



# 厦门合兴包装印刷股份有限公司

## 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0725 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 18 日

## 本次跟踪发行人及评级结果

厦门合兴包装印刷股份有限公司

AA/稳定

## 本次跟踪债项及评级结果

“合兴转债”

AA

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于厦门合兴包装印刷股份有限公司（以下简称“合兴包装”或“公司”）在瓦楞包装行业拥有一定的品牌知名度和规模优势，下游客户是细分行业头部企业，质量较好。同时中诚信国际也关注到行业需求承压叠加原材料价格波动，进一步加强竞争压力、存货及应收账款对营运资金形成占用且货币资金对短期债务覆盖能力较弱，需关注资金周转及偿债安排等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

## 评级展望

中诚信国际认为，厦门合兴包装印刷股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

## 调级因素

**可能触发评级上调因素：**核心业务多元化发展，综合抗风险能力持续提升，资本实力显著增强，资源控制能力及上下游议价能力明显增强，市场地位和占有率大幅提升，盈利能力大幅上升且具有持续性。

**可能触发评级下调因素：**业务规模持续收缩且难以逆转；采购及销售渠道明显受阻，主要客户持续流失，市场地位和收入规模大幅下滑；应收账款和存货产生大规模坏账损失；盈利能力大幅下滑；债务水平大幅攀升，流动性压力进一步加大。

## 正面

- 公司是我国瓦楞包装龙头企业，拥有近70家生产基地，在行业内具有一定的规模优势和品牌知名度
- 公司下游客户主要是家电、日化、食品饮料等行业头部企业，整体质量较优

## 关注

- 纸制品包装行业竞争激烈，近年来行业需求承压叠加原材料价格波动，进一步加剧市场竞争压力
- 存货和应收账款对营运资金仍形成一定占用，公司资金的周转情况有待关注
- 公司非受限货币资金对短期债务的覆盖能力较弱，此外“合兴转债”将于2025年8月到期，若到期前未转股或提前触发回售条款，将进一步加大公司债务偿付压力，需持续关注公司偿债资金安排

项目负责人：邱学友 xyqiu@ccxi.com.cn

项目组成员：梁子秋 zqliang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## 财务概况

| 合兴包装（合并口径）        | 2021   | 2022   | 2023   | 2024.3/2024.1~3 |
|-------------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 资产总计（亿元）          | 95.72  | 88.32  | 82.21  | 81.52           |
| 所有者权益合计（亿元）       | 37.25  | 36.14  | 35.17  | 34.70           |
| 负债合计（亿元）          | 58.47  | 52.18  | 47.04  | 46.82           |
| 总债务（亿元）           | 32.65  | 32.80  | 29.43  | 32.05           |
| 营业总收入（亿元）         | 175.49 | 153.75 | 124.14 | 27.35           |
| 净利润（亿元）           | 2.32   | 1.10   | 0.86   | 0.28            |
| EBIT（亿元）          | 3.46   | 1.60   | 1.92   | --              |
| EBITDA（亿元）        | 6.26   | 4.66   | 4.99   | --              |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 3.00   | 6.56   | 5.15   | 2.13            |
| 营业毛利率（%）          | 8.57   | 8.79   | 11.40  | 12.08           |
| 总资产收益率（%）         | 3.91   | 1.74   | 2.25   | --              |
| EBIT 利润率（%）       | 1.97   | 1.04   | 1.54   | --              |
| 资产负债率（%）          | 61.09  | 59.08  | 57.22  | 57.44           |
| 总资本化比率（%）         | 46.71  | 47.58  | 45.56  | 48.01           |
| 总债务/EBITDA（X）     | 5.21   | 7.03   | 5.89   | --              |
| EBITDA 利息保障倍数（X）  | 5.84   | 5.05   | 6.63   | --              |
| FFO/总债务（X）        | 0.15   | 0.11   | 0.14   | --              |

注：1、中诚信国际根据合兴包装提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告及未经审计 2024 年度一季报整理，其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际已将其他有流动负债中未终止确认的票据调整至短期债务。

## 本次跟踪情况

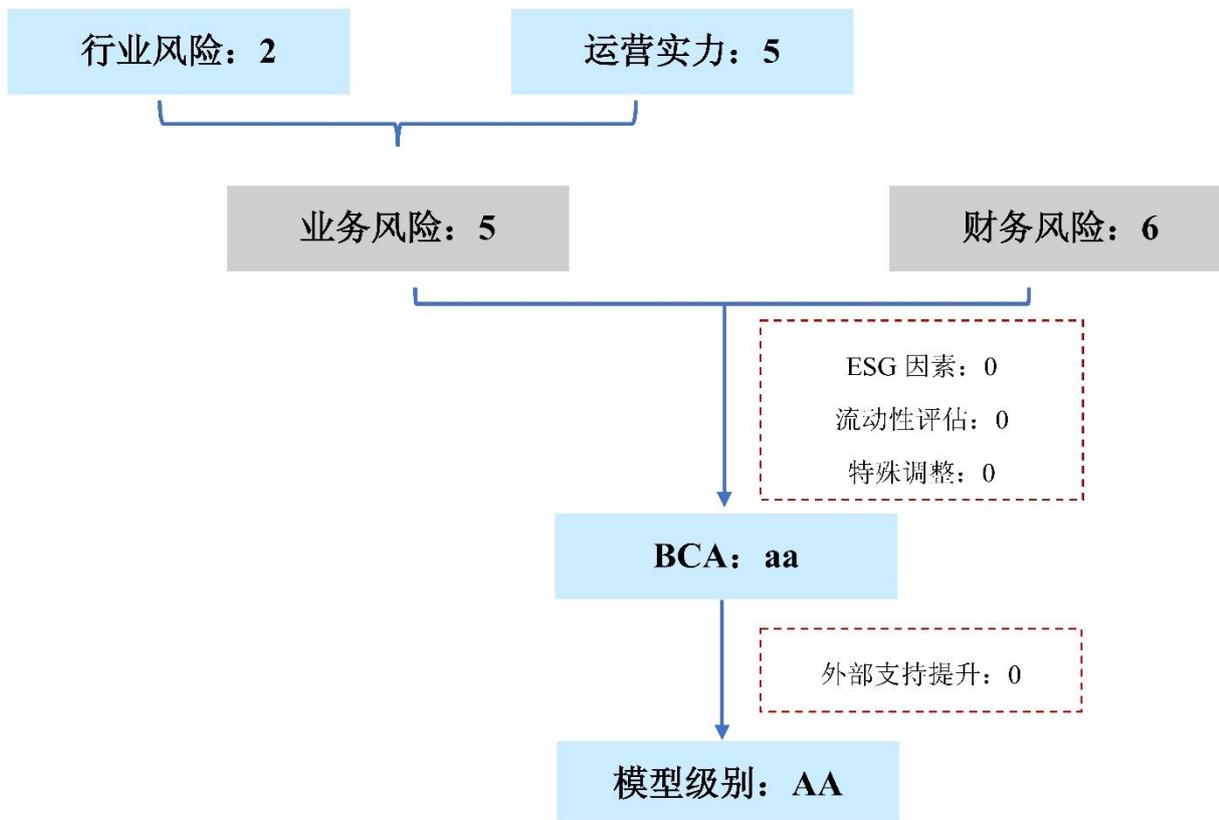
| 债项简称 | 本次债项<br>评级结果 | 上次债项评<br>级结果 | 上次评级有效期              | 发行金额/债项余<br>额（亿元） | 存续期                 | 特殊条款                              |
|------|--------------|--------------|----------------------|-------------------|---------------------|-----------------------------------|
| 合兴转债 | AA           | AA           | 2023/6/20/本报告出<br>具日 | 5.96/3.00         | 2019/8/16~2025/8/16 | 补偿利率说明、回售条<br>款、赎回条款、特别向下<br>修正条款 |

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

| 主体简称 | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 上次评级有效期           |
|------|--------|--------|-------------------|
| 合兴包装 | AA/稳定  | AA/稳定  | 2023/6/20 至本报告出具日 |

## ● 评级模型

### 厦门合兴包装印刷股份有限公司评级模型打分(TY\_2024\_04\_2024\_01)



注:

**调整项:** 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

**方法论:** 中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY\_2024\_04

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

**2023 年以来，受下游消费品行业需求持续疲软等因素影响，中国包装纸企业盈利空间依旧承压。**

纸制品包装属于包装的一种，是指用纸和纸板等原材料，进一步加工制成纸制品的生产活动；并利用加工制造出来的瓦楞纸、纸板、纸箱、纸盒等进行相关行业产品包装服务的一系列活动。纸制品包装行业总体呈现“上游集中，下游分散”的特点，上游造纸行业集中程度比较高，议价能力较强，将废纸、煤等原材料的价格波动风险转嫁给下游包装企业的能力较强。2023 年以来，瓦楞原纸和箱板原纸价格大幅下滑。下游行业包括食品、饮料、家电、日化等，覆盖面广，需求分散，2023 年下游消费需求面临需求收缩、预期转弱的不利局面，在下游消费品行业去库存导致用纸需求疲软等因素影响下，中国包装纸企业经营压力仍较大，盈利空间依旧承压。根据中国包装联合数据显示，2023 年，纸和纸板容器制造行业规模以上企业累计完成营业收入和累计完成营业利润分别为 2,682.57 亿元和 108.67 亿元，其中营业收入同比下降 4.44%。

瓦楞纸包装行业对运输成本敏感，其存在“100~150KM”的运输半径特点。目前我国包装行业呈现中小生产厂商众多，行业集中度分散的特点，包装企业在整个产业链中议价能力相对较弱。低端纸制品包装企业由于企业规模小，技术实力差，产品档次较低，产品同质化现象严重，相互竞争激烈。中高端纸制品包装市场则被少数设备先进、技术领先、工艺水平较高且具有丰富行业经验的龙头企业所占据，其主要面向下游消费品行业中的龙头企业，配套优质的瓦楞纸箱产品，提供整体包装服务方案，通过优质产品和增值服务创造产品溢价品牌溢价，客户对包装价格相对不敏感且客户粘性高，抗风险能力较强。

**中诚信国际认为，依托众多生产基地，合兴包装在瓦楞包装行业拥有一定的规模优势和市场竞争力；跟踪期内，公司持续拓展新能源、3C 行业优质客户，客户结构更为丰富；但市场需求疲软及原材料价格波动对公司盈利能力造成一定影响，中诚信国际将持续对行业竞争状况及公司后续经营业绩的变化保持关注。**

**2023 年以来公司产权结构和治理结构较稳定，战略方向较为明确。**

截至 2024 年 3 月末，公司控股股东新疆兴汇聚股权投资管理有限合伙企业（以下简称“新疆兴汇聚”）仍直接持有公司 32.07% 股权；许晓光、许晓荣、许天津、吕秀英构成的许晓光家族<sup>1</sup>仍为公司实际控制人，股权结构无重大变化。截至 2024 年 4 月 25 日，新疆兴汇聚业对外质押公司股份 1.02 亿股，占其持股比例的 25.65%，占公司总股本比例 8.22%。2023 年，除新增一名高级管理人员外，公司董事、监事及高级管理人员未发生变动，治理结构较为稳定。

2023 年公司合并范围新增设立子公司 4 家。近年来受外部环境及行业竞争激烈等因素影响，公司

<sup>1</sup> 许天津、吕秀英为配偶关系，许晓光、许晓荣为其子女。

主动关停部分亏损子公司，注销减少合并子公司 8 家。跟踪期内公司合并范围变化对业务结构未产生重大影响。

跟踪期内公司战略未发生重大变化，战略方向较为明确且具有持续性。公司将聚焦“市场开拓、数字赋能、绿色转型、人才建设”四大目标深耕基本盘，做精做强主营业务，持续提升核心竞争力，巩固公司在业内的领先地位，扩大比较优势。

**公司结合消费行业变化趋势，不断研发多种包装产品，产品较为多元；公司在全国有近 70 家生产基地，具备一定的品牌知名度和规模优势。跟踪期内，公司持续开拓新能源、3C 等行业优质客户，客户结构更为丰富；受外部环境及下游需求疲软影响，瓦楞纸板产销量有所下行。**

跟踪期内，公司仍为国内瓦楞包装行业龙头企业之一，主要产品仍以瓦楞纸箱、彩盒及缓冲包装材料为主，近年来，随着消费需求的不断升级，公司通过数字化印刷技术创新应用，研发多种个性化、绿色节能包装，产品供应较为多元。得益于较全面的生产基地布局<sup>2</sup>、一定的规模优势以及较强的技术水平和研发实力<sup>3</sup>，公司在瓦楞包装这一细分行业仍保持一定的品牌知名度和较好的市场地位。2023 年以来，公司与供应商保持稳定的合作关系，同时瓦楞原纸、箱板纸等原材料价格回落缓解了一定的成本控制压力。**中诚信国际认为**，原材料价格变化仍存在不确定性，需持续关注公司原材料价格变化对公司成本控制及盈利能力的影响。

表 1：近年来主要原材料采购情况（万吨、亿元）

| 产品   | 2021   |       | 2022   |       | 2023   |       | 2024.1~3 |      |
|------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|----------|------|
|      | 采购量    | 采购金额  | 采购量    | 采购金额  | 采购量    | 采购金额  | 采购量      | 采购金额 |
| 瓦楞纸  | 129.37 | 45.98 | 120.20 | 39.72 | 113.74 | 30.09 | 25.04    | 6.55 |
| 箱板纸  | 123.24 | 49.56 | 116.07 | 44.50 | 115.32 | 35.49 | 25.05    | 7.58 |
| 其他原纸 | 22.22  | 9.77  | 17.25  | 8.09  | 18.27  | 7.22  | 4.05     | 1.48 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司仍采用以销定产的生产模式，各类产品产销率受需求和产品交付周期影响有所波动，但总体保持良好水平。纸箱客户以优质大客户为主，需求相对平稳，其产销量同比略有增长；纸板客户以中小客户为主，稳定性偏弱，受行业需求疲软影响，其产销量仍持续下滑；公司根据市场需求变化，加大了对彩印包装产品的销售拓展，彩印包装产销量同比提升。公司下游客户涉及家电、日化、食品饮料等行业，且主要为上述行业头部企业，整体信用资质较好。跟踪期内公司持续开拓新能源、3C 等行业优质客户，客户结构更为丰富，但新拓客户对公司收入、利润贡献较为有限。2023 年，公司前五大销售客户销售占比小幅上升至 15.48%，整体集中度仍不高。**中诚信国际关注到**，公司与客户的结算账期一般为 90~120 天，结算账期较长，销售回款进度及对公司资金占用情况值得关注。

表 2：近年来公司主要产品产销情况（万立方米、%）

| 年度   | 主要产品 | 产量         | 其中：再加工     | 销量         | 产销率   |
|------|------|------------|------------|------------|-------|
| 2021 | 瓦楞纸板 | 344,966.19 | 193,030.51 | 142,832.07 | 97.36 |

<sup>2</sup> 公司在国内及东南亚共有近 70 个生产基地。

<sup>3</sup> 2023 年公司研发投入为 2.95 亿元，占营业收入比例为 2.38%，同比提升 0.46 个百分点，在行业中处于较高水平。此外公司建立了包装技术创新中心和柔印技术创新中心；其中，包装技术创新中心的包装安全检测实验室通过了 ISTA（国际安全运输协会）实验室认证，公司亦是 8 项瓦楞行业的国家标准修订的主要起草单位。

|          |      |            |            |            |        |
|----------|------|------------|------------|------------|--------|
|          | 瓦楞纸箱 | 187,772.87 | --         | 158,057.70 | 84.17  |
|          | 彩印包装 | 44,144.63  | --         | 34,587.69  | 78.35  |
| 2022     | 瓦楞纸板 | 313,630.62 | 170,640.50 | 126,907.32 | 94.87  |
|          | 瓦楞纸箱 | 165,992.70 | --         | 156,378.57 | 94.21  |
|          | 彩印包装 | 48,946.36  | --         | 51,422.82  | 105.06 |
| 2023     | 瓦楞纸板 | 307,467.36 | 187,627.63 | 118,185.93 | 98.62  |
|          | 瓦楞纸箱 | 182,517.15 | --         | 165,988.23 | 90.94  |
|          | 彩印包装 | 52,619.66  | --         | 55,694.97  | 105.84 |
| 2024.1~3 | 瓦楞纸板 | 71,410.71  | 46,653.95  | 23,318.10  | 94.19  |
|          | 瓦楞纸箱 | 45,383.22  | --         | 39,818.03  | 87.74  |
|          | 彩印包装 | 14,429.84  | --         | 10,840.65  | 75.13  |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

售价方面，公司主要采用“生产成本+合理毛利”的定价政策。受原纸价格持续下降影响，公司纸箱和纸板销售均价远低于上年平均水平。

随着呼伦贝尔、邢台生产基地项目投产，公司在建项目剩余规模不大，且包装行业下行周期下，公司收缩投资计划，预计未来投资规模不大。

## 财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，受利润贡献低的工业用纸业务规模下降及原材料价格波动影响，公司主要盈利指标有所改善，但受行业竞争影响盈利能力一般，仍有待进一步提升；应收账款和存货仍对营运资金形成一定占用；公司财务杠杆偏高，货币资金对短期债务覆盖不足，债务结构有待优化。

### 盈利能力

2023 年，公司营业收入呈下降态势。具体来看，受国内市场需求下降影响，瓦楞包装营业收入呈小幅下降态势而彩盒包装营收得益于加强市场开拓有所增长，工业用纸业务主要是原纸贸易业务，公司结合市场环境主动缩减规模，造成该板块收入下降。2023 年原材料价格回落缓解了一定程度的成本压力，叠加毛利率较低的工业用纸业务占比下降，综合影响下全年毛利率水平有所提升；受关停处置亏损工厂影响，期间费用未随业务规模减少而下滑，期间费用率同比增长。上述因素综合影响下，公司经营性业务利润同比增长 45.17%。此外，因部分下游客户经营业绩大幅下行，公司计提应收账款单项坏账准备有所增加。整体来看，跟踪期内公司利润总额及相关盈利指标有所增长，盈利能力有所改善，但仍处于较低水平，需持续关注下游客户经营回款情况对公司盈利稳定性的影响。2024 年一季度公司营业收入同比下降 8.11%，而受益于原材料价格下降和产品结构调整，毛利率同比有所提升，利润总额同比变动不大。

表 3：主要板块营业收入和毛利率情况（亿元、%）

| 业务       | 2021   |       | 2022   |      | 2023   |       | 2024.1~3 |       |
|----------|--------|-------|--------|------|--------|-------|----------|-------|
|          | 收入     | 毛利率   | 收入     | 毛利率  | 收入     | 毛利率   | 收入       | 毛利率   |
| 瓦楞包装     | 127.78 | 8.72  | 120.49 | 8.25 | 101.43 | 11.31 | 22.12    | 10.92 |
| 彩盒包装     | 6.59   | 9.54  | 7.22   | 8.79 | 7.41   | 8.34  | 1.54     | 8.60  |
| 缓冲包装     | 2.31   | 10.40 | 1.51   | 9.46 | 1.34   | 9.52  | 0.32     | 12.53 |
| 工业用纸     | 35.33  | 0.75  | 21.64  | 0.63 | 11.89  | 0.13  | 2.63     | 0.28  |
| 营业收入/毛利率 | 175.49 | 8.57  | 153.75 | 8.79 | 124.14 | 11.40 | 27.35    | 12.08 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 资产质量

受压缩工业用纸业务及注销部分子公司等因素影响，公司资产规模有所下降。其中应收账款、应收票据和存货呈不同程度下降但仍保持在较大规模，对公司营运资金形成一定占用；公司货币资金保持增长，但受限比例仍然较高，相较于债务总规模，资金储备有限；受呼伦贝尔、威海、邢台生产基地投产，固定资产规模有所上升，期末固定资产占非流动资产比重接近 64%。同时，因公司持续压缩工业用纸业务，应付账款持续下降，带动经营性负债规模下降；2023 年公司偿还短期银行借款导致期末债务规模同比下降，但短期债务占比仍较高，债务结构有待优化。

权益结构方面，2023 年末未分配利润减少主要系当期现金分红<sup>4</sup>较多所致；而少数股东权益减少主要系公司与上下游厂商合资成立的部分纸板工厂受国内市场需求疲软影响经营业绩发生亏损所致；综合影响下导致公司权益规模有所减少。财务杠杆方面，受债务规模下降影响，公司总资本化比率有所下降，但杠杆水平仍处于偏高水平。

2024 年以来，工业用纸业务规模进一步压缩，一季度末总资产规模小幅下降，同时公司增加票据支付规模，期末债务规模有所增加，资产负债率及总资本化比率均呈不同程度增长。

### 现金流及偿债情况

近年来，受业务及票据结算规模波动影响，经营活动净现金流入规模有所波动，但仍保持一定获现能力。因 2023 年项目建设资本支出减少，当年投资活动现金净流出规模同比收窄。2023 年公司分红及利息支出保持在一定规模，筹资活动现金流仍呈净流出态势。偿债能力方面，受债务规模压降影响，公司核心偿债指标 EBITDA 利息保障倍数、总债务/EBITDA、FFO/总债务在跟踪期内出现阶段性改善趋势；但非受限货币资金对短期债务覆盖不足，债务期限结构有待优化。截至 2024 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 62.20 亿元，其中尚未使用额度为 36.65 亿元，备用流动性一般。资金管理方面，公司对下属子、分公司资金进行集中管理，筹融资事项均由公司本部决策。

表 4：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%、X）

|                | 2021         | 2022         | 2023         | 2024.3/2024.1-3 |
|----------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| 期间费用           | 12.34        | 12.27        | 12.38        | 2.91            |
| <b>期间费用率</b>   | <b>7.03</b>  | <b>7.98</b>  | <b>9.97</b>  | <b>10.63</b>    |
| <b>经营性业务利润</b> | <b>2.59</b>  | <b>1.18</b>  | <b>1.72</b>  | <b>0.44</b>     |
| 信用减值损失         | 0.23         | 0.55         | 0.59         | 0.10            |
| <b>利润总额</b>    | <b>2.44</b>  | <b>0.61</b>  | <b>0.96</b>  | <b>0.31</b>     |
| EBIT 利润率       | 1.97         | 1.04         | 1.54         | --              |
| 总资产收益率         | 3.91         | 1.74         | 2.25         | --              |
| 货币资金           | 5.29         | 5.30         | 6.06         | 7.06            |
| 应收票据           | 0.00         | 6.22         | 5.26         | 4.88            |
| 应收账款           | 35.80        | 28.36        | 24.60        | 23.57           |
| 存货             | 19.51        | 13.16        | 10.69        | 10.51           |
| 固定资产           | 18.90        | 20.39        | 21.19        | 20.75           |
| 在建工程           | 1.20         | 1.20         | 0.59         | 0.68            |
| <b>资产总计</b>    | <b>95.72</b> | <b>88.32</b> | <b>82.21</b> | <b>81.52</b>    |

<sup>4</sup> 2021 年~2023 年，公司现金分红规模分别为 1.22 亿元、1.79 亿元和 1.43 亿元。

|                |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 短期借款           | 11.69        | 5.71         | 3.86         | 3.88         |
| 应付票据           | 12.77        | 11.66        | 12.96        | 16.72        |
| 应付账款           | 21.45        | 15.57        | 14.57        | 11.81        |
| <b>总负债</b>     | <b>58.47</b> | <b>52.18</b> | <b>47.04</b> | <b>46.82</b> |
| 短期债务/总债务       | 77.14        | 67.86        | 62.46        | 66.85        |
| <b>总债务</b>     | <b>32.65</b> | <b>32.80</b> | <b>29.43</b> | <b>32.05</b> |
| 未分配利润          | 15.13        | 14.55        | 14.04        | 14.34        |
| 少数股东权益         | 3.25         | 2.71         | 2.17         | 2.09         |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>37.25</b> | <b>36.14</b> | <b>35.17</b> | <b>34.70</b> |
| 资产负债率          | 61.09        | 59.08        | 57.22        | 57.44        |
| 总资本化比率         | 46.71        | 47.58        | 45.56        | 48.01        |
| 经营活动净现金流       | 3.00         | 6.56         | 5.15         | 2.13         |
| 投资活动净现金流       | -5.86        | -3.59        | -3.18        | -0.50        |
| 筹资活动净现金流       | 0.30         | -2.86        | -1.55        | -1.02        |
| 非受限货币资金/短期债务   | 0.11         | 0.13         | 0.19         | 0.19         |
| EBITDA 利息保障倍数  | 5.84         | 5.05         | 6.63         | --           |
| 总债务/EBITDA     | 5.21         | 7.03         | 5.89         | --           |
| FFO/总债务        | 0.15         | 0.11         | 0.14         | --           |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产合计为 5.65 亿元，占总资产比例的 6.93%，受限比例较低。其中受限货币资金为 3.08 亿元，主要系银行票据保证金；受限固定资产和无形资产分别为 1.27 亿元和 0.81 亿元，主要用于办理银行贷款；受限应收票据为 0.35 亿元，主要用于质押贴现。

截至 2024 年 3 月末，公司无对外担保和影响其正常经营的重大未决诉讼。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021 年~2024 年 4 月，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>5</sup>

### 假设

——2024 年，预计合兴包装将进一步压缩低毛利的工业用纸业务，收入规模将有所下降，但毛利水平或将有所提升。

——2024 年，预计合兴包装资本支出规模将有所下降。

——2024 年，合兴包装债务规模有所减少。

### 预测

表 5：预测情况表（%、X）

| 重要指标   | 2022 年实际 | 2023 年实际 | 2024 年预测    |
|--------|----------|----------|-------------|
| 总资本化比率 | 47.58    | 45.56    | 35.00~45.00 |

<sup>5</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

|            |      |      |           |
|------------|------|------|-----------|
| 总债务/EBITDA | 7.03 | 5.89 | 3.50-5.50 |
|------------|------|------|-----------|

资料来源：中诚信国际预测

## 调整项

ESG<sup>6</sup>表现方面，合兴包装环境和安全生产方面表现良好，并积极履行企业社会责任；公司治理结构良好，内控制度完善，目前 ESG 综合表现中等，潜在 ESG 风险一般，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，合兴包装经营获现能力较好，尚有一定规模的未使用授信额度。同时，公司为 A 股上市公司，具有直接融资渠道。公司资金流出主要用于日常经营、分配股利及外部投资，近年来公司在建项目投入基本完成，预计未来资本开支规模较小。此外，公司债务以短期为主，债务到期分布主要集中于一年以内，未来一年的流动性来源对流动性需求形成一定覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

## 跟踪债券信用分析

表 6：公司募集资金使用情况

| 债项简称 | 募集资金（亿元） | 已使用募集资金（亿元） | 募集用途        | 募集用途是否变更 |
|------|----------|-------------|-------------|----------|
| 合兴转债 | 5.96     | 5.96        | 产能建设、补充流动资金 | 未变更      |

注：根据 2022 年 7 月 1 日公司召开的第六届董事会第四次会议，鉴于公司 2019 年度公开发行可转换公司债券募集资金投资项目已全部达到预定可使用状态，同意将上述项目予以结项，并将募集资金投资项目结项后的结余募集资金 2,721.82 万元(包含尚未支付的合同余款、质保金和扣除手续费的利息收入等，实际以转出当日专户余额为准)用于永久补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

“合兴转债”设置回售条款、赎回条款及转股价格修正条款。截至 2024 年 6 月 6 日，受利润分配事项影响，公司将转股价格调整至 3.81 元/股。截至 2024 年 6 月 11 日收盘，合兴包装过去 20 个交易日的平均交易价格为 2.74 元/股。跟踪期内，公司股票价格未触发有赎回条款<sup>7</sup>及回售条款<sup>8</sup>，跟踪期内合兴包装股价持续走低，若到期未转股或提前触发回售条款，会加大公司债务偿付压力，未来需关注公司股价变动及转股价格调整后续安排对兑付和转股的影响。

截至 2023 年末，“合兴转债”累计转股 5,957,500 张，累计转股金额为 2.96 亿元，未转股金额占发行总金额的 50.34%。

“合兴转债”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。跟踪期内公司债务分布主要集中于以一年以内，但公司经营层面仍保持一定的行业地位和市场竞争力，主营业务经营情况良好，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。

## 评级结论

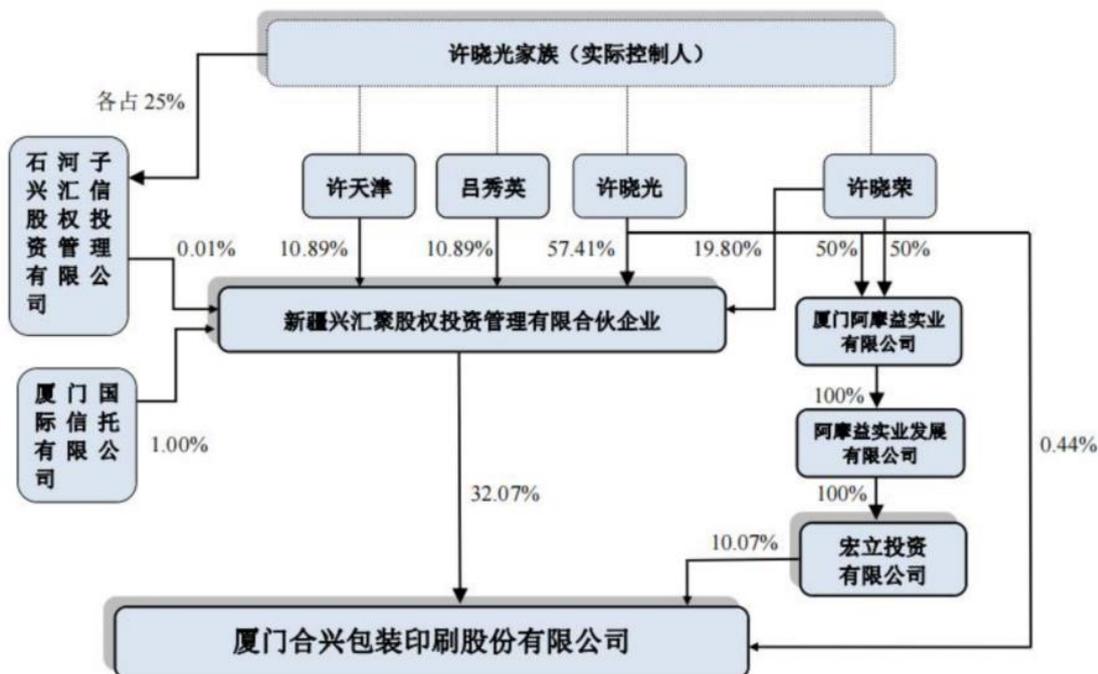
综上所述，中诚信国际维持厦门合兴包装印刷股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“合兴转债”的债项信用等级为 **AA**。

<sup>6</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

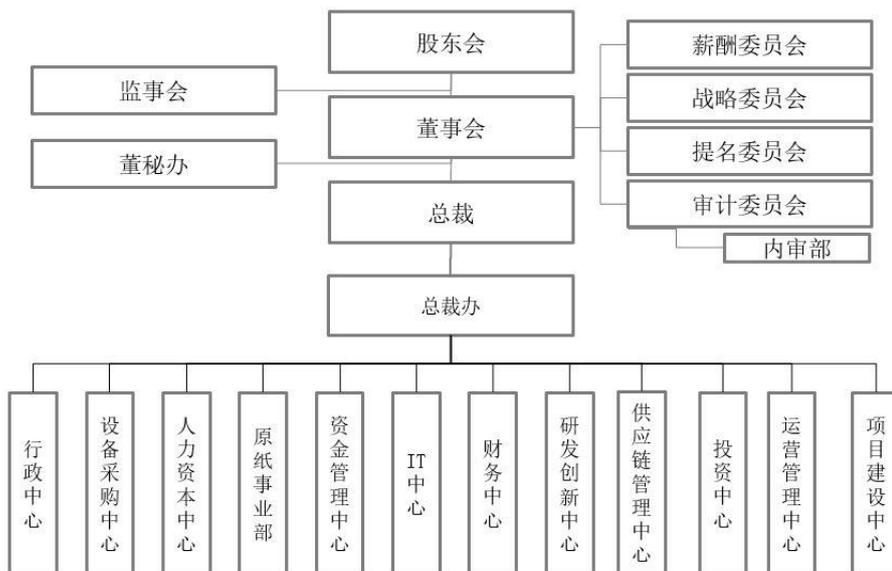
<sup>7</sup> 在债券转股期内，如果 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含），或是债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

<sup>8</sup> 在“合兴转债”最后两个计息年度，如果公司 A 股股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券回售给公司。

### 附一：厦门合兴包装印刷股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



### 厦门合兴包装印刷股份有限公司 组织架构



资料来源：公司提供

## 附二：厦门合兴包装印刷股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元）               | 2021         | 2022         | 2023         | 2024.3/2024.1~3 |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| 货币资金                      | 52,887.24    | 53,009.18    | 60,649.88    | 70,589.82       |
| 应收账款                      | 357,952.74   | 283,635.27   | 246,018.71   | 235,699.61      |
| 其他应收款                     | 8,718.50     | 9,353.24     | 7,235.83     | 7,191.28        |
| 存货                        | 195,097.24   | 131,563.63   | 106,948.08   | 105,131.94      |
| 长期投资                      | 5,380.00     | 5,380.00     | 6,480.10     | 6,480.10        |
| 固定资产                      | 188,980.92   | 203,903.90   | 211,944.84   | 207,543.60      |
| 在建工程                      | 12,021.51    | 12,045.63    | 5,887.45     | 6,809.90        |
| 无形资产                      | 67,642.48    | 65,075.40    | 67,151.79    | 66,313.75       |
| 资产总计                      | 957,215.42   | 883,155.46   | 822,050.43   | 815,186.30      |
| 其他应付款                     | 8,493.16     | 4,767.78     | 4,488.54     | 4,698.60        |
| 短期债务                      | 251,827.78   | 222,602.00   | 183,828.67   | 214,210.79      |
| 长期债务                      | 74,641.57    | 105,443.67   | 110,483.79   | 106,242.50      |
| 总债务                       | 326,469.35   | 328,045.68   | 294,312.47   | 320,453.28      |
| 净债务                       | 298,211.09   | 298,422.62   | 260,161.09   | 280,648.63      |
| 负债合计                      | 584,728.66   | 521,793.64   | 470,368.54   | 468,222.61      |
| 所有者权益合计                   | 372,486.76   | 361,361.82   | 351,681.89   | 346,963.69      |
| 利息支出                      | 10,715.52    | 9,227.81     | 7,536.09     | --              |
| 营业总收入                     | 1,754,878.37 | 1,537,526.98 | 1,241,390.29 | 273,515.63      |
| 经营性业务利润                   | 25,918.98    | 11,847.17    | 17,198.42    | 4,405.64        |
| 投资收益                      | 285.93       | 479.21       | 276.58       | 103.89          |
| 净利润                       | 23,154.22    | 10,964.71    | 8,616.98     | 2,793.64        |
| EBIT                      | 34,611.42    | 16,017.90    | 19,156.91    | --              |
| EBITDA                    | 62,618.93    | 46,639.66    | 49,932.70    | --              |
| 经营活动产生的现金流量净额             | 30,006.91    | 65,563.31    | 51,526.70    | 21,265.00       |
| 投资活动产生的现金流量净额             | -58,581.81   | -35,903.04   | -31,755.56   | -4,963.17       |
| 筹资活动产生的现金流量净额             | 2,956.88     | -28,630.59   | -15,475.04   | -10,218.80      |
| 财务指标                      | 2021         | 2022         | 2023         | 2024.3/2024.1~3 |
| 营业毛利率（%）                  | 8.57         | 8.79         | 11.40        | 12.08           |
| 期间费用率（%）                  | 7.03         | 7.98         | 9.97         | 10.63           |
| EBIT 利润率（%）               | 1.97         | 1.04         | 1.54         | --              |
| 总资产收益率（%）                 | 3.91         | 1.74         | 2.25         | --              |
| 流动比率（X）                   | 1.28         | 1.36         | 1.40         | 1.38            |
| 速动比率（X）                   | 0.89         | 1.04         | 1.09         | 1.08            |
| 存货周转率（X）                  | 9.58         | 8.59         | 9.22         | 9.07*           |
| 应收账款周转率（X）                | 5.34         | 4.79         | 4.69         | 4.54*           |
| 资产负债率（%）                  | 61.09        | 59.08        | 57.22        | 57.44           |
| 总资本化比率（%）                 | 46.71        | 47.58        | 45.56        | 48.01           |
| 短期债务/总债务（%）               | 77.14        | 67.86        | 62.46        | 66.85           |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）  | 0.06         | 0.17         | 0.15         | --              |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X） | 0.08         | 0.25         | 0.24         | --              |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）    | 2.80         | 7.10         | 6.84         | --              |
| 总债务/EBITDA（X）             | 5.21         | 7.03         | 5.89         | --              |
| EBITDA/短期债务（X）            | 0.25         | 0.21         | 0.27         | --              |
| EBITDA 利息保障倍数（X）          | 5.84         | 5.05         | 6.63         | --              |
| EBIT 利息保障倍数（X）            | 3.23         | 1.74         | 2.54         | --              |
| FFO/总债务（X）                | 0.15         | 0.11         | 0.14         | --              |

注：1、2024 年一季报未经审计；2、带\*指标已经年化处理；3、中诚信国际已将其他有流动负债中未终止确认的票据调整至短期债务；4、“--”表示数据不可得或数据不可比。

### 附三：基本财务指标的计算公式

| 指标   | 计算公式                |   |
|------|---------------------|---|
| 资本结构 | 短期债务                | 短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项  |
|      | 长期债务                | 长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项  |
|      | 总债务                 | 长期债务+短期债务   |
|      | 经调整的所有者权益           | 所有者权益合计-混合型证券调整   |
|      | 资产负债率               | 负债总额/资产总额   |
|      | 总资本化比率              | 总债务/(总债务+经调整的所有者权益)   |
|      | 非受限货币资金             | 货币资金-受限货币资金   |
|      | 利息支出                | 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出   |
|      | 长期投资                | 债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资   |
| 经营效率 | 应收账款周转率             | 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)   |
|      | 存货周转率               | 营业成本/存货平均净额   |
|      | 现金周转天数              | (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额) |
| 盈利能力 | 营业毛利率               | (营业收入-营业成本)/营业收入  |
|      | 期间费用合计              | 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用   |
|      | 期间费用率               | 期间费用合计/营业收入   |
|      | 经营性业务利润             | 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项                     |
|      | EBIT (息税前盈余)        | 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项  |
|      | EBITDA (息税折旧摊销前盈余)  | EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销   |
|      | 总资产收益率              | EBIT/总资产平均余额  |
| 现金流  | EBIT 利润率            | EBIT/营业收入   |
|      | 收现比                 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入   |
|      | 经调整的经营活动产生的现金流量净额   | 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出                             |
|      | FFO                 | 经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)  |
| 偿债能力 | EBIT 利息保障倍数         | EBIT/利息支出   |
|      | EBITDA 利息保障倍数       | EBITDA/利息支出   |
|      | 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 | 经营活动产生的现金流量净额/利息支出  |

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

| 个体信用评估 (BCA) 等级符号 | 含义  |
|-------------------|---|
| aaa               | 在无外部特殊支持下，受评对象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                | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。  |
| a                 | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。  |
| bbb               | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。   |
| bb                | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。  |
| b                 | 在无外部特殊支持下，受评对象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               | 在无外部特殊支持下，受评对象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                | 在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。              |
| c                 | 在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。                         |

注：[1] 除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。[2] 个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

| 主体等级符号 | 含义                                  |
|--------|-------------------------------------|
| AAA    | 受评对象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     | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。  |
| A      | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。  |
| BBB    | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。   |
| BB     | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。  |
| B      | 受评对象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    | 受评对象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     | 受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。              |
| C      | 受评对象不能偿还债务。                         |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 中长期债项等级符号 | 含义                            |
|-----------|-------------------------------|
| AAA       | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。 |
| AA        | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。  |
| A         | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。  |
| BBB       | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。   |
| BB        | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。  |
| B         | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。    |
| CCC       | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。     |
| CC        | 基本不能保证偿还债券。                   |
| C         | 不能偿还债券。                       |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 短期债项等级符号 | 含义                       |
|----------|--------------------------|
| A-1      | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2      | 还本付息能力较强，安全性较高。          |
| A-3      | 还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B        | 还本付息能力较低，有很高的违约风险。       |
| C        | 还本付息能力极低，违约风险极高。         |
| D        | 不能按期还本付息。                |

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: [www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)