中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪175号

深圳市裕同包装科技股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“深圳市裕同包装科技股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，上调本次发债主体信用等级为**AA**$^{+}$，评级展望稳定，上调本期债券信用等级为**AA**$^{+}$。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年五月十六日

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

深圳市裕同包装科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	深圳市裕同包装科技股份有限公司
债券简称	16 裕同 01
债券代码	112472.SZ
发行年限	5 年期（附第 3 年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售权）
发行规模	人民币 8 亿元
债券余额	人民币 8 亿元
存续期限	2016/11/03~2021/11/03（3+2）
上次评级时间	2018/06/11
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA 评级展望 正面
跟踪评级结果	债项级别 AA^+ 主体级别 AA^+ 评级展望 稳定

概况数据

裕同科技	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	42.88	50.21	59.11
总资产（亿元）	74.72	89.83	110.70
总债务（亿元）	19.70	25.02	31.80
营业总收入（亿元）	55.42	69.48	85.78
营业毛利率（%）	34.35	31.54	28.50
EBITDA（亿元）	13.11	13.65	15.18
所有者权益收益率（%）	20.47	18.56	16.56
资产负债率（%）	42.60	44.10	46.61
总债务/EBITDA（X）	1.50	1.83	2.09
EBITDA 利息倍数（X）	20.11	17.70	12.57

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分 析 师

郭世瑶 shyguo@ccxr.com.cn
李婧喆 jzhli@ccxr.com.cn
Tel:（021）60330988
Fax:（021）60330991
www.ccxr.com.cn

2019 年 5 月 16 日

基本观点

2018年，深圳市裕同包装科技股份有限公司（以下简称“裕同科技”或“公司”）凭借较强的产业链延伸服务能力，大力开拓烟酒食品和化妆品品牌商的合作，优质的客户资源继续推动当年收入规模进一步增长。同时，公司加大产能扩张力度和推进收并购项目，全国化布局更趋完善，整体运营情况良好。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到原纸价格高位运行、净债务规模持续扩大及绿色环保风险等因素可能对公司信用水平产生的影响。

中诚信证评上调裕同科技主体信用等级至AA^+，评级展望稳定；上调“深圳市裕同包装科技股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”债项信用等级至AA^+。

正 面

- 行业地位保持领先。公司作为高端品牌包装整体解决方案服务商，在国内包装印刷行业内地位领先，2018 年继续蝉联权威杂志《印刷经理人》组织评选的“年度中国印刷企业 100 强”全国印刷企业首位，市场认可度较高。
- 产业链延伸服务能力增强。公司继续深化“创意设计与研发创新解决方案、一体化产品制造和供应解决方案、多区域运营及服务解决方案”，涵盖研发、设计、生产加工、供应链管理、物流、仓储等一体化深度服务，在中小型企业为主的国内印刷包装行业中维持较强的竞争力和较高的业务附加值。
- 良好的客户资源。2018 年，公司加大了智能硬件、烟酒、大健康、化妆品和奢侈品等市场的开发力度，成功导入或深入拓展了小米、哈曼、谷歌、亚马逊、戴森、DHL、茅台、五粮液和四川中烟等优质大客户，且部分新客户订单已逐渐放量，优质的新客户资源有效支撑了公司业务的持续增长。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

- 业务规模保持增长。在消费类电子产品稳定发展及新开拓客户订单放量的推动下，2018 年公司实现营业总收入 85.78 亿元，同比增长 23.47%，整体收入规模保持较快增长，业务成长性良好。

关　注

- 原纸价格波动风险。公司生产所需的原材料主要是白板纸、双胶纸、铜版纸和瓦楞纸等，主营产品材料成本占营业成本的 55%以上。2018 年上半年，各类原纸价格仍高位运行，公司毛利率持续走低，2018 年营业毛利率为 28.50%，同比降低 3.04 个百分点，中诚信证评持续关注原料价格波动对公司成本控制及盈利能力造成的影响。
- 净债务规模持续扩大，债务期限结构有待优化。2018 年末，公司净债务是 23.57 亿元，同比增长 44.60%，有息债务中短期债务同比增长 38.26%至 22.15 亿元，长短期债务比由上年末的 1.78 倍增至 2.30 倍。公司债务以短期债务为主，债务期限结构有待优化。
- 绿色环保风险。公司在生产经营过程中涉及的主要污染物包括废气、废水、固体废弃物和噪音，尤其是清洗印刷机产生的油墨和水墨废水。随着国家环保政策的趋紧，以及社会环保意识的提升，纸质包装产品在消费品行业中得到快速普及，生产过程环保与产品绿色清洁质量管控已成为纸包企业经营的关键，中诚信证评对公司绿色环保生产风险保持持续关注。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

重大事项

基于大包装产业发展规划及拓展新业绩增长点的目的，公司开始布局塑料精密包装业务，重点打造符合消费升级的日化消费品、化妆品，特别是个人护肤品等精密包装市场。2018 年，公司完成对江苏德晋塑料包装有限公司（以下简称“江苏德晋”）70%股权，收购价为人民币 17,990 万元。江苏德晋系专业从事化妆品及护肤品、日化消费品所需的精密包装生产厂商，主要产品包括定量泵、膏霜乳液瓶、真空瓶、睫毛膏管、粉饼盒、口红包装等，核心产品是泵头，其拥有一批高端品牌客户，如蓝月亮、联合利华、曼秀雷敦、韩后、百雀羚、雅芳等。通过大包装领域的逐渐布局，公司的产业协同效应或将进一步提升。

2019 年 3 月 23 日，公司拟公开发行可转换公司债券不超过人民币 140,000 万元（含 140,000 万元），扣除发行费用后将用于投资宜宾裕同智能包装及竹浆环保纸塑项目、许昌裕同高端包装精品盒智能制造项目、越南裕同包装产业基地建设项目、印尼裕同包装产业基地建设项目和补充流动资金，上述项目总投资额 143,847.97 万元，超出募集资金部分由自筹资金解决。募投项目围绕公司主业并新增环保纸塑新产品，有利于丰富公司产品结构，此外，本次募集资金投资项目部分用于拓展海外新兴市场，公司国际化布局将进一步完善，拓展了公司战略发展空间，并增强公司资金实力和核心竞争力，为公司未来的产业发展奠定基础。

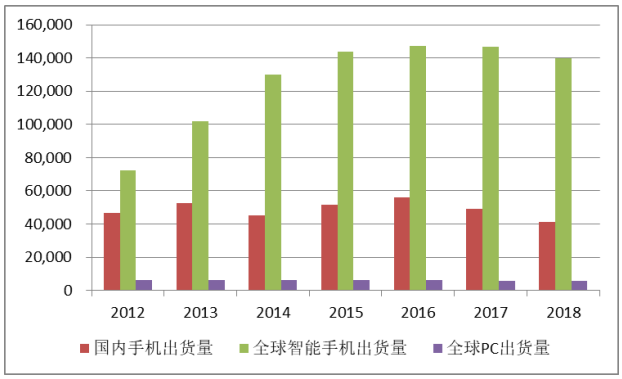
行业分析

下游持续收益于消费升级，国内社会消费品纸包装需求保持稳健良好的增长，加之供给侧改革和“限塑令”深入推行，我国纸包装市场仍存增量空间。

包装产品应用广泛，主要涉及 IT、食品饮料、日化等各个消费领域。其中，消费电子市场系包装行业重要的需求市场之一。2018 年全球范围内的智能手机市场销售总额达到 5,220 亿美元，占据全球科技消费产品市场的最大份额。

图 1：2012～2018 年手机和 PC 出货量情况

单位：万台、万部



资料来源：Choice，中诚信证评整理

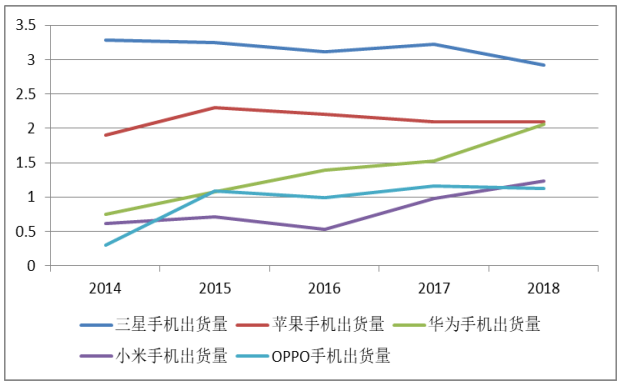
就手机市场而言，2018 年全球智能手机出货量持续低迷。根据 IDC 的数据统计，2018 年第三季度全球智能手机出货量为 3.89 亿部，同比下降 4.8%，继 2017 年四季度以来持续呈现负增长的态势。但是，华为呈现了逆势高增长的态势，第三季度全球手机出货量为 5,200 万部，同比增长 33%，2018 年前三季度全球手机出货量为 1.5 亿部，同比增长 30%。OPPO、vivo 的出货量增速都在逐步趋缓，而小米得益于海外市场的扩张前三季度呈现了同比大幅增长的局面。相比之下，苹果的表现不及预期，第三季度苹果全球手机出货量为 4,690 万部，同比与上年持平，2018 年前三季度全球手机出货量为 1.4 亿部，同比仅增长 1%。智能手机出货量持续低迷的主要原因是因为智能手机的价格不断增长，但是硬件的创新上却稍显不足，一定程度上消耗了购买力。其次，智能手机的软件系统不断加强，各大厂商又定期会对系统进行优化和升级，使得手机的使用寿命变长。同时，各大厂家都在布局抢占 5G 的先机，华为、高通、Intel 都已经宣布在 2019 年会推出 5G 的基带芯片，小米已经在 2018 年下半年宣布了 5G 版本的 MIX3，另外一方面国内三大运营商也在抢先组建 5G 实验局，大部分消费者在此时或处于观望状态。基于以上三个主要原因，智能手机的换机周期拉长，目前年换机周期已经超过了 22 周，进而导致全球手机出货量趋缓。尽管全球智能手机出货量放缓，但中国智能手机的零组件厂商在现有产品线中不断获得更高的市场份额，继续实现产品的升级和创新，打造新的成长动能。根据华为官方披露和 IDC 的数据统计，从 2010 年至 2018 年，

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

华为手机的出货量分别为 300 万、2,000 万、3,200 万、5,200 万、7,500 万、1.08 亿、1.39 亿、1.53 亿和 2.06 亿部，出货量稳居世界第三，市场份额达到 14.70%。2018 年，小米智能手机出货量为 1.226 亿台，排名全球第四，出货量同比增长 33.2%，市场份额上升到 8.7%; OPPO 手机出货量为 1.131 亿台，排名全球第五，出货量同比增长 1.3%，市场份额上升到 8.1%。

图 2：2014～2018 年品牌手机出货量对比情况

单位：亿部



资料来源：IDC，中诚信证评整理

除消费电子外，商业纸包装行业下游高端客户也包括奢侈品、烟酒、高端食品和保健品等。2018 年以来，白酒行业延续上年的复苏态势，行业基本面向好，一线酒企通过渠道下沉，凭借品牌和组织管理的优势，占领中高端白酒市场；而高端白酒价格提升，提高了次高端品牌的价格天花板，为其迎来了新的发展空间。2018 年初，贵州茅台上调了终端销售价格上限，53 度 500ml 飞天茅台的终端限价由 1,299 元/瓶上涨到 1,499 元/瓶；6 月中旬，泸州老窖 52 度国窖 1573 经典装 2014 年~2017 年瓶贮产品宣布涨价，其中 2014 年国窖 1573 建议零售价更是与飞天茅台相同；7 月初，洋河紧随着上调了海之蓝、天之蓝、梦之蓝出厂价及终端供货价，消费需求的增长促使白酒行业品牌升级。同时，市场消费升级和市场环境提升拉动化妆品市场快速增长，根据国家统计局发布的数据，2018 年 1~7 月我国化妆品类零售额为 1,456 亿元，同比增长 13.3%。由于国家经济增速放缓，控烟措施的实施和人们健康生活意识的提高，烟草行业延续下降态势，但此轮烟草去库存周期以进入尾声，2018 年末，全国卷烟产量为 23,356.2 亿支，比上年同期微降 0.4%。2018 年我国快递业务在网购热潮影响下累计实现逾 507 亿件，同比增长 26.66%，利好纸箱行业。

消费升级使得下游行业存在增量空间，2018 年，全国居民人均可支配收入为 28,228 元，比上年名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%。我国作为全球最庞大的消费群体，随着人均可支配收入的不断提升，国内居民购买力逐渐加强，消费升级直接刺激下游产品对包装高级化、精品化、设计感、高科技方向发展，从而提升纸包装单价，国内社会消费品纸包装需求有望保持稳健良好的增长态势。

纸包装市场属于充分竞争行业。近年来受国家供给改革及环保政策趋严，加之 2017 年纸价上涨，部分议价能力不足的中小纸包装企业受此轮成本上涨影响而关闭，纸和纸板制容器规模以上企业数量从 2005 年的 4,150 家下降至 2017 年 2,312 家，纸包装市场整体呈现集中度提升的趋势。2017 年 12 月，国务院办公厅发布《关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》，2018 年 4 月，上海市质监局发布《餐饮服务（网络）外卖（外带）用纸碗通用技术要求》，关注到纸质包装对其他材质包装的替代效应以及国家对于“限塑”的态度，未来纸包装的市场空间将进一步被释放。

受宏观经济企稳以及环保政策趋严影响，国内纸品消费市场延续了增速放缓态势，原纸价格整体仍高位运行，纸包装行业继续面临一定的成本控制压力。

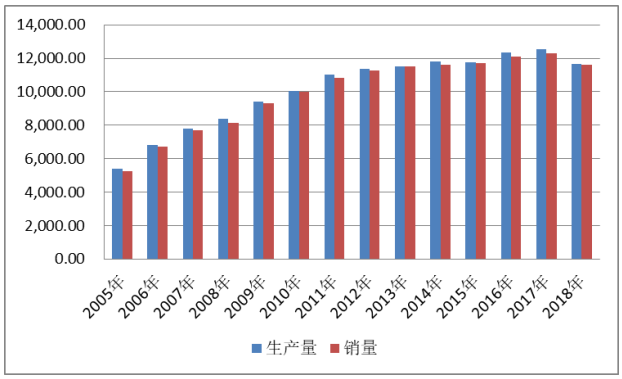
我国机制纸及纸板增速明显放缓，2018 年，全国机制纸及纸板总产量和销量继续收缩，分别为 11,660.60 万吨和 11,585.76 万吨，较上年降低 7.03% 和 5.70%。目前，中国造纸行业生产运营去产能已经由政策手段逐渐转向市场化手段。同时，环保督察对造纸企业开工率的影响力降低，一方面是 2017 年“铁腕”环保执法，促使落后产能出清；另一方面是 2018 年中央层面将环保督察的权力下放至地方，地方根据实际情况制定错峰生产措施。供给侧改革和环保督察给大型、先进、规范的企业带来的政策红利基本释放完毕，大型企业的利润增速回归常态。2018 年，造纸及纸制品业利润总额 766.4 亿元，

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

同比下降 8.5%。相比 2017 年，2018 年上市纸企净利润增速下滑。

图 3：2005~2018 年我国机制纸及纸板产量和销量情况

单位：万吨

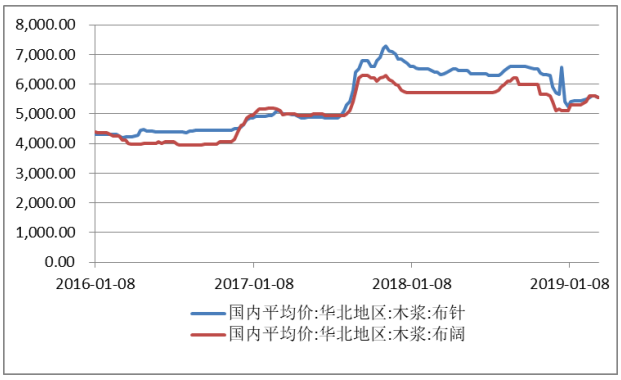


资料来源：Choice，中诚信证评整理

2018 年我国木浆市场整体呈现高位震荡下行趋势，但木浆均价高于去年，其中，阔叶浆现货 2018 年度均价上涨 4%，针叶浆现货均价上涨 12%。从具体表现来看，由于中美贸易摩擦带来的经济增长衰退，纸浆需求不及预期，且国际纸浆巨头 Suzano 与 Fibria 合并、APP 收购 Eldorado，全球商品浆供应格局改变。2018 年制浆造纸业下游出现深度去库存现象，库存转至上游。造纸企业的木浆库存与经销商的纸品库存降至历史低位，而木浆供应商的木浆库存和造纸企业的纸品库存增至历史高位。2018 年底，中国木浆港口库存升至 170 万吨左右，其中阔叶浆库存中有 30%～35%是供应商库存，针叶浆库存中 70%左右为经销商库存。受进口固体废物政策和中美贸易战的影响，2018 年中国进口废纸 1,705.5 万吨，同比减少约 33.80%，降幅创近年来之最，与 2012 年相比，国内进口废纸量已经下跌近一半。因国废回收量增幅有限，原料缺口将主要由木浆和进口废纸浆（2018 年共计进口 30 万吨）替代，使得木浆的使用得到了增长空间。

图 4：2016.1～2019.3 我国华北地区布针浆和布阔浆均价走势

单位：元/吨

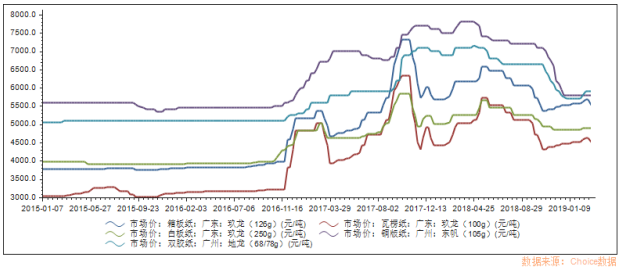


资料来源：Wind，中诚信证评整理

从包装纸品类来看，箱板纸、瓦楞纸和白板纸价格走势基本一致。2017 年 10 月下旬开始纸价开始大幅回落调整，在 2018 年春节之后再次进入上涨通道，与废纸价格走势基本保持一定趋同性。但 2018 年三季度以来，市场呈现震荡下滑走势，随之受需求低迷影响纸价再次进入下行通道。加之原料废纸价格持续处于高位，导致纸企利润被压缩，因此多数纸企进行停机检修，行业开工率较 6 月份降低 2.86 个百分点，纸企库存压力偏大，市场持续低迷行情。

图 5：2015.1～2019.3 箱板纸、瓦楞纸、白板纸、铜版纸和双胶纸价格走势

单位：元/吨



资料来源：Choice，中诚信证评整理

业务运营

凭借多领域优质客户资源，公司深度拓展既有客户需求，并大力开拓新客户订单，保持良好的业务成长性，但受原纸价格高位运行影响，成本压力仍存，毛利率水平进一步收缩。

公司是国内领先的包装整体解决方案服务商，主要从事纸质印刷包装产品的研发、生产与销售，并为客户提供创意设计、结构设计、材料研发、第

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

三方采购、大数据服务、仓储管理和物流配送等一体化深度服务。公司主要产品为精品盒、说明书、纸箱等，客户涵盖消费电子、智能硬件、烟酒、大健康、化妆品和奢侈品等行业。公司在深度合作消费电子行业客户的同时，积极开拓烟酒、化妆品、大健康和奢侈品等行业龙头客户，并在包装新材料、云印刷等领域稳定发展，整体业务维持稳健。2018 年公司继续蝉联杂志《印刷经理人》组织评选的“2018 年年度中国印刷企业 100 强”全国印刷企业第一名，在业务规模上保持前列。

目前，公司在国内下设十个营销团队和华东、华北、华中、华南和西南五个区域中心，国际客户由国际营销部、美洲、中南亚和伦敦等销售中心各自负责。2018 年，公司加大了国内智能硬件、烟酒、大健康、化妆品和奢侈品等市场的开发力度，成功导入或深入拓展了小米、哈曼、谷歌、亚马逊、戴森、DHL、茅台、五粮液和四川中烟等优质大客户，经过前期的磨合，部分新客户订单已逐渐放量。在既有客户中，公司与富士康、和硕等客户合作时间超过十年，稳定的合作关系奠定了公司收入基础，而新客户订单量的增长驱动了公司收入的持续增长。得益于烟酒、化妆品包装等新业务的推进、谷歌和亚马逊等新客户的开发以及对小米和哈曼等客户的深度拓展，公司下游客户日趋分散化，逐步降低了对大客户高度依赖的经营风险，2018 年前五大客户销售额占年度销售总额的比例为 40.56%，同比降低 13.44 个百分点，客户集中度有所降低。

表 1：2017~2018 年公司产品销量情况

单位：万个、万本、%

产品	2017		2018	
	销量	产销率	销量	产销率
精品盒	150,588.84	96.59	217,603.18	97.58
说明书	91,673.14	97.74	94,166.68	96.66
纸箱	32,032.42	97.13	43,135.23	98.32
不干胶贴纸	148,061.80	99.66	145,103.68	98.81

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

下游消费行业需求回暖带动核心客户销售提升，叠加新客户订单放量，公司收入规模同步增长。2018 年公司实现营业总收入 85.78 亿元，同比增长 23.46%，其中精品盒、纸箱、说明书和不干胶贴纸业务收入分别为 61.67 亿元、8.40 亿元、6.86 亿元和 2.01 亿元，分别同比增长 19.15%、26.70%、5.21%和 60.80%。因与富士康合作稳定，加之深挖小米和哈曼等客户，2018 年公司精品盒业务销量 217,603.18 万个，同比增长 44.50%；跟踪期内公司加强与支付宝的合作，开发的多样化不干胶贴纸产品涵盖多种价格带，销售均价得以提升，在不干胶贴纸销量和上年基本持平情况下，当期收入涨幅较大。鉴于产品个性化定制特性，公司在“以销定产”模式下保持较高的产销率水平。分区域来看，受益于国内客户的开拓和订单放量，2018 年公司国内销售收入为 36.86 亿元，占比 42.97%，较上年同期增长 59.09%；国际销售收入 48.92 亿元，占比 57.03%，较上年同期增长 5.66%，增速有所放缓。

表 2：2017~2018 年公司销售情况

单位：亿元、%

产品	2017		2018	
	金额	占比	金额	占比
精品盒	51.76	74.50	61.67	71.90
说明书	6.52	9.38	6.86	8.00
纸箱	6.63	9.54	8.40	9.79
不干胶	1.25	1.79	2.01	2.34
其他	3.32	4.78	6.83	7.97
合计	**69.48**	**100.00**	**85.78**	**100.00**
区域	**2017**		**2018**	
	收入	占比	收入	占比
国内	23.17	33.36	36.86	42.97
国际	46.30	66.64	48.92	57.03

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

原材料采购方面，公司生产所需的原材料主要是白板纸、双胶纸、铜版纸和瓦楞纸等各种纸类。2018 年公司直接材料成本支出达到 36.43 亿元，占营业成本的比重为 59.40%，当年业务规模的扩大带动原纸消耗量的增加，导致直接材料成本同比增长 35.53%。从采购量来看，公司对白板纸、瓦楞纸和铜版纸的采购需求保持较高水平，2018 年采购量分别为 14.89 万吨、8.59 万千平方英寸（万）和 7.81 万吨，其采购支出分别为 6.19 亿元、8.04 亿元和 4.47 亿元，平均采购成本分别为 4,158.59 元/吨、9,362.42 元/千平方英寸（万）和 5,729.50 元/吨，涨幅分别为-3.55%、-1.54%和 1.06%。2018 年下半年原纸价格震荡下行，公司在震荡低谷期加大采购

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

量，对成本端有较强的平滑作用，原纸平均采购成本呈现下降态势。

表 3：2017~2018 年公司原纸采购情况

单位：万吨、万千平方英寸（万）、亿元、元/吨、元/千平方英寸（万）

产品	2017			2018		
	采购量	采购额	平均采购成本	采购量	采购额	平均采购成本
白板纸	12.74	5.49	4,311.67	14.89	6.19	4,158.59
双胶纸	1.38	0.79	5,732.91	1.24	0.77	6,266.52
铜版纸	7.37	4.18	5,669.52	7.81	4.47	5,729.50
瓦楞纸	6.99	6.65	9,508.55	8.59	8.04	9,362.42

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

供应商方面，公司负责招投标和年度框架合约，各子公司负责具体采购的执行工作，公司采购对象均为大型造纸企业，且近几年造纸行业集中度提升，供应商之间竞争激烈，公司可灵活在众多可选供应商间根据产品性价比、交货期限等调配采购用量。截至 2018 年末，公司合格供应商名录共 2,174 家，并与 625 家供应商建立了长期稳定的战略合作关系。公司白卡纸供应商年采购金额超过 500 万元的共 24 家，多数系长期合作对象，其他物料至少保有三家供应商，海外工厂的供应商主要来自海外本土。2018 年，公司前五大供应商合计采购金额为 5.73 亿元，占当期采购总额的 13.50%，供应商集中度较低，不存在对单一供应商的依赖，供应商情况基本稳定。

表 4：2017~2018 年公司营业成本构成情况

单位：亿元

产品	2017		2018	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	26.88	56.51%	36.43	59.40%
直接人工	8.16	17.16%	9.86	16.08%
制造费用	12.12	25.48%	14.38	23.45%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年，公司营业毛利率为 28.50%，由于上半年原纸价格仍于高位运行阶段，且新布局的部分产能暂未完全释放，公司综合毛利率继续下降 3.04 个百分点。但是，公司定位为高端品牌客户包装整体解决方案供应商，业务附加值较高，加之获利能力相对较高的精品盒产品在销售收入中占主导地位，毛利率保持在较高水平。

表 5：2017~2018 年包装印刷行业上市公司营业毛利率比较

单位：%

公司名称	2017	2018
裕同科技	**31.54**	**28.50**
美盈森	34.49	32.40
新通联	18.94	18.90
合兴包装	13.80	12.54

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

公司不断完善全国化产能布局，募投项目逐步投产，产能规模进一步扩大，同时加大研发力度，提升产业链延伸服务能力。

表 6：2017~2018 年公司主要产品产能及产量情况

单位：亿印张、亿个、%

产品	2017			2018		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
精品盒	18.99	14.85	78.19	26.85	21.23	79.10
说明书	7.44	6.25	84.04	8.02	6.49	81.03
纸箱	4.06	3.30	81.27	5.30	4.39	82.76
不干胶贴纸	16.32	14.86	90.98	16.73	14.69	87.78

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

目前，公司共拥有三十余家生产基地，国内覆盖华南、华东、华中、西南和华北等地区，海外包括越南 2 个生产基地、印度的班加罗尔和诺伊达 2 个生产基地以及印尼西爪哇勿加泗 1 个生产基地，其中 30 个为租用厂房，形成了覆盖珠三角、长三角、环渤海地区、东南亚和南亚地区的产能布局，降低服务半径和运输费用的同时，提升了对国际客户的服务能力和新客户的开拓能力。

为贯彻全国化产能布局战略，公司各产品产能规模逐年递增。随着深圳龙岗高端印刷包装项目和亳州高端印刷包装项目（一期）达产，2018 年末公司精品盒产能达到 26.85 亿印张，同比增长 41.39%；2018 年初公司完成对上海嘉艺的收购，纸箱产能较上年末增长 30.54%至 5.30 亿个；说明书和不干胶贴纸产能分别为 8.02 亿印张和 16.73 亿个。截至 2018 年末，公司精品盒、说明书、纸箱和不干胶贴

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

纸产能利用率分别为 79.10%、81.03%、82.76%和87.78%。公司在产能快速扩张的同时，保有存量客户的合作，并大力拓展新客户订单，产能利用率维持在较高水平。

2016 年公司 IPO 募集资金净额 13.89 亿元，大部分用于生产扩建，募投项目主要位于深圳市、昆山市、武汉市和亳州市。截至 2018 年末，募投资金已使用 8.70 亿元，除深圳项目已投产，其他项目均为在建状态。

目前，公司搭建创新研发平台，已在深圳、上海、北京、苏州、烟台、美国等国家和地区设立了研发中心，构建以“政产学研用”为核心的协同创新研发模式，聚焦包装科技、材料科技和信息科技三大领域，孵化具有核心竞争力的创新解决方案及商业模式，培育新型产业化应用项目。公司已取得多项专利，主导和参与国家及行业标准 24 项，获得了中国纸包装印刷材料研发中心、全国高端印刷标准化创新实践基地、深圳市技术中心、深圳新型绿色包装材料工程技术研究中心等资质。2018 年公司研发人员达到 1,361 人，同比增长 37.06%，当期研发投入资金为 3.16 亿元，同比增长 46.30%，占营业收入的比例为 3.68%。

2018 年度，国家环保力度持续加强，禁塑令开始全面实施。欧美日韩发达国家禁塑已经成为现实，部分发展中国家如印度、孟加拉等国也以严厉手段推行禁塑。随着国内民众环保意识的提升以及政府重视程度的加强，多个省份相继推行了严厉的环保政策和禁塑令。在此大趋势下，绿色和环保包装将是印刷包装企业实现可持续发展的必由之路。公司积极通过环保的原材料、新材料、辅料、新工艺、能源消耗等方面的研发创新，贯穿减量、回收、循环和全生物降解等绿色包装的全过程，大力推行用材节约、易于回收、生物降解、低能耗和低排放等一系列科学包装解决方案。跟踪期内，公司实施并推广绿色印刷、清洁生产，未出现重大环境保护事故和相关处罚。

表 7：截至 2018 年末公司 IPO 募投项目建设情况

IPO 项目	拟投金额（万元）	实际已投资金额（万元）	项目达到预定可使用状态日期或截止日项目完工程度	产品	年新增产能（万印张/个）	
					设计产能	实际产能
高端印刷品包装生产基地项目	28,128.66	28,128.66	2017.01	彩盒（含精品盒）	18,432	18,215
				说明书	11,981	17,500
				烟标	2,765	3,240
苏州昆迅包装技术有限公司包装说明书、包装箱、包装精品盒生产项目	4,292.38	0.00	2020.06	彩盒（含精品盒）	5,069	5,500
				说明书	8,294	3,600
				纸箱	5,760	4,000
裕同（武汉）高档印刷包装产业园项目	44,651.88	20,551.06	2020.06	彩盒（含精品盒）	18,432	25,000
				说明书	8,294	10,000
				纸箱	4,147	4,000
亳州市裕同印刷包装有限公司高端印刷包装项目	19,715.55	6,430.91	2020.06	彩盒（含精品盒）	9,677	2,000
				酒盒		5,000
				纸箱	4,147	3,000
成都市裕同印刷有限公司印刷包装生产线二期建设项目	14,508.62	4,429.91	2020.06	-		

数据来源：公司公告，中诚信证评整理

财务分析

以下财务分析是基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年财务报告。公司各期财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

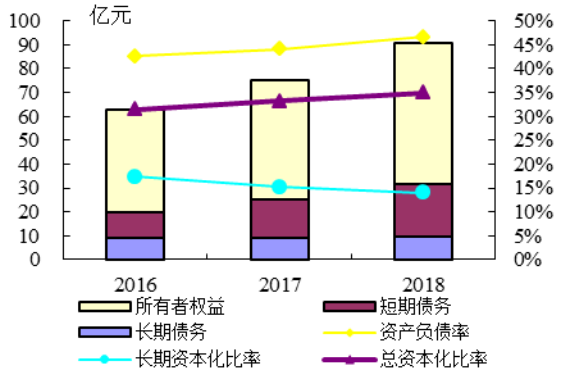
跟踪期内，公司留存收益继续累积，自有资本实力得到快速提升，2018 年末公司所有者权益为 59.11 亿元，同比增长 17.72%；与此同时，公司业务稳步发展、产能布局不断拓宽以及收并购项目的

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

推进，资产规模随之扩大，2018 年末公司总资产达到 110.70 亿元，同比增长 23.23%；同期，公司因业务发展需要，短期借款同步增长，带动总负债同比增长 30.22%至 51.59 亿元，资产负债率和资本化比率分别为 46.61%和 34.98%，同比分别增长 2.5 个百分点和 1.72 个百分点，财务杠杆水平较为适中。

从资产构成来看，公司资产仍以流动资产为主，2018 年末流动资产占总资产的比重为 68.29%。公司流动资产主要包括货币资金（8.23 亿元）、应收账款（38.97 亿元）、存货（9.44 亿元）和其他流动资产（8.03 亿元）。因业务规模扩张，公司应收账款规模保持在较高水平，其中账龄在一年以内占比 99.38%，坏账风险较小；由于订单增多和预判原纸价格上涨，公司采取增加原材料备料及产成品备货的方式以期平抑成本波动风险，当年库存同比增长 33.00%；公司货币资金主要为银行存款 7.47 亿元，银行承兑汇票保证金、保函保证金、开工保证金、定期存款保证金等使用有限制的款项合计 0.71 亿元，整体流动性良好；因理财产品购买规模减少，年末其他流动资产同比减少 18.83%，非流动资产方面，2018 年末公司非流动资产合计 42.41 亿元，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。其中固定资产因产能需求增加、新增生产设备及在建工程达到可使用状态转固影响，加之新并表武汉艾特、上海嘉艺和江苏德晋，同比增长 54.56%至 29.58 亿元；在建工程随着并表范围的增加而增长 12.86%至 4.00 亿元；无形资产主要为土地使用权，同比增长 72.47%，为 3.72 亿元。

图 6：2016~2018 年公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

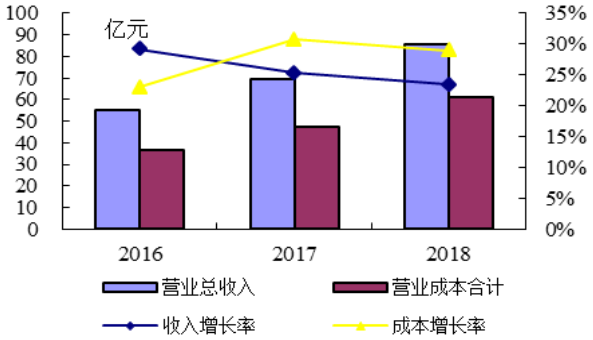
负债方面，截至 2018 年末，公司流动负债合计 40.76 亿元，占负债总额的比重为比 79.01%。公司流动负债主要为短期借款（18.96 亿元）和应付账款（14.41 亿元），占当年末流动负债的比重分别为 46.51%和 35.35%。其中，公司当年新增短期信用借款 7.66 亿元，致使短期借款同比增长 44.80%；应付账款主要系材料款和设备款。公司非流动负债主要为 8 亿元“16 裕同 01”公司债券和长期借款 1.67 亿元，占当年末非流动资产的比重分别为 73.68%和 15.42%。

从债务期限结构看，公司近年来主要通过增加短期债务的方式满足资金需求，造成短期债务比重较高，2018 年末公司有息债务中短期债务为 22.15 亿元，长短期债务比由 1.78 倍升至 2.30 倍。同期，公司总债务为 31.80 亿元，较上年末增长 27.10%。整体来看，公司债务以短期债务为主，短期内偿付压力增大，债务期限结构有待优化。

总体来看，近年来公司资产规模稳步扩张，自有资本实力得到增强，财务杠杆水平适中，但债务期限结构有待优化。

盈利能力

图 7：2016~2018 年公司收入及盈利分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司产品主要应用于消费类电子产品、烟酒及化妆品等，销售收入主要来自精品盒业务，尤以消费类电子产品的精品盒包装为主。跟踪期内，公司深化推行包装整体解决方案，提供研发、设计、智造、供应链管理、物流、仓储等一体化深度服务，客户和市场认可度较高，相关领域竞争实力不断增强，收入规模增幅明显。2018 年，公司实现营业总收入 85.78 亿元，较去年同期增长 23.47%，三年复合增长率达到 25.99%。从毛利水平来看，2018 年

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

公司营业毛利率小幅下降 3.04 个百分点至 28.50%，主要是受占比较高的精品盒业务毛利率同比下降 3.05 个百分点至 29.60%的影响。

期间费用方面，随着业务规模的增长，公司三费规模亦不断增加，2018 年，公司三费合计 13.18 亿元，三费收入占比为 15.37%，较上年略降 0.52 个百分点。当年销售费用、管理费用（含研发费用）和财务费用分别为 3.81 亿元、8.17 亿元和 1.20 亿元，其中销售费用主要为运装费和职工薪酬，在人工成本增长、销售渠道拓展、产品装运量增加的情况下，公司在营业收入快速增长同时，销售费用相应的增长 26.58%；管理费用主要为研发费用和工资等，由于公司注重技术创新和产品研发，加大了研发力度并提升了员工薪酬，故相应管理费用规模同步增加 28.26%。财务费用方面，公司付息债务规模扩大带来的利息支出上升及人民币兑美元汇率升值导致汇兑损失增加，2018 年公司汇兑收益为-0.08 亿元。2018 年受益于收入规模的上升，公司三费收入占比有所下降，期间费用控制能力尚可。

表 8：2016~2018 年公司期间费用分析

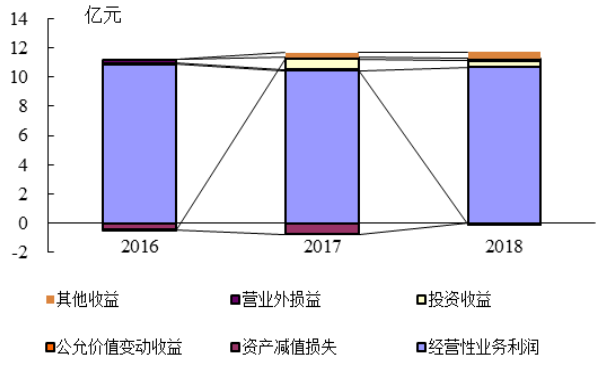
单位：亿元

	2016	2017	2018
销售费用	2.40	3.01	3.81
管理费用	5.64	6.37	8.17
财务费用	-0.18	1.66	1.20
三费合计	7.87	11.04	13.18
营业总收入	55.42	69.48	85.78
三费收入比	14.20%	15.89%	15.37%

注：研发费用计入管理费用。
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2018 年，公司利润总额为 11.62 亿元，同比增长 7.01%，其中经营性业务利润 10.69 亿元，得益于期间费用控制能力好转，当年经营性业务利润同比略增 2.39%。公司初始业务获利能力较强，经营性业务利润表现较为稳定。政府补助和投资收益的波动也对利润总额造成一定影响，2018 年公司投资收益为 0.42 亿元，主要是购买保本型理财产品及进一步收购武汉艾特的收益。此外，资产减值损失在一定程度上侵蚀了公司经营所得，2018 年资产减值损失为 229.67 万元，为相应期间计提的应收款项坏账准备和存货跌价准备。

图 8：2016~2018 年公司利润总额构成情况

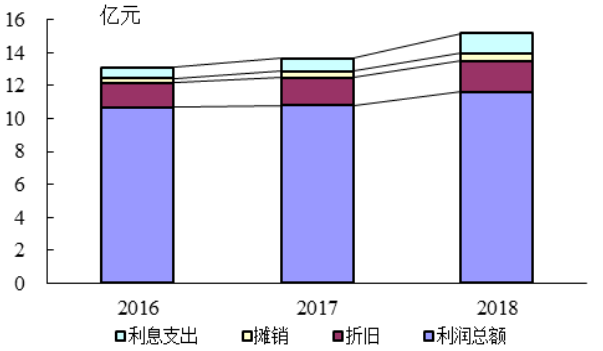


资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于下游市场需求增长和新旧客户订单放量，公司收入规模不断扩大，而 2018 年上半年原纸价格高位运行和精品盒毛利率下降以及新产能未能完全释放，公司经营性业务盈利能力有所波动，但整体经营效益仍较好。

偿债能力

图 9：2016~2018 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从 EBITDA 构成来看，公司维持较强的盈利能力和获现能力，2018 年公司 EBITDA 为 15.18 亿元，同比增长 11.21%。公司 EBITDA 主要由利润总额 11.62 亿元和折旧 1.87 亿元构成。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2018 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 12.57 倍，较上年下降 5.13 倍；同期总债务/EBITDA 为 2.09 倍，较上年上升 0.26 倍。总体而言，债务规模的扩张使得公司 EBITDA 对债务本息的保障程度较上年有所下降，但保障能力尚可。

公司盈利能力较强，加之 2018 年收入规模大幅增长，且应收账款周转效率提升，经营性现金流

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

表现较好。2018 年公司经营活动净现金流为 7.99 亿元，同比增长 36.82%，经营活动净现金流/利息支出为 6.62 倍，同比下降 0.95 倍，经营活动净现金流/总债务为 0.25 倍，同比增长 0.02 倍。

表 9：2016~2018 年公司偿债能力分析

指标	2016	2017	2018
总债务（亿元）	19.70	25.02	31.80
短期债务（亿元）	10.67	16.02	22.15
长期债务（亿元）	9.03	9.01	9.65
EBITDA（亿元）	13.11	13.65	15.18
EBITDA 利息倍数（X）	20.11	17.70	12.57
总债务/EBITDA（X）	1.50	1.83	2.09
经营活动净现金/利息支出（X）	4.06	7.57	6.62
经营活动净现金/总债务（X）	0.13	0.23	0.25
资产负债率（%）	42.61	44.11	46.61
总资本化比率（%）	31.48	33.26	34.98

注：若上表数据相加与总数不一致，系四舍五入所致。
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2018 年末，公司获得授信额度总计人民币 44.37 亿元，其中未使用的授信额度为 22.58 亿元，备用流动性充足。此外，公司系 A 股上市公司，能够从资本市场获取直接融资。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对外担保，对子公司担保 3.00 亿元，占公司当期净资产的比例为 5.30%。

受限资产方面，公司受限资产主要包括部分固定资产、应收票据及应收账款等，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值共计 6.75 亿元，占当期末总资产的 6.10%。

未决诉讼方面，截至 2018 年末，公司无重大法律诉讼事项。

过往债务履约方面，截至 2018 年末，公司未发生过债务逾期未偿还的情形，均能按时归还各项债务本金并足额支付利息。

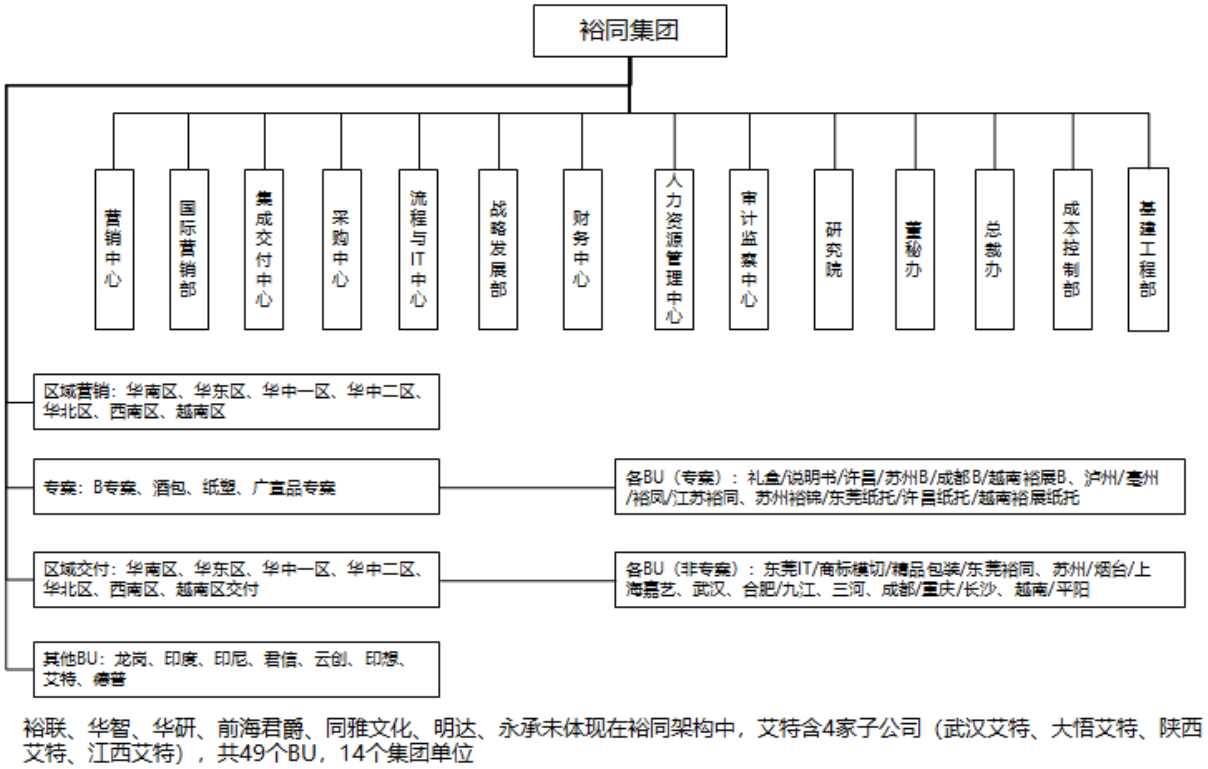
整体来看，公司业务发展成熟，凭借自身综合优势加快全国范围内的扩张，市场份额保持前列。同时，公司积极推进东南亚和南亚地区的工厂扩建以匹配大客户和当地市场的业务需求，业务规模呈现逐年扩大趋势，通过开拓和深挖新客户订单，公司减低了对重点客户的依赖程度，前五大客户集中度逐年降低，客户资源保持良好，业务竞争优势明显，盈利能力和经营性现金流表现较好，整体偿债能力很强。

结　论

中诚信证评上调裕同科技主体信用等级至 **AA**$^{+}$，评级展望稳定；上调“深圳市裕同包装科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”债项信用等级至 **AA**$^{+}$。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

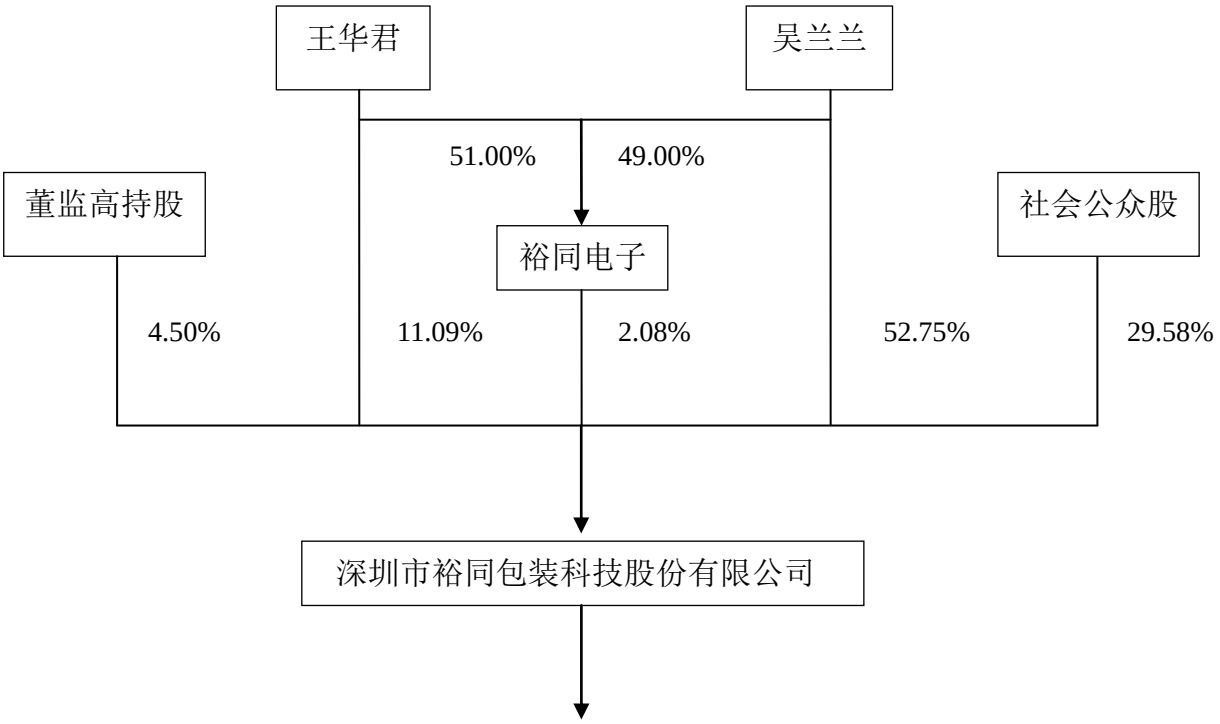
附一：深圳市裕同包装科技股份有限公司组织机构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

附二：深圳市裕同包装科技股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



主要子公司名称	持股比例	主要子公司名称	持股比例
烟台市裕同印刷包装有限公司	100.00%	深圳市裕同精品包装有限公司	100.00%
许昌裕同印刷包装有限公司	100.00%	深圳云创文化科技有限公司	100.00%
三河市裕同印刷包装有限公司	100.00%	越南裕展包装科技有限公司	100.00%
珠海市裕同印刷包装有限公司	100.00%	东莞市裕同包装科技有限公司	100.00%
越南裕同印刷包装有限公司	100.00%	香港裕同印刷有限公司	100.00%
成都市裕同印刷有限公司	100.00%	苏州裕同印刷有限公司	100.00%
九江市裕同印刷包装有限公司	100.00%	苏州昆迅包装技术有限公司	100.00%
重庆裕同印刷包装有限公司	100.00%	苏州永承包装印刷有限公	100.00%
合肥市裕同印刷包装有限公司	100.00%	泸州裕同包装科技有限公司	100.00%
东莞市裕同印刷包装有限公司	100.00%	平阳裕同包装科技有限责任公司	100.00%
亳州市裕同印刷包装有限公司	100.00%	深圳市君信供应链管理有限公司	100.00%
昆山裕锦环保包装有限公司	100.00%	印尼裕同包装科技有限公司	100.00%
武汉市裕同印刷包装有限公司	99.50%	嘉艺（上海）包装制品有限公司	90.00%
陕西裕凤包装科技有限公司	82.00%	江苏德晋塑料包装有限公司	72.73%
惠州印想科技有限公司	70.00%	明达塑胶科技（苏州）有限公司	60.00%
武汉艾特纸塑包装有限公司	51.00%		

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

附三：深圳市裕同包装科技股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	178,952.59	87,291.40	82,258.63
应收账款净额	287,479.43	323,748.60	389,655.39
存货净额	43,003.06	70,959.97	94,375.80
流动资产	525,040.81	605,401.26	682,887.65
长期投资	2,320.00	9,889.84	2,976.00
固定资产合计	161,943.11	226,965.54	337,994.91
总资产	747,249.03	898,309.10	1,107,023.17
短期债务	106,740.06	160,177.64	221,464.73
长期债务	90,308.03	90,067.18	96,494.56
总债务（短期债务＋长期债务）	197,048.09	250,244.82	317,959.28
总负债	318,438.39	396,203.06	515,931.53
所有者权益（含少数股东权益）	428,810.64	502,106.04	591,091.64
营业总收入	554,236.26	694,774.07	857,824.38
三费前利润	187,201.47	214,847.74	238,711.96
投资收益	-754.31	7,257.63	4,163.46
净利润	87,792.94	93,210.67	97,864.33
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	131,065.96	136,497.32	151,805.20
经营活动产生现金净流量	26,483.88	58,359.54	79,888.63
投资活动产生现金净流量	-80,960.02	-175,399.70	-77,276.91
筹资活动产生现金净流量	171,408.95	19,959.79	7,991.06
现金及现金等价物净增加额	118,964.83	-102,056.79	8,992.42
财务指标	**2016**	**2017**	**2018**
营业毛利率（%）	34.35	31.54	28.50
所有者权益收益率（%）	20.47	18.56	16.56
EBITDA/营业总收入（%）	23.65	19.65	17.70
速动比率（X）	2.15	1.77	1.44
经营活动净现金/总债务（X）	0.13	0.23	0.25
经营活动净现金/短期债务（X）	0.25	0.36	0.36
经营活动净现金/利息支出（X）	4.06	7.57	6.62
EBITDA 利息倍数（X）	20.11	17.70	12.57
总债务/EBITDA（X）	1.50	1.83	2.09
资产负债率（%）	42.61	44.11	46.61
总资本化比率（%）	31.48	33.26	34.98
长期资本化比率（%）	17.40	15.21	14.03

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、研发费用计入管理费用。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物＝货币资金+交易性金融资产+应收票据
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
固定资产合计＝投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产
短期债务＝短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+短期融资券
长期债务＝长期借款+应付债券+长期应付款中的融资租赁款
总债务＝长期债务+短期债务
净债务＝总债务-货币资金
三费前利润＝营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加
EBIT（息税前盈余）＝利润总额+计入财务费用的利息支出
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
资本支出＝购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额
营业毛利率＝（营业收入-营业成本）/营业收入
EBIT 率＝EBIT/营业总收入
三费收入比＝（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入
所有者权益收益率＝净利润/所有者权益
流动比率＝流动资产/流动负债
速动比率＝（流动资产-存货）/流动负债
存货周转率＝主营业务成本（营业成本）/存货平均余额
应收账款周转率＝主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额
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+所有者权益（含少数股东权益））
长期资本化比率＝长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））
EBITDA 利息倍数＝EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn