



# 厦门合兴包装印刷股份有限公司

## 2023 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[2023]跟踪 0601 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 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，亦不对发行人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，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，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。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2023 年 6 月 20 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
-------------	--------	----

**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较高的品牌知名度和规模优势，且受益于公司持续开拓市场，优质客户进一步增加。同时中诚信国际也关注到市场需求不旺导致公司盈利水平下降及存货和应收账款占用营运资金较多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：**资本实力显著增强，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：**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，流动性压力进一步明显加大。

### 正面

- 公司是我国瓦楞包装龙头企业，在行业内具有较显著的规模优势和品牌知名度
- 跟踪期内，受益于公司持续开拓市场，优质客户进一步增加

### 关注

- 跟踪期内，市场需求不旺导致公司盈利水平下降
- 存货和应收账款对营运资金仍形成较大占用

项目负责人：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

项目组成员：刘彦迪 ydliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

合兴包装（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	81.30	95.72	88.32	84.20
所有者权益合计（亿元）	37.90	37.25	36.14	36.18
负债合计（亿元）	43.40	58.47	52.18	48.03
总债务（亿元）	22.92	32.65	32.80	30.63
营业总收入（亿元）	120.07	175.49	153.75	29.77
净利润（亿元）	3.27	2.32	1.10	0.31
EBIT（亿元）	4.47	3.46	1.60	--
EBITDA（亿元）	6.41	6.26	4.66	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	3.50	3.00	6.56	0.97
营业毛利率（%）	11.36	8.57	8.79	11.09
总资产收益率（%）	6.10	3.91	1.74	--
EBIT 利润率（%）	3.72	1.97	1.04	--
资产负债率（%）	53.38	61.09	59.08	57.04
总资本化比率（%）	37.69	46.71	47.58	45.85
总债务/EBITDA（X）	3.58	5.21	7.03	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	8.54	5.84	5.05	--
FFO/总债务（X）	0.23	0.15	0.11	--

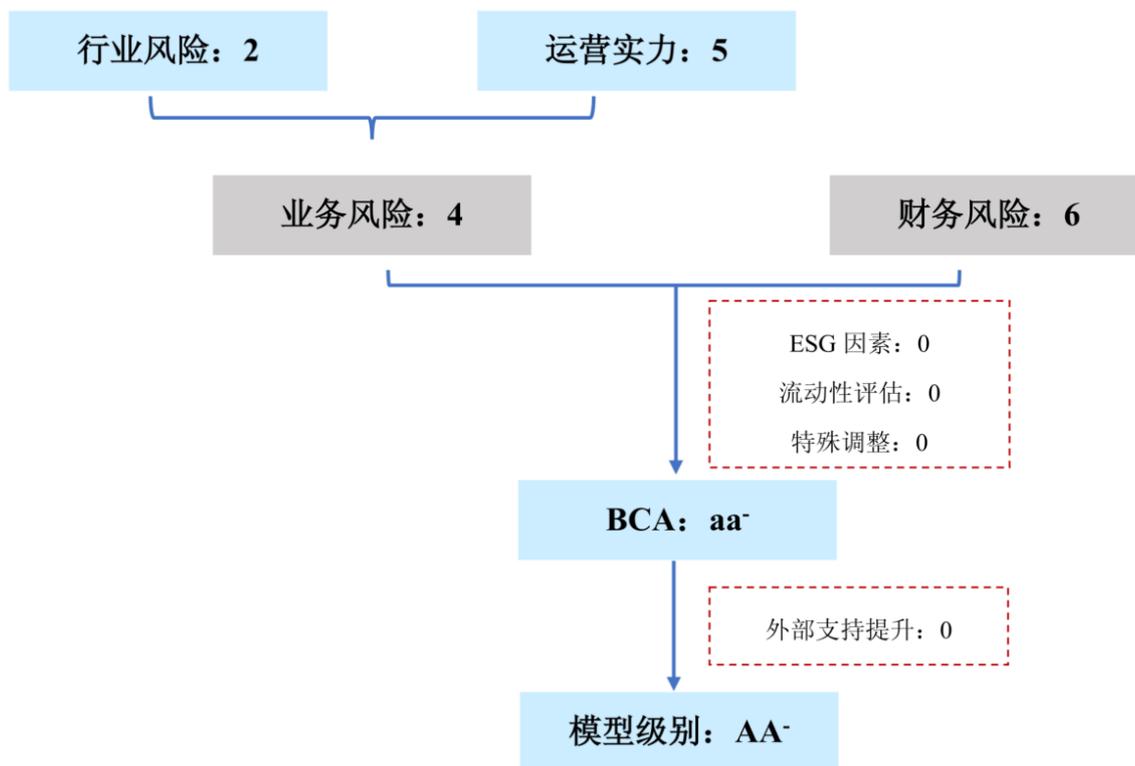
注：1、中诚信国际根据合兴包装提供的立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计 2023 年度一季报，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际已将其他有流动负债中未终止确认的票据调整至短期债务。

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
合兴转债	AA	AA	2022/6/20	5.96	3.00	2019/8/16~2025/8/16	补偿利率说明、回售条款、赎回条款、特别向下修正条款

## 评级模型

### 厦门合兴包装印刷股份有限公司评级模型打分(2023\_01)



## 方法论

中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY\_2022\_03

### ■ 业务风险：

合兴包装属于轻工制造行业，中诚信国际对轻工制造行业风险评估为较高；公司在瓦楞包装行业拥有较高的品牌知名度和规模优势，但受国内市场需求下降影响，跟踪期内公司主营产品产销量有所下行，且主要原材料采购价格大幅波动，公司面临一定成本控制压力，业务风险评估为适中。

### ■ 财务风险：

合兴包装盈利能力和财务杠杆处于适中水平，资金储备一般，但公司拥有良好的银企关系，财务风险评估为较低。

### ■ 模型级别：

模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

### ■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对合兴包装个体基础信用等级无影响，合兴包装具有 aa<sup>-</sup> 的个体基础信用等级，反映了其适中的业务风险和较低的财务风险。

### ■ 外部支持：

公司作为实际控制人下属最主要的经营实体和核心资产，对实际控制人具有战略重要性，实际控制人对其在业务拓展、资金支持、资源调配等方面均具有很强的支持意愿。但同时，公司实控人为自然人，支持能力较为有限。综上，外部支持未调整。

## 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。

## 募集资金使用情况

表 1：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

## 宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

## 近期关注

2022 年以来，受大宗商品价格上涨及消费品行业需求低迷等因素影响，中国包装纸企业盈利空间明显

## 收缩。

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。2022 年初，瓦楞原纸和箱板原纸价格高位震荡，2022 年下半年以来，原纸价格大幅下滑。而下游行业覆盖面广，需求分散，2022 年社会消费品零售总额同比下降 0.2%，下游消费需求较为低迷。2022 年在原材料价格大幅波动、下游消费品行业需求低迷等因素影响下，中国包装纸企业经营压力加大，盈利空间明显收缩。根据中国包装联合数据显示，2022 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 3,045.47 亿元和 113.77 亿元，同比分别下降 5.01% 和 15.61%。

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，合兴包装在瓦楞包装行业拥有较高的市场地位和规模优势，跟踪期内，公司持续拓展优质客户进一步巩固竞争力；但市场需求下行及原材料价格波动压缩了公司的盈利空间，中诚信国际将持续对公司后续经营改善情况保持关注。**

*公司在瓦楞包装行业保持较高的品牌知名度和市场地位，在瓦楞包装行业内研发实力较强。*

公司为国内瓦楞包装行业龙头企业之一，主要产品包括瓦楞纸箱、彩盒、缓冲包装材料、纸浆模书刊、标签和酒盒等，并已建立包装产业链云平台，可为客户提供一站式的包装服务。公司生产基地布局较广，在国内及东南亚共布局 70 余个生产基地，生产规模居国内行业前列。2022 年，公司石家庄和宁夏项目已实现试生产，并逐步推进新增产线的产能爬坡，带动纸板和纸箱产线分别新增产能 17,000 万立方米和 11,600 万立方米。此外，隆尧、呼和浩特和呼伦贝尔等地项目亦稳步建设中。

研发方面，2022 年公司研发投入为 2.96 亿元，占营业收入比例为 1.92%，同比提升 0.18 个百分点，在行业中处于较高水平。截至 2023 年 3 月末，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，在瓦楞包装领域具有较强的技术水平和研发实力。

*跟踪期内，公司持续开拓优质客户，但销售回款进度值得关注；受外部环境影响，瓦楞纸板产销量有所下行，盈利空间压缩。*

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。公司的主要产品瓦楞纸箱、瓦楞纸板及彩印包装销售呈分化态势。其中纸箱客户以优质大客户为主，需求相对平稳，其销量同比小幅下降；纸板客户以中小客户为主，稳定性偏弱，受外部环境及行业景气度下行影响，其销量同比下滑 11.15%。此外，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。

**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
2020	瓦楞纸板	257,063.90	162,253.42	85,841.02	96.51
	瓦楞纸箱	157,834.07	--	141,848.14	89.87
	彩印包装	27,113.86	--	22,287.34	82.20
2021	瓦楞纸板	344,966.19	193,030.51	142,832.07	97.36
	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
2023.1~3	瓦楞纸板	70,313.54	41,835.21	27,220.43	98.21
	瓦楞纸箱	40,695.73	--	35,692.11	87.70
	彩印包装	13,146.93	--	8,444.86	64.23

注：因公司建立包装产业链云平台，可有效补充自有产能，自 2021 年起，公司未单独统计自有产能规模。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司产品定制化程度相对较高，销售模式以直销为主。公司下游客户相对稳定，涉及家电、IT、食品、医药、快消、服装、家居等多个行业。跟踪期内，公司持续开拓优质客户，新增奥克斯、农夫山泉、海康威视、荣耀、飞科、比亚迪等新客户。目前公司客户包括海尔、美的、格力、海信、宝洁、蓝月亮、立白、富士康、戴尔、华勤、小米、飞利浦、伊利、蒙牛、康师傅、达利、旺旺、百威英博、青岛啤酒、华润、京东商城、顺丰、宁德时代等知名企业，为未来业绩的持续增长奠定基础。2022年，公司前五大销售客户销售占比为13.80%，同比小幅上升，整体集中度不高。**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。

售价方面，公司采用“生产成本+合理毛利”的定价政策。由于2022年上半年纸价处于高位，公司纸箱和纸板销售均价高于上年平均水平。**但中诚信国际关注到**，纸板价格与原纸高度相关，2022年下半年以来原纸价格快速回落，纸板价格亦随之下降，其盈利空间明显被压缩。纸箱成本的价格传导通常有一定滞，下半年原纸价格下跌对其销售价格影响有限，纸箱业务全年盈利情况优于纸板业务，但后续销售价格调整情况及其对公司盈利能力的影响仍值得关注。

**表 3：近年来公司纸箱和纸板销售价格情况（元/立方米）**

产品名称	2020	2021	2022	2023.1~3
纸箱	3.58	4.30	4.55	4.00
纸板	2.20	2.41	2.64	2.16

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司与供应商保持稳定的合作关系，但主要原材料采购价格波动较大，成本控制压力有所上升。**

跟踪期内，公司仍采取“统分结合”的采购模式，由总部集采中心负责集中谈判、定价和管理，下属工厂根据实际需求，向各家供应商订货。公司生产纸箱、纸板的主要原材料为瓦楞原纸、箱板纸等，2022年以来，上述原材料价格大幅波动加大了公司的成本管理难度，需持续关注原材料价格变化对公司成本控制能力的影响。

表 4：近年来主要原材料采购情况（万吨、亿元）

产品	2020		2021		2022		2023.1~3	
	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	100.54	30.27	129.37	45.98	120.20	39.72	25.93	7.34
箱板纸	99.59	34.62	123.24	49.56	116.07	44.50	25.21	8.41
其他原纸	15.03	6.14	22.22	9.77	17.25	8.09	3.95	1.76

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司建立了完善的供应商管理体系，并实行供应商名单动态管理。2022年，公司向前五大供应商采购金额占年度采购总额的比例达39.32%，同比略有下降，集中度仍较高，采购品种均为原纸。公司与主要供应商保持了长期稳定的合作关系，一般每年与供应商签订年度采购合同，公司与主要供应商的结算方式以6个月的银行承兑汇票为主，账期一般在30~40天。

**跟踪期内，公司在建项目投资规模不大，未来项目投资压力可控。**

公司在建项目主要是隆尧智能环保包装产业园项目和包装箱产线扩建项目，项目建成后，公司瓦楞包装产品生产能力将进一步提升。截至2023年3月末，公司主要在建项目总投资4.80亿元，已投资0.94亿元。总体来说，公司在建项目投资规模不大，且在建项目投资进度均可根据市场需求及公司资金情况灵活安排，资本支出压力可控。

表 5：截至2023年3月末公司主要在建工程（亿元）

主要在建及拟建项目名称	总投资	截至 2023 年 3 月末累计投资	项目建设进度
合兴包装卫辉年产 4000 万 m <sup>2</sup> 环保预印包装箱项目	1.20	0.43	56.84%
隆尧智能环保包装产业园项目	3.60	0.51	18.50%
合计	4.80	0.94	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

**中诚信国际认为，跟踪期内，受国内市场需求下降及原材料价格波动影响，公司盈利水平有所下滑；公司财务杠杆虽仍偏高，但持续优化债务结构，短期偿债压力有所缓解。**

**跟踪期内，受国内市场需求下降及原材料价格波动影响，公司盈利水平有所下滑。**

2022年以来，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，公司据市场环境下行缩减了贸易业务，造成该板块下降。毛利率方面，2022年公司各板块因原材料价格变动、人工成本上涨而同比下滑，但由于毛利率较低的工业用纸业务占比下降，综

合影响下 2022 年公司毛利率水平略有提升。2023 年一季度公司营业收入同比下降 23.85%，而受益于原材料价格下降和产品结构调整，毛利率同比提升约 2 个百分点。

表 6：主要板块营业收入和毛利率情况（亿元、%）

业务	2020		2021		2022		2023.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
<b>分业务板块</b>								
瓦楞包装	90.86	10.46	127.78	8.72	120.49	8.25	24.88	9.56
彩盒包装	4.06	11.09	6.59	9.54	7.22	8.79	1.60	7.29
缓冲包装	2.60	9.83	2.31	10.40	1.51	9.46	0.31	12.07
工业用纸	19.10	1.61	35.33	0.75	21.64	0.63	2.20	0.70
<b>分业务类型</b>								
包装制造行业	77.06	15.15	118.45	10.94	118.87	10.55	22.40	13.11
供应链服务	43.00	4.57	57.04	3.65	34.89	2.79	7.37	4.92
<b>营业总收入/毛利率</b>	<b>120.07</b>	<b>11.36</b>	<b>175.49</b>	<b>8.57</b>	<b>153.75</b>	<b>8.79</b>	<b>29.77</b>	<b>11.09</b>

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2022 年公司期间费用规模同比增加。其中，以职工薪酬和招待费为主的销售费用保持在一定规模；管理费用受职工薪酬及折旧摊销增加影响同比上升；财务费用受债务规模下降及融资成本下行等因素影响同比下降；整体来看，公司费用管控能力有所弱化。公司利润以经营性业务利润为主，后者 2022 年同比下降 54.44%；2022 年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增加导致当期信用减值损失对利润形成较大侵蚀。整体来看，跟踪期内公司利润总额及相关盈利指标下降明显。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
销售费用	3.16	3.59	3.66	0.88
管理费用	3.90	4.65	4.82	1.15
研发费用	1.94	3.05	2.96	0.69
财务费用	0.75	1.05	0.84	0.19
<b>期间费用率</b>	<b>8.12</b>	<b>7.03</b>	<b>7.98</b>	<b>9.76</b>
<b>经营性业务利润</b>	<b>3.95</b>	<b>2.59</b>	<b>1.18</b>	<b>0.32</b>
投资收益	-0.05	0.03	0.05	0.00
信用减值损失	0.19	0.23	0.55	0.01
<b>利润总额</b>	<b>3.88</b>	<b>2.44</b>	<b>0.61</b>	<b>0.30</b>
EBIT 利润率	3.72	1.97	1.04	--
总资产收益率	6.10	3.91	1.74	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，受压缩供应链服务业务影响，公司资产规模有所下降，存货和应收账款对公司资金仍造成一定占用，财务杠杆水平偏高。**

跟踪期内，公司资产规模有所下降。流动资产主要由应收账款和存货构成，二者受压缩供应链业务等因素影响不同程度下降但仍保持在较大规模，对公司营运资金继续形成一定占用。2022 年末，公司货币资金较期初变化不大，但受限比例仍然较高。非流动资产方面，2022 年末，公司固定资产规模同比提升主要系部分在建项目建成转固所致；无形资产及在建工程规模同比变动不大。

跟踪期内，因公司大幅压缩供应链服务业务，应付账款下降较多，带动经营负债规模下降；而债务规模相对稳定，债务结构有所优化。权益结构方面，2022 年末未分配利润减少主要系当期现金分

红<sup>1</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下行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，受权益规模下降影响，总资本化比率有所上升，整体来看财务杠杆水平偏高。

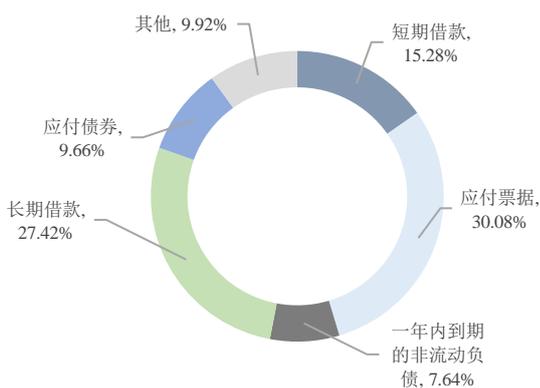
表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	6.92	5.29	5.30	6.19
应收账款	29.87	35.80	28.36	24.72
存货	14.00	19.51	13.16	12.09
固定资产	14.90	18.90	20.39	20.26
在建工程	1.26	1.20	1.20	1.27
无形资产	6.11	6.76	6.51	6.44
<b>资产总计</b>	<b>81.30</b>	<b>95.72</b>	<b>88.32</b>	<b>84.20</b>
应付票据	8.01	12.77	11.66	9.23
应付账款	16.61	21.45	15.57	13.54
<b>总负债</b>	<b>43.40</b>	<b>58.47</b>	<b>52.18</b>	<b>48.03</b>
短期债务/总债务	74.33	77.14	67.86	62.09
<b>总债务</b>	<b>22.92</b>	<b>32.65</b>	<b>32.80</b>	<b>30.63</b>
股本	12.39	12.39	12.39	12.39
未分配利润	14.35	15.13	14.55	14.83
少数股东权益	3.37	3.25	2.71	2.45
<b>所有者权益合计</b>	<b>37.90</b>	<b>37.25</b>	<b>36.14</b>	<b>36.18</b>
存货周转率	8.58	9.58	8.59	8.39*
资产负债率	53.38	61.09	59.08	57.04
总资本化比率	37.69	46.71	47.58	45.85

注：“\*”指标经年化。

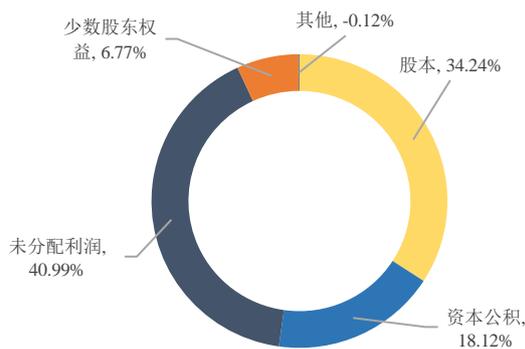
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司获现能力较好，偿债指标走势有所分化，短期偿债压力有所缓解。**

公司经营获现能力较好，2022 年受采购支出降低影响，经营活动净现金流规模同比增加。投资活动方面，因 2022 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下降。筹资活动方

<sup>1</sup> 2020 年~2022 年，公司现金分红规模分别为 1.17 亿元、1.22 亿元和 1.79 亿元。

面，因公司当期净融资较少，且现金股利及利息支出保持在一定规模，筹资活动净现金流由正转负。2023 年一季度，因当期公司增加了对延缓税费的缴纳，经营活动净现金流同比减少 39.99%。

跟踪期内，公司偿债指标走势有所分化，受公司盈利能力下降影响，EBITDA 对债务本息的覆盖能力均有所趋弱，但经营活动净现金流对于债务本息的保障能力增强；此外，货币资金虽不能实现对短期债务的完全覆盖，但覆盖能力有所提升，综合来看，公司短期偿债压力有所缓解。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3
经营活动净现金流	3.50	3.00	6.56	0.97
投资活动净现金流	-5.79	-5.86	-3.59	-0.46
筹资活动净现金流	4.11	0.30	-2.86	0.85
非受限货币资金/短期债务	0.32	0.11	0.13	0.23
经营活动净现金流/利息支出	4.65	2.80	7.10	--
EBITDA 利息保障倍数	8.54	5.84	5.05	--
总债务/EBITDA	3.58	5.21	7.03	--
FFO/总债务	0.23	0.15	0.11	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产合计为 5.10 亿元，占总资产比例的 5.77%，受限比例较低。其中受限货币资金为 2.34 亿元，主要系银行票据保证金；受限固定资产、无形资产和投资性房地产分别为 1.57 亿元、0.84 亿元和 0.35 亿元，主要用于办理银行贷款。

截至 2023 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，2020 年~2023 年 5 月 5 日，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。

## 预测与假设<sup>2</sup>

### 假设

——2023 年，预计合兴包装将进一步压缩供应链服务业务，收入规模将有所下降。

——2023 年，预计合兴包装毛利率或将有所提升。

——2023 年，预计合兴包装资本支出规模将有所下降，债务规模将保持稳定。

### 预测

表 10：预测情况表（%、X）

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率	46.71	47.58	37~47
总债务/EBITDA	5.21	7.03	5~7

资料来源：中诚信国际预测

<sup>2</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。

## 调整项

### 流动性评估

中诚信国际认为，合兴包装债务到期分布较为集中，但银企关系较稳定，未来一年的流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

公司经营获现能力较好，拥有一定规模的资金储备和备用流动性。截至 2022 年末，公司货币资金为 5.30 亿元，受限比例较高，相较于债务规模，资金储备有限。截至 2023 年 3 月末公司共获得银行授信额度 64.35 亿元，其中未使用银行授信额度为 41.53 亿元，拥有一定备用流动性。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分配股利及外部投资。目前公司纸制品放缓新扩建包装产线进度，资本支出规模下降。2020~2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出合计约 6.6 亿元。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。公司银企关系相对稳定，也拥有股权直接融资通道，未来一年的流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

表 11：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	2023	2024	2025	2026 年及以后
合并口径	12.78	2.96	8.59	1.31
银行贷款	5.28	2.96	5.62	1.31
银行票据	7.50	--	--	--
公开债务	--	--	2.97	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## ESG 分析<sup>3</sup>

中诚信国际认为，公司环境和安全生产方面表现良好，管理团队稳定性较高，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构良好；公司 ESG 综合表现中等，潜在 ESG 风险一般。

环保方面，跟踪期内，公司及子公司现有项目各项污染治理设施均保持正常运行并达标排放。跟踪期内，公司在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好，公司未发生重大环境污染事故。跟踪期内，公司未发生一般事故以上环保事故。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司已形成完善的治理结构和内控体系，设有股东大会、董事会、监事会和经营管理层等，董事会由 7 名董事组成，其中 3 名为独立董事，设董事长 1 名，职工董事 1 名；跟踪期内，公司高管团队稳定，一名独立董事发生变更，系任期届满离职，中诚信国际认为，相关人事变动对公司治理结构和日常经营活动均未产生实质影响。内控方面，公司建立了相对健全的内部控制体系，根据公司披露的《2022 年度内部控制评价报告》，跟踪期内公司不存在财务报表相关的内部控制重大缺陷，且已按照企业内部控制规范体系和相关规定的要求在所有重大方面保持了有效的财务报告内部控制。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

<sup>3</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。

事项均由公司本部决策。战略方面，公司将持续发挥“合兴”体系整体协同优势，通过调货、转厂生产等方式最大限度满足客户需求，并加强对重点领域重点客户的支持与服务；同时公司计划与更多客户达成服务型的战略合作伙伴关系，为客户提供快速便捷、价廉质优的整体包装解决方案和个性化定制服务，为客户带来更新的体验、更高的价值和更好的服务。

## 外部支持

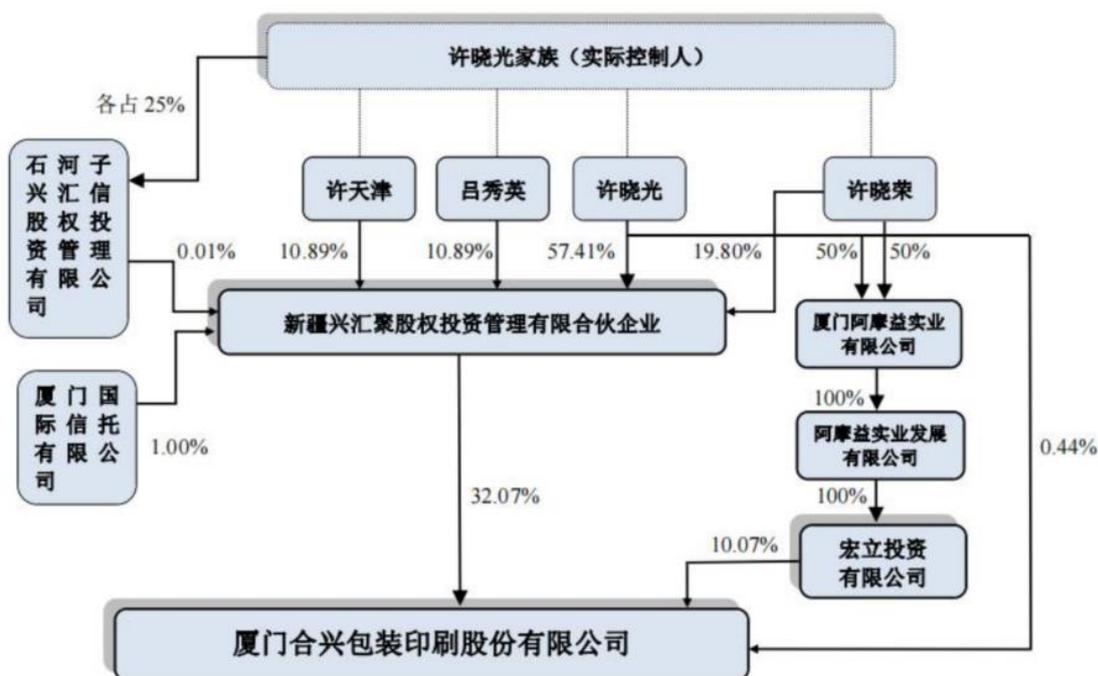
**作为实际控制人下属主要经营实体和核心资产，公司对实际控制人具有战略重要性，实际控制人对公司具有很强的支持意愿，但支持能力有限。**

公司的实际控制人许晓光、许晓荣、许天津、吕秀英构成的许晓光家族对公司的实际控制能力很强。公司作为实际控制人下属最主要的经营实体和核心资产，对实际控制人具有战略重要性，实际控制人对其在业务拓展、资金支持、资源调配等方面均具有很强的支持意愿，但其作为自然人，对公司的支持能力有限。

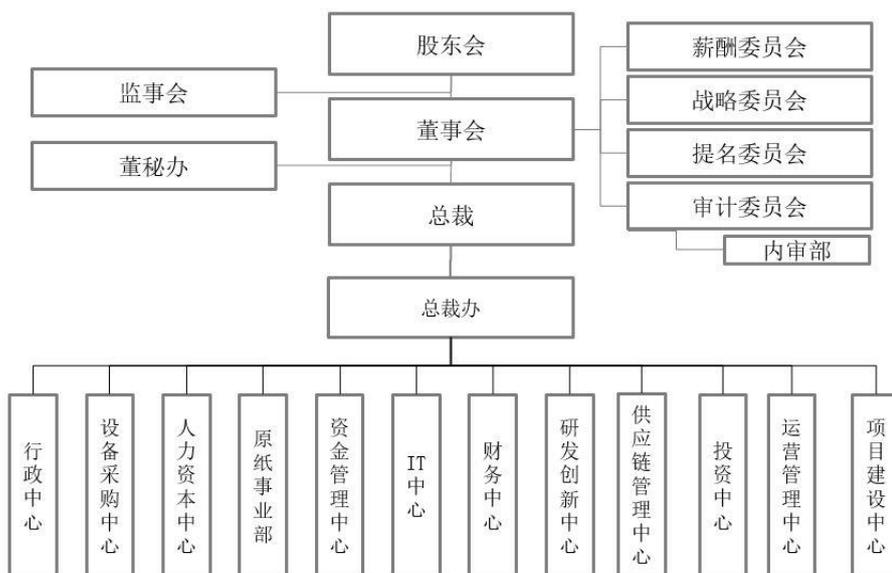
## 评级结论

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**。

### 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 2023 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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	69,150.80	52,887.24	53,009.18	61,859.85
应收账款	298,735.86	357,952.74	283,635.27	247,186.63
其他应收款	12,228.19	8,718.50	9,353.24	9,578.36
存货	139,977.05	195,097.24	131,563.63	120,891.86
长期投资	1,780.00	5,380.00	5,380.00	5,380.00
固定资产	149,001.05	188,980.92	203,903.90	202,562.21
在建工程	12,644.03	12,021.51	12,045.63	12,693.38
无形资产	61,071.14	67,642.48	65,075.40	64,436.65
资产总计	813,048.70	957,215.42	883,155.46	842,026.99
其他应付款	10,483.33	8,493.16	4,767.78	4,587.99
短期债务	170,386.38	251,827.78	222,602.00	190,173.10
长期债务	58,851.41	74,641.57	105,443.67	116,127.50
总债务	229,237.79	326,469.35	328,045.68	306,300.60
净债务	174,882.10	298,211.09	298,422.62	263,163.55
负债合计	434,029.83	584,728.66	521,793.64	480,275.69
所有者权益合计	379,018.86	372,486.76	361,361.82	361,751.30
利息支出	7,512.22	10,715.52	9,227.81	--
营业总收入	1,200,656.61	1,754,878.37	1,537,526.98	297,671.07
经营性业务利润	39,507.90	25,918.98	11,847.17	3,249.25
投资收益	-470.77	285.93	479.21	0.00
净利润	32,736.10	23,154.22	10,964.71	3,070.16
EBIT	44,658.88	34,611.42	16,017.90	--
EBITDA	64,118.05	62,618.93	46,639.66	--
经营活动产生的现金流量净额	34,953.42	30,006.91	65,563.31	9,664.98
投资活动产生的现金流量净额	-57,928.20	-58,581.81	-35,903.04	-4,636.82
筹资活动产生的现金流量净额	41,054.55	2,956.88	-28,630.59	8,481.29
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	11.36	8.57	8.79	11.09
期间费用率（%）	8.12	7.03	7.98	9.76
EBIT 利润率（%）	3.72	1.97	1.04	--
总资产收益率（%）	6.10	3.91	1.74	--
流动比率（X）	1.49	1.28	1.36	1.45
速动比率（X）	1.11	0.89	1.04	1.11
存货周转率（X）	8.58	9.58	8.59	8.39*
应收账款周转率（X）	4.35	5.34	4.79	4.49*
资产负债率（%）	53.38	61.09	59.08	57.04
总资本化比率（%）	37.69	46.71	47.58	45.85
短期债务/总债务（%）	74.33	77.14	67.86	62.09
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.12	0.06	0.17	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.16	0.08	0.25	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	4.65	2.80	7.10	--
总债务/EBITDA（X）	3.58	5.21	7.03	--
EBITDA/短期债务（X）	0.38	0.25	0.21	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	8.54	5.84	5.05	--
EBIT 利息保障倍数（X）	5.94	3.23	1.74	--
FFO/总债务（X）	0.23	0.15	0.11	--

注：1、2023 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：“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。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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

## 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：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。

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

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