

信用评级公告

联合〔2022〕4955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：

二〇二二年六月二十七日

浙江大胜达包装股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2022 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	4.78 亿元	2026/07/01

注: 1. 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; 2. 可转债债券余额为截至 2022 年 3 月底数据

评级时间: 2022 年 6 月 27 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型(打分表)	V3.1.202204

注: 上述评级方法和评级模型均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	评价结果
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	4
			企业管理	3
			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

2021 年, 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原材料价格波动较大、非经常性损益对利润有较大影响以及收入实现质量有待改善、在建工程存在资金支出压力且项目收益可能不达预期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, 公司业务规模将进一步提升, 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”)以其所持部分公司股票提供质押担保。截至 2022 年 3 月底, 新胜达投资用于为“胜达转债”提供质押担保的股票市值为 13.04 亿元, 为“胜达转债”待偿本金的 2.73 倍。考虑到《股份质押合同》中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, 质押担保对提升“胜达转债”信用水平仍有一定积极影响。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻, 维持“胜达转债”的信用等级为 AA⁻, 评级展望为稳定。

优势

- 2021 年, 公司纸包装产能规模有所扩大, 主要产品产量有所增长。2021 年, 公司产能同比增长 8.21%; 纸板产量同比增长 12.16%, 纸箱产量同比增长 14.99%; 产能利用率提高至 90.20%, 保持在较高水平。
- 2021 年, 公司纸箱销量增加, 带动营业收入持续增长。2021 年, 受益于公司加大新客户市场开拓力度和存量客户订单增长, 公司纸箱销量同比增长 16.16%; 实现营业总收入 16.64 亿元, 同比增长 23.20%。

分析师：孙长征

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

关注

1. 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75%。2021年，原材料采购价格上涨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上涨向下游产品价格的传导尚需时日，短期内对公司成本控制造成一定压力。
2. 2021年，公司非经常损益对利润有较大影响。2021年，公司其他收益较上年的1.95亿元下降73.35%至0.52亿元，资产处置收益较上年的1.02亿元大幅下降至-25.47万元，公司实现利润总额0.98亿元，同比下降68.85%。
3. 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；商誉大幅增长，影响流动性水平。截至2021年底，公司应收账款账面价值4.58亿元，较上年底增长29.28%。2021年，公司现金收入比为67.73%，同比下降7.40个百分点。截至2022年3月底，受收购子公司影响，公司商誉大幅增长至2.48亿元。
4. 公司在建工程存在资金支出压力，且项目收益可能不达预期。公司“纸浆模塑环保餐具智能研发生产基地项目”尚需投资4.73亿元，预计2023年6月达到可使用状态，公司存在资金支出压力。若未来市场环境发生变化，竞争加剧，产能无法消化，项目收益可能不及预期。

主要财务数据：

项目	合并口径			
	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产（亿元）	3.38	10.34	10.02	7.43
资产总额（亿元）	21.47	28.81	29.02	30.93
所有者权益（亿元）	14.60	18.13	19.19	20.21
短期债务（亿元）	2.51	1.65	0.49	0.86
长期债务（亿元）	0.70	4.62	4.99	4.78
全部债务（亿元）	3.21	6.27	5.48	5.64
营业总收入（亿元）	12.66	13.51	16.64	4.37
利润总额（亿元）	1.11	3.16	0.98	0.25
EBITDA（亿元）	1.87	4.18	2.19	--
经营性净现金流（亿元）	1.64	1.65	0.14	0.16
营业利润率（%）	17.37	11.25	11.74	13.27
净资产收益率（%）	6.84	15.01	4.93	--

资产负债率(%)	32.02	37.06	33.87	34.68
全部债务资本化比率(%)	18.04	25.70	22.20	21.82
流动比率(%)	165.52	381.72	461.19	308.77
经营现金流动负债比(%)	30.91	35.31	3.79	--
现金短期债务比(倍)	1.35	6.25	20.61	8.62
EBITDA利息倍数(倍)	25.95	22.47	6.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.72	1.50	2.50	--

公司本部(母公司)			
项目	2019年	2020年	2021年
资产总额(亿元)	18.56	27.08	28.06
所有者权益(亿元)	13.71	17.50	18.33
全部债务(亿元)	2.34	6.03	5.42
营业总收入(亿元)	8.79	9.33	11.39
利润总额(亿元)	1.42	3.41	0.85
资产负债率(%)	26.11	35.38	34.67
全部债务资本化比率(%)	14.57	25.62	22.81
流动比率(%)	146.76	401.59	386.71
经营现金流动负债比(%)	30.65	28.76	4.99
现金短期债务比(倍)	1.05	4.55	13.46

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. 本报告中数据如无特别说明均为合并口径; 3. 公司合并口径2022年1-3月财务数据未经审计, 公司本部2022年1-3月财务数据未披露

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

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	2021/06/25	罗 峤 李敬云	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 V3.0.201907	阅读全文
胜达转债	AA-	AA-	稳定	2019/12/04	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

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受浙江大胜达包装股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

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 2022 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 2022 年 3 月底，公司总股本为 41910.10 万股，其中新胜达投资持股 64.20%，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。截至 2022 年 3 月底，新胜达投资为“胜达转债”提供担保措施，将其持有的 14334.50 万股公司股票质押，占其所持股份的

比例为 53.28%，占公司总股本的比例为 34.20%。

2021 年，公司经营范围较上年未发生重大变化。

2021 年，公司组织架构较上年未发生变化。（详见附件 1-2）。

截至 2022 年 3 月底，公司合并报表范围内子公司合计 16 家，公司在职员工共 1854 人。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 29.02 亿元，所有者权益 19.19 亿元（含少数股东权益 0.13 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 16.64 亿元，利润总额 0.98 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 30.93 亿元，所有者权益 20.21 亿元（含少数股东权益 0.59 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.37 亿元，利润总额 0.25 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 2022 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，公司债券募集资金均按照募集说明书约定的用途使用。

表 1 截至 2022 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
胜达转债	5.50	4.78	2020/07/01	6 年

资料来源：公开信息，联合资信整理

表 2 截至 2021 年底“胜达转债”募集资金使用情况
(单位：亿元)

项目名称	募集资金承诺投资金额	累计投入金额	达到预定可使用状态日期
年产 3 亿方纸包装制品项目	2.90	0.45	2022 年 12 月
偿还贷款	1.10	1.10	2020 年 12 月

¹ 方吾校与方能斌、方聪艺分别为父子、父女关系

纸浆模塑环保餐具智能研发生产基地项目	1.50	--	2023年6月
合计	5.50	1.55	

注：1. 年产3亿方纸包装制品项目，剩余资金于2022年用于收购四川大胜达中飞包装科技有限公司（以下简称“四川中飞”）酒包项目；2. 公司于2021年11月12日分别召开了第二届董事会第二十一次会议及第二届监事会第十七次会议，2021年11月29日召开的第三次临时股东大会决议、2021年第一次债券持有人会议决议通过将原“年产1.5亿绿色环保智能化高档包装纸箱科技项目”募投项目变更为“纸浆模塑环保餐具智能研发生产基地项目”

资料来源：公司提供，联合资信整理

“胜达转债”扣除各项发行费用后的实际募集资金净额为 53678.52 万元。截至 2021 年年底，公司尚未使用“胜达转债”募集资金余额均放置于募集资金专户，募集资金专户余额 39828.01 万元（含存款利息）。

“胜达转债”采用控股股东股份质押的增信方式，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。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。

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%。

截至2022年3月底，新胜达投资累计质押所持公司股份中的14334.50万股用于为“胜达转债”提供质押担保。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速²（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 3 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02

² 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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

GDP 增速 (%)	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

注：1. GDP数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格

剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月底社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年底高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健

康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

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

2021 年，包装行业规模以上企业数增长，行业营业总收入有所增长，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，2021 年，包装行业规模以上企业 8831 家，较上年增加 648 家。全国包装行业累计完成营业总收入 12041.81 亿元，同比增长 16.39%。其中纸和纸板容器细分行业营业总收入为 3192.03 亿元，占比为 26.51%，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、储存搬运方便和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

2021 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，纸和纸板生产量有所增长，瓦楞原纸产量增幅较前者更大。

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 2021 年度报告》，2021 年，中国纸和纸板生产量为 12105.00 万吨，同比增长 7.50%。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 14.33%，前十大造纸企业产量占比为 47.24%，同比提升 0.62 个百分点，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，2021年，瓦楞原纸生产量2685.00万吨，同比增长12.34%；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。随着瓦楞原纸上游木浆大宗价格大幅增长，瓦楞原纸价格也随之振荡上升，截至2021年11月达到4051.00元/吨。2022年以来，瓦楞原纸价格呈缓慢下降态势，主要系疫情影响纸厂库存积压，叠加纸厂面临成本控制压力，时有停机限产，纸厂让利清库存所致。上游瓦楞原纸价格传导到从事纸包装生产销售业务的企业存在滞后性，且纸包装企业对瓦楞纸采购较谨慎，以随用随采为主，供需不平衡背景下，预计瓦楞原纸市场价格低迷状态存在短期内持续可能性。

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42%，家电电子行业约占32%，快递物流和日化分别约占13%。在宏观经济增速放缓、国际贸易摩擦、工业产品出口增速下降等因素影响下，中国瓦楞纸箱行业增速有所放缓，但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，瓦楞纸箱下游消费量的提升空间十分巨大。

具体市场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、洗衣机的消费量变化不大，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有所放缓；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。

4. 行业政策

近年来，中国“以纸代塑”政策持续推进，纸包装行业迎来新的发展机遇，同时，“双循环”战略和碳中和目标也对纸包装行业提出了高质量、可持续发展的新要求。

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。

2021年7月，国家发改委发布《“十四五”循环经济发展规划》，明确了快递包装绿色转型推动行动，强化快递包装绿色治理，鼓励包装生产、电商、快递等上下游企业建立产业联盟，支持建立快递包装产品合格供应商制度，推动生产企业自觉开展包装减量化。

2021年12月24日，中国造纸协会发布《造纸行业“十四五”及中长期高质量发展纲要》，提出坚持以供给侧结构性改革为主线，避免盲目扩张，丰富发展内涵，自觉从生产型向生产、技术、服务型转变，提高发展质量和经济效益。加快调整步伐，着力解决行业发展不平衡、不充分的问题，重点解决资源、环境、结构三大瓶颈问题，维护和提升产业链安全，转换增长动力，以创新引领高质量发展，实现更高水平、更优结构、更高效率、更加公平、更可持续的发展。

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。另外，随着环保政策趋严、供给侧改革的推进和上游原纸行业的变革，有资金、技术实力的瓦楞纸箱企业将逐渐占据市场主导地位，中小包装企业将逐步面临淘汰。在未来一段时间，中国瓦楞纸箱行业将通过淘汰落后产能、并购重组等方式使行业集中度提高，进入规模化、集团化发展阶段。随着国家环保政策的日趋严格以及社会环保意识的不断普及和深入，传统的印刷包装已经无法满足市场需求，积极研发绿色环保型包装正成为行业的重要发展趋势，同时，瓦楞纸包装行业将会向生产、技术、服务型转变，从而实现高质量、可持续发展。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司股本为 41910.10 万股，其中新胜达投资持股 64.20%，为公司控股股东；方吾校、方能斌和方聪艺合计持有新胜达投资 100.00% 股权，为公司实际控制人。截至 2022 年 3 月底，新胜达投资持有的 14334.50 万股公司股票用于质押质押，占其所持公司股份的比例为 53.28%，占公司总股本的比例为 34.20%。

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、纸板的生产与销售业务，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。2021 年，公司进入第一批塑料替代产品生产企业名单，并取得《快递包装绿色产品认证资格证书》。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，长期合作客户涵盖啤酒、饮料、烟草、电子、家电、家具、机械、快递物流、化工、服装等行业集中度高的行业，合作企业包括松下电器、三星电子、顺丰速运、京东物流、菜鸟、美的、格力、博世（BOSCH）、娃哈哈、农夫山泉、华润啤酒、老板电器、苏泊尔、海康威视、大华股份等世界 500 强、中国 500 强或细分行业排名前列企业。

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

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91330109768216095R），截至 2022 年 5 月 10 日，公司未结清/已结清信贷信息中不存在关注类和不良/违约类记录，公司过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

2021年，公司主要管理制度连续，经营运作正常；公司董事、监事和高级管理人员无重大变动。

2021年，公司各项管理制度未发生较大变化。

2021年，公司有1名独立董事离任，公司其余董事、监事和高级管理人员均未发生变动。

八、重大事项

2022年，公司实现控股四川中飞和浙江爱迪尔。

2022年1月28日，公司召开第二届董事会第二十三次会议，审议通过《关于拟收购四川中飞包装有限公司股权的议案》，公司拟以人民币31104.00万元收购江苏中彩新型材料有限公司（以下简称“江苏中彩”）持有的四川中飞60%的股权。截至2020年底，四川中飞合并资产总额1.81亿元，所有者权益1.01亿元；2020年，四川中飞实现营业总收入1.37亿元，利润总额0.10亿元。截至2021年9月底，四川中飞合并资产总额1.93亿元，所有者权益0.84亿元；2021年1—9月，四川中飞实现营业总收入1.44亿元，利润总额0.14亿元。

2022年2月16日，公司已向江苏中彩支付了第一期交易对价4000.00万元；2022年3月8日，根据公司发布公告，四川中飞已完成工商变更登记手续；2022年4月11日，公司支付了第二期交易对价23993.6万元，剩余的3110.40万元交易对价，公司将在四川中飞实现2022—2024年度承诺净利润后支付。

根据公司公告，2022年3月31日，公司召开第二届董事会第二十五次会议，审议通过《关于收购参股公司浙江爱迪尔包装股份有限公司部分股权的议案》。公司拟以合计1650.54万元收购浙江爱迪尔包装股份有限公司（以下

简称“浙江爱迪尔”）6%的股权。截至2021年底，浙江爱迪尔合并资产总额3.38亿元，所有者权益2.672亿元；2021年，浙江爱迪尔实现营业总收入2.15亿元，净利润0.28亿元。

浙江爱迪尔主要从事烟标、彩印纸盒等高毛利率产品的生产和销售，现有浙江中烟、江苏中烟、广东中烟、广西中烟等优质客户资源。本次交易完成后，公司将持有浙江爱迪尔51%的股权，爱迪尔成为公司的控股子公司。四川中飞主营高端白酒智能包装业务，本次交易完成后，公司持有四川中飞60%的股权，四川中飞纳入公司合并报表范围。公司实现控股四川中飞和浙江爱迪尔后，业务规模将进一步扩大，有利于提升公司盈利水平和综合竞争力，同时也需关注并购整合风险、商誉减值风险和业绩不达预期风险。

九、经营分析

1. 经营概况

2021年，因加大新客户开拓力度以及存量客户订单增加，公司营业总收入明显增长，营业利润率保持稳定，但利润总额受非经常性损益影响大幅下降。2022年1—3月，公司营业总收入同比保持增长，纸箱业务毛利率明显提升。

2021年，公司主营业务未发生变化，仍主要从事瓦楞纸箱、纸板的生产与销售工作。公司主营业务收入占营业总收入的比重保持在95%以上，主营业务仍很突出。

2021年，受益于公司加大新客户市场开拓的同时实现存量客户订单的增长，公司实现营业总收入16.64亿元，同比增长23.20%；营业成本14.61亿元，同比增长22.44%；营业利润率为11.74%，同比提高0.49个百分点，变化不大。2021年，公司利润总额0.98亿元，同比下降68.85%，主要系其他收益和资产处置收益同比大幅下降所致。

纸箱产品是公司收入的主要来源。2021年，公司纸箱收入同比增长24.60%，占营业总收入的94.65%；毛利率同比提升0.05个百分点。公

司纸板和其他业务收入规模很小，对整体盈利水平影响不大。

表4 公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2020年			2021年			2022年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
纸箱	12.64	93.56	8.66	15.75	94.65	8.71	4.03	92.22	10.84
纸板	0.35	2.59	-5.78	0.22	1.32	-2.47	0.01	0.23	-0.53
酒包	--	--	--	--	--	--	0.17	3.89	6.50
主营业务小计	12.99	96.15	8.28	15.97	95.97	8.56	4.21	96.34	10.69
其他业务收入	0.52	3.85	96.69	0.67	4.03	99.31	0.16	3.66	99.08
合计	13.51	100.00	11.68	16.64	100.00	12.23	4.37	100.00	13.82

资料来源：公司提供，联合资信整理

2022年1—3月，公司实现营业总收入4.37亿元，同比增长19.88%，主要系公司销售收入增长以及3月起将四川中飞纳入并表范围所致；营业成本3.77亿元，同比增长15.56%；营业利润率为13.27%，同比增长3.10个百分点，主要系纸箱业务毛利率提升所致。2022年1—3月，实现利润总额0.25亿元，同比增长162.68%。此外，2022年3月8日，公司收购了四川中飞60%的股权，该公司主要为国内高端酒类企业提供各类酒盒包装和礼品盒包装，公司业务拓展至高端酒类包装业务。2022年3月，公司酒包业务收入为0.17亿元。

2. 采购

2021年，公司采购模式、采购渠道等未发生变化；主要物料采购价格随大宗商品价格上涨而提升，采购渠道较畅通；供应商集中度高。

2021年，公司采购的基本模式、结算方式等未发生变化。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。

公司成本构成以直接材料为主。2021年，直接材料成本占营业成本的比重为75.37%。公司生产所需原材料仍主要分为瓦楞纸、牛卡纸和白板纸三大类。2021年，受公司纸箱业务增长及进行战略采购的影响，公司瓦楞纸和牛卡纸采购量有所增加，白板纸采购量略有下降。采购价格方面，瓦楞纸、牛卡纸和白板纸采购均价同比分别增长18.44%、14.78%和18.31%。受此影响，公司主要原材料采购金额均有所增长。

表5 公司主要原材料采购单价情况

（单位：万吨、元/吨、万元）

类别	项目	2020年	2021年	2022年1—3月
瓦楞纸	采购量	125471.29	134128.26	30654.53
	采购均价	2946.06	3489.17	3509.43
	采购金额	36964.57	46799.67	10757.99
牛卡纸	采购量	132578.43	143339.20	34758.01
	采购均价	3489.85	4005.62	4045.10
	采购金额	46267.83	57416.23	14059.97
白板纸	采购量	20441.66	19735.35	5260.82
	采购均价	4025.37	4762.48	4723.56
	采购金额	8228.53	9398.93	2484.98

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，2021年，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 2021 年公司前五大供应商情况

(单位: 万元、%)

供应商名称	是否关联方	采购产品	采购金额	占采购总额的比重
A	否	原纸	29300.51	24.25
B	否	原纸	17120.33	14.17
C	否	原纸	14557.06	12.05
D	否	原纸	11901.26	9.85
E	否	原纸	10798.93	8.94
合计	--	--	83678.09	69.27

资料来源: 公司提供

3. 生产

2021 年, 公司纸包装产能、产量及产能利用率均有所增长。

2021 年, 公司生产模式无变化。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。

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。2021 年, 公司纸板产量同比增长 12.16%, 且外销部分下降, 待加工部分 (纸箱) 同比增长 14.99%, 主要系随着公司开拓市场力度加大, 公司战略布局的新设工厂从初期的纸板业务过渡到纸箱业务所致。

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”)。公司基于纸板产量计算产能利用率。2021 年, 公司产能同比增长 8.21%, 产能利用率同比提升 3.17 个百分点。

表 7 公司产能及产量情况

(单位: 万平方米/年、万平方米、%)

项目	分类	2020 年	2021 年
产能	--	44628.93	48294.00
纸板产量	外销部分	1966.95	1159.25
	自留待加工成纸箱部分	36874.80	42403.79

	合计	38841.75	43563.04
产能利用率	--	87.03	90.20

注: 自留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. 销售

2021 年, 公司纸板和纸箱销售均价均有所增长, 产销率有所提升; 客户集中度同比上升, 对主要客户存在一定程度的依赖。

2021 年, 公司销售模式、结算方式和结算周期较上年未发生变化。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。

从销售量来看, 2021 年, 随着公司加大营销力度, 公司战略布局的新设工厂从初期的纸板业务过渡到纸箱业务, 毛利较高的纸箱销量同比增长 16.16%; 由于纸板产品毛利率较低, 对其生产进行一定的控制, 直接对外销售的纸板销量同比下降 26.32%。受上述因素影响, 公司纸板和纸箱合计销量为 43459.57 万平方米, 同比增长 14.40%。

从销售均价来看, 2021 年, 受原材料价格上涨影响, 公司纸箱和对外销售的纸板销售均价同比均有所增长。

由于公司主要采用以销定产的方式经营, 且纸箱业务有所增长, 2021 年, 公司纸板产销率大幅提升, 纸板和纸箱产销率均接近满产水平。

表 8 公司主要产品销售情况

(单位: 万平方米、元/平方米、%)

产品	项目	2020 年	2021 年
纸板	销量	1575.70	1160.95
	销售均价	1.78	1.89
	产销率	80.11	100.15
纸箱	销量	36413.02	42298.62
	销售均价	3.43	3.72

	产销率	98.75	99.75
--	-----	-------	-------

注：1. 纸板产销率=对外销售纸板销量÷纸板产量（对外销售部分）；
2. 纸箱产销率=纸箱销量÷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，2021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；公司客户集中度一般，同比有所提升，对主要客户存在一定程度的依赖。

表9 2021年公司前五大销售客户情况

（单位：万元、%）

客户名称	是否关联方	销售产品	销售金额	占营业总收入的比例
A	否	纸箱	14271.89	8.94
B	否	纸箱	9229.67	5.78
C	否	纸箱	8855.40	5.54
D	否	纸箱	7099.52	4.45
E	否	纸箱	6809.73	4.26
合计	--	--	46266.21	28.97

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2021年，公司经营效率同比有所改善。

从经营效率指标看，2021年，公司销售债权周转次数为3.60次，同比基本稳定；存货周转次数和总资产周转次数分别为7.61次和0.58次，同比均有所提升。

6. 重大在建项目

公司在建项目的实施有助于公司丰富产品线、扩大现有业务规模。但公司面临一定资金支出压力，且未来市场环境存在变化可能性，项目收益可能不及预期。

截至2022年3月底，公司在建项目主要为“纸浆模塑环保餐具智能研发生产基地项目”，建设地点为海南省海口市国家高新区云龙产业园，业务方向为生产一次性可降解餐饮用具，设计产能为3.00万吨/年，计划投资总额为5.59亿元，资金来源包括2.77亿元募集资金和2.82亿元自有资金，公司面临一定资金支出压力。截至2022年3月底，该项目已投入资金0.86亿元，尚需投资4.73亿元，预计达到可使用状态日期为2023年6月。

该项目的建设考虑到中国循环经济和双碳战略背景，公司响应国家产业政策导向，同时将业务拓展至可降解纸浆环保餐具领域，以丰富产品线，实现多元化发展战略。但项目建成尚需一定时间，若未来市场环境发生变化，竞争加剧，产能无法消化，项目收益可能不及预期。

7. 未来发展

公司发展目标紧密围绕主营业务，战略规划清晰，有利于提升综合竞争实力。

公司自成立以来一直从事纸包装业务的生产与销售业务，未来将抓好生产经营，降本增效，投入项目建设，开拓多元化发展路径，提升数字管控能力，形成工厂平台效应，同时抓好人才建设，满足公司发展需求，以实现成为高质量包装企业的目标。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021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，并出具了标准的无保留意见的审计结论。公司提供的2022年1—3月财务数据未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

2021年，公司合并范围内子公司新增1家（设立）；2022年1—3月，公司合并范围内子公司新增1家（收购）。截至2022年3月底，公司合并范围内子公司合计16家。公司主营业务未发生变化，合并范围变化不大，会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至2021年底，公司合并资产总额29.02亿元，所有者权益19.19亿元（含少数股东权益0.13亿元）；2021年，公司实现营业总收入16.64亿元，利润总额0.98亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额30.93亿元，所有者权益20.21亿元（含少数股东权益0.59亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入4.37亿元，利润总额0.25亿元。

2. 资产质量

截至2021年底，公司资产规模变化不大，以流动资产为主，应收账款增长较快。公司资产流动性强，质量良好。

截至2021年底，公司合并资产总额29.02亿元，较上年底增长0.72%，变化不大。其中，流动资产占59.03%，非流动资产占40.97%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 10 公司资产主要构成情况

科目	2020 年底		2021 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	17.80	61.77	17.13	59.03
货币资金	8.62	48.43	9.43	55.02
应收账款	3.55	19.92	4.58	26.76
存货	1.89	10.60	1.95	11.40
非流动资产	11.01	38.23	11.89	40.97
长期股权投资	1.49	13.55	1.44	12.13
固定资产	7.05	64.01	7.46	62.75
无形资产	1.89	17.16	1.97	16.58
资产总额	28.81	100.00	29.02	100.00

注：各资产科目占比为该科目在对应的流动资产总额或非流动资产总额中的占比
数据来源：联合资信根据公司财务报告整理

(1) 流动资产

截至2021年底，公司流动资产17.13亿元，较上年底下降3.74%。

截至2021年底，公司货币资金较上年底增长9.38%，主要系公司收回投资收到的现金增加所致。货币资金中有0.10亿元受限资金，受限比例为1.06%，全部为银行承兑汇票保证金。

截至2021年底，公司应收账款账面价值较上年底增长29.28%，主要系公司对下游客户账期延长所致。应收账款账龄以1年以内（占98.17%）为主，累计计提坏账准备0.33亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为0.93亿元，占比为18.94%，集中度尚可。

截至2021年底，公司存货较上年底增长3.53%。存货主要由原材料（占79.50%）和库存商品（占15.47%）构成，累计计提跌价准备63.06万元，计提比例为0.32%，系对库存商品计提跌价准备。公司发出存货采用加权平均法。

(2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产较上年底增长7.93%，主要系固定资产增加所致。

截至2021年底，公司长期股权投资较上年

底下降3.35%。长期股权投资主要系对浙江爱迪尔投资，投资收益以权益法确认。

截至2021年底，公司固定资产较上年底增长5.81%。固定资产主要由房屋及建筑物（占46.33%）和机器设备（占51.63%）构成，累计计提折旧3.44亿元；未计提减值准备。固定资产成新率69.86%，成新率尚可。

截至2021年底，公司无形资产1.97亿元，较上年底增长4.28%。公司无形资产主要为土地使用权，累计摊销0.35亿元，未计提减值准备。

截至2022年3月底，公司合并资产总额30.93亿元，较上年底增长6.59%。其中，流动资产占48.01%，非流动资产占51.99%。公司资产结构相对均衡，非流动资产占比较上年底有所增长，主要系出资收购四川中飞、商誉增至2.48亿元所致。

受限资产方面，截至2022年3月底，公司受限资产占资产总额的8.58%，资产受限比例较低，公司所有权或使用权受到限制的资产如下表所示。

表 11 截至 2022 年 3 月底公司所有权或使用权受限的资产情况 (单位: 万元、%)

科目	账面价值	受限原因	占所属会计科目的比例	占资产总额的比例
固定资产	15446.36	最高额抵押	18.82	4.99
货币资金	1250.99	银行承兑保证金	1.88	0.41
无形资产	9845.26	最高额抵押	45.20	3.18
合计	26542.61	--	--	8.58

资料来源: 公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2021年底, 公司所有者权益规模较上年底有所增长, 主要系未分配利润累积所致。公司所有者权益结构稳定性尚可。

截至2021年底, 公司所有者权益19.19亿元, 较上年底增长5.83%, 主要系未分配利润累积所致。其中, 归属于母公司所有者权益占比为99.31%, 少数股东权益占比为0.69%。在归属于母公司所有者权益中, 实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占21.75%、

36.39%、0.01%和33.75%。所有者权益结构稳定性尚可。

截至2022年3月底, 公司所有者权益20.21亿元, 较上年底增长5.29%, 主要系收购四川中飞股权所致。其中, 归属于母公司所有者权益占比为97.10%, 少数股东权益占比为2.90%。在归属于母公司所有者权益中, 实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占归属母公司所有者权益的比例为21.36%、37.07%、0.01%和34.03%。所有者权益结构较上年底变化不大。

(2) 负债

截至2021年底, 公司负债规模有所下降, 以非流动负债为主; 公司整体债务负担尚可, 以长期债务为主。

截至2021年底, 公司负债总额较上年底下降7.94%, 主要系流动负债减少所致。其中, 流动负债占37.79%, 非流动负债占62.21%。公司负债以非流动负债为主, 非流动负债占比上升较快。

表 12 公司负债主要构成情况

科目	2020 年底		2021 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	4.66	43.66	3.71	37.79
应付票据	0.85	18.31	0.49	13.08
应付账款	2.03	43.56	2.16	58.27
应付职工薪酬	0.20	4.27	0.22	5.94
应交税费	0.72	15.52	0.78	20.90
非流动负债	6.02	56.34	6.12	62.21
应付债券	4.62	76.79	4.64	75.92
租赁负债	0.00	0.00	0.35	5.70
递延收益	1.24	20.57	0.98	16.01
负债总额	10.68	100.00	9.83	100.00

注: 各负债科目占比为该科目在对应的流动负债总额或非流动负债总额中的占比

数据来源: 联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底, 公司流动负债较上年底下降20.32%, 主要系公司清偿短期借款、叠加应付票据减少所致。

截至2021年底, 公司应付票据较上年底下降43.06%, 主要系公司减少开具银行承兑汇票所致。

截至2021年底, 公司应付账款较上年底增长6.58%。应付账款账龄以1年以内 (2.08亿元) 为主。无账龄超过1年的重要应付账款。

截至2021年底, 公司应付职工薪酬较上年底增长10.99%; 公司应交税费较上年底增长7.32%。

截至2021年底，公司非流动负债较上年底增长1.66%，变化不大。

截至2021年底，公司应付债券4.64亿元，较上年底增长0.51%，变化不大。应付债券为“胜达转债”。

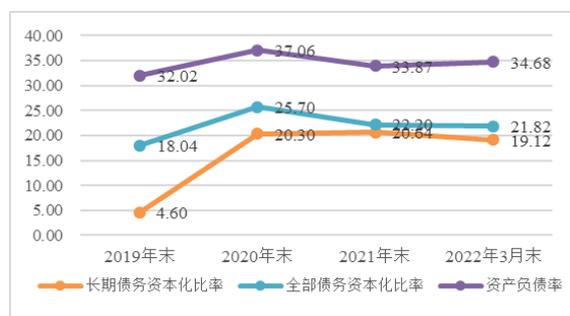
截至2021年底，公司租赁负债新增0.35亿元，系执行新租赁准则重分类会计科目所致。

截至2021年底，公司递延收益较上年底下降20.86%，主要系政府补助减少所致。递延收益全部为政府补助的财政拨款。

截至2022年3月底，公司负债总额10.73亿元，较上年底增长9.14%，主要系其他应付款增加所致。其中，流动负债占44.83%，非流动负债占55.17%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，流动负债占比上升较快。

截至2021年底，公司全部债务5.48亿元，较上年底下降12.69%，主要系短期债务减少所致。债务结构方面，短期债务占8.87%，长期债务占91.13%，以长期债务为主，其中，短期债务0.49亿元，较上年底下降70.61%，主要系短期借款和应付票据减少所致；长期债务4.99亿元，较上年底增长8.05%，主要系新增租赁负债所致。从债务指标来看，截至2021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33.87%、22.20%和20.64%，较上年底分别下降3.19个百分点、下降3.50个百分点和提高0.34个百分点。公司债务负担尚可。

图1 公司偿债指标情况（单位：%）



资料来源：公司财务报告和提供数据，联合资信整理

截至2022年3月底，公司全部债务5.64亿元，较上年底增长2.95%，变化不大。债务结构方面，短期债务占15.28%，长期债务占84.72%，以长期债务为主，其中，短期债务0.86亿元，较上年底增长77.32%，主要系应付票据增加所致；长期债务4.78亿元，较上年底下降4.29%。从债务指标来看，截至2022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34.68%、21.82%和19.12%，较上年底分别提高0.81个百分点、下降0.39个百分点和下降1.52个百分点。

4. 盈利能力

2021年，公司收入规模有所增长，期间费用对利润存在一定侵蚀；其他收益和资产处置收益大幅减少导致公司利润总额有所下降，公司经常性业务盈利能力有所提升。2022年1-3月，受益于公司业务同比有所增长叠加新增酒包业务板块，公司营业总收入有所增长；利润同比大幅增长，主要系纸箱毛利率提升所致。

2021年，受益于公司加大新客户市场开拓的同时实现存量客户订单的增长，公司实现营业收入16.64亿元，同比增长23.20%；营业成本14.61亿元，同比增长22.44%；营业利润率为11.74%，同比提高0.49个百分点，变化不大。2021年，公司利润总额0.98亿元，同比下降68.85%，主要系其他收益和资产处置收益同比大幅下降所致。

2021年，公司费用总额为1.56亿元，同比增长14.36%。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17.78%、38.12%、36.38%和7.72%，以管理费用和研发费用为主。其中，销售费用为0.28亿元，同比增长19.24%，主要系销售订单量增加，销售人员工资和业务招待费增长所致；管理费用为0.59亿元，同比增长13.23%，主要系业务增长，职工薪酬增加所致；研发费用为0.57亿元，同比增长8.17%；财务费用为0.12亿元，同比增长47.57%，主要系“胜达转债”利息费用增加

所致。2021年，公司期间费用率³为9.35%，同比下降0.72个百分点。公司费用规模较大，对整体利润存在一定侵蚀。

2021年，公司其他收益较上年1.95亿元下降73.35%至0.52亿元，主要系2020年收到以拆迁补偿款为主的政府补助规模较大所致；其他收益占营业利润比重为52.07%，对营业利润影响较大。2020年，萧山经济技术开发区管理委员会对公司所持有的位于萧山经济技术开发区北塘路以北、杭长铁路以东的地块实施收储，公司将与土地厂房、搬迁补助相关的收益计入资产处置收益，导致2021年公司资产处置收益较上年的1.02亿元大幅下降至-25.47万元。其他收益和资产处置收益大幅下降，对公司整体利润水平有较大影响。

2021年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.25%和4.93%，同比分别下降6.67个百分点和10.09个百分点。公司各盈利指标有待提升。

表13 公司盈利能力变化情况

项目	2020年	2021年
营业总收入（亿元）	13.51	16.64
利润总额（亿元）	3.16	0.98
营业利润率（%）	11.25	11.74
总资本收益率（%）	11.92	5.25
净资产收益率（%）	15.01	4.93

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022年1—3月，公司实现营业总收入4.37亿元，同比增长19.88%，主要系公司业务增长所致；营业成本3.77亿元，同比增长15.56%；营业利润率为13.27%，同比增长3.10个百分点，主要系纸箱业务毛利率提升所致。2022年1—3月，实现利润总额0.25亿元，同比增长162.68%。此外，2022年3月8日，公司收购了四川中飞60%的股权，该公司主要为国内高端酒类企业提供各类酒盒包装和礼品盒包装，公司业务拓展至高端酒类包装业务。2022年3月，公司酒包业务收入为0.17亿元。

5. 现金流分析

2021年，公司经营活动现金净流入规模有所下降，收入实现质量处于较低水平，投资活动现金流转为净流入，筹资活动现金流转为净流出。考虑到公司在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定资本支出压力。

表14 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
经营活动现金流入量	9.74	13.07	11.84
经营活动现金流出量	8.10	11.43	11.70
经营活动现金流量净额	1.64	1.65	0.14
投资活动现金流入量	0.30	3.30	2.99
投资活动现金流出量	1.92	4.09	1.24
投资活动现金流量净额	-1.61	-0.79	1.76
筹资活动前现金流净额	0.02	0.85	1.90
筹资活动现金流入量	5.53	8.46	0.10
筹资活动现金流出量	4.25	3.49	1.16
筹资活动现金流量净额	1.28	4.97	-1.06
现金收入比（%）	72.31	75.13	67.73

资料来源：公司提供，联合资信整理

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入11.84亿元，同比下降9.44%，主要系上年收到拆迁相关奖励款所致；经营活动现金流出11.70亿元，同比增长2.38%，同比变化不大。综上，2021年，公司经营活动现金净流入0.14亿元，同比下降91.44%。2021年，公司现金收入比为67.73%，同比下降7.40个百分点，收入实现质量处于较低水平。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入2.99亿元，同比下降9.25%；投资活动现金流出1.24亿元，同比下降69.81%。2021年，公司投资活动现金净流入1.76亿元，同比净流出转为净流入，主要系公司减少购买理财与定期存款所致。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为1.90亿元，同比增长122.78%。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入0.10亿元，同比下降98.82%，主要系公司于上年成功发行可转债并取得大额借款所致；筹资活动现金流出1.16亿元，同比下降

³ 期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入

66.86%，主要系公司于上年偿还债务规模较大所致。2021年，公司筹资活动现金净流出1.06亿元，同比由净流入转为净流出。

2022年1—3月，公司经营活动现金净流入0.16亿元；投资活动现金净流出2.89亿元；筹资活动现金净流出0.06亿元。

6. 偿债能力

2021年，公司短、长期偿债指标表现一般，整体偿债能力较上年有所下降。

表 15 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年
短期偿债能力	流动比率（%）	381.72	461.19
	速动比率（%）	341.27	408.63
	经营现金/流动负债（%）	35.31	3.79
	经营现金/短期债务（倍）	1.00	0.29
	现金类资产/短期债务（倍）	6.25	20.61
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	4.18	2.19
	全部债务/EBITDA（倍）	1.50	2.50
	经营现金/全部债务（倍）	0.26	0.03
	EBITDA/利息支出（倍）	22.47	6.26
	经营现金/利息（倍）	8.86	0.40

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：公司提供，联合资信整理

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率有所提升，流动资产对流动负债的保障程度高。2021年，公司经营现金流动负债比率为3.79%，同比下降31.52个百分点；公司经营现金/短期债务同比下降0.71倍。截至2021年底，公司现金短期债务比较上年有所提高，现金类资产对短期债务的保障程度高。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA同比下降47.55%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占32.57%）、摊销（占6.49%）、计入财务费用的利息支出（占15.97%）、利润总额（占44.96%）构成。2021年，公司EBITDA利息倍数有所下降，EBITDA对利息的覆盖程度仍较高；公司全部债务/EBITDA有所上升，EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可；经营现金对全部债务和利息支出的保障程度均大幅下降。

截至2021年底，公司无对外担保。

截至2021年底，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

截至2022年3月底，公司从各商业银行获得的银行授信总额为8.14亿元，其中未使用受限额度为7.40亿元，间接融资渠道较为畅通。公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司系公司的生产经营主体，其资产质量、债务结构、盈利水平和偿债能力与合并报表下的分析结果基本一致。

截至2021年底，母公司资产总额28.06亿元，较上年底增长3.62%。其中，流动资产16.12亿元（占57.44%），非流动资产11.94亿元（占42.56%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占35.22%）、应收账款（占18.71%）、其他应收款（占36.79%）和存货（占5.96%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占71.14%）和固定资产（合计）（占21.56%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为5.68亿元。

截至2021年底，母公司负债总额9.73亿元，较上年底增长1.55%。其中，流动负债4.17亿元（占42.84%），非流动负债5.56亿元（占57.16%）。从构成看，流动负债主要由应付票据（占10.22%）、应付账款（占52.34%）和其他应付款（合计）（占18.21%）构成；非流动负债主要由应付债券（占83.49%）、递延收益（占10.24%）和租赁负债（占6.26%）构成。截至2021年底，母公司资产负债率为34.67%，较上年底下降0.71个百分点。

截至2021年底，母公司全部债务5.42亿元。其中，短期债务占7.86%、长期债务占92.14%。截至2021年底，母公司短期债务为0.43亿元。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率22.81%，母公司债务负担较轻。

截至2021年底，母公司所有者权益为18.33亿元，较上年底增长4.75%。在归属母公司所有者权益中，实收资本为4.14亿元（占22.61%）、资本公积合计6.87亿元（占37.51%）、

未分配利润合计5.76亿元（占31.45%）、盈余公积合计0.69亿元（占3.76%）。母公司所有者权益稳定性尚可。

2021年，母公司营业总收入为11.39亿元，利润总额为0.85亿元。同期，母公司投资收益为0.39亿元。

现金流方面，2021年，母公司经营活动现金流净额为0.21亿元，投资活动现金流净额1.18亿元，筹资活动现金流净额-0.85亿元。

表 16 2021 年母公司与合并报表财务数据比较
(单位: 亿元、%)

科目	母公司	占合并口径的比例
资产	28.06	96.68
所有者权益	18.33	95.50
全部债务	5.42	98.90
营业总收入	11.39	68.41
利润总额	0.85	86.05

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

十一、债券偿还能力分析

新胜达投资以其所持部分公司股票为“胜达转债”提供的质押担保对“胜达转债”的偿付仍有一定积极影响。

“胜达转债”采用控股股东股份质押的增信方式。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。

根据《股份质押合同》约定，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%。

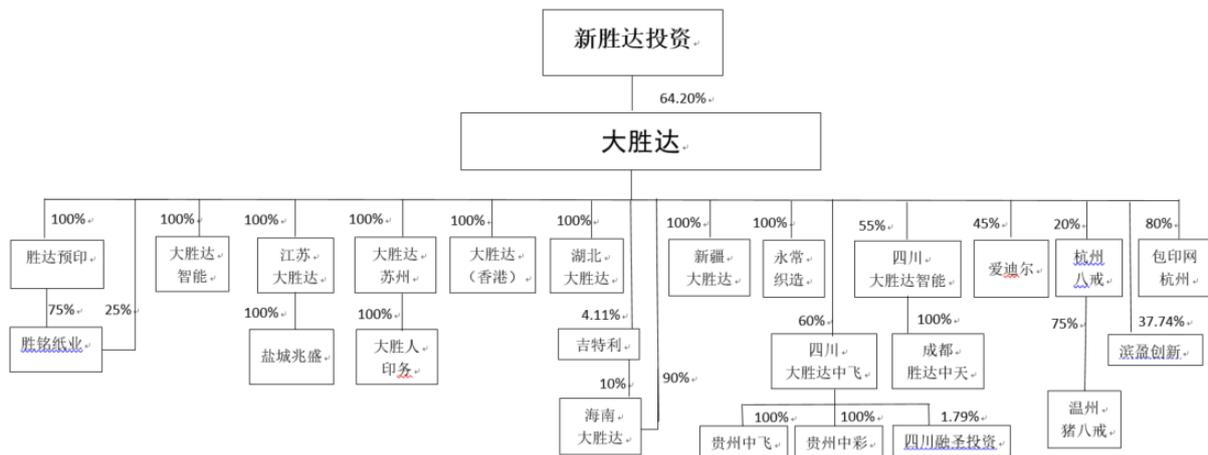
2021年7月22日，新胜达投资追加质押公司股票6825.97万股。截至2022年3月底，“胜达转债”由新胜达投资所持的14334.50万股公司股份提供质押担保。以2022年3月31日收盘价格（9.10元）计算，以上质押股份市值13.04亿元，为“胜达转债”待偿本金（4.78亿元）的2.73倍。新胜达投资质押的股份市值对“胜达

转债”待偿本金的覆盖倍数较高。

十二、结论

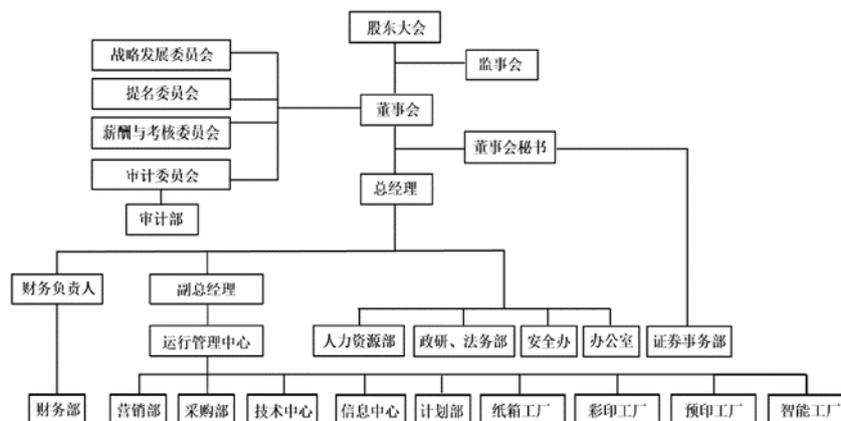
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，维持“胜达转债”的信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底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 2022 年 3 月底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 2022 年 3 月底浙江大胜达包装股份有限公司 主要子公司情况

序号	子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
1	浙江胜达彩色预印有限公司	浙江省杭州市	制造业	100.00	--	设立
2	杭州胜铭纸业有限公司	浙江省杭州市	制造业	25.00	75.00	设立
3	成都胜达中天包装制品有限公司	四川省成都市	制造业	--	55.00	设立
4	江苏大胜达概念包装研发有限公司	江苏省盐城市	制造业	100.00	--	设立
5	浙江大胜达包装苏州有限公司	江苏省苏州市	制造业	100.00	--	非同一控制下合并
6	大胜达（香港）国际有限公司	香港	制造业	100.00	--	设立
7	湖北大胜达包装印务有限公司	湖北省汉川市	制造业	100.00	--	非同一控制下合并
8	盐城兆盛实业有限公司	江苏省盐城市	制造业	--	100.00	同一控制下合并
9	四川大胜达智能包装有限公司	四川省眉山市	制造业	55.00	--	非同一控制下合并
10	浙江大胜达智能包装有限公司	浙江省杭州市	制造业	100.00	--	设立
11	杭州永常织造有限责任公司	浙江省杭州市	制造业	100.00	--	收购
12	新疆大胜达包装有限公司	新疆阿拉尔市	制造业	100.00	--	设立
13	苏州大胜人印务有限公司	江苏省苏州市	制造业	--	100.00	收购
14	包印网（杭州）科技有限公司	浙江省杭州市	技术服务	80.00	--	设立
15	海南大胜达环保科技有限公司	海南省海口市	制造业	90.00	--	设立
16	四川大胜达中飞包装科技有限公司	四川省泸州市	制造业	60.00	--	收购

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	3.38	10.34	10.02	7.43
资产总额 (亿元)	21.47	28.81	29.02	30.93
所有者权益 (亿元)	14.60	18.13	19.19	20.21
短期债务 (亿元)	2.51	1.65	0.49	0.86
长期债务 (亿元)	0.70	4.62	4.99	4.78
全部债务 (亿元)	3.21	6.27	5.48	5.64
营业总收入 (亿元)	12.66	13.51	16.64	4.37
利润总额 (亿元)	1.11	3.16	0.98	0.25
EBITDA (亿元)	1.87	4.18	2.19	--
经营性净现金流 (亿元)	1.64	1.65	0.14	0.16
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	3.78	3.60	3.60	--
存货周转次数 (次)	5.83	6.46	7.61	--
总资产周转次数 (次)	0.62	0.54	0.58	--
现金收入比 (%)	72.31	75.13	67.73	86.07
营业利润率 (%)	17.37	11.25	11.74	13.27
总资本收益率 (%)	6.01	11.92	5.25	--
净资产收益率 (%)	6.84	15.01	4.93	--
长期债务资本化比率 (%)	4.60	20.30	20.64	19.12
全部债务资本化比率 (%)	18.04	25.70	22.20	21.82
资产负债率 (%)	32.02	37.06	33.87	34.68
流动比率 (%)	165.52	381.72	461.19	308.77
速动比率 (%)	131.42	341.27	408.63	256.01
经营现金流动负债比 (%)	30.91	35.31	3.79	--
现金短期债务比 (倍)	1.35	6.25	20.61	8.62
EBITDA 利息倍数 (倍)	25.95	22.47	6.26	--
全部债务/EBITDA (倍)	1.72	1.50	2.50	--

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. 2022 年 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 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	2.46	6.40	5.73
资产总额 (亿元)	18.56	27.08	28.06
所有者权益 (亿元)	13.71	17.50	18.33
短期债务 (亿元)	2.34	1.41	0.43
长期债务 (亿元)	0.00	4.62	4.99
全部债务 (亿元)	2.34	6.03	5.42
营业总收入 (亿元)	8.79	9.33	11.39
利润总额 (亿元)	1.42	3.41	0.85
EBITDA (亿元)	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	1.40	1.20	0.21
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	4.25	4.11	3.85
存货周转次数 (次)	7.39	8.33	10.55
总资产周转次数 (次)	0.51	0.41	0.41
现金收入比 (%)	86.06	86.20	62.48
营业利润率 (%)	17.82	12.45	11.00
总资本收益率 (%)	8.63	13.41	4.97
净资产收益率 (%)	9.69	17.04	4.53
长期债务资本化比率 (%)	0.00	20.89	21.40
全部债务资本化比率 (%)	14.57	25.62	22.81
资产负债率 (%)	26.11	35.38	34.67
流动比率 (%)	146.76	401.59	386.71
速动比率 (%)	124.86	378.59	363.68
经营现金流流动负债比 (%)	30.65	28.76	4.99
现金短期债务比 (倍)	1.05	4.55	13.46
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 2022 年 1-3 月财务数据未披露

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
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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持