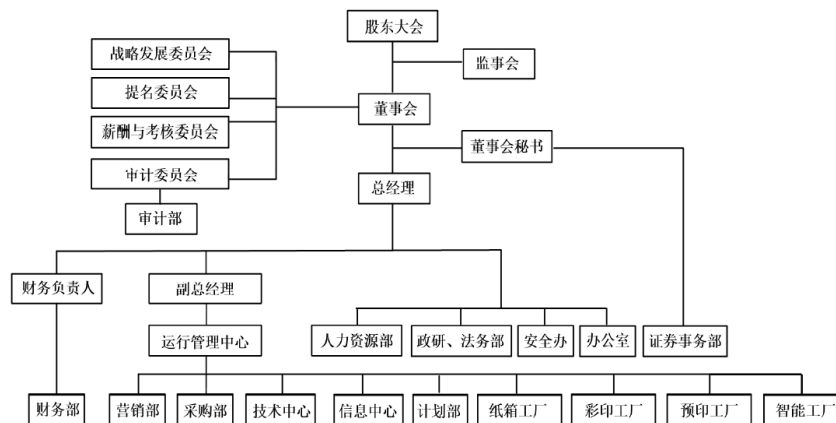
综合评估，联合资信确定维持公司的主体信用等级为AA⁻，评级展望为稳定；同时维持“胜达转债”的债项信用等级为AA⁻。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末浙江大胜达包装股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月末浙江大胜达包装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 2021 年 3 月末浙江大胜达包装股份有限公司

主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)		取得方式
				直接持股	间接持股	
1	浙江胜达彩色预印有限公司	制造业	1000.00	100.00	--	设立
2	杭州胜铭纸业有限公司	制造业	9370.44	25.00	75.00	设立
3	成都胜达中天包装制品有限公司	制造业	4286.00	--	55.00	设立
4	江苏大胜达概念包装研发有限公司	制造业	3018.00	100.00	--	设立
5	浙江大胜达包装苏州有限公司	制造业	3800.00	100.00	--	非同一控制 下合并
6	大胜达(香港)国际有限公司	制造业	--	100.00	--	设立
7	湖北大胜达包装印务有限公司	制造业	10000.00	100.00	--	非同一控制 下合并
8	盐城兆盛实业有限公司	制造业	500.00	--	100.00	同一控制下 合并
9	四川大胜达智能包装有限公司	制造业	4800.00	55.00	--	非同一控制 下合并
10	浙江大胜达智能包装有限公司	制造业	32000.00	100.00	--	设立
11	杭州永常织造有限责任公司	制造业	1000.00	100.00	--	收购资产
12	新疆大胜达包装有限公司	制造业	5000.00	100.00	--	设立
13	苏州大胜人印务有限公司	制造业	808.00	--	100.00	收购资产
14	包印网(杭州)科技有限公司	技术服务	500.00	80.00	--	设立

资料来源：公司提供

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
财务数据				
现金类资产 (亿元)	2.39	3.38	10.34	9.47
资产总额 (亿元)	19.70	21.47	28.81	28.17
所有者权益 (亿元)	10.44	14.60	18.13	18.23
短期债务 (亿元)	4.46	2.51	1.65	1.15
长期债务 (亿元)	0.96	0.70	4.62	4.70
全部债务 (亿元)	5.42	3.21	6.27	5.85
营业收入 (亿元)	12.85	12.66	13.51	3.65
利润总额 (亿元)	1.56	1.11	3.16	0.10
EBITDA (亿元)	2.13	1.87	4.18	--
经营性净现金流 (亿元)	1.81	1.64	1.65	0.01
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	3.89	3.98	4.02	--
存货周转次数 (次)	5.94	5.83	6.46	--
总资产周转次数 (次)	0.74	0.62	0.54	--
现金收入比 (%)	90.43	72.31	75.13	85.89
营业利润率 (%)	19.73	17.37	11.25	10.17
总资本收益率 (%)	8.64	6.01	11.92	--
净资产收益率 (%)	13.13	6.84	15.01	--
长期债务资本化比率 (%)	8.45	4.60	20.30	20.49
全部债务资本化比率 (%)	34.19	18.04	25.70	24.28
资产负债率 (%)	47.00	32.02	37.06	35.28
流动比率 (%)	103.17	165.52	381.72	468.88
速动比率 (%)	79.85	131.42	341.27	414.97
经营现金流动负债比 (%)	24.02	30.91	35.31	--
现金短期债务比 (倍)	0.54	1.21	5.98	7.80
EBITDA 利息倍数 (倍)	33.87	25.95	22.47	--
全部债务/EBITDA (倍)	2.55	1.72	1.50	--

注: 1. 本报告中数据不加注明均为合并口径; 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. 公司 2021 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化; 4. 公司部分票据计入应收款项融资, 已调整入现金类资产
资料来源: 公司提供

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
财务数据				
现金类资产 (亿元)	1.76	2.46	6.40	5.96
资产总额 (亿元)	15.63	18.56	27.08	27.39
所有者权益 (亿元)	9.13	13.71	17.50	17.57
短期债务 (亿元)	1.89	2.34	1.41	0.92
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	4.62	4.70
全部债务 (亿元)	1.89	2.34	6.03	5.62
营业收入 (亿元)	9.81	8.79	9.33	2.41
利润总额 (亿元)	1.29	1.42	3.41	0.07
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	1.82	1.40	1.20	0.56
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	4.36	4.41	4.59	--
存货周转次数 (次)	7.87	7.39	8.33	--
总资产周转次数 (次)	0.69	0.51	0.41	--
现金收入比 (%)	114.80	86.06	86.20	85.87
营业利润率 (%)	17.36	17.82	12.45	10.21
总资本收益率 (%)	10.77	8.28	12.68	--
净资产收益率 (%)	13.00	9.69	17.04	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	20.89	21.10
全部债务资本化比率 (%)	17.16	14.57	25.62	24.22
资产负债率 (%)	41.62	26.11	35.38	35.85
流动比率 (%)	110.32	146.76	401.59	408.89
速动比率 (%)	95.04	124.86	378.59	383.35
经营现金流动负债比 (%)	29.44	30.65	28.76	--
现金短期债务比 (倍)	0.93	1.05	4.55	6.50
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注: 1. 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; 2. 公司本部 2021 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化

资料来源: 公司提供

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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) ^ (1/ (n-1)) - 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	
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
债务结构指标	
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 / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
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。