

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0292号

苏州华源控股股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“华源转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，同时维持“华源转债”信用等级为 AA-。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二三年六月二十日

## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2023年6月20日至2024年6月19日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司  
2023年6月20日

# 苏州华源控股股份有限公司 主体及“华源转债”2023年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA-/稳定	2023/6/20	AA-/稳定	熊璵	姜珊

## 债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
华源转债	AA-	AA-

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

## 主体概况

苏州华源控股股份有限公司（以下简称“华源控股”或“公司”）主要从事金属包装产品和塑料包装产品的研发、生产及销售，控股股东为自然人李志聪，实际控制人为自然人李志聪、李炳兴、陆杏珍。<sup>1</sup>

## 评级模型

### 1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
企业规模	营业收入	20.00	10.64
	市场竞争能力		
市场竞争能力	竞争优势	20.00	12.00
	多样化	10.00	8.00
盈利能力	EBITDA 利润率	8.00	5.52
	总资产收益率	7.00	1.23
债务负担和保障程度	资产负债率	10.00	10.00
	经营现金流动负债比	7.00	6.79
保障程度	EBITDA 利息倍数	9.00	5.25
	全部债务/EBITDA	9.00	6.85

调整因素	无
个体信用状况	aa-
外部支持	无
评级模型结果	AA-

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

## 评级观点

公司主营金属包装产品和塑料包装产品产销业务，业务链完整，产品系列丰富、规格齐全，仍是国内领先的金属包装生产企业之一；公司生产基地贴近客户布局，供货稳定性高，跟踪期内，受益于下游客户需求增加，金属包装产品中食品包装产销量增加，叠加产品结构优化带动均价提升，2022年公司金属包装产品收入有所增加；公司控股股东李志聪为“华源转债”本息到期偿付提供全额连带责任保证担保，跟踪期内仍具有一定的增信作用。

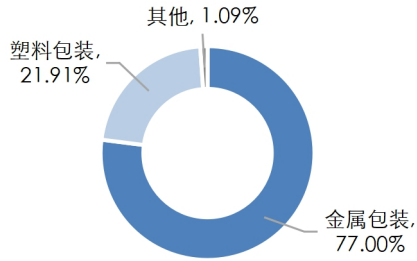
同时，东方金诚也关注到，公司下游客户主要集中在涂料行业且客户集中度高，业务易受涂料行业景气度的变化及下游主要客户经营稳定性的影响；公司吹塑制品产能利用率处于较低水平，拟建塑料制品项目达产后若下游需求不及预期，将面临产能释放风险；2022年，公司化工罐和塑料包装产品销量减少，主要原材料价格上涨，收入和毛利率下滑，叠加商誉减值因素影响，公司利润总额有所下降。

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

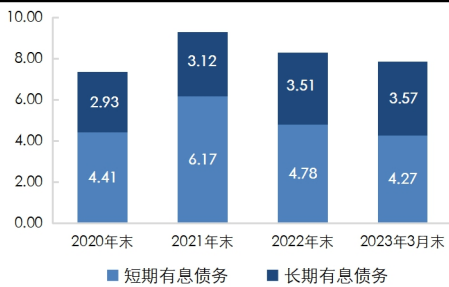
<sup>1</sup> 李志聪、李炳兴、陆杏珍三人一致行动人，李炳兴和陆杏珍为李志聪的父母。

## 主要指标及依据

### 2022年营业收入构成



### 近年公司有息债务情况 (亿元)



### 主要数据和指标

项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
资产总额(亿元)	25.57	28.62	27.74	26.71
所有者权益(亿元)	15.82	15.83	15.21	15.24
全部债务(亿元)	7.35	9.29	8.29	7.84
营业总收入(亿元)	17.82	23.48	22.64	5.34
利润总额(亿元)	0.58	0.28	0.16	0.02
经营性净现金流(亿元)	0.20	0.81	3.73	-0.36
营业利润率 (%)	18.20	14.46	12.40	12.58
资产负债率 (%)	38.14	44.69	45.15	42.96
流动比率 (%)	226.85	186.66	200.96	219.72
全部债务/EBITDA (倍)	4.67	5.15	4.67	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.32	3.44	3.87	-

注：表中数据来源于公司 2020 年~2022 年的审计报告及 2023 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

## 优势

- 公司主营金属包装产品和塑料包装产品产销业务，业务链完整，产品系列丰富、规格齐全，仍是国内领先的金属包装生产企业之一；
- 公司生产基地贴近客户布局，供货稳定性高，跟踪期内，受益于下游客户需求增加，金属包装产品中食品包装产销量增长，叠加产品结构优化带动均价提升，2022 年公司金属包装产品收入有所增加；
- 公司控股股东李志聪为“华源转债”本息到期偿付提供全额连带责任保证担保，跟踪期内仍具有一定的增信作用。

## 关注

- 公司下游客户主要集中在涂料行业且客户集中度高，业务易受涂料行业景气度的变化及下游主要客户经营稳定性的影响；
- 公司吹塑制品产能利用率处于较低水平，拟建塑料制品项目达产后若下游需求不及预期，将面临产能释放风险；
- 2022 年，公司化工罐和塑料包装产品销量减少，主要原材料价格上涨，收入和毛利率下滑，叠加商誉减值，公司利润总额有所下降。

## 评级展望

评级展望为稳定。预计 2023 年随着下游需求回暖，以及公司产能逐步释放，公司市场竞争力将维持稳定。

## 评级方法及模型

《工商企业（通用）信用评级方法及模型（RTFC027202208）》

## 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA-/稳定	华源转债/AA-	2022/6/16	高君子、莫琛	《一般轻工制造企业信用评级方法及模型》 (RTFC006201907)	<a href="#">阅读原文</a>
AA-/稳定	华源转债/AA-	2018/6/11	高君子、朱经纬	《工商企业信用评级方法》 (2014 年 5 月)	<a href="#">阅读原文</a>

注：自 2018 年 6 月 11 日（首次评级）至今，华源控股主体信用等级未发生变化，均为 AA-/稳定。

## 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额(亿元)	存续期	增信措施	增信方
华源转债	2022/6/16	4.00	2018/11/27-2024/11/27	保证担保	东方恒业控股有限公司 和自然人李志聪

注1：东方恒业控股有限公司（以下简称“东方恒业”）和公司控股股东李志聪按照各自比例为“华源转债”提供担保，其中东方恒业和李志聪分别承担担保债务的85%和15%。东方恒业所提供的担保方式为连带责任保证担保，同时，李志聪将为东方恒业所承担部分提供连带责任保证反担保。此外，李志聪对“华源转债”提供全额连带责任保证担保。

注2：“华源转债”设转股权，回售权、赎回权等；转股期间为2019年6月3日至2024年11月27日，当前转股价格7.37元/股，余额3.63亿元；回售起始日2022年11月27日，回售触发价5.16元/股；赎回起始日2019年6月3日，赎回触发价9.58元/股；修正起始日2018年11月27日，向下修正触发价6.26元/股。

## 跟踪评级原因

根据相关监管要求及苏州华源控股股份有限公司 2018 年可转换公司债券（以下简称“华源转债”或“本期债券”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

## 主体概况

跟踪期内，公司仍主要从事金属包装产品和塑料包装产品的研发、生产及销售，控股股东仍为自然人李志聪，实际控制人仍为自然人李志聪、李炳兴、陆杏珍

苏州华源控股股份有限公司（以下简称“华源控股”或“公司”）主要从事金属包装产品和塑料包装产品的研发、生产及销售。截至 2023 年 3 月末，公司股本 31598.15 万股，控股股东自然人李志聪对其持股比例 34.22%，实际控制人仍为自然人李志聪、李炳兴、陆杏珍。<sup>2</sup>

公司主营金属包装产品和塑料包装产品产销业务，其中金属包装产品包括化工罐、印涂铁、金属盖和食品罐等，以化工罐为主，主要客户为阿克苏、立邦、PPG 等国际大型化工涂料企业。公司塑料包装产品主要为注塑产品和吹塑产品，合作客户主要有壳牌、美孚、康普顿和汉高等。公司为贴近客户布局，分别在苏州、广州、天津、成都、咸宁和常州等地设立了生产基地。截至 2022 年末，公司金属包装产品拥有年产 13914.01 万只化工罐、64418.08 万只食品包装等产品的生产能力，塑料包装产品拥有 7122.00 万只注塑产品、14403.72 万只吹塑产品的生产能力。

截至 2023 年 3 月末，公司资产总额为 26.71 亿元，所有者权益 15.24 亿元，资产负债率 42.96%。2022 年和 2023 年 1~3 月，公司营业收入分别为 22.64 亿元和 5.34 亿元，利润总额分别为 0.16 亿元和 0.02 亿元。

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会“证监许可[2018]1734号”文件核准，公司于 2018 年 11 月发行 4.00 亿元的可转换公司债券，债券简称“华源转债”，起息日为 2018 年 11 月 27 日，到期日为 2024 年 11 月 27 日。“华源转债”采用累进利率，票面利率第一年 0.5%、第二年 0.7%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 2.0%、第六年 3.0%；每年付息一次，到期后五个交易日内，公司将按债券面值的 110%（含最后一期利息）的价格赎回未转股的“华源转债”。

“华源转债”设转股权，转股日期自 2019 年 6 月 3 日至 2024 年 11 月 27 日，初始转股价格为 7.58 元/股，期间公司多次调整转股价格，当前转股价格为 7.37 元/股。截至 2023 年 5 月末，尚未转股的“华源转债”余额为 3.63 亿元，占“华源转债”发行总额的 90.78%。

转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的“华源转债”：（1）在转股期内，如果公司股票在连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；（2）

<sup>2</sup> 李志聪、李炳兴、陆杏珍三人为一致行动人，李炳兴和陆杏珍为李志聪的父母。



当“华源转债”未转股余额不足人民币3000万元时。

在“华源转债”最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的70%时，“华源转债”持有人有权将其持有的“华源转债”全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度“华源转债”持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而“华源转债”持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，“华源转债”持有人不能多次行使部分回售权。

此外，若“华源转债”募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，“华源转债”持有人享有一次回售的权利。“华源转债”持有人有权将其持有的“华源转债”全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。“华源转债”持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

“华源转债”采用保证担保的增信方式。东方恒业控股有限公司（以下简称“东方恒业”）和公司第一大股东李志聪按照各自比例为“华源转债”的本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的合理费用提供担保。东方恒业和李志聪分别承担担保债务的85%和15%。东方恒业所提供的担保方式为连带责任保证担保，同时，李志聪将为东方恒业所承担部分提供连带责任保证反担保。此外，李志聪对“华源转债”本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的合理费用提供全额连带责任保证担保。

自2018年12月20日起，“华源转债”在深交所挂牌交易，债券代码为“002787.SZ”，扣除发行相关费用后，华源转债募集资金净额3.94亿元。截至2022年末，已按照募集说明书中披露的用途使用3.81亿元，其中清远华源年产3960万只化工罐及印铁项目<sup>3</sup>已使用募集资金3.08亿元，项目投资进度103.84%<sup>4</sup>；咸宁华源年产1730万只印铁制罐项目<sup>5</sup>已使用募集资金0.73亿元，项目投资进度74.96%；尚未使用的募集资金存放于募集资金三方监管账户及购买银行发行的结构性存款，将用于后续募投项目建设。

截至本报告出具日，公司按时支付“华源转债”利息。

## 个体信用状况

### 宏观经济与政策环境

**2023年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大**

2023年一季度GDP同比增速达4.5%，大幅高于上年四季度的2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观

<sup>3</sup> “清远华源年产3960万只化工罐及印铁项目”未达到预期效益，主要系受市场经济下行、需求萎缩等影响，产能未完全释放所致。

<sup>4</sup> 超出募集资金承诺投资总额部分主要为2018-2021年募集资金用于购买理财产生的投资收益和活期存款的利息收入投入募投项目使用所致。

<sup>5</sup> 咸宁华源“年产1730万只印铁制罐项目”的主要机器设备，如KBA高宝六色印刷机、富士高速涂布机、富士双色机、18L制罐七线等已投入使用，但因客观原因基建项目尚未竣工，因此将咸宁华源募投项目的实施期限延长两年至2024年12月31日。

政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为0.5%，大幅低于上年全年的7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP基数明显偏低。综合以上，预计二季度GDP同比增速有望升至8.0%左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的GDP有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中3月CPI同比仅为0.7%，PPI同比则连续6个月处于通缩状态。2023年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

**当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大**

2023年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及3月新安排1.2万亿元减税降费措施等，都显示2023年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策支持力度有望进一步加码。

## 行业分析

公司主要从事金属包装产品和塑料包装产品的研发、生产及销售，属于包装行业。

### 包装行业

**受外部环境影响，2022年我国包装行业总体需求稳中略降，但细分行业有所分化，金属包装需求仍保持增长，塑料包装需求有所下降**

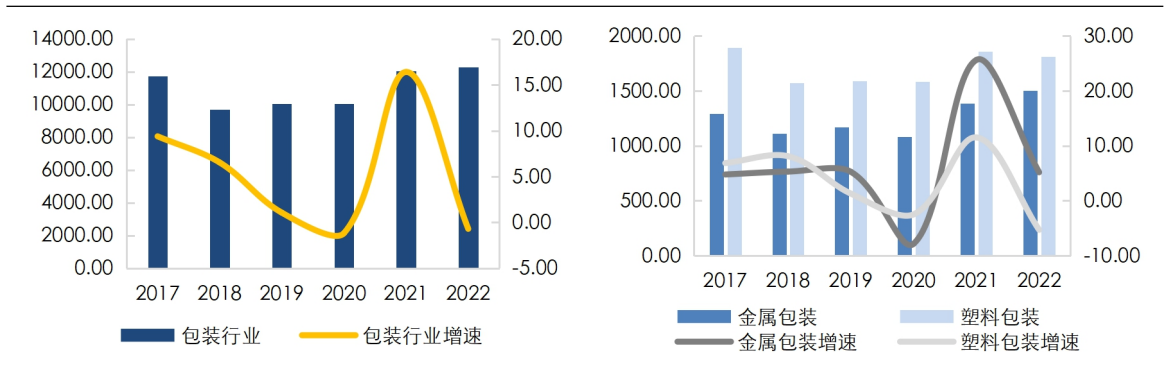
包装具备保护商品、便于流通、方便消费、促进销售和提升附加值等多重功能，是商品流通中不可或缺的一部分，下游涉及食品饮料、电子、医药、日化、烟草、家电、机电等各行各业。包装行业按包装材料不同分为塑料薄膜制造、纸和纸板容器制造、塑料包装箱及容器制造、金属包装容器及材料制造、塑料加工专业设备制造、玻璃包装容器制造和软木制品及其他木制品制造七大细分子行业。包装行业的发展与居民生活消费水平的提高紧密相关，居民生活水平



的不断提高带动了包装行业的发展。随着我国国民经济持续增长和城镇化建设的加快，城乡居民的购买力和生活品质不断提高，带动包装产品的需求增加，自2009年以来我国一直是仅次于美国的世界第二大包装产品生产国。

受外部环境影响，2022年我国包装行业需求总体增速有所下滑，但细分行业有所分化，金属包装需求仍保持增长。根据中国包装联合会统计数据显示，2022年，全国包装行业规模以上企业营业收入12293.34亿元，同比减少0.70%，增速同比下降15.69个百分点。其中，金属包装容器及材料制造主营业务收入1500.52亿元（占比12.21%），同比增长5.17%；塑料包装箱及容器制造完成主营业务收入1811.05亿元（占比14.73%），同比减少5.3%。

图表1 近年我国包装行业规模以上企业收入及增速（单位：亿元、%）



数据来源：中国包装联合会，东方金诚整理

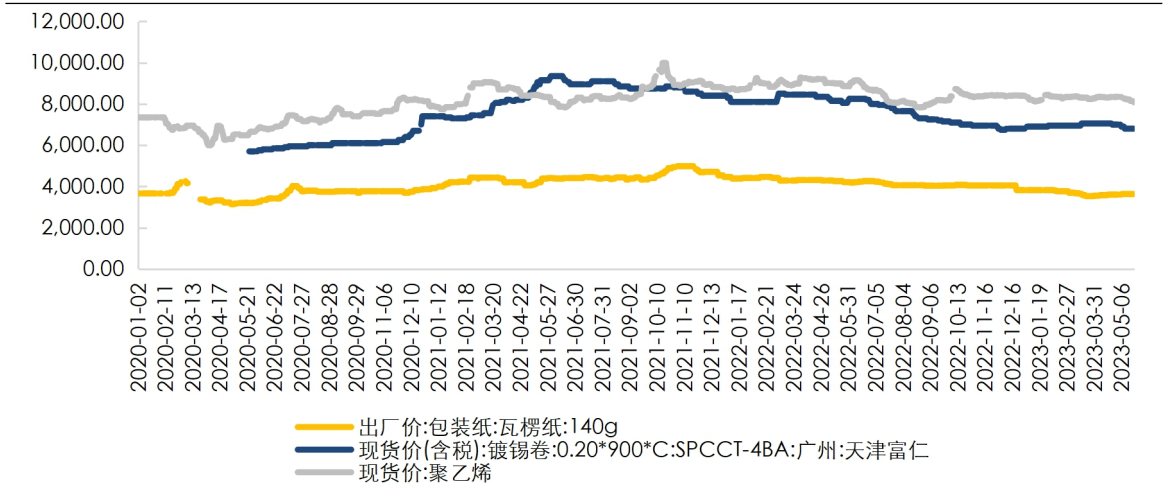
我国金属包装应用领域最广的是食品工业，其次是化工产品，化妆品和药品也占一定的比例；塑料包装作为包装行业下属第二大包装子行业具有广泛的用途，产品涵盖PET瓶、周转箱、托盘、拉杆箱等众多品类，下游行业主要涉及化工、食品、日化等行业。华源控股金属包装产品以涂料行业化工罐和食品包装为主，塑料包装产品以注塑产品和吹塑产品为主。受房地产行业超预期下行影响，2022年我国涂料行业总产量约3488万吨，同比减少8.5%。外部环境影响下，2022年我国软饮料产量1.81亿吨，同比增长0.30%，保持增长但增速较2021年明显下滑。2023年1~4月，我国软饮料产量0.57亿吨，同比增长5%。预计随着经济发展修复企稳，我国包装行业需求将有所回暖。

**2022年包装行业盈利下滑，其中金属包装主要原材料马口铁价格中枢下移带动行业盈利提升，塑料包装主要原材料聚乙烯价格中枢有所上移，叠加行业需求下降，盈利下滑**

包装行业原材料主要有原纸、塑料、玻璃、铝材、钢铁等，不同细分行业对应不同主要原材料。金属包装制品原材料主要为镀锡钢板，俗称马口铁。2021年，通胀压力叠加电力、铁矿石等能源和物料成本上涨，马口铁价格处于高位。受俄乌冲突、欧洲能源价格的联动影响，2022年初马口铁价格短暂下行后出现大幅上涨；2022年下半年，国内铁产量逐步恢复，经济增长承压，马口铁需求下行，价格下降。2022年金属包装主要原材料马口铁价格中枢下移，带动行业盈利提升。塑料包装主要原材料为通用塑料、聚乙烯、塑料助剂等。2022年塑料包装主要原材料聚乙烯价格中枢有所上移，叠加行业需求下降，盈利下滑。根据中国包装联合会统计数据显示，2022年，全国包装行业规模以上企业利润总额631.07亿元，同比减少14.01%，增速同比下降27.53个百分点。其中，金属包装容器及材料制造利润总额61.59亿元(占比9.76%)，

同比增长 3.35%；塑料包装箱及容器制造利润总额 94.6 亿元（占比 14.99%），同比减少 15.61%。

图表 2 近年包装行业主要原材料价格走势（单位：元/吨）



数据来源：公开资料，东方金诚整理

我国包装企业数量众多，行业竞争格局较分散，绿色转型和智能制造推进中，未来行业并购整合有望加速，行业集中度将有所提升

我国包装企业数量众多，行业竞争格局较分散。根据中国包装联合会公布的“2021 年度中国包装百强企业排名名单”，胜达集团有限公司为榜单首位，但市场份额占比仅为 1.49%，行业 CR3 仅为 4.07%，CR10 仅为 9.31%。其中，奥瑞金科技股份有限公司为 2021 年度中国包装百强企业排名金属包装前 30 名企业榜单首位，市场份额占比为 8.25%，行业 CR3 为 18.53%，CR10 为 31.99%；福建友谊胶粘带集团有限公司为 2021 年度中国包装百强企业排名塑料包装前 50 名企业榜单首位，市场份额占比为 6.14%，行业 CR3 为 15.10%，CR10 为 21.87%。

图表 3 包装行业主要上市公司主要财务数据（单位：亿元、%）

公司简称	主要产品	2021 年			2022 年		
		营业收入	利润总额	毛利率	营业收入	利润总额	毛利率
合兴包装	纸质包装	175.49	2.44	8.57	153.75	0.61	8.79
裕同科技	纸质包装	149.44	12.17	21.59	163.62	18.06	23.75
奥瑞金	金属包装	139.80	11.96	15.33	140.67	8.00	11.86
紫江企业	塑料包装	95.29	7.61	21.20	96.08	7.88	20.58
宝钢包装	金属包装	69.83	3.12	8.99	85.43	3.40	8.02
昇兴股份	金属包装	56.94	2.14	10.44	68.78	2.34	9.47
美盈森	纸质包装	36.05	1.13	22.89	41.30	1.67	18.71
嘉美包装	金属包装	34.52	1.91	12.37	29.81	0.27	8.84
<b>华源控股</b>	<b>金属包装</b>	<b>23.48</b>	<b>0.28</b>	<b>14.97</b>	<b>22.64</b>	<b>0.16</b>	<b>12.93</b>
英联股份	金属包装	18.30	0.32	13.59	19.35	-0.66	9.06

资料来源：公开资料，东方金诚整理

2022年9月，中国包装联合会发布的《中国包装工业发展规划（2021—2025年）》提出了至“十四五”末，我国包装产业年总产值突破3万亿元，占全国GDP比重达到2.5%左右；年产值百亿企业发展到8家以上、50亿元以上企业不少于15家；新增上市企业5家以上；新增3~5个大型企业集团。《规划》明确提出要推进包装行业的绿色转型进程，突出绿色低碳循环转型在产业深度转型和可持续发展中的引领性作用，加快构建覆盖包装全生命周期的绿色发展体系，显著提升绿色发展水平，有效形成包装产业循环经济发展模式；夯实智能制造基础，立足包装产业的制造业属性，从数字赋能、装备研发、产品创新、先进制造模式推广等方面，夯实包装产业智能制造基础，强化智能制造支撑，发展智能制造技术，提升智能制造水平。随着环保政策趋严，叠加下游客户需求的不断升级，部分中小企业面临生存困难局面，行业内并购整合有望加速，未来行业集中度将有所提升。

## 业务运营

### 经营概况

跟踪期内，公司收入和毛利润仍主要来自金属包装产品和塑料包装产品，2022年，下游需求减弱，化工罐和塑料包装产品销量下滑，公司收入和毛利润有所减少，叠加主要原材料价格上涨，毛利率有所下降，随着下游需求回暖，2023年一季度公司收入和盈利有所提升

公司主营金属包装产品和塑料包装产品产销业务，其中金属包装产品主要为化工罐和食品包装，塑料包装产品主要为注塑产品和吹塑产品。2022年，公司下游需求减弱，化工罐和塑料包装产品销量下滑，营业收入同比减少3.57%，毛利润同比减少16.67%，其中金属包装产品占营业收入和毛利润的比重分别为77.00%和71.42%，塑料包装产品占营业收入和毛利润的比重分别为21.91%和22.06%，仍为收入和利润的主要来源。同期，主要原材料价格上涨，公司综合毛利率同比下降2.03个百分点。

图表4 公司营业收入、毛利润及毛利率情况<sup>6</sup>（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

<sup>6</sup> 因四舍五入为亿元，加总数和合计数存在一定差异，下同。

2023年1~3月，随着下游需求回暖，公司营业收入同比增长1.40%，毛利润同比增长8.02%，仍主要来源于金属包装产品和塑料包装产品。同期，公司综合毛利率同比提升0.80个百分点。

**公司主营金属包装产品和塑料包装产品产销业务，业务链完整，产品系列丰富、规格齐全，仍是国内领先的金属包装生产企业之一**

公司主营金属包装产品和塑料包装产品产销业务，金属包装业务具备从产品工艺设计、模具开发、CTP制版、平整剪切、涂布印刷、产品制造到设备研制等全产业链的生产、技术与服务能力；塑料包装业务同时具有注塑和吹塑的量化生产能力，是国内包装领域为数不多的拥有完整业务链的技术服务型企业。

公司金属包装产品包括化工罐和金属盖、食品罐及印涂铁等食品包装产品，拥有马口铁厚度从0.16mm到0.50mm不同规格的化工罐生产能力，产品涉及圆罐、钢提桶、方桶三大系列1000多个品种，涵盖0.25L~25L所有标准规格。截至2022年末，公司金属包装产品拥有年产13914.01万只化工罐、64418.08万只食品包装等产品的生产能力。公司在金属包装领域坚持走高端路线，主要客户阿克苏、立邦、叶氏化工、中涂化工、艾仕得、PPG等均为国际大型化工涂料企业；食品包装方面，公司自2014年以来已经陆续向彩印铁、瓶盖、食用油等客户供货，相关客户主要包括奥瑞金、海天、味好美、龙大、鲁花、益海嘉里等。公司在中国包装联合会公布的“2021年度中国包装百强企业排名金属包装前30名企业”中排名第八，仍是国内领先的金属包装生产企业之一。

公司现有塑料包装主要产品为注塑类包装容器、吹塑类包装容器等，其中注塑类包装容器包括“圆桶、直桶、椭圆桶”，拥有1L-25L的规格。截至2022年末，公司塑料包装产品拥有年产7122.00万只注塑产品、14403.72万只吹塑产品的生产能力。公司塑料包装业务主要客户有壳牌、美孚、康普顿、大联石油化工、汉高等多家国内外知名企业。

### 金属包装产品

**公司金属包装制品生产基地贴近客户布局，及时满足客户需求，供货稳定性高，2022年下游需求分化，公司化工罐产量和产能利用率下降，食品包装产能、产量和产能利用率提升**

公司实施贴近客户布局的经营模式，分别在苏州、广州、天津、成都、咸宁等地设立了金属包装生产基地，以服务相关区域客户，在节约物流成本的同时为客户提供更及时的服务，供货稳定性高。2022年，公司化工罐产能保持稳定，但受下游需求减弱影响，产量有所减少，产能利用率有所下滑。同期，公司食品包装产能和产量保持增长，产能利用率有所提升。

2023年一季度，公司化工罐和食品包装产能总体稳定，但产能利用率较2022年均有所下滑。截至2023年3月末，“华源转债”募投项目清远华源年产3960万只化工罐及印铁项目已完工投产，但咸宁华源年产1730万只印铁制罐项目因客观原因基建项目尚未竣工，尚处于建设期，预计2024年投产，投产后公司金属包装产品产能将进一步扩大。



图表 5 近年公司金属包装产品生产情况（单位：万只（万张）、%）<sup>7</sup>

项目		2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
化工罐	产能	12531.03	13914.01	13914.01	3478.50
	产量	11723.35	13597.96	12189.82	2732.46
	产能利用率	93.55	97.73	87.61	78.55
食品包装	产能	53979.68	63063.20	64418.08	16104.00
	产量	46605.37	57363.14	59705.21	12782.88
	产能利用率	86.34	90.96	92.68	79.38

资料来源：公司提供，东方金诚整理

下游客户需求增加，公司食品包装销量增加，叠加产品结构优化带动均价提升，2022年食品包装收入增长，带动公司金属包装产品收入有所增加

公司采取以销定产的生产模式，2022年受下游客户需求变动影响，化工罐销量和产销量有所减少，但食品包装销量和产销率有所增加。化工罐产品价格总体稳定，由于销量下滑，公司化工罐销售收入有所减少；食品包装产品价格有所上涨，主要为产品结构变动所致，受益于销量增加及产品优化带动均价提升，公司食品包装产品收入增长。2022年公司金属包装产品收入17.43亿元，同比增加2.52%。

2023年一季度，下游需求回暖，公司化工罐产品销量同比增加10.05%，但受原材料马口铁价格下滑影响，销售价格有所下降；食品包装产品销量同比有所减少，但销售均价有所上涨。2023年一季度，公司金属包装产品实现收入3.96亿元，同比增加15.78%。

图表 6 近年公司金属包装产品销售情况（单位：万只（万张）、%、元/只（张）、万元）

项目		2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
化工罐	销量	11727.73	13663.04	12110.41	2723.31
	产销率	100.04	100.48	99.35	99.67
	销售均价	8.65	10.47	10.66	9.62
	销售收入	101456.71	143101.50	129086.60	26196.97
食品包装	销量	45023.90	55769.40	61143.03	15053.34
	产销率	96.61	97.22	102.41	117.76
	销售均价	0.48	0.48	0.74	0.89
	销售收入	21759.74	26959.26	45263.34	13392.38

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司与阿克苏、立邦和PPG等国际大型化工涂料企业仍保持稳定的合作关系，公司下游客户主要集中在涂料行业且客户集中度高，业务易受涂料行业景气度的变化及下游主要客户经营稳定性的影响

公司化工罐主要用于包装化学原料、油漆及润滑油等化工用品，主要客户为阿克苏、立邦、艾仕得<sup>8</sup>、PPG<sup>9</sup>、佐敦<sup>10</sup>、中涂化工<sup>11</sup>、叶氏化工<sup>12</sup>等国际大型化工涂料企业，合作年限均超过十

<sup>7</sup> 评级报告披露金属包装制品产销数据与公司年报披露的金属包装制品产销数据存在差异主要是年报披露的金属包装制品不含印涂铁。

<sup>8</sup> 艾仕得涂料系统（上海）有限公司，由杜邦高性能涂料（上海）有限公司变更而来。2013年2月全球最大的私人股权投资基金之一凯雷投资集团宣布完成对杜邦公司高性能涂料业务的收购。2013年5月凯雷投资集团将杜邦高性能涂料（上海）有限公司名称变更为艾仕得涂料系统（上海）有限公司。

<sup>9</sup> 苏州PPG包装涂料有限公司、庞贝捷涂料（上海）有限公司、PPG涂料（天津）有限公司、庞贝捷涂料（芜湖）有限公司、庞贝捷漆油贸易（上海）



年，客户质量较好且稳定。由于化工涂料行业、润滑油行业高端市场集中度较高，加之公司目前产能有限，使得公司现阶段主要以国际大型企业提供服务为主，客户集中度高。鉴于下游高端市场集中度较高的行业特性，未来该等客户仍将是公司的重要客户。虽然长期稳定的合作关系使公司的销售具有稳定性和持续性，但如果这些客户的经营环境发生改变或因其它原因与本公司终止业务关系，可能会给公司的经营及财务状况带来不利影响。

食品包装方面，公司自 2014 年以来已经陆续向彩印铁、瓶盖、食用油等客户供货，相关客户主要包括奥瑞金、海天、味好美、龙大、鲁花、益海嘉里等。

公司包装产品生产基地主要是根据客户选址设立，销售区域贴近客户。公司销售货款结算方式为银行承兑汇票和电汇，账期一般 1~3 个月。2022 年公司金属包装业务前五大客户销售收入占比为 66.25%，客户集中度仍较高，单一客户的变化对公司收入影响仍较大。

图表 7 2022 年公司金属包装业务前五大客户（亿元、%）

序号	客户名称	销售金额	销售金额占 业务收入比例	是否为关联方
1	第一名	5.40	31.00	否
2	第二名	2.98	17.07	否
3	第三名	1.19	6.85	否
4	第四名	1.06	6.10	否
5	第五名	0.91	5.22	否
合计		11.55	66.25	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

**受主要原材料价格上涨影响，2022 年，公司金属包装制品业务获利能力有所下降，公司原材料采购主要向首钢等行业龙头企业采购，供应商集中度仍较高**

公司金属包装制品生产成本主要由直接材料、直接人工和制造费用构成，2022 年占比分别为 81.37%、7.53%和 11.10%，其中直接材料主要有马口铁、涂料、油墨等，以马口铁为主。2022 年，公司增加马口铁备货，原材料采购量上升，采购时点处于当年价格高位，采购均价略有上涨；同期，公司涂料和油墨的采购量同比增加，采购均价同比上涨。2023 年一季度，公司增加主要原材料备货，马口铁、涂料和油墨的采购量均同比增加，涂料的采购均价小幅上涨，但马口铁和油墨的采购均价均明显下滑。

2022 年，受主要原材料价格上涨影响，公司金属包装产品毛利润 2.09 亿元，同比减少 16.40%；毛利率 12.00%，同比下降 2.71 个百分点。2023 年 1~3 月，主要原材料马口铁和油墨价格下降，公司金属包装产品毛利润 0.49 亿元，同比增加 14.74%；由于食品包装产品中盈利相对较低的产品占比提升，食品包装产品毛利率下滑，公司金属包装产品毛利率 12.28%，同比总体稳定。

有限公司、PPG 航空材料（苏州）有限公司、佛山市百润化工有限公司的统称。

<sup>10</sup> 中远佐敦船舶涂料（青岛）有限公司、佐敦涂料（张家港）有限公司。

<sup>11</sup> 中涂化工（上海）有限公司、中涂化工（广东）有限公司的统称。

<sup>12</sup> 紫荆花制漆（成都）有限公司、洋紫荆油墨（浙江）有限公司、洋紫荆油墨（河北）有限公司的统称。

图表 8 近年公司金属包装产品主要原材料采购情况（单位：万千克、元/千克、万元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月	
马口铁	采购量	12505.30	14020.71	14230.47	3297.30
	采购均价	4.82	6.34	6.59	5.57
	采购总额	60266.14	88871.95	93788.14	18352.03
涂料	采购量	315.95	384.82	472.56	138.67
	采购均价	23.22	22.92	26.16	26.79
	采购总额	7335.87	8820.47	12363.59	3715.42
油墨	采购量	10.66	14.47	17.59	5.78
	采购均价	91.43	92.88	101.77	70.33
	采购总额	974.66	1343.80	1790.60	406.76
合计	采购量	12831.91	14420.00	14720.62	3441.75
	采购均价	5.34	6.87	7.33	6.53
	采购总额	68576.67	99036.21	107942.34	22474.21

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司对于马口铁等主要原材料采用集中采购模式，而对于其他低值易耗品、零部件等辅助材料则采用需求单位请购方式。公司采购规模大、需求稳定，已与供应商形成了良好的合作关系。公司与中国首钢集团等马口铁供应商签订了战略合作协议。2022年公司金属包装业务前五十大供应商占比 57.89%，供应商集中度仍较高。

图表 9 2022 年公司金属包装业务前五大供应商（亿元、%）

序号	供应商名称	采购金额	占原材料采购总额比例	是否为关联方
1	第一名	2.10	18.66	否
2	第二名	1.45	12.87	否
3	第三名	1.36	12.11	否
4	第四名	0.92	8.19	否
5	第五名	0.68	6.06	否
	合计	6.50	57.89	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 塑料包装产品

2022年，公司塑料包装产品产能进一步增加，但下游需求减弱，产量同比减少，塑料包装产品产能利用率不高，拟建塑料制品项目达产后若下游需求不及预期，将面临产能释放风险

公司塑料包装产品业务由子公司瑞杰科技运营，产品主要为注塑类包装容器和吹塑类包装容器，其中注塑类包装容器包括“圆桶、直桶、椭圆桶”，拥有 1L-25L 的规格，能够及时满足客户的需求。公司在常州、天津、太仓、珠海、成都等地设立塑料包装产品的生产基地，关键生产环节技术水平国内领先，拥有多项发明专利。2022年，受新设备投入使用影响，塑料包装产品产能进一步增加，但下游需求减弱，塑料产品产量同比减少，产能利用率有所下降。2023年一季度，下游需求回暖，塑料包装产品产量和产能利用率较 2022 年均有所提升。

图表 10 近年公司塑料包装产品生产情况 (单位: 万只、%)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月	
注塑产品	产能	5901.68	6688.87	7122.00	1766.25
	产量	4635.45	5201.28	4242.69	1148.32
	产能利用率	78.54	77.76	59.57	65.01
吹塑产品	产能	12838.36	12889.66	14403.72	3650.28
	产量	7280.89	7896.16	6601.52	2051.90
	产能利用率	56.71	61.26	45.83	56.21

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司完成对瑞杰科技并购后, 在原金属包装产品基础上新增塑料包装产品, 进一步完善了公司的产品结构。公司塑料包装产品天津生产基地项目, 总投资 0.60 亿元, 截至 2023 年 3 月末仍在建设阶段, 已投资 0.08 亿元, 2023 年和 2024 年分别还需投资 0.22 亿元和 0.30 亿元。该项目建成并达产后, 公司将形成年产 900 万套注塑包装产品和 3000 万套吹塑包装产品产能, 将进一步提高公司塑料包装产品的产能, 但公司吹塑产品产能利用率不高, 项目达产后若下游需求不及预期, 将面临产能释放风险。

**受下游需求趋弱影响, 2022 年, 塑料包装产品销量减少, 销售均价总体下滑, 公司塑料包装产品收入和毛利润减少**

公司采取以销定产的生产模式, 跟踪期内, 公司塑料包装产品产销率仍处于较好水平。2022 年公司塑料包装产品下游需求趋弱, 销量减少, 注塑产品销售均价有所下滑, 吹塑产品销售均价有所上涨。2022 年, 公司塑料包装产品收入 4.96 亿元, 同比减少 4.03%, 毛利润 0.65 亿元, 同比减少 21.08%。

2023 年一季度, 需求回暖, 公司塑料包装产品销量同比降幅减小, 销售均价同比均有所下滑, 业务收入同比下降 3.67%。

图表 11 近年公司塑料包装产品销售情况 (单位: 万只、%、元/只、万元)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月	
注塑产品	销量	5355.44	6037.84	5025.99	1343.34
	产销率	115.53	116.08	118.46	116.98
	销售均价	6.09	6.28	6.11	6.01
	销售收入	32631.01	37931.87	30714.64	8070.11
吹塑产品	销量	7148.45	7819.36	6508.95	1919.52
	产销率	98.18	99.03	98.60	93.55
	销售均价	2.72	2.81	2.90	2.82
	销售收入	19428.05	21942.32	18892.03	5421.45

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

**2022 年, 公司塑料包装产品价格和主要原材料价格变动趋同, 毛利率略有下滑, 公司原材料主要向壳牌等行业龙头企业采购, 供应商集中度仍较高**

公司塑料制品生产成本主要由直接材料、直接人工和制造费用构成, 2022 年占比分别为 75.00%、9.60%和 15.40%, 其中直接材料主要有塑料颗粒。2022 年, 公司塑料包装产品产量减少, 但当年备货较多, 主要原材料采购量有所上升, 虽采购价格总体下滑, 但采购总额增加。

2022年，公司塑料包装产品价格和主要原材料价格变动趋同，毛利率下滑0.65个百分点。

2023年一季度，公司塑料包装产品主要原材料采购量同比减少，采购均价均有所下滑，下滑幅度大于产品售价下滑幅度，毛利润0.21亿元，同比增加10.11%，毛利率15.35%，同比提升1.92个百分点。

公司塑料包装产品主要原材料塑料颗粒供应商均为国内知名的、与瑞杰科技地理位置接近的行业龙头企业，如中海壳牌石油化工有限公司、道恩集团有限公司及其关联公司等。公司与供应商之间结算主要是预付款，少部分货到付款。2022年公司塑料包装产品原材料前五大供应商占比32.76%，供应商集中度仍较高。

图表 12 近年公司塑料包装产品主要原材料采购情况（单位：万千克、元/千克、万元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月	
注塑 PP	采购量	1905.38	1807.85	1852.50	527.46
	采购均价	7.17	7.96	7.59	7.04
	采购总额	13660.85	14392.52	14055.61	3715.56
吹塑 HDPE	采购量	1202.59	579.72	1027.60	300.62
	采购均价	6.52	7.38	7.56	7.17
	采购总额	7835.27	4277.07	7765.77	2154.97
合计	采购量	3107.98	2387.57	2880.10	828.08
	采购均价	6.92	7.82	7.58	7.09
	采购总额	21496.13	18669.59	21821.38	5870.53

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 公司治理与战略

### 跟踪期内，公司部分董事和监事人员有调整，治理结构未发生重大变化

2022年4月，公司监事会主席王芳女士因工作岗位调整原因辞去公司监事会主席职务，公司监事杨彩云女士因《深圳证券交易所股票上市规则（2022年修订）》第4.4.4条：“公司现任监事不得担任董事会秘书”、第4.4.7条：“证券事务代表的任职条件参照第4.4.4条执行”的原因辞去公司监事职务；公司补选沈轶女士、钟燕飞女士为公司监事。2022年5月，公司选举沈轶女士为公司监事会主席。2023年5月，公司独立董事周中胜先生因个人原因辞职，公司补选吴青川先生为公司独立董事。跟踪期内，公司治理结构未发生重大变化。

### 公司及子公司不属于环境保护部门公布的重点排污单位，2022年没有因环境问题受到行政处罚，社会责任履行较好

公司及子公司不属于环境保护部门公布的重点排污单位，2022年没有因环境问题受到行政处罚。2022年，公司主要污染物均按国家环保标准排放和控制，未发生重大的环境污染事故。公司注重安全生产，贯彻落实《安全生产法》，加强安全管理组织建设、安全风险的识别、日常检查、安全隐患处理督导、安全知识和预防措施培训，做好生产安全预防和安全管理，确保员工的作业安全、物料安全和公司的财产安全。公司关注员工成长，加强团队建设，保护职工权益。公司积极履行社会责任，2022年，公司对地方慈善、教育、文化等方面给予了积极的支持，为助力乡村振兴、巩固拓展脱贫攻坚成果作出贡献。



**跟踪期内，公司发展战略未发生重大变化，将持续完善自身产品结构夯实主业，增强公司整体盈利能力与市场抗风险能力**

跟踪期内，公司发展战略未发生重大变化。公司完善自身产品结构夯实主业的同时，继续将技术创新和工艺转型视为推动公司进步的源动力，在产业“数字化”和“智能制造”变革中，通过智能装备的持续升级与开发导入，实现整线能耗的降低，向“近零碳”工厂迈进。公司认为“绿色、低碳、环保”是未来包装行业发展的主轴，将继续坚持自主创新，以市场为导向，锚定“专精特新”发展方向，对标“国际领先”，从“新材料、新技术、新工艺”多措并举，加强“小而美”产品的研发，沉淀技术专利，引领制定标准；更加注重产品包装的安全与稳定、聚焦轻量化与可回收利用，积极响应客户的服务需求，持续改进包装产品全过程的生产与服务方式，完善业务链各环节的技术工艺，确保为客户提供优质产品。走产品高端化、精细化路线，增强公司整体盈利能力与市场抗风险能力，实现高质量发展。

**财务分析**

**财务质量**

公司披露了2022年合并财务报告和2023年1~3月合并财务报表。天健会计师事务所(特殊普通合伙)对公司2022年合并财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2023年1~3月合并财务报表未经审计。

**资产构成与质量**

**跟踪期内，公司计提商誉减值，资产总额略有减少，仍以流动资产为主，流动资产中存货和应收账款占比仍较高，未来若瑞杰科技业绩不及预期，公司商誉仍面临一定减值风险**

跟踪期内，公司计提商誉减值，资产总额略有减少，其中流动资产占资产的比重有所上升，截至2023年3月末，流动资产占资产总额的比例为60.44%，资产构成仍以流动资产为主。

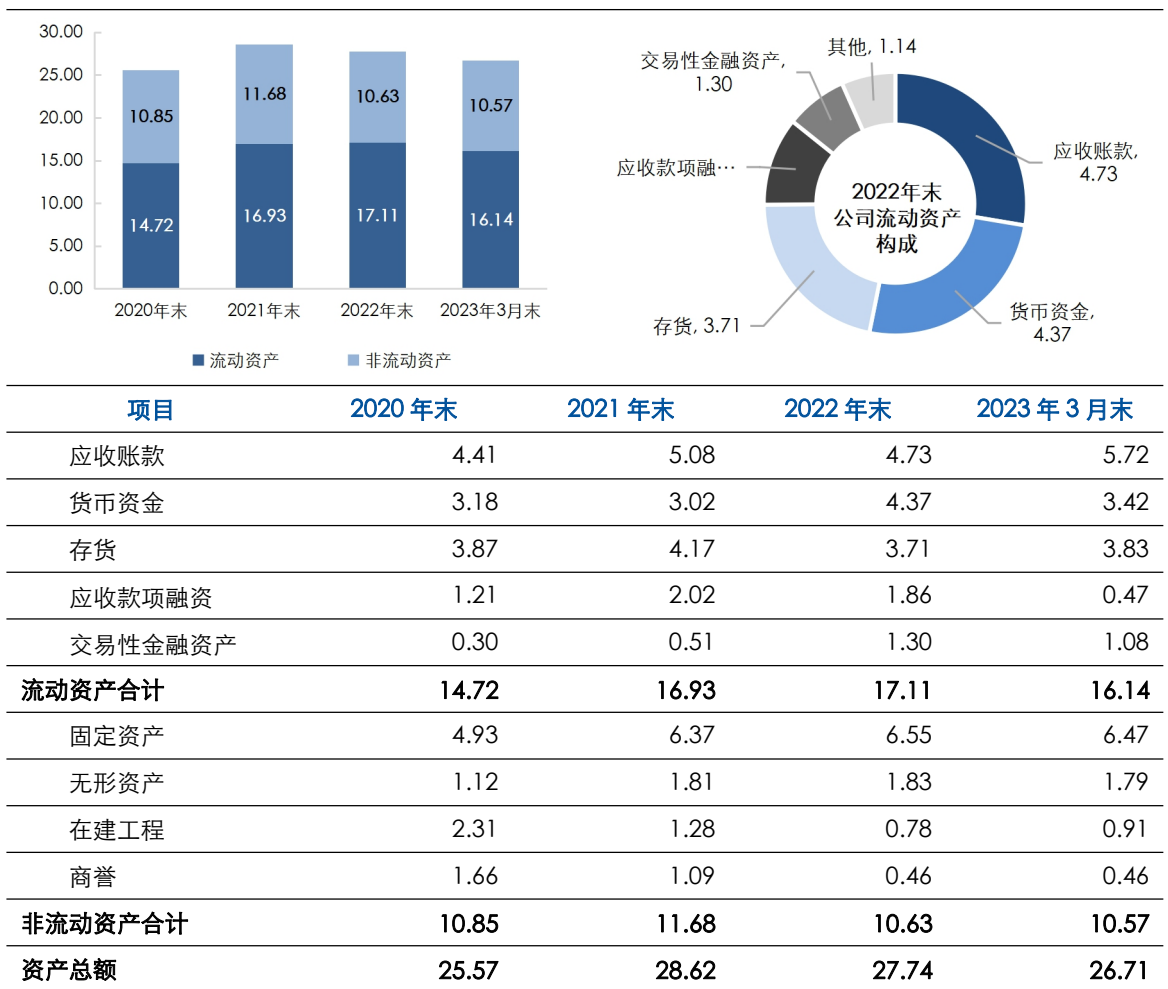
2022年末，公司流动资产同比增加1.03%，主要系货币资金增加所致，主要由应收账款、货币资金、存货、应收款项融资和交易性金融资产等构成，占比分别为27.65%、25.53%、21.70%、10.86%和7.61%，合计占流动资产比重为93.35%。公司应收账款为应收货款，账龄以1年内为主。2022年末账面余额5.07亿元，计提坏账准备0.34亿元，其中因部分客户资不抵债等原因全额计提坏账准备0.12亿元，账面价值4.73亿元，同比有所减少；期末余额前五名合计2.35亿元，占比46.35%；应收账款周转率4.62次，同比略有下降。2022年末公司货币资金4.37亿元，主要为银行存款，同比有所增加，其中使用受限的货币资金0.31亿元，主要为保证金。公司存货主要为原材料和半成品，2022年末账面余额3.84亿元，计提跌价/减值准备0.13亿元，账面价值3.71亿元，同比有所减少；存货周转率5.00次，同比略有增加。公司应收款项融资全部为银行承兑汇票，2022年末账面余额1.86亿元，同比有所减少。公司交易性金融资产主要为理财产品，2022年末账面余额1.30亿元，同比有所增加，主要为理财产品规模增加。2023年3月末，公司流动资产较2022年末减少5.64%，其中货币资金、交易性金融资产和应收款项融资有所减少，应收账款、预付款项和存货有所增加。

跟踪期内，公司非流动资产有所减少，主要系计提商誉减值所致。2022年末，公司非流动



资产主要由固定资产、无形资产、在建工程和商誉等构成，占比分别为 61.57%、17.19%、7.32% 和 4.31%，合计占非流动资产比重为 90.40%。随着在建工程陆续转固以及新购置机器设备和房屋建筑物等，公司固定资产持续增加，2022 年末，公司固定资产账面价值 6.55 亿元，主要为机器设备、房屋及建筑物。公司无形资产仍以土地使用权和办公软件为主。2022 年，公司新购置办公软件，期末无形资产同比略有增加。随着华源创新中心办公楼、总部厂房改扩建以及生产设备安装等项目转固，2022 年末，公司在建工程期末余额有所下降。公司商誉为收购瑞杰科技形成，2022 年，受公司计提商誉减值 0.63 亿元影响，商誉期末余额 0.46 亿元，同比下降。公司 2018 年并购瑞杰科技，新增塑料包装业务，形成商誉 1.93 亿元，已累计计提商誉减值 1.47 亿元，未来若瑞杰科技业绩不及预期，公司商誉仍面临一定减值风险。2023 年 3 月末，公司非流动资产规模和结构较 2022 年末变动不大。

图表 13 公司资产构成情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司受限资产规模为 0.34 亿元，占资产总额的比重为 1.21%，占净资产的比例为 2.21%。

图表 14 公司 2022 年末受限资产情况（单位：亿元）

受限资产	受限金额	受限原因
货币资金	0.31	承兑汇票保证金、合同履行保证金、ETC 保证金、未及时对账冻结资金
投资性房地产	0.001	商业承兑汇票未到期背书
应收款项融资	0.02	票据池质押
<b>合计</b>	<b>0.34</b>	-

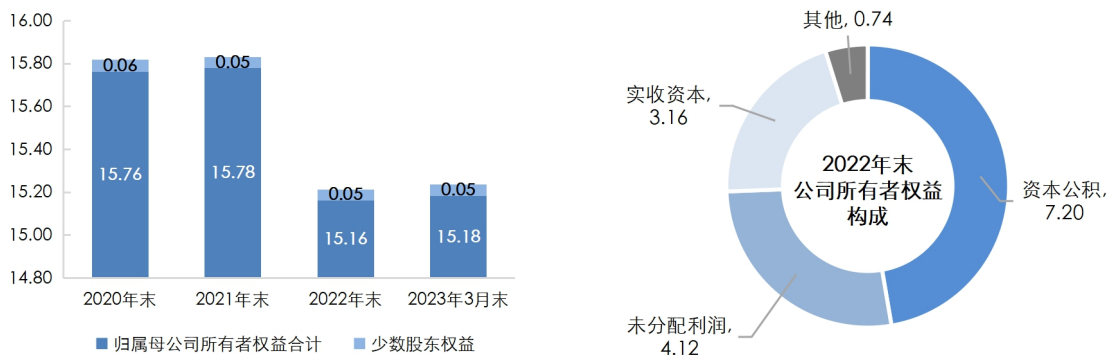
数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 资本结构

#### 2022 年，公司回购股份，期末所有者权益有所减少，未分配利润和资本公积占比仍高

2022 年，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份 1270 万股，占公司总股本比例 4.02%，最高成交价 6.39 元/股，最低成交价 5.16 元/股，支付总金额为 0.73（不含交易费用），期末公司所有者权益有所减少。截至 2022 年末，公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润、实收资本和其他权益工具等构成。其中，资本公积、实收资本和其他权益工具较 2021 年末变动不大；受益于经营积累，未分配利润较 2021 年末增加 2.70%。公司资本公积和未分配利润占比仍较高，若公司大规模分红，将对所有者权益稳定性形成一定影响。2023 年 3 月末，公司所有者权益规模和结构较 2022 年末变动不大。

图表 15 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

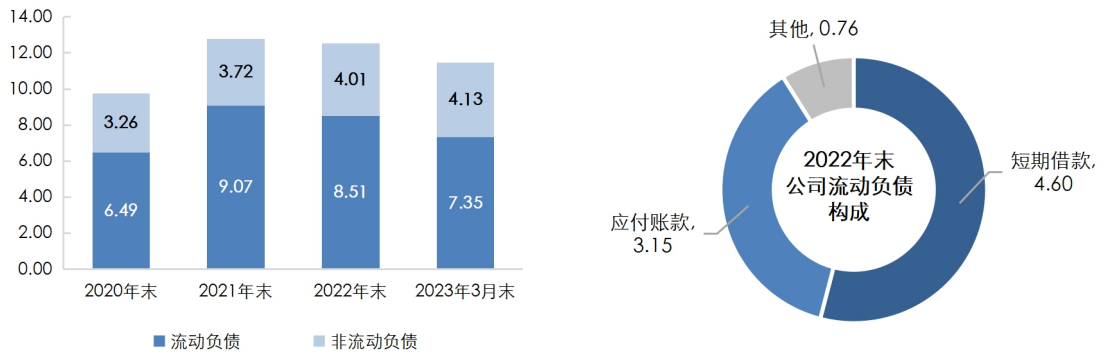
#### 跟踪期内，公司负债结构仍以流动负债为主，短期借款减少，全部债务规模有所下降

跟踪期内，公司负债总额有所下降，主要系短期借款减少所致，截至 2023 年 3 月末，流动负债占负债总额的比例为 64.03%，负债构成仍以流动负债为主。

2022 年末，公司流动负债同比减少 6.15%，主要系公司偿还部分短期借款所致，主要由短期借款和应付账款等构成，占比分别为 54.05%和 37.01%，合计占流动负债比重为 91.07%。公司短期借款主要为信用借款和保证借款，2022 年公司偿还部分短期借款，期末余额较 2021 年末有所减少。公司应付账款主要为应付材料款，2022 年末余额有所增加。2023 年 3 月末，公司流动负债较 2022 年末减少 13.70%，主要为短期借款和应付账款减少所致。

跟踪期内，公司非流动负债有所增加，主要为应付债券。2022年末，公司非流动负债中应付债券占比82.67%。公司应付债券为“华源转债”，2022年末和2023年3月末，分别为3.32亿元和3.37亿元，有所增加主要系可转换公司债券溢折价摊销所致。

图表 16 公司负债构成情况（单位：亿元）



项目	2020年末	2021年末	2022年末	2023年3月末
短期借款	3.95	5.68	4.60	4.11
应付账款	1.63	2.46	3.15	2.71
<b>流动负债合计</b>	<b>6.49</b>	<b>9.07</b>	<b>8.51</b>	<b>7.35</b>
应付债券	2.93	3.12	3.32	3.37
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.26</b>	<b>3.72</b>	<b>4.01</b>	<b>4.13</b>
<b>负债合计</b>	<b>9.75</b>	<b>12.79</b>	<b>12.52</b>	<b>11.48</b>

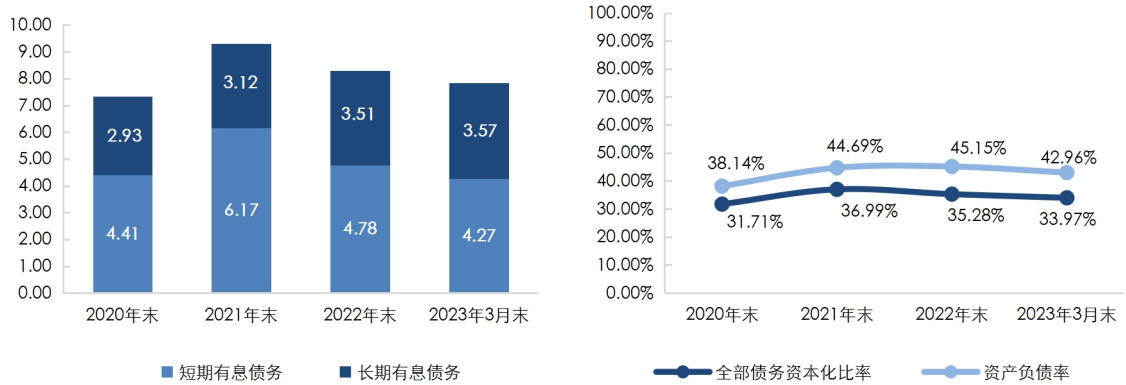
数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司偿还部分短期借款，全部债务规模有所下降。2022年末和2023年3月末，公司短期有息债务占全部债务的比重分别为57.65%和54.46%，债务结构以短期有息债务为主；同期末，公司资产负债率分别为45.15%和42.96%，全部债务资本化比率分别为35.28%和33.97%。

从债务期限结构来看，以2023年3月末公司全部债务为基础，公司的短期有息债务于一年内到期为4.27亿元，长期有息债务主要为“华源转债”，公司于2018年11月27日发行6年期的4.00亿元的“华源转债”，期限为发行之日起6年，在发行后满6个月即可转换成公司A股股票，2019年6月3日已进入转股期，截至2023年3月末，尚未转股的“华源转债”金额为3.63亿元<sup>13</sup>。未来若“华源转债”持有人全部选择转股，则“华源转债”将全部转换成公司股本，公司仅需负担转股前利息，若剩余债券持有人持有到期不转股，则公司需在2024年兑付“华源转债”本息。

<sup>13</sup> 与应付债券中的3.37亿元存在差异，系因部分“华源转债”计入权益核算。

图表 17 公司有息债务及债务负担 (单位: 亿元)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

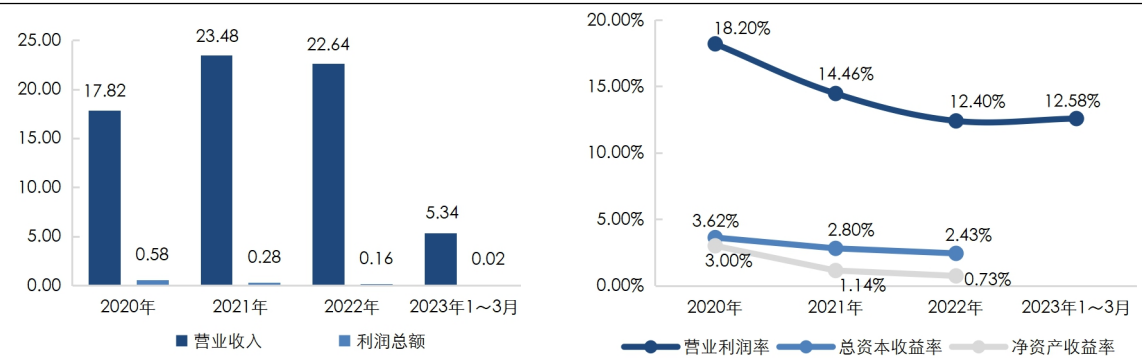
对外担保方面, 截至 2023 年 3 月末, 公司无对合并范围外企业的担保。

### 盈利能力

2022 年, 公司化工罐和塑料包装产品销量减少, 营业收入略有减少, 主要原材料价格上涨, 市场竞争加剧, 营业利润率下滑, 叠加商誉减值, 公司利润总额有所下降

经济增长下行, 行业周期性波动, 2022 年公司营业收入为 22.64 亿元, 同比减少 3.57%, 主要为化工罐和塑料包装产品销量减少所致; 主要原材料价格上涨, 市场竞争加剧, 公司营业利润率同比下滑 2.06 个百分点。同期, 公司总资本收益率为 2.43%, 同比下降 0.38 个百分点; 净资产收益率为 0.73%, 同比下降 0.40 个百分点。公司期间费用主要为管理费用和研发费用, 2022 年有所增加, 占营业收入比重同比提升 1.00 个百分点。

图表 18 公司盈利能力情况 (单位: 亿元)



项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
销售费用	0.25	0.24	0.30	0.05
管理费用	0.81	0.98	1.08	0.25
研发费用	0.70	0.86	0.88	0.20
财务费用	0.36	0.50	0.46	0.10
<b>期间费用合计</b>	<b>2.12</b>	<b>2.58</b>	<b>2.71</b>	<b>0.61</b>
<b>期间费用占比</b>	<b>11.89%</b>	<b>10.97%</b>	<b>11.97%</b>	<b>11.46%</b>

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

2022年，公司投资亏损302.03万元，主要为公司符合终止确认条件的票据贴现利息计入投资收益所致；公允价值变动收益54.27万元，主要系结构性存款在持有期间测算投资收益所致；营业外收入为0.68亿元，主要系公司收回债权的溢价收益<sup>14</sup>。同期，公司信用减值损失0.06亿元，全部为坏账损失；资产减值损失-0.74亿元，主要为常州瑞杰的商誉减值损失；资产处置收益26.01万元，主要来自使用权资产处置收益。受营业利润率下降以及商誉减值影响，2022年，公司利润总额同比下降41.33%。

2023年1~3月，随着下游需求回暖，公司营业收入为5.34亿元，营业利润率12.58%，同比均有提升；利润总额为0.02亿元，同比有所减少，主要为坏账损失增加所致。

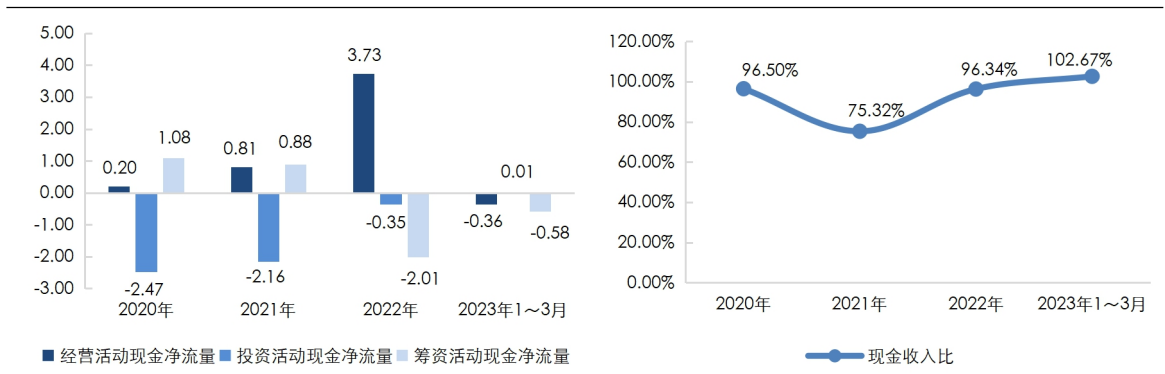
## 现金流

**2022年，公司经营活动现金净流入大幅增加，投资性现金流持续净流出，但净流出规模有所减少，归还借款增加，筹资活动现金流转为净流出**

2022年，公司经营活动产生的现金流量净额为3.73亿元，同比大幅增长，主要系公司收到银行承兑汇票贴现、受限银行承兑汇票保证金收回、预付部分供应商货款减少、留底税额退回等因素所致；受益于货款回款增加和预付减少，2022年现金收入比提升至96.34%。同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-0.35亿元，持续净流出，但净流出规模有所减少，主要系公司收回债权，取得溢价收益所致；公司筹资活动产生的现金流量净额为-2.01亿元，转为净流出，主要系公司归还借款增加所致。

2023年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.36亿元、0.01亿元和-0.58亿元。

图表 19 公司现金流情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

## 偿债能力

跟踪期内，公司资产流动性有所提升，2022年，公司经营现金流动负债比大幅增加。2022年公司EBITDA为1.78亿元，同比略有减少，利息支出减少，EBITDA利息倍数同比提升，EBITDA对利息支出的覆盖程度仍较高，全部债务规模有所下降，EBITDA对全部债务的保障程度增强。

截至2023年3月末，公司（合并）短期有息债务4.27亿元。未来一年，若不考虑“华源

<sup>14</sup> 截至2022年11月16日，公司已收到江洪及其他相关方按照《执行和解协议》、《仲裁裁决执行和解履行之协议书》、《执行和解协议之补充协议（二）》约定支付的全部款项共计139536940.69元，扣除本金及相关税费72900668.17元，计入营业外收入66636272.52元。



转债”触发回售条件，公司无面临回售或需兑付的债券。2022年公司分配股利、利润及偿付利息所支付的现金0.20亿元。目前公司已发布公告，2022年度拟不进行利润分配，且已经公司2022年年度股东大会审议通过。2022年公司经营性净现金流为3.73亿元，投资性净现金流为-0.35亿元，筹资活动前净现金流为3.38亿元。预计2023年，公司盈利提升，但备货垫款增加，经营性净现金流入或减少，再考虑在建项目投入，筹资活动前净现金流对短期有息债务的保障程度一般。截至2023年3月末，公司获得银行等金融机构授信额度约16亿元人民币，未使用授信额度为11.69亿元人民币。作为上市公司，公司融资渠道较为畅通，预计可对短期有息债务的偿还提供保障。

图表 20 公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

指标名称	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
流动比率	226.85	186.66	200.96	219.72
速动比率	167.28	140.65	157.35	167.65
经营现金流动负债比	3.07	8.95	43.84	-
EBITDA 利息倍数	4.32	3.44	3.87	-
全部债务/EBITDA	4.67	5.15	4.67	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的、由中国人民银行征信管理中心出具的《企业信用报告》，截至2023年6月8日，公司本部信贷不存在不良信用记录。

截至本报告出具日，公司在债券市场发行的债券已按期付息，尚未到本金兑付日。

### 增信措施

东方恒业综合财务实力仍较弱，其作为“华源转债”的担保人，担保能力较弱，对“华源转债”本息的到期偿付增信作用仍较弱，公司控股股东李志聪为“华源转债”本息到期偿付提供全额连带责任保证担保，仍具有一定的增信作用

公司与东方恒业签订了《担保协议书》和《东方恒业控股有限公司关于苏州华源控股股份有限公司公开发行A股可转换公司债券之连带保证声明》（以下简称“连带保证声明”）。根据《担保协议书》，东方恒业为“华源转债”85%的额度的偿付提供连带责任保证担保，担保范围为“华源转债”85%额度所产生的全部债务。

东方恒业成立于2003年3月，是由信通网络运营通讯有限公司、蒋学明、谢莺霞、陆冠和周河共同出资组建的有限公司，注册资本5.00亿元。信通网络运营通讯有限公司、蒋学明、谢莺霞、陆冠和周河对其持股比例分别为56.00%、35.00%、3.00%、2.00%和4.00%。2016年6月，信通网络运营通讯有限公司和蒋学明将其持有东方恒业的全部股权转让给苏州东方九久实业有限公司（以下简称“九久实业”），谢莺霞、陆冠和周河将其持有东方恒业的全部股权转让给苏州东控投资管理有限公司（以下简称“东控投资”）。股权转让完成后，东方恒业股

东变更为九久实业和东控投资，对其持股比例分别为 91.00%和 9.00%。截至 2022 年末，九久实业对东方恒业持股比例 91.00%，为东方恒业的控股股东，蒋学明为九久实业的控股股东亦为东方恒业实际控制人。

东方恒业 2021 年开始开展化工产品贸易业务，2022 年营业收入主要来源于贸易业务。根据东方恒业经审计的本部财务报表，截至 2022 年末，东方恒业（本部）资产总额 9.53 亿元，所有者权益 4.97 亿元，资产负债率 47.84%；2022 年，东方恒业本部实现营业收入 3.01 亿元，同比增长 0.93%，实现利润总额-0.01 亿元。

2022 年，东方恒业化工贸易业务收入和毛利润同比增加。同时，东方金诚关注到，2022 年末，东方恒业本部资产以其他应收款和光缆设备等固定资产为主，存在资金占用，资产流动性较差；东方恒业对外担保比例较高，如果被担保企业经营出现问题导致无法按期偿还相关债务，东方恒业将面临代偿风险；2022 年，期间费用对利润侵蚀仍较大，东方恒业继续亏损，经营性现金净流出规模扩大，新增长期借款未来或面临偿付压力。

东方恒业与自然人李志聪签订了《李志聪关于苏州华源控股股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券之反担保连带保证声明》，自然人李志聪为东方恒业提供全额、无条件、不可撤销的连带责任反担保保证担保（以下简称“本反担保”）。本反担保范围为《担保协议书》及“连带保证声明”项下华源控股应当承担的全部债务。此外，公司与李志聪签订了《李志聪关于苏州华源控股股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券之连带保证声明》（以下简称“保证声明”）。根据保证声明，李志聪对“华源转债”本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的合理费用提供全额连带责任保证担保。

综合分析，东方恒业综合财务实力仍较弱，其作为“华源转债”的担保人，担保能力较弱，对“华源转债”本息的到期偿付增信作用仍较弱，公司控股股东李志聪为“华源转债”本息到期偿付提供全额连带责任保证担保，仍具有一定的增信作用。

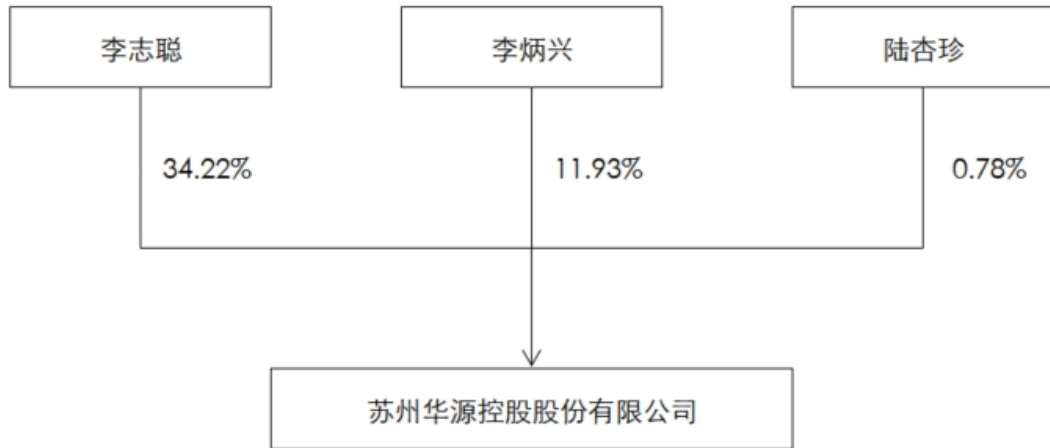
## 抗风险能力及结论

公司主营金属包装产品和塑料包装产品产销业务，业务链完整，产品系列丰富、规格齐全，仍是国内领先的金属包装生产企业之一；公司生产基地贴近客户布局，供货稳定性高，跟踪期内，受益于下游客户需求增加，金属包装产品中食品包装产销量增长，叠加产品结构优化带动均价提升，2022 年公司金属包装产品收入有所增加；公司控股股东李志聪为“华源转债”本息到期偿付提供全额连带责任保证担保，跟踪期内仍具有一定的增信作用。

同时，东方金诚也关注到，公司下游客户主要集中在涂料行业且客户集中度高，业务易受涂料行业景气度的变化及下游主要客户经营稳定性的影响；公司吹塑制品产能利用率处于较低水平，拟建塑料制品项目达产后若下游需求不及预期，将面临产能释放风险；2022 年，公司化工罐和塑料包装产品销量减少，主要原材料价格上涨，收入和毛利率下滑，叠加商誉减值，公司利润总额有所下降。

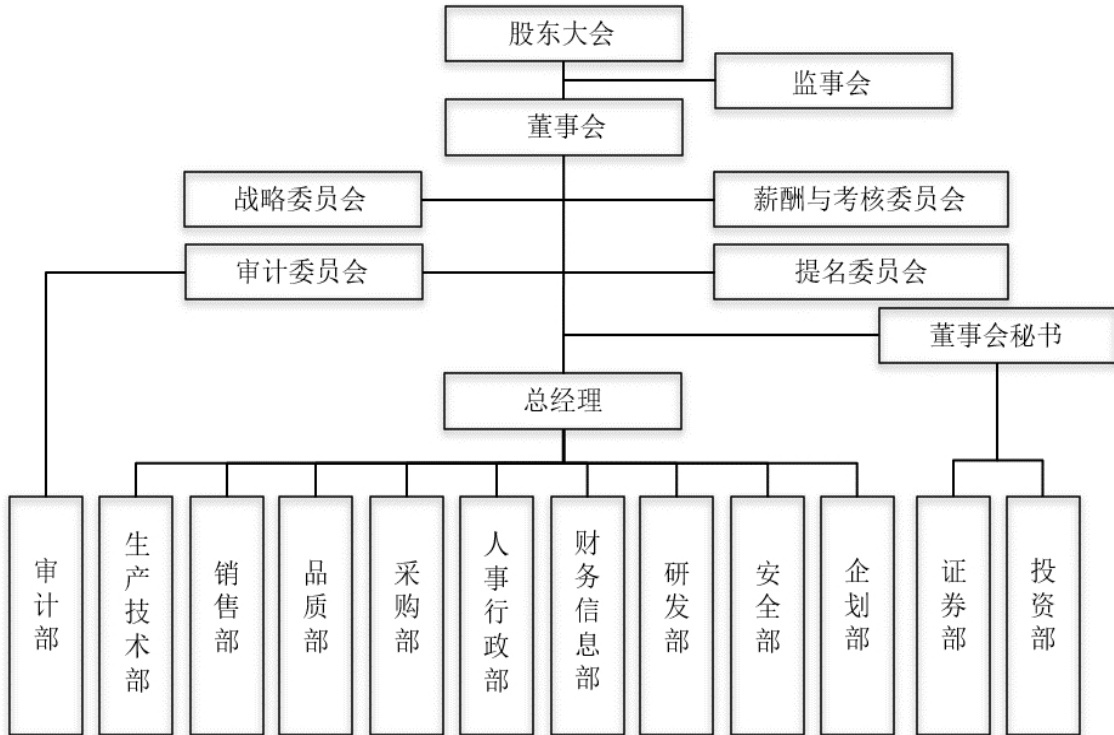
综合考虑，东方金诚维持华源控股主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，并维持“华源转债”的信用等级为 AA-。

附件一：截至 2023 年 3 月末公司股权结构图<sup>15</sup>



<sup>15</sup> 李志聪、李炳兴、陆杏珍三人为一致行动人，李炳兴和陆杏珍为李志聪的父母。

附件二：截至 2023 年 3 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月 (未经审计)
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额 (亿元)	25.57	28.62	27.74	26.71
所有者权益 (亿元)	15.82	15.83	15.21	15.24
负债总额 (亿元)	9.75	12.79	12.52	11.48
短期债务 (亿元)	4.41	6.17	4.78	4.27
长期债务 (亿元)	2.93	3.12	3.51	3.57
全部债务 (亿元)	7.35	9.29	8.29	7.84
营业收入 (亿元)	17.82	23.48	22.64	5.34
利润总额 (亿元)	0.58	0.28	0.16	0.02
净利润 (亿元)	0.47	0.18	0.11	0.02
EBITDA (亿元)	1.57	1.81	1.78	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.20	0.81	3.73	-0.36
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-2.47	-2.16	-0.35	0.01
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	1.08	0.88	-2.01	-0.58
毛利率 (%)	18.76	14.97	12.93	13.09
营业利润率 (%)	18.20	14.46	12.40	12.58
销售净利率 (%)	2.66	0.77	0.49	0.40
总资本收益率 (%)	3.62	2.80	2.43	-
净资产收益率 (%)	3.00	1.14	0.73	-
总资产收益率 (%)	1.85	0.63	0.40	-
资产负债率 (%)	38.14	44.69	45.15	42.96
长期债务资本化比率 (%)	15.63	16.48	18.75	18.98
全部债务资本化比率 (%)	31.71	36.99	35.28	33.97
货币资金/短期债务 (%)	0.72	0.49	0.91	0.80
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-30.93	-14.52	40.74	-
流动比率 (%)	226.85	186.66	200.96	219.72
速动比率 (%)	167.28	140.65	157.35	167.65
经营现金流流动负债比 (%)	3.07	8.95	43.84	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.32	3.44	3.87	-
全部债务/EBITDA (倍)	4.67	5.15	4.67	-
应收账款周转次数 (次)	4.13	4.95	4.62	-
存货周转次数 (次)	4.30	4.97	5.00	-
总资产周转次数 (次)	0.72	0.87	0.80	-
现金收入比 (%)	96.50	75.32	96.34	102.67



## 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，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。

注：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。