

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0273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
110102032
二〇二二年六月十六日

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”），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；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
2022年6月16日



苏州华源控股股份有限公司 主体及“华源转债”2022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 | 2022/6/16 | AA-/稳定 | 高君子 | 莫琛 |

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制品的研发、生产及销售，实际控制人仍为自然人李炳兴、陆杏珍、李志聪。

评级模型

1.基础评分模型

| 一级指标 | 二级指标 | 权重 (%) | 得分 |
|-----------|-------------|--------|-------|
| 业务规模 | 总资产 | 25.00 | 14.10 |
| | 营业总收入 | 20.00 | 12.06 |
| 盈利能力和运营效率 | 利润总额 | 20.00 | 9.63 |
| | 净资产收益率 | 5.00 | 3.01 |
| | 应收账款周转次数 | 5.00 | 3.14 |
| 债务负担与保障程度 | 存货周转次数 | 5.00 | 4.85 |
| | 资产负债率 | 5.00 | 5.00 |
| | 流动比率 | 8.00 | 6.86 |
| | EBITDA 利息倍数 | 7.00 | 4.48 |

2.基础模型参考等级

AA-

3.评级调整因素

无

4.主体信用等级

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

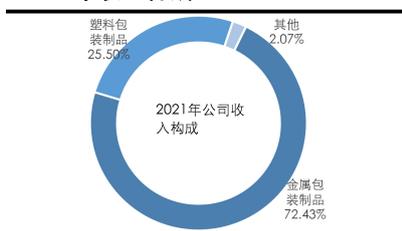
评级观点

跟踪期内，公司主营金属包装和塑料包装制品的生产和销售，产品质量较好，规格齐全，金属包装产能规模较大，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，及时满足客户需求，供货稳定性高，跟踪期内，与阿克苏、立邦和PPG等国际大型化工涂料企业仍保持稳定合作，受产品销量增加及提价影响，2021年公司金属包装制品收入和毛利润有所提升；受益于产能扩大以及下游客户订单量增加，塑料包装制品销量增加，叠加产品提价因素影响，2021年公司塑料制品业务收入增加。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；跟踪期内，受主要原材料价格上涨，以及商誉减值因素影响，公司利润总额有所下降。

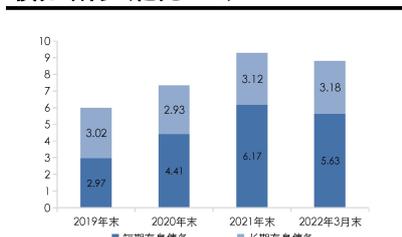
综合分析，东方金诚维持华源控股主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，维持“华源转债”的信用等级为AA-。

主要指标及依据

2021年收入构成



债务结构 (亿元、%)



主要数据和指标

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年3月 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 资产总额(亿元) | 23.64 | 25.57 | 28.62 | 28.40 |
| 所有者权益(亿元) | 15.38 | 15.82 | 15.83 | 15.86 |
| 全部债务(亿元) | 5.99 | 7.35 | 9.29 | 8.81 |
| 营业总收入(亿元) | 16.66 | 17.82 | 23.48 | 5.26 |
| 利润总额(亿元) | 0.82 | 0.58 | 0.28 | 0.05 |
| 经营性净现金流(亿元) | 1.07 | 0.20 | 0.81 | -0.19 |
| 营业利润率(%) | 20.08 | 18.20 | 14.46 | 11.79 |
| 资产负债率(%) | 34.95 | 38.14 | 44.69 | 44.15 |
| 流动比率(%) | 289.57 | 226.85 | 186.66 | 191.01 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 3.35 | 4.67 | 5.69 | - |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 4.77 | 4.32 | 3.11 | - |

注：表中数据来源于公司2019年~2021年的审计报告及2022年1~3月未经审计的合并财务报表

优势

- 跟踪期内，公司主营金属包装和塑料包装制品的生产和销售，产品质量较好，规格齐全，金属包装产能规模较大，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，与阿克苏、立邦和 PPG 等国际大型化工涂料企业仍保持稳定合作，受产品销量增加及提价影响，2021 年公司金属包装制品收入和毛利润有所提升；
- 受益于新设备投产以及下游客户订单量增加，塑料包装制品销量增加，叠加产品提价因素影响，2021 年公司塑料制品业务收入有所增加。

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；
- 跟踪期内，受主要原材料价格上涨，以及商誉减值因素影响，公司利润总额有所下降。

评级展望

公司评级展望为稳定。预计 2022 年随着下游需求恢复，以及产能逐步释放，公司市场竞争力将维持稳定。

评级方法及模型

《东方金诚一般轻工制造企业信用评级方法及模型》（RTFC006201907）

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 | AA- | 2021/6/18 | 高君子、莫琛 | 《一般轻工制造企业信用评级方法及模型》 (RTFC006201907) | 阅读原文 |
| AA-/稳定 | AA- | 2018/6/11 | 高君子、朱经纬 | 《工商企业信用评级方法》 (2014 年 5 月) | 阅读原文 |

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 | 2021/6/18 | 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：东方恒业控股有限公司和公司第一大股东李志聪按照各自比例为“华源转债”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”提供全额连带责任保证担保。质押担保未在中证登办理登记。

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

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制品的研发、生产及销售。截至 2022 年 3 月末，公司股本 31597.73 万股，第一大股东李志聪对其持股比例 35.48%，跟踪期内持股比例略有下降，实际控制人仍为自然人李炳兴、陆杏珍、李志聪。

公司主营金属包装制品和塑料包装制品业务，其中金属包装产品包括化工罐、印涂铁、杂罐、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。公司塑料包装制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 2021 年末，公司金属包装产品拥有年产 13914.01 万只化工罐、63063.20 万只食品包装等产品的生产能力，金属包装制品产能增加；塑料包装产品拥有 6688.87 万只注塑产品、12889.66 万只吹塑产品的生产能力，产能同比有所增加。

截至 2022 年 3 月末，公司资产总额为 28.40 亿元，所有者权益 15.86 亿元，资产负债率 44.15%，纳入合并报表范围子公司 16 家。2021 年和 2022 年 1~3 月，公司营业收入分别为 23.48 亿元和 5.26 亿元，利润总额分别为 0.28 亿元和 0.05 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2019]1734号”文件核准，公司于 2019 年 11 月 27 日发行 6 年期 4 亿元的可转换公司债券，债券简称“华源转债”，票面利率第一年为 0.5%、第二年为 0.7%、第三年为 1.0%、第四年为 1.5%、第五年为 2.0%、第六年为 3.0%。“华源转债”起息日为 2019 年 11 月 27 日，到期日为 2024 年 11 月 27 日。每年付息一次，到期归还所有未转股的本金和最后一年利息。“华源转债”换股期为 2020 年 6 月 3 日至 2024 年 11 月 27 日，初始转股价格为 7.58 元/股。公司于 2021 年 6 月 11 日调整转股价格为 7.37 元/股。截至 2022 年 4 月 6 日，尚未转股的“华源转债”金额为 36314.39 万元，占“华源转债”发行总量的 90.79%。

“华源转债”募集资金扣除发行相关费用后净额为 3.94 亿元，截至 2022 年 3 月末，已按照募集说明书中披露的用途使用 3.73 亿元。其中清远年产 3960 万只化工罐及印铁项目已使用募

集资金 3.08 亿元，项目投资进度 103.84%，¹咸宁华源年产 1730 万只印铁制罐项目已使用募集资金 0.66 亿元，项目投资进度 67.26%，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。

截至 2022 年 3 月末，华源控股已按时偿付“华源转债”利息。

增信措施

“华源转债”采用股份质押和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，李志聪以其持有的华源控股股票提供质押担保。²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。

宏观经济和政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3 月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中 3 月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022 年一季度 GDP 同比增速为 4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度 GDP 增速较 2021 年四季度回升 0.8 个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长 6.5%，明显高于同期 GDP 增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在 3 月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在 4 月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度 GDP 同比增速将小幅回落至 4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022 年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3 月 PPI 同比涨幅达到 8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3 月 CPI 同比涨幅仅为 1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

¹ 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。

² 未在中国证券登记结算有限责任公司办理质押登记。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业及区域经济环境

公司主营金属包装制品的生产和销售，属于金属包装行业。

随着我国国民经济持续增长和城镇化建设的加快，涂料行业规模不断扩大，化工罐和塑料包装需求持续增加，2022年一季度，受新冠肺炎疫情影响，下游需求受到抑制，预计随着国内疫情逐步缓解，下游需求将有所回暖

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持续增加。包装行业按包装材料不同分为纸和纸板容器包装、塑料包装及容器制造、金属包装容器及材料制造、塑料加工专用设备制造、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，其中2021年纸和纸板容器包装、塑料包装（含塑料加工专用设备制造）和金属包装容器及材料制造行业营业收入占包装行业的比例分别为44.67%、26.01%和19.37%。根据中国包装联合会统计数据显示，中国包装行业规模以上企业2021年中国包装行业累计完成营业收入12041.81亿元，同比增加16.39%；累计完成利润总额710.56亿元，同比增长13.52%。

金属包装是我国包装工业的重要组成部分，金属包装容器是指金属薄板制造的薄壁包装器。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。华源控股产品以化工罐和塑料制品为主，下游客户主要为涂料企业，涂料行业发展与房地产、建筑、交通运输、家电和家具等行业密切相关。根据中国涂料工业协会数据，2021年涂料行业产量约3800万吨，同比增长16%。2022年一季度，受新冠肺炎疫情影响，涂料行业需求受到抑制，但随着疫情逐步缓解，下游需求有所恢复，对化工罐和塑料包装制品的需求将有所回升。

跟踪期内，金属包装行业主要原材料马口铁价格中枢上移，原材料成本有所上升

金属包装制品原材料主要为镀锡钢板，俗称马口铁。马口铁由冷轧钢板通过一次冷轧或者二次冷轧后镀锡而获得，马口铁生产成本受铁矿石以及锡等原材料价格影响较大，马口铁价格波动较大且具有一定的周期性。2020年以来，钢材价格震荡下行，钢材价格中枢较2019年下移。2020年5月以来，马口铁价格震荡上涨，金属包装行业原材料成本上升。

图表 1：2005 年 6 月以来冷轧板卷价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

我国金属包装企业数量众多，行业竞争格局较分散，未来行业并购整合有望加速，行业集中度将有所提升

我国金属包装企业数量众多，但在规模、工艺装备、产品质量、品牌形象和市场份额上真正具有竞争力的企业数量并不多。随着我国居民生活水平的不断提高，国内用户对金属包装的质量和性能的要求越来越高，未来具有较强的技术水平、研发能力、经营规模、经济实力等因素企业将更具有竞争力。

图表 2：金属包装行业竞争格局

| 企业名称 | 经营情况 |
|---|--|
| 华源控股、速必雅包装有限公司、深圳华特容器股份有限公司、新树金属 ³ | 生产布局完善合理，拥有长期、稳定、优质的高端客户资源，依赖完整的业务链和技术研发不断改善质量、降低材料损耗、提高生产效率、增强产品功能性及提升市场反应能力以占领市场 |
| 奥瑞金科技股份有限公司、中粮包装控股有限公司 | 生产布局完善合理，拥有高端客户群，依赖强大的资金实力和管理水平占领市场，引进国外的先进设备及生产线，不断贴近客户建设生产基地 |
| 中小企业 | 区域性明显，集中在低价格、低品质产品的生产制造，同质化竞争激烈，主要凭借低成本参与市场竞争 |

资料来源：公司招股说明书，东方金诚整理

包装一体化是全球包装产业未来发展的趋势，对我国包装工业的一体化和综合服务能力提出了越来越高的要求。随着人们消费心理的绿色化，绿色包装成为重要的发展方向以及行业发

³ 包括上海新树金属制品有限公司、上海宝树金属制品有限公司、上海大树包装容器有限公司、天津新树金属制品有限公司等企业。

展的重要主题，要求包装耗材更加环保和节约。金属包装因具备良好的可回收性、重复利用乃至可再生利用性，属于典型的绿色包装产品。另外，伴随着行业门槛的提高及下游客户需求的不断升级，金属包装优势企业在获取市场资源方面具有明显优势，部分中小包装企业不断面临被淘汰，行业内并购整合有望加速，未来行业集中度提升是大势所趋。

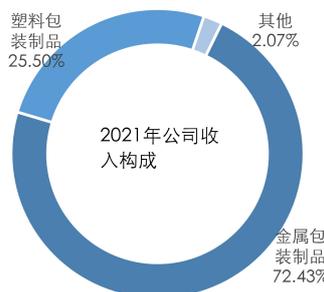
业务运营

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制品，2021年公司收入和毛利润有所增加，但毛利率有所下降

公司主营金属包装制品业务和塑料包装制品业务，其中金属包装制品业务主要产品包括化工罐和食品包装，塑料制品包括注塑类包装容器、吹塑类包装容器和家具家电类产品等。2021年，公司营业收入同比增长31.78%，毛利润同比增长5.13%，毛利率同比下降3.79个百分点。2022年一季度，公司收入同比增长9.54%，但受主要原材料马口铁价格上涨影响，毛利润同比下降12.79%，毛利率同比下降3.75个百分点。

图表3：公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）



| 类别 | 2019年 | | 2020年 | | 2021年 | | 2022年1~3月 | |
|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-----------|--------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 金属包装制品 | 11.65 | 69.92 | 12.32 | 69.15 | 17.01 | 72.43 | 3.42 | 64.99 |
| 塑料包装制品 | 4.79 | 28.75 | 5.21 | 29.22 | 5.99 | 25.50 | 1.40 | 26.62 |
| 其他 | 0.22 | 1.33 | 0.29 | 1.63 | 0.49 | 2.07 | 0.44 | 8.39 |
| 合计 | 16.66 | 100.00 | 17.82 | 100.00 | 23.48 | 100.00 | 5.26 | 100.00 |
| | 毛利润 | | 毛利润 | | 毛利润 | | 毛利润 | |
| | 毛利率 | | 毛利率 | | 毛利率 | | 毛利率 | |
| 金属包装制品 | 2.44 | 20.94 | 2.30 | 18.69 | 2.50 | 14.71 | 0.42 | 12.39 |
| 塑料包装制品 | 0.95 | 19.75 | 0.96 | 18.35 | 0.82 | 13.67 | 0.19 | 13.42 |
| 其他 | 0.07 | 32.08 | 0.08 | 29.01 | 0.19 | 39.84 | 0.03 | 7.88 |
| 合计 | 3.46 | 20.75 | 3.34 | 18.76 | 3.51 | 14.97 | 0.65 | 12.29 |

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司主营金属包装和塑料包装制品的生产和销售，产品质量较好，规格齐全，金属包装产能规模较大，仍是国内领先的金属包装生产企业之一

公司具备金属包装、塑料包装产品工艺设计改造、模具开发、生产销售、设备研制改造等完整业务链条，可以及时、快速满足客户的需求。公司已形成完整的产品系列和齐全的产品规格。公司金属包装产品包括化工罐和金属盖、食品罐、杂罐以及印涂铁等食品包装产品，以化工罐为主，产品质量较好。公司拥有马口铁厚度从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。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、家具家电类产品等，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。

截至2021年末，公司金属包装产品拥有年产13914.01万只化工罐、63063.20万只食品包装等产品的生产能力，产能规模较大，仍是国内领先的金属包装生产企业之一。

1. 金属包装制品

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，2021年受益于募投项目投产以及下游客户需求增加，公司金属包装制品产能、产量和产能利用率均增加

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。2021年，受益于“华源转债”募投项目完工投产以及下游客户需求增加，公司化工罐和食品罐产能、产量和产能利用率均同比增加。2022年一季度，受募投项目清远华源年产3960万只化工罐及印铁项目为投产初期，产能尚未完全释放影响，化工罐产能利用率有所下降，但食品罐产能利用率进一步增加。

图表 4: 2019年~2021年及2022年1~3月公司产品生产情况(单位:万只(万张)、%)

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年1~3月 | |
|------|-------|----------|----------|-----------|----------|
| 化工罐 | 产能 | 12531.03 | 12531.03 | 13914.01 | 3478.50 |
| | 产量 | 12031.29 | 11723.35 | 13597.96 | 2671.28 |
| | 产能利用率 | 96.01 | 93.55 | 97.73 | 76.79 |
| 食品包装 | 产能 | 56986.40 | 53979.68 | 63063.20 | 15765.80 |
| | 产量 | 54016.49 | 46605.37 | 57363.14 | 14792.85 |
| | 产能利用率 | 94.79 | 86.34 | 90.96 | 93.83 |

资料来源:公司提供,东方金诚整理

截至2022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,咸宁华源年产1730万只印铁制罐项因为进度延后,尚处于建设期,预计2022年投产,预计投产后公司化工罐和印涂铁产能将进一步扩大。

受下游客户需求增加,产品销量增加,以及价格提价影响,2021年,业务收入和毛利润有所增加,但受原材料马口铁价格持续上涨影响,跟踪期内毛利率持续下降

公司采取以销定产的生产模式,2021年受下游客户需求增加影响,化工罐和食品包装销量和产销率均有所增加。化工罐产品价格上涨主要系主要原材料马口铁价格上涨,公司与客户谈判产品提价所致。受益于产品销量增加,以及化工罐产品提价,公司化工罐和食品包装制品收入均有所增加。2021年公司金属包装制品收入17.01亿元,同比增长38.02%;毛利润2.50亿元,同比增长8.62%。2022年一季度,受新冠肺炎疫情疫情影响,产品需求有所下降,公司金属包装制品销量同比下降16.46%;受产品提价影响,2022年一季度,金属包装制品业务实现收入3.42亿元,同比增加4.30%;毛利润0.42亿元,同比下降19.37%,主要系主要原材料马口铁价格上涨所致,产品提价幅度低于原材料价格上涨幅度所致。

⁴ 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。

图表 5：近年公司产品销售情况（单位：万只（万张）、元/只（张）、%、万元）

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年1~3月 | |
|------|-------|----------|-----------|-----------|----------|
| 化工罐 | 销量 | 12055.83 | 11727.73 | 13663.04 | 2474.70 |
| | 产销率 | 100.20 | 100.04 | 100.48 | 92.64 |
| | 销售均价 | 7.98 | 8.65 | 10.47 | 11.03 |
| | 销售收入 | 96264.39 | 101456.71 | 143101.50 | 27303.74 |
| 食品包装 | 销量 | 54059.11 | 45023.90 | 55769.40 | 15574.94 |
| | 产销率 | 100.08 | 96.61 | 97.22 | 105.29 |
| | 销售均价 | 0.37 | 0.48 | 0.48 | 0.44 |
| | 销售收入 | 20231.27 | 21759.74 | 26959.26 | 6890.18 |

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⁵、PPG⁶、佐敦⁷、中涂化工⁸、叶氏化工⁹等国际大型化工涂料企业，合作年限均超过十年，客户质量较好且稳定。塑料制品客户主要有壳牌、美孚、康普顿、汉高、立邦等，与化工罐的客户有较多重叠和一致。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、己所欲等。

公司包装制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。2021 年公司金属包装业务前五大客户销售收入占比为 68.29%，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。

总体来看，2021 年公司下游客户仍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。

受主要原材料马口铁上涨影响，跟踪期内，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，2021 年占比分别为 82.50%、7.28%和 10.22%，受原材料价格上涨影响，直接材料占营业成本的比例增加，其中

⁵ 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。

⁶ 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）有限公司、PPG 航空材料（苏州）有限公司、佛山市百川化工有限公司的统称。

⁷ 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。

⁸ 中涂化工（上海）有限公司、中涂化工（广东）有限公司的统称。

⁹ 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。

直接材料主要有马口铁、涂料、油墨等，以马口铁为主。2021年5月以来，原材料马口铁价格持续上涨，公司增加马口铁备货，原材料采购量上升；2021年马口铁平均价格同比上涨，涂料采购均价略有下降，油墨价格有所上涨。2021年和2022年1~3月，受主要原材料马口铁价格上涨影响，公司金属包装制品毛利率分别同比下降3.98个百分点和3.64个百分点，主营业务获利能力有所下降。

图表 6：近年公司金属包装制品主要原材料采购情况（单位：万千克、元/千克、万元）¹⁰

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年1~3月 | |
|---------|-------|----------|----------|-----------|----------|
| 马口铁 | 采购量 | 11642.69 | 12505.30 | 14020.71 | 1882.17 |
| | 采购均价 | 4.89 | 4.82 | 6.34 | 6.78 |
| | 采购总额 | 56950.49 | 60266.14 | 88871.95 | 12757.44 |
| 涂料 | 采购量 | 303.22 | 315.95 | 384.82 | 93.08 |
| | 采购均价 | 22.25 | 23.22 | 22.92 | 25.74 |
| | 采购总额 | 6745.30 | 7335.87 | 8820.47 | 2395.50 |
| 油墨 | 采购量 | 10.22 | 10.66 | 14.47 | 4.88 |
| | 采购均价 | 104.08 | 91.43 | 92.88 | 88.52 |
| | 采购总额 | 1063.46 | 974.66 | 1343.80 | 432.19 |
| 主要原材料合计 | 采购量 | 11956.13 | 12831.91 | 14420.00 | 1980.13 |
| | 采购均价 | 5.42 | 5.34 | 6.87 | 7.87 |
| | 采购总额 | 64759.25 | 68576.67 | 99036.21 | 15585.13 |

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。2021年公司金属包装制品前五大供应商占比62.33%，供应商集中度仍较高。

2. 塑料包装制品业务

2021年，公司塑料包装制品产能进一步增加，受下游客户订单增加，塑料制品产量同比增加，但塑料制品产能利用率不高，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

公司塑料包装制品业务由子公司瑞杰科技运营，产品为注塑类包装容器、吹塑类包装容器、家具家电类产品等，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。公司关键生产环节技术水平国内领先，拥有多项发明专利，产品质量较好。公司在常州、天津、太仓、珠海、成都等地设立塑料包装制品的生产基地。2021年，受新设备投入使用影响，塑料包装制品产能进一步增加，受下游客户订单增加，塑料制品产量同比增加，其中注塑产品受新增产能尚未有效释放影响，产能利用率有所下降，吹塑制品产能利用率逐步提升。2022年一季度受新冠疫情影响，塑料包装制品产量和产能利用率均同比有所下降。

¹⁰ 2018年采购数据为企业调整后数据。

图表 7: 2019 年以来公司塑料包装制品生产情况 (单位: 万只、%)¹¹

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 1~3 月 | |
|------|--------|----------|----------|--------------|---------|
| 注塑产品 | 产能 | 5225.00 | 5901.68 | 6688.87 | 1771.50 |
| | 产量 | 4239.42 | 4635.45 | 5201.28 | 1104.07 |
| | 产能利用率 | 81.14 | 78.54 | 77.76 | 62.32 |
| 吹塑产品 | 产能 | 11724.04 | 12838.36 | 12889.66 | 3403.09 |
| | 产量 | 4822.92 | 7280.89 | 7896.16 | 2011.93 |
| | 产能利用率 | 41.14 | 56.71 | 61.26 | 59.12 |

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。公司拟建塑料包装产品天津生产基地项目, 截至 2022 年 3 月末, 尚在土建。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制品的产能, 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。

受益于下游客户订单增加, 塑料包装制品销量增加, 2021 年公司塑料制品收入增加, 但毛利润和毛利率同比下降

公司采取以销定产的生产模式, 跟踪期内, 产销率仍处于较好水平。2021 年公司塑料制品销量增加; 塑料制品销售均价有所上涨。2021 年, 受益于销量增加及产品提价, 公司塑料制品业务收入 5.99 亿元, 同比增长 15.01%, 毛利润 0.82 亿元, 同比下降 14.32%; 毛利率同比下降 4.68 个百分点。2022 年一季度, 受新冠肺炎疫情影响, 塑料制品销量同比下降, 公司塑料制品收入同比下降 5.71%。

图表 8: 2019 年以来公司塑料制品销售情况 (单位: 万只、元/只、万元、%)

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 1~3 月 | |
|------|--------|----------|----------|--------------|---------|
| 注塑产品 | 销量 | 5084.22 | 5355.44 | 6037.84 | 1360.44 |
| | 产销率 | 119.93 | 95.65 | 93.81 | 103.28 |
| | 销售均价 | 6.55 | 6.09 | 6.28 | 6.09 |
| | 销售收入 | 33287.88 | 32631.01 | 37931.87 | 8288.96 |
| 吹塑产品 | 销量 | 4479.83 | 7148.45 | 7819.36 | 1962.10 |
| | 产销率 | 92.89 | 98.18 | 98.44 | 97.03 |
| | 销售均价 | 3.22 | 2.72 | 2.81 | 2.91 |
| | 销售收入 | 14409.67 | 19428.05 | 21942.32 | 5717.03 |

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2021 年, 受塑料包装制品主要原材料采购价格上涨影响, 毛利率有所下降, 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, 2021 年占比分别为 79.48%、8.47%和 12.05%, 其中直接材料主要有塑料颗粒等, 跟踪期内, 直接材料和制造费用占成本比例提高有所下降。受塑料包装制品产量增加影响, 2021 年主要原材料采购量有所上升, 采购价格上涨。2021 年, 受产品价格涨幅低于原材料注塑 PP 和吹塑 HDPE 价格涨幅影响, 公

¹¹ 2018 年数据为企业调整后数据, 其中产量和销量数据与公司年报披露的产销数据存在差异, 主要系评级报告披露产销数据含委外加工部分所致。

司塑料包装制品毛利率同比下降 4.68 个百分点。

图表 9：近年公司塑料包装制品主要原材料采购情况（单位：万千克、元/千克、万元）

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 1~3 月 | |
|---------|--------|----------|----------|--------------|----------|
| 注塑 PP | 采购量 | 1807.85 | 1905.38 | 1807.85 | 1905.38 |
| | 采购均价 | 7.96 | 7.17 | 7.96 | 7.17 |
| | 采购总额 | 14392.52 | 13660.85 | 14392.52 | 13660.85 |
| 吹塑 HDPE | 采购量 | 579.72 | 1202.59 | 579.72 | 1202.59 |
| | 采购均价 | 7.38 | 6.52 | 7.38 | 6.52 |
| | 采购总额 | 4277.07 | 7835.27 | 4277.07 | 7835.27 |
| 主要原材料合计 | 采购量 | 2387.57 | 3107.98 | 2387.57 | 3107.98 |
| | 采购均价 | 7.82 | 6.92 | 7.82 | 6.92 |
| | 采购总额 | 18669.59 | 21496.13 | 18669.59 | 21496.13 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

塑料包装主要原材料塑料颗粒方面，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，如沙伯基础（上海）商贸有限公司、中海壳牌石油化工有限公司等。公司与供应商之间结算主要是预付款，少部分货到付款。2021 年公司前五大供应商占比 35.15%，供应商集中度仍较高。

公司治理与战略

跟踪期内，公司监事调整，除此以外，公司在治理结构、内部管理和发展战略方面无重大变化，实际控制人仍为李炳兴先生、陆杏珍女士及其子李志聪。

截至 2022 年 5 月 9 日，公司实际控制人李炳兴先生、陆杏珍女士及其子李志聪先生合计持有公司股份 15230.81 万股，占公司总股本的 48.20%；合计所持公司股份累计被质押股份数额为 4013.00 万股，占合计所持股份的 26.35%，占公司总股本的 12.70%。

财务分析

财务概况

公司提供了 2021 年合并财务报告和 2022 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 2021 年合并财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2022 年 1~3 月财务报表未经审计。

截至 2021 年末，公司纳入报表合并范围的直接控股子公司增加至 16 家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所增加，结构仍以流动资产为主，流动资产中存货和应收账款占比仍较高

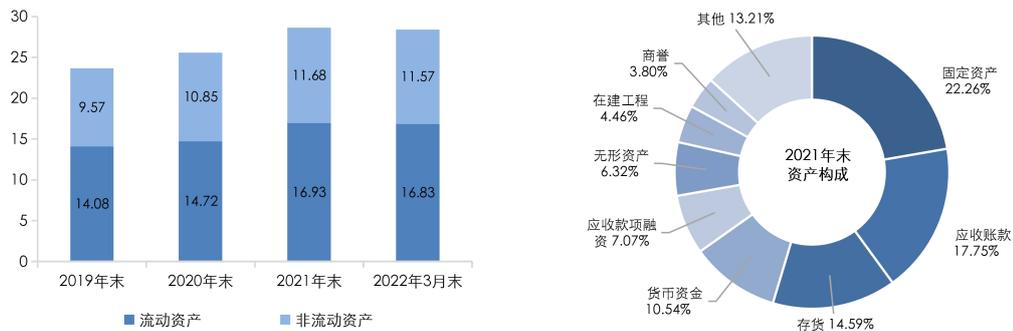
跟踪期内，公司资产总额有所增加，其中流动资产占资产的比重有所上升，截至 2022 年 3 月末，流动资产占资产总额的比例为 59.26%，资产构成仍以流动资产为主。

跟踪期内，公司流动资产有所增加，主要系存货和应收款项增加所致。2021 年末，公司流动资产主要由应收账款、存货、货币资金和应收款项融资等构成，占比分别为 29.99%、24.65%、

17.82%和 11.95%，合计占流动资产比重为 84.42%。随着收入规模增加，跟踪期内，公司应收账款和应收款项融资均有所增加，其中，2021 年末，公司应收账款计提坏账准备 0.34 亿元；应收账款期末余额前五名合计 2.65 亿元，占比 48.95%；应收账款周转率为 4.95 次，同比增加 0.82 次；存货规模持续增加，2021 年末，公司计提跌价准备 0.12 亿元；存货周转率为 4.97 次，同比增加 0.66 次；随着募集资金陆续投入项目建设，货币资金下降持续下降。

跟踪期内，公司非流动资产持续增加，2021 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 54.52%、15.49%、10.91%和 9.31%，合计占非流动资产比重为 90.23%。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；随着“华源转债”募投项目清远工程、总部厂房改建项目以及设备安装等项目转固，2021 年末，在建工程有所下降；公司无形资产仍以土地使用权和办公软件为主，受新购置土地使用权和办公软件，以及其他非流动资产转入等因素影响，2021 年末无形资产同比增加；商誉为公司收购瑞杰科技形成，2021 年，受公司计提商誉减值 0.57 亿元影响，商誉期末余额同比下降。

图表 10：近三年末公司资产构成（亿元）



| 项目 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年 3 月末 |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 应收账款 | 4.23 | 4.41 | 5.08 | 5.97 |
| 存货 | 2.86 | 3.87 | 4.17 | 4.55 |
| 货币资金 | 4.42 | 3.18 | 3.02 | 2.21 |
| 应收款项融资 | 1.07 | 1.21 | 2.02 | 1.22 |
| 流动资产合计 | 14.08 | 14.72 | 16.93 | 16.83 |
| 固定资产 | 4.16 | 4.93 | 6.37 | 6.45 |
| 无形资产 | 1.11 | 1.12 | 1.81 | 1.87 |
| 在建工程 | 1.32 | 2.31 | 1.28 | 1.07 |
| 商誉 | 1.93 | 1.66 | 1.09 | 1.09 |
| 非流动资产合计 | 9.57 | 10.85 | 11.68 | 11.57 |
| 资产总额 | 23.64 | 25.57 | 28.62 | 28.40 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司受限资产规模为 0.54 亿元，占资产总额的比重为 1.90%，占净资产的比例为 3.41%。其中受限的应收款项融资 0.22 亿元，主要为票据池业务票据保证金，受限的货币资金 0.32 亿元，主要为承兑汇票保证金、合同履行保证金、ETC 保证金、冻结资金。

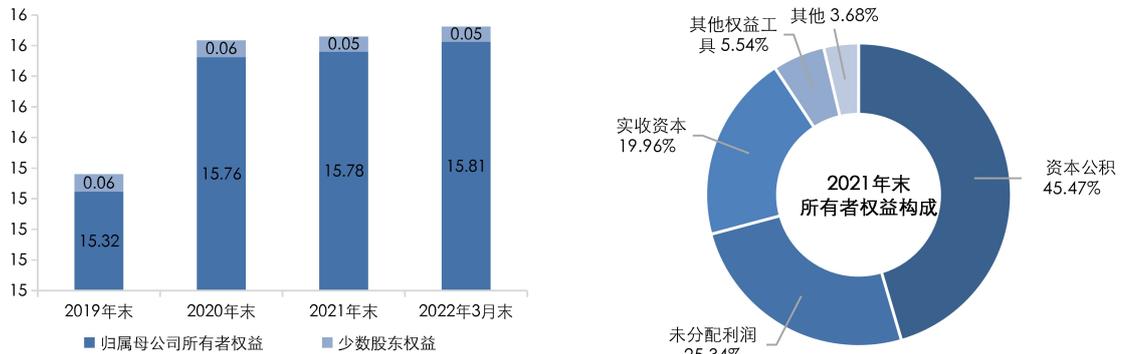
资本结构

跟踪期内，公司所有者权益略有增加，未分配利润和资本公积占比仍高

跟踪期内，受盈余公积影响，公司所有者权益增加。截至 2021 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。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，对所有者权益稳定性形成一定影响。

跟踪期内，受部分“华源转债”转股影响，公司资本公积和实收资本略有增加，其他权益工具为可转换公司债券权益成分公允价值，跟踪期内略有下降。公司未分配利润整体略有下降，2021 年末和 2022 年 3 月末，公司未分配利润分别为 4.01 亿元和 4.04 亿元。

图表 11：公司所有者权益情况（亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

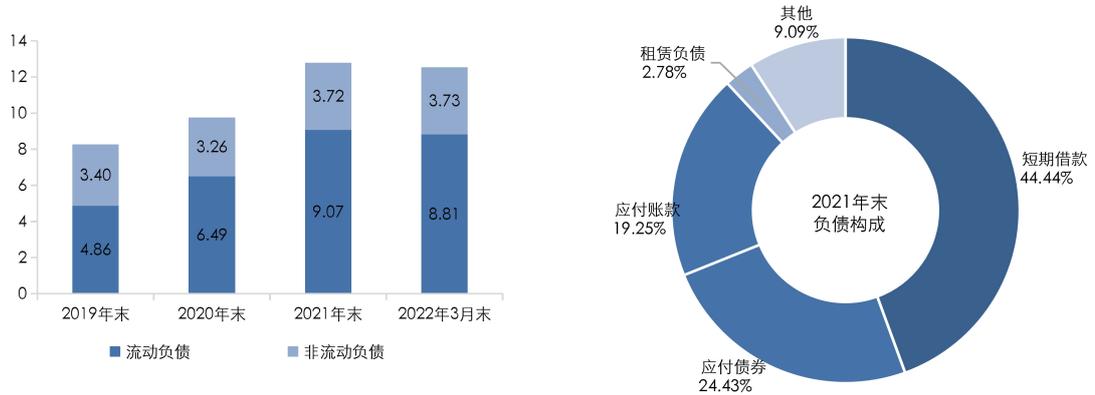
跟踪期内，公司负债结构仍以流动负债为主，受原材料马口铁涨价，公司备货，短期借款增加影响，全部债务有所增长

跟踪期内，公司负债总额增幅较大，主要系短期借款等流动负债增加所致；流动负债占比增加，截至 2021 年末，流动负债占负债总额的比例增至 70.94%，负债构成仍以流动负债为主。

跟踪期内，公司流动负债增幅明显，主要系短期借款增加和应付账款增加所致；2021 年末，公司流动负债主要由短期借款和应付账款等构成，占比分别为 62.63%和 27.13%，合计占流动负债比重为 89.77%。跟踪期内，受原材料涨价公司备货影响，公司短期借款大幅增加，受应付材料款增加影响，应付账款增加。

跟踪期内，公司非流动负债略有增加，2021 年末，公司非流动负债中应付债券占比 84.90%；公司应付债券为“华源转债”，2021 年末和 2022 年 3 月末，分别为 3.12 亿元和 3.18 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 12: 公司总负债构成情况 (单位: 亿元)



| 项目 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年 3 月末 |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 短期借款 | 2.60 | 3.95 | 5.68 | 5.17 |
| 应付账款 | 1.46 | 1.63 | 2.46 | 2.78 |
| 流动负债合计 | 4.86 | 6.49 | 9.07 | 8.81 |
| 应付债券 | 3.02 | 2.93 | 3.12 | 3.18 |
| 非流动负债合计 | 3.40 | 3.26 | 3.72 | 3.73 |
| 负债合计 | 8.26 | 9.75 | 12.79 | 12.54 |

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 受原材料涨价, 公司采购备货, 短期借款增加影响, 全部债务增加; 公司短期有息债务占比整体有所提高, 2021 年末和 2022 年 3 月末, 占比分别为 66.38%和 63.91%, 其中 2021 年末占比同比提高 6.27 个百分点, 债务结构以短期有息债务为主; 同期, 资产负债率分别为 44.69%和 44.15%, 其中 2021 年末同比增加 6.55 个百分点; 全部债务资本化比率分别为 36.99%和 35.72%, 其中 2021 年末同比增加 5.28 个百分点。

从债务期限结构来看, 以 2022 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 5.63 亿元, 长期有息债务全部为“华源转债”, 公司于 2019 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, 2020 年 6 月 3 日已进入转股期, 截至 2022 年 3 月末, 尚未转股的华源转债金额为 3.63 亿元。¹²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, 则公司将在 2024 年兑付“华源转债”。

¹² 与应付债券中的 3.18 亿元存在差异, 系因部分华源转债计入权益核算。

图表 13: 公司债务构成情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

对外担保方面, 截至 2021 年末, 公司无对外担保。

盈利能力

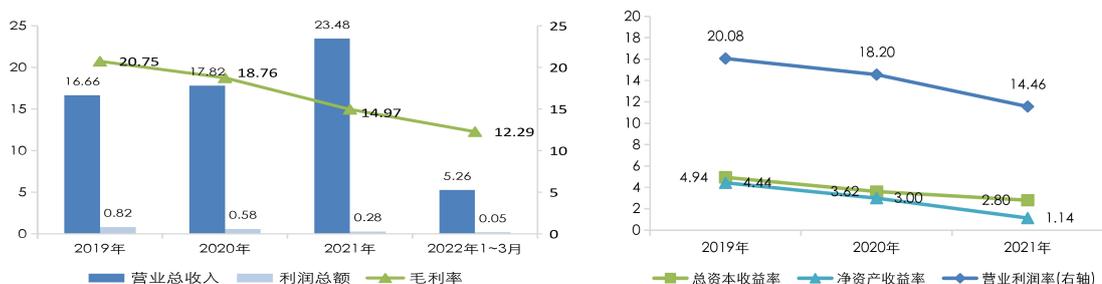
受产品销量增加及提价影响, 2021 年公司收入增加, 但受主要原材料价格上涨以及商誉减值影响, 公司利润下降

受产品销量增加及提价影响, 2021 年公司营业收入为 23.48 亿元, 同比增加 31.78%; 受主要原材料价格上涨影响, 营业利润率同比下降 3.74 个百分点; 公司总资本收益率为 2.80%, 同比下降 0.81 个百分点; 净资产收益率为 1.14%, 同比下降 1.86 个百分点。公司期间费用占营业收入比重同比下降 0.92 个百分点。

公司投资收益为 136.00 万元, 同比下降 76.83%, 主要为处置交易性金融资产取得的投资收益和交易性金融资产在持有期间的投资收益下降所致; 营业外收入为 234.66 万元, 同比增加 485.38%, 主要为公司政府补助增加所致。2021 年公司信用减值损失为 651.55 万元, 主要为坏账损失; 资产减值损失-0.67 亿元, 主要为常州瑞杰的商誉减值。受营业利润率下降以及商誉减值影响, 利润总额同比下降 51.66%。

2022 年 1~3 月, 公司营业收入为 5.26 亿元, 利润总额为 0.05 亿元, 营业利润率 11.79%, 较 2021 年下降 2.67 个百分点, 主要系原材料马口铁持续上涨所致。

图表 14: 公司收入和盈利情况 (亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

现金流

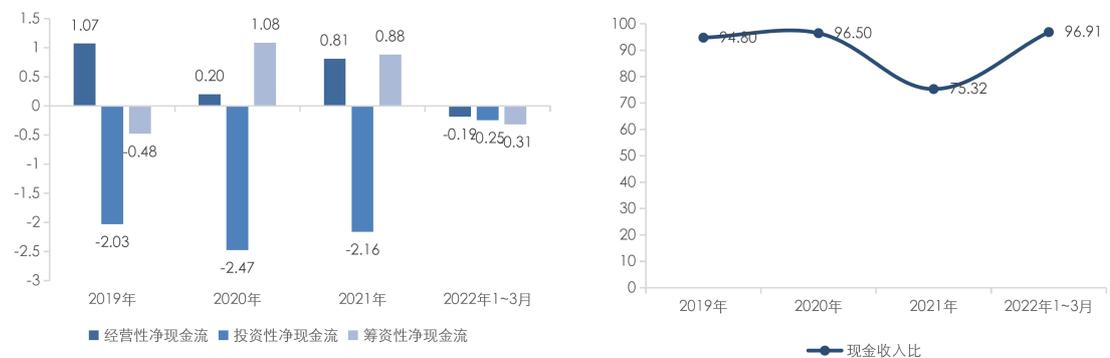
受经营性应付增加影响，公司经营活动净现金流增加，投资性现金流持续净流出，预计随着在建项目的持续投入，公司对外部融资依赖较大

2021年，公司经营活动产生的现金流量净额为0.81亿元，同比增长307.55%，主要系经营性应付款项增加所致；公司投资活动产生的现金流量净额为-2.16亿元，持续净流出；公司筹资活动产生的现金流量净额为0.88亿元，同比略有下降。

2022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-0.19亿元、-0.25亿元和-0.31亿元。预计随着在建项目的持续投入，对外部融资较大。

受应收账款增加影响，2021年现金收入比下降至75.32%。

图表 15：公司现金流情况（单位：亿元、%）



资料来源：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下降，2021年，公司经营现金流动负债比同比增加。2021年公司EBITDA为1.63亿元，同比增长3.84%，但受利息支出增加影响，EBITDA利息倍数同比下降，EBITDA对利息支出的覆盖程度仍较高，EBITDA对全部债务的保障程度有所下降。

图表 16：2019年~2021年及2022年3月公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年3月 |
|-------------|--------|--------|--------|---------|
| 流动比率 | 289.57 | 226.85 | 186.66 | 191.01 |
| 速动比率 | 230.68 | 167.28 | 140.65 | 139.37 |
| 经营现金流动负债比 | 22.04 | 3.07 | 8.95 | - |
| EBITDA利息倍数 | 4.77 | 4.32 | 3.11 | -- |
| 全部债务/EBITDA | 3.35 | 4.67 | 5.69 | |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往债务履约情况

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2022年5月6日，公司本部信贷不存在不良信用记录。公司已按时兑付“华源转债”利息。

增信措施

保证担保

公司与东方恒业签订了《担保协议书》（以下简称“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。

1.担保主体东方恒业概况

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2021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。

东方恒业主要经营范围是企业管理咨询、企业形象策划、资产经营、实业投资和通讯基础设施租赁。2021年1月，东方恒业开始开展化工产品贸易业务，2021年东方恒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2021年末，东方恒业（本部）资产总额6.39亿元，所有者权益4.98亿元，资产负债率22.16%；2021年，东方恒业本部实现营业收入2.99亿元，同比增长2.98亿元；利润总额-182.53万元。

2.担保能力

东方恒业主要经营范围是企业管理咨询、企业形象策划、资产经营、实业投资和通讯基础设施租赁。东方金诚认为，2021年1月，东方恒业开展化工贸易业务，收入和毛利润同比增加。但东方恒业资产仍以变现能力较弱的光缆设备为主，资产流动性较差；东方恒业负债规模同比增加，负债仍主要为由其他应付款构成的流动负债，对外担保比例仍然较高，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。2021年，受管理费用和税金增加影响，东方恒业经营进一步亏损，所有者权益有所下降；经营性净现金流仍为净流出，仍无筹资活动。

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。

3.自然人保证担保

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。自然人李志聪具备一定的财务实力，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

跟踪期内，公司主营金属包装和塑料包装制品的生产和销售，产品质量较好，规格齐全，金属包装产能规模较大，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，及时满足客户需求，供货稳定性高，跟踪期内，与阿克苏、立邦和 PPG 等国际大型化工涂料企业仍保持稳定合作，受产品销量增加及提价影响，2021 年公司金属包装制品收入和毛利润有所提升；受益于产能增加以及下游客户订单量增加，塑料包装制品销量增加，叠加产品提价因素影响，2021 年公司塑料制品业务收入有所增加。

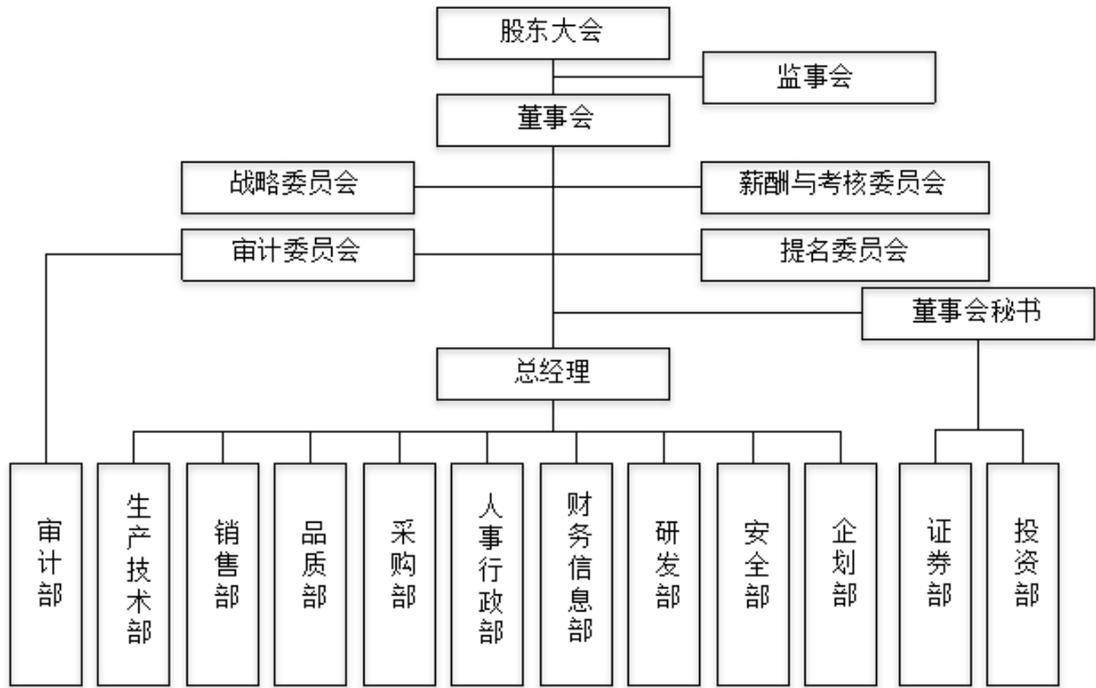
同时，东方金诚也关注到，公司下游客户主要集中在涂料行业且客户集中度高，业务易受涂料行业景气度的变化及下游主要客户经营稳定性的影响；公司吹塑制品产能利用率处于较低水平，拟建塑料制品项目达产后若下游需求不及预期，将面临产能释放风险；跟踪期内，受主要原材料价格上涨，以及商誉减值因素影响，公司利润总额有所下降。

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 2021 年末公司股权结构图



附件二：截至 2021 年末公司组织结构图



附件三：华源控股主要财务数据及指标

| 项目名称 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年1~3月 |
|-------------------|--------|--------|--------|-----------|
| 主要财务数据及指标 | | | | |
| 资产总额（亿元） | 23.64 | 25.57 | 28.62 | 28.40 |
| 所有者权益（亿元） | 15.38 | 15.82 | 15.83 | 15.86 |
| 负债总额（亿元） | 8.26 | 9.75 | 12.79 | 12.54 |
| 短期债务（亿元） | 2.97 | 4.41 | 6.17 | 5.63 |
| 长期债务（亿元） | 3.02 | 2.93 | 3.12 | 3.18 |
| 全部债务（亿元） | 5.99 | 7.35 | 9.29 | 8.81 |
| 营业收入（亿元） | 16.66 | 17.82 | 23.48 | 5.26 |
| 利润总额（亿元） | 0.82 | 0.58 | 0.28 | 0.05 |
| 净利润（亿元） | 0.68 | 0.47 | 0.18 | 0.03 |
| EBITDA（亿元） | 1.79 | 1.57 | 1.63 | - |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 1.07 | 0.20 | 0.81 | -0.19 |
| 投资活动产生的现金流量净额（亿元） | -2.03 | -2.47 | -2.16 | -0.25 |
| 筹资活动产生的现金流量净额（亿元） | -0.48 | 1.08 | 0.88 | -0.31 |
| 毛利率（%） | 20.75 | 18.76 | 14.97 | 12.29 |
| 营业利润率（%） | 20.08 | 18.20 | 14.46 | 11.79 |
| 销售净利率（%） | 4.10 | 2.66 | 0.77 | 0.62 |
| 总资本收益率（%） | 4.94 | 3.62 | 2.80 | - |
| 净资产收益率（%） | 4.44 | 3.00 | 1.14 | - |
| 总资产收益率（%） | 2.89 | 1.85 | 0.63 | - |
| 资产负债率（%） | 34.95 | 38.14 | 44.69 | 44.15 |
| 长期债务资本化比率（%） | 16.42 | 15.63 | 16.48 | 16.71 |
| 全部债务资本化比率（%） | 28.02 | 31.71 | 36.99 | 35.72 |
| 货币资金/短期债务（%） | 149.00 | 72.02 | 48.92 | 39.18 |
| 非筹资性现金净流量债务比率（%） | -16.02 | -30.93 | -14.52 | - |
| 流动比率（%） | 289.57 | 226.85 | 186.66 | 191.01 |
| 速动比率（%） | 230.68 | 167.28 | 140.65 | 139.37 |
| 经营现金流动负债比（%） | 22.04 | 3.07 | 8.95 | - |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 4.77 | 4.32 | 3.11 | - |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 3.35 | 4.67 | 5.69 | - |
| 应收账款周转率（次） | 7.88 | 4.13 | 4.95 | - |
| 销售债权周转率（次） | 7.54 | 4.00 | 4.86 | - |
| 存货周转率（次） | 9.22 | 4.30 | 4.97 | - |
| 总资产周转率（次） | 0.04 | 0.72 | 0.87 | - |
| 现金收入比（%） | 94.80 | 96.50 | 75.32 | 96.91 |

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+固定资产折旧+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

| 等级 | 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，有较高违约风险 |
| 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 级和 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。