

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0025号

苏州华源控股股份有限公司：

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

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二四年五月二十七日

信用评级报告声明

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

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2024年5月27日至2025年5月26日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司
2024年5月27日

苏州华源控股股份有限公司
主体及“华源转债”2024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	2024/5/27	AA-/稳定	熊 璁	姜 珊

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
华源转债	AA-	AA-	企业规模	营业收入	20.00	11.06
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			市场竞争力	竞争优势	20.00	12.00
				多样化	10.00	8.00
			盈利能力	EBITDA 利润率	8.00	5.45
				总资产收益率	7.00	2.51
			债务负担和保障程度	资产负债率	10.00	10.00
				经营现金流流动负债比	7.00	7.00
				EBITDA 利息倍数	9.00	5.89
	全部债务/EBITDA	9.00	7.30			
调整因素						无
个体信用状况						aa-
外部支持						无
评级模型结果						AA-
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。						

评级观点

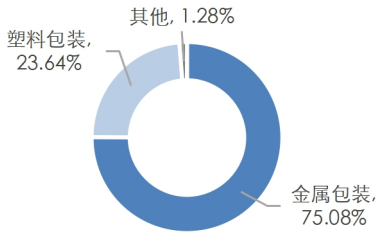
公司主营金属包装产品和塑料包装产品产销业务，仍是国内领先的金属包装生产企业之一；公司生产基地贴近客户布局，与阿克苏、立邦和 PPG 等国际大型化工涂料企业仍保持稳定的合作关系，2023 年营业收入和毛利润有所增加，毛利率有所提升。同时，公司业务易受涂料行业景气度的变化及下游主要客户经营稳定性的影响；在建塑料制品项目投产后若下游需求不及预期，将面临产能释放风险；2023 年末有息债务均为短期债务，面临一定集中偿付压力。

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-。

¹ 李志聪、李炳兴、陆杏珍三人为一致行动人，李炳兴和陆杏珍为李志聪的父母。

主要指标及依据

2023年营业收入构成



近年公司有息债务情况 (亿元)



主要数据和指标

项目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
资产总额 (亿元)	28.62	27.74	27.46	26.35
所有者权益 (亿元)	15.83	15.21	16.56	16.44
全部债务 (亿元)	9.29	8.29	6.42	6.00
营业总收入 (亿元)	23.48	22.64	24.11	5.81
利润总额 (亿元)	0.28	0.16	0.09	0.22
经营性净现金流 (亿元)	0.81	3.73	1.53	-0.20
营业利润率 (%)	14.46	12.40	13.89	14.15
资产负债率 (%)	44.69	45.15	39.69	37.60
流动比率 (%)	186.66	200.96	166.35	174.09
全部债务/EBITDA (倍)	5.15	4.67	3.74	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.44	3.87	3.95	-

注：表中数据来源于公司 2021 年~2023 年的审计报告及 2024 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司主营金属包装产品和塑料包装产品产销业务，业务链完整，产品系列丰富、规格齐全，跟踪期内，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，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；
- 随着下游需求回暖，2023 年公司营业收入和毛利润有所增加，叠加主要原材料价格下降，毛利率有所提升。

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；
- 公司塑料包装产品中吹塑产品产能利用率不高，在建塑料制品项目投产后若下游需求不及预期，将面临产能释放风险；
- 2023 年利润总额有所下降，经营活动现金净流入有所减少，有息债务均为短期债务，公司面临一定集中偿付压力。

评级展望

评级展望为稳定。预计随着下游需求提升以及公司在建产能投产释放，公司市场竞争力将维持稳定。

评级方法及模型

《工商企业（通用）信用评级方法及模型（RTFC006202403）》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA-/稳定	华源转债/AA-	2023/6/20	熊璿、姜珊	《工商企业（通用）信用评级方法及模型（RTFC027202208）》	阅读原文
AA-/稳定	华源转债/AA-	2018/6/11	高君子、朱经纬	《工商企业信用评级方法》（2014 年 5 月）	阅读原文

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	2023/6/20	4.00	2018/11/27-2024/11/27	保证担保	东方恒业控股有限公司和自然人李志聪

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

注 2：“华源转债”设转股权、回售权、赎回权等；转股期间为 2019 年 6 月 3 日至 2024 年 11 月 27 日，当前转股价格 7.37 元/股，余额 2.01 元；回售起始日 2022 年 11 月 27 日，回售触发价 5.16 元/股；赎回起始日 2019 年 6 月 3 日，赎回触发价 9.58 元/股；修正起始日 2018 年 11 月 27 日，向下修正触发价 6.26 元/股。

跟踪评级原因

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

主体概况

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

苏州华源控股股份有限公司（以下简称“华源控股”或“公司”）主要从事金属包装产品和塑料包装产品的研发、生产及销售。截至 2024 年 3 月末，公司股本 33140.14 万股，控股股东自然人李志聪对其持股比例 32.63%，实际控制人仍为自然人李志聪、李炳兴、陆杏珍。²

公司主营金属包装产品和塑料包装产品产销业务，其中金属包装产品包括化工罐、印涂铁、金属盖和食品罐等，以化工罐为主，主要客户为阿克苏、立邦、叶氏化工、中涂化工、艾仕得、PPG 等国际大型化工涂料企业。公司塑料包装产品主要为注塑产品和吹塑产品，合作客户主要有壳牌、美孚、康普顿、大联石油化工、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 2023 年末，公司金属包装产品拥有年产 13914.01 万只化工罐、58818.08 万只食品包装等产品的生产能力，塑料包装产品拥有 6931.50 万只注塑产品、14601.14 万只吹塑产品的生产能力。

截至 2024 年 3 月末，公司资产总额为 26.35 亿元，所有者权益 16.44 亿元，资产负债率 37.60%。2023 年和 2024 年 1~3 月，公司营业收入分别为 24.11 亿元和 5.81 亿元，利润总额分别为 0.09 亿元和 0.22 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

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

“华源转债”设转股权，转股日期自 2019 年 6 月 3 日至 2024 年 11 月 27 日，初始转股价格为 7.58 元/股，期间公司多次调整转股价格，当前转股价格为 7.37 元/股。截至 2024 年 4 月末，尚未转股的“华源转债”余额为 2.01 亿元，占“华源转债”发行总额的 50.21%。

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

² 李志聪、李炳兴、陆杏珍三人为一致行动人，李炳兴和陆杏珍为李志聪的父母。

当“华源转债”未转股余额不足人民币3000万元时。

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

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

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

自2018年12月20日起，“华源转债”在深交所挂牌交易，债券代码为“128049.SZ”，扣除发行相关费用后，华源转债募集资金净额3.94亿元。截至2023年末，已按照募集说明书中披露的用途使用4.12亿元³，其中清远华源年产3960万只化工罐及印铁项目⁴已使用募集资金3.08亿元，项目投资进度103.84%；咸宁华源年产1730万只印铁制罐项目⁵已使用募集资金1.04亿元，项目投资进度107.04%；尚未使用的募集资金0.18万元，存放于募集资金三方监管账户及购买银行发行的结构性存款，将用于后续募投项目建设。

截至本报告出具日，公司按时支付“华源转债”利息。

个体信用状况

宏观经济与政策环境

一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024年一季度GDP同比增长5.3%，增速高于去年四季度的5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换

³ 超出募集资金承诺投资总额部分主要为2018-2023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。

⁴ “清远华源年产3960万只化工罐及印铁项目”未达到预期效益，该项目自2021年投产以来，业绩相对稳定增长，自发债拟定募投项目效益以来，经济环境持续走低，订单量不饱和，产能无法充分释放。

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

新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长 6.5%，较去年全年增速加快 0.6 个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度 GDP 较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度 CPI 和 PPI 同比分别为 0.0%和-2.7%，名义 GDP 增速仅为 4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度 GDP 按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以 GDP 两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度 GDP 同比有望进一步加快至 5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024 年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的 1 万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

行业分析

公司主要从事金属包装产品和塑料包装产品的研发、生产及销售，属于包装行业。

包装行业

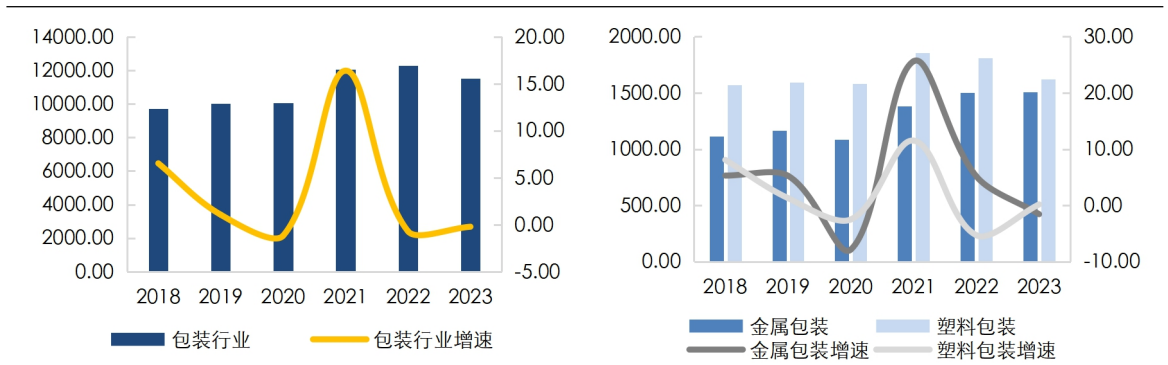
随着外部因素影响减弱，经济发展修复企稳，2023 年我国包装行业需求回暖，但细分行业有所分化，金属包装需求有所下降，塑料包装需求略有提升

包装具备保护商品、便于流通、方便消费、促进销售和提升附加值等多重功能，是商品流通中不可或缺的一部分，下游涉及食品饮料、电子、医药、日化、烟草、家电、机电等各行各业。包装行业按包装材料不同分为塑料薄膜制造、纸和纸板容器制造、塑料包装箱及容器制造、

金属包装容器及材料制造、塑料加工专用设备制造、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。包装行业的发展与居民生活消费水平的提高紧密相关，居民生活水平的不断提高带动了包装行业的发展。随着我国国民经济持续增长和城镇化建设的加快，城乡居民的购买力和生活品质不断提高，带动包装产品的需求增加，自 2009 年以来我国一直是仅次于美国的世界第二大包装产品生产国。

随着外部因素影响减弱，经济发展修复企稳，2023 年我国包装行业需求回暖，但细分行业有所分化，其中金属包装需求下滑，塑料包装需求提升。根据中国包装联合会统计数据显示，2023 年，全国包装行业规模以上企业营业收入 11539.06 亿元，同比减少 0.22%，增速同比提升 0.48 个百分点。其中，金属包装容器及材料制造完成累计主营业务收入 1505.62 亿元（占比 13.05%），同比减少 1.56%；塑料包装箱及容器制造完成累计主营业务收入 1623.03 亿元（占比 14.07%），同比增长 0.18%。

图表 1 近年我国包装行业规模以上企业收入及增速（单位：亿元、%）



数据来源：中国包装联合会，东方金诚整理

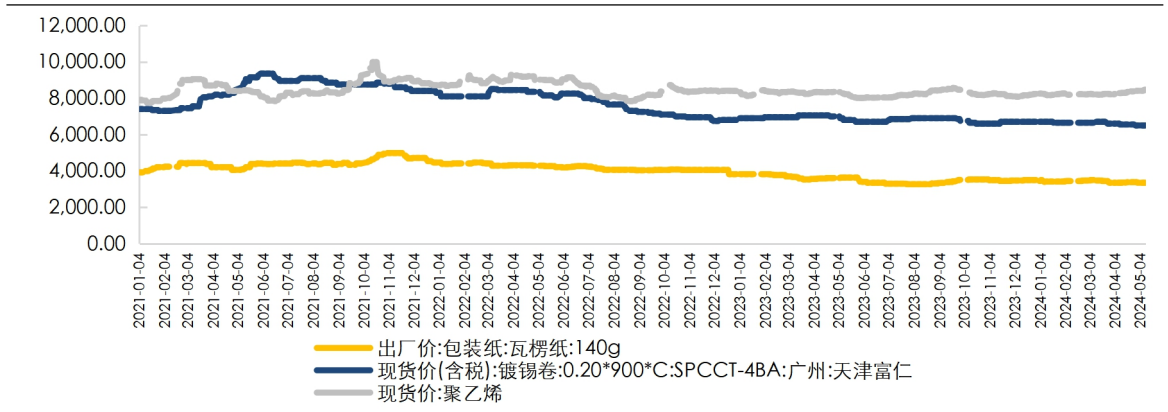
我国金属包装应用领域最广的是食品工业，其次是化工产品，化妆品和药品也占一定的比例；塑料包装作为包装行业下属第二大包装子行业具有广泛的用途，产品涵盖 PET 瓶、周转箱、托盘、拉杆箱等众多品类，下游行业主要涉及化工、食品、日化等行业。华源控股金属包装产品以涂料行业化工罐和食品包装为主，塑料包装产品以注塑产品和吹塑产品为主。据中国涂料工业协会初步统计，2023 年我国涂料工业总产量 3577.2 万吨，同比增长 4.5%。根据国家统计局数据，2023 年我国软饮料产量 1.75 亿吨，同比增长 4.10%，增速较 2022 年明显提升；2024 年 1~3 月，我国软饮料产量 0.45 亿吨，同比增长 7%。预计随着经济发展持续向好，我国包装行业需求将继续提升。

2023 年金属包装主要原材料马口铁价格中枢和塑料包装主要原材料聚乙烯价格中枢均有所下移，带动行业盈利提升

包装行业原材料主要有原纸、塑料、玻璃、铝材、钢铁等，不同细分子行业对应不同主要原材料。金属包装制品原材料主要为镀锡钢板，俗称马口铁。2021 年，通胀压力叠加电力、铁矿石等能源和物料成本上涨，马口铁价格处于高位。受俄乌冲突、欧洲能源价格的联动影响，2022 年初马口铁价格短暂下行后出现大幅上涨；2022 年下半年，国内铁产量逐步恢复，经济增长承压，马口铁需求下行，价格下降。2023 年，金属包装主要原材料马口铁价格中枢继续下移，行业盈利提升。塑料包装主要原材料为通用塑料、聚乙烯、塑料助剂等。2023 年塑料包装

主要原材料聚乙烯价格中枢下移，行业盈利提升。根据中国包装联合会统计数据显示，2023年，全国包装行业规模以上企业利润总额601.97亿元，同比增长9.46%，增速同比提高23.47个百分点。其中，金属包装容器及材料制造完成累计利润总额71.72亿元（占比11.91%），同比增长25.47%；塑料包装箱及容器制造完成累计利润总额88.61亿元（占比14.72%），同比增长12.59%。

图表2 近年包装行业主要原材料价格走势（单位：元/吨）



数据来源：公开资料，东方金诚整理

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

我国包装企业数量众多，行业竞争格局较分散。根据中国包装联合会公布的“2022年度中国包装百强企业排名名单”，深圳市裕同包装科技股份有限公司为榜单首位，但市场份额占比约1%，行业CR3不到4%，CR10不到10%。其中，奥瑞金科技股份有限公司为2022年度中国包装百强企业排名金属包装前50名企业榜单首位，市场份额占比约8%，行业CR3约20%，CR10约35%；万凯新材料股份有限公司为2022年度中国包装百强企业排名塑料包装前30名企业榜单首位，市场份额占比约6%，行业CR3约18%，CR10约30%。

图表3 包装行业部分上市公司主要财务数据（单位：亿元、%）

公司简称	主要产品	2022年			2023年		
		营业收入	利润总额	毛利率	营业收入	利润总额	毛利率
裕同科技	纸质包装	163.62	18.06	23.75	152.23	17.69	26.23
奥瑞金	金属包装	140.67	8.00	11.86	138.43	10.52	15.24
合兴包装	纸质包装	153.75	0.61	8.79	124.14	0.96	11.40
紫江企业	塑料包装	96.08	7.88	20.58	91.16	7.40	21.38
宝钢包装	金属包装	85.43	3.40	8.02	77.60	3.19	9.02
昇兴股份	金属包装	68.78	2.34	9.47	70.95	3.85	13.45
美盈森	纸质包装	41.30	1.67	18.71	35.13	2.30	25.23
嘉美包装	金属包装	29.81	0.27	8.84	31.52	2.15	14.72
华源控股	金属包装	22.64	0.16	12.93	24.11	0.09	14.37
英联股份	金属包装	19.35	-0.66	9.06	17.47	-0.14	11.88

资料来源：公开资料，东方金诚整理

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

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司收入和毛利润仍主要来自金属包装产品和塑料包装产品，随着下游需求回暖，公司营业收入和毛利润有所增加，叠加主要原材料价格下降，毛利率有所提升

公司主营金属包装产品和塑料包装产品产销业务，其中金属包装产品主要为化工罐和食品包装，塑料包装产品主要为注塑产品和吹塑产品。2023年，包装行业下游需求回暖，公司营业收入同比增加6.47%，毛利润同比增加18.29%，其中金属包装产品占营业收入和毛利润的比重分别为75.08%和72.04%，塑料包装产品占营业收入和毛利润的比重分别为23.64%和23.86%，仍为收入和利润的主要来源。同期，主要原材料价格下降，公司综合毛利率同比提升1.44个百分点。

2024年1~3月，公司营业收入同比增长8.87%，毛利润同比增长21.96%，仍主要来源于金属包装产品和塑料包装产品。同期，公司综合毛利率同比提升1.57个百分点。

图表4 公司营业收入、毛利润及毛利率情况⁶（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

⁶ 因四舍五入为亿元，加总数和合计数存在一定差异，下同。

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

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

公司金属包装产品包括化工罐和金属盖、食品罐及印涂铁等食品包装产品，拥有马口铁厚度从 0.14mm 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~42L 所有标准规格。截至 2023 年末，公司金属包装产品拥有年产 13914.01 万只化工罐、58818.08 万只食品包装等产品的生产能力。公司在金属包装领域坚持走高端路线，主要客户阿克苏、立邦、叶氏化工、中涂化工、艾仕得、PPG 均为国际大型化工涂料企业；食品包装方面，公司自 2014 年以来已经陆续向彩印铁、瓶盖、食用油等客户供货，相关客户主要包括奥瑞金、海天、味好美、旺旺、娃哈哈等。公司在中国包装联合会公布的“2022 年度中国包装百强企业排名金属包装前 50 名企业”中排名第八，仍是国内领先的金属包装生产企业之一。

公司现有塑料包装主要产品为注塑类包装容器、吹塑类包装容器等，其中注塑类包装容器包括“圆桶、直桶、椭圆桶”，拥有 1L-25L 的规格。截至 2023 年末，公司塑料包装产品拥有年产 6931.50 万只注塑产品、14601.14 万只吹塑产品的生产能力。公司塑料包装业务主要客户有壳牌、美孚、康普顿、大联石油化工、汉高等多家国内外知名企业。

金属包装产品

公司金属包装制品生产基地贴近客户布局，及时满足客户需求，供货稳定性高，2023 年下游需求回暖，公司化工罐产量增加，产能利用率提升；受产品结构调整影响，食品包装产能和产量有所减少，产能利用率下滑

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。2023 年，公司化工罐产能保持稳定，下游需求回暖，产量有所增加，产能利用率提升。同期，由于产品结构调整，公司食品包装产能和产量有所减少，产能利用率下滑。

图表 5 近年公司金属包装产品生产情况（单位：万只（万张）、%）⁷

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1~3 月	
化工罐	产能	13914.01	13914.01	13914.01	3478.50
	产量	13597.96	12189.82	12784.69	3203.68
	产能利用率	97.73	87.61	91.88	92.10
食品包装	产能	63063.20	64418.08	58818.08	14704.52
	产量	57363.14	59705.21	46200.65	11407.54
	产能利用率	90.96	92.68	78.55	77.58

资料来源：公司提供，东方金诚整理

⁷ 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。

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

2023年公司食品包装产品结构优化下均价提升，带动公司金属包装产品收入增加，2024年一季度，下游需求提升，公司化工罐产品量价齐升，带动公司金属包装产品收入增长

公司采取“以销定产+计划储备”的生产模式，2023年下游需求回暖，化工罐销量同比增加，产销率有所提升，但食品包装产品结构调整，销量同比减少，产销率略有下滑。化工罐产品价格有所下降，公司化工罐销售收入略有减少；食品包装产品价格有所上涨，主要为产品结构变动所致，带动公司食品包装产品收入增长。2023年公司金属包装产品收入18.10亿元，同比增加3.82%。

2024年一季度，下游需求提升，公司化工罐产品销量同比增加12.31%，销售价格有所上涨；食品包装产品销量同比有所减少，但销售均价有所上涨。2024年一季度，受化工罐量价齐升带动，公司金属包装产品实现收入4.34亿元，同比增长9.57%。

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

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月	
化工罐	销量	13663.04	12110.41	12812.34	3058.50
	产销率	100.48	99.35	100.22	95.47
	销售均价	10.47	10.66	10.07	10.45
	销售收入	143101.50	129086.60	128991.84	31966.63
食品包装	销量	55769.40	61143.03	46801.06	9436.61
	产销率	97.22	102.41	101.30	82.72
	销售均价	0.48	0.74	1.11	1.21
	销售收入	26959.26	45263.34	52019.21	11410.86

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，下游客户集中度较高且主要为涂料行业，业务易受涂料行业景气度变化及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⁸、PPG⁹、佐敦¹⁰、中涂化工¹¹、叶氏化工¹²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。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

⁸ 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。

⁹ 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、佛山市百润化工有限公司的统称。

¹⁰ 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。

¹¹ 中涂化工（上海）有限公司、中涂化工（广东）有限公司的统称。

¹² 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。

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、旺旺、娃哈哈等。

公司包装产品生产基地主要是根据客户选址设立，销售区域贴近客户。公司销售货款结算方式为银行承兑汇票和电汇，账期一般 1~3 个月。2023 年公司金属包装业务前五大客户销售收入占比为 70.49%，客户集中度仍较高，单一客户的变化对公司收入影响仍较大。

图表 7 2023 年公司金属包装业务前五大客户（单位：亿元、%）

序号	客户名称	销售金额	销售金额占业务收入比例	是否为关联方
1	第一名	6.00	33.12	否
2	第二名	2.68	14.79	否
3	第三名	1.94	10.71	否
4	第四名	1.25	6.88	否
5	第五名	0.90	4.99	否
合计		12.76	70.49	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受益于主要原材料价格下降，2023 年公司金属包装制品业务获利能力有所增强，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，2023 年占比分别为 80.81%、7.68%和 11.51%，其中直接材料主要有马口铁、涂料、油墨等，以马口铁为主。2023 年，市场需求回暖，且马口铁价格下降，公司增加备货，原材料采购量增加。同期，公司涂料和油墨的采购量同比增加，采购均价同比下降。2024 年一季度，下游需求提升，公司增加马口铁、涂料备货，采购量均同比增加，马口铁采购均价继续下降，涂料采购均价总体稳定；由于涂料的采购价格有所上涨，公司对涂料的备货略有减少。

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

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1~3 月	
马口铁	采购量	14020.71	14230.47	23267.76	4068.35
	采购均价	6.34	6.59	5.49	5.18
	采购总额	88871.95	93788.14	127651.64	21055.72
涂料	采购量	384.82	472.56	589.29	157.77
	采购均价	22.92	26.16	25.49	25.51
	采购总额	8820.47	12363.59	15022.49	4024.90
油墨	采购量	14.47	17.59	26.31	5.51
	采购均价	92.88	101.77	82.22	110.74
	采购总额	1343.80	1790.60	2163.19	609.77

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023 年，受益于主要原材料价格下降，公司金属包装产品毛利润 2.50 亿元，同比增加 19.31%；毛利率 13.78%，同比提升个 1.79 个百分点。2024 年 1~3 月，主要原材料马口铁价格继续下降，油墨价格总体稳定，公司金属包装产品毛利润 0.56 亿元，同比增加 14.26%；毛利率 12.80%，同比提升 0.53 个百分点。

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。公司与首钢等马口铁供应商签订了战略合作协议，获得优惠的采购价格。2023年公司金属包装业务前五大供应商占比56.39%，供应商集中度仍较高。

图表9 2023年公司金属包装业务前五大供应商（单位：亿元、%）

序号	供应商名称	采购金额	占原材料采购总额比例	是否为关联方
1	第一名	2.82	20.51	否
2	第二名	1.94	14.12	否
3	第三名	1.13	8.18	否
4	第四名	1.23	8.93	否
5	第五名	0.64	4.65	否
	合计	7.76	56.39	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

塑料包装产品

2023年公司塑料包装产品产能总体稳定但结构有所调整，受益于下游需求回暖，产量增加，产能利用率有所提升，吹塑产品产能利用率不高，在建塑料制品项目投产后若下游需求不及预期，将面临产能释放风险

公司塑料包装产品业务由子公司常州瑞杰新材料科技有限公司（以下简称“瑞杰科技”）运营，产品主要为注塑类包装容器和吹塑类包装容器，其中注塑类包装容器包括“圆桶、直桶、椭圆桶”，拥有1L-25L的规格，吹塑类包装容器主要用于润滑油行业、食品行业、化工行业等产品包装需求，能够及时满足客户的需求。公司在常州、天津、太仓、珠海、成都等地设立塑料包装产品的生产基地，关键生产环节技术水平国内领先，拥有多项发明专利。

2023年，公司塑料包装产品产能同比总体稳定，但受产线设备调整影响，产能结构有所变动，注塑产品产能略有减少，吹塑产品产能略有增加。受益于下游需求回暖带动，2023年公司注塑产品和吹塑产品产量同比分别增加23.39%和15.48%，产能利用率同比分别提升15.95个百分点和6.38个百分点。2024年一季度，下游需求增加，公司塑料包装产品产量和产能利用率同比继续提升。

图表10 近年公司塑料包装产品生产情况（单位：万只、%）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月	
注塑产品	产能	6688.87	7122.00	6931.50	1732.88
	产量	5201.28	4242.69	5235.08	1497.66
	产能利用率	77.76	59.57	75.53	86.43
吹塑产品	产能	12889.66	14403.72	14601.14	3650.28
	产量	7896.16	6601.52	7623.74	2381.17
	产能利用率	61.26	45.83	52.21	65.23

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司完成对瑞杰科技并购后，在原金属包装产品基础上新增塑料包装产品，进一步完善了公司的产品结构。公司塑料包装产品天津生产基地项目，总投资0.60亿元，截至2024年3月

末仍在建设阶段，已投资 0.26 亿元，2024 年还需投资 0.30 亿元。目前公司在天津的塑料包装产品生产厂房为租赁厂房，后续租赁厂房中的相关产线设备将搬迁。塑料包装产品天津生产基地项目建成并达产后，将新增部分产能，进一步提高公司塑料包装产品的产能，但公司吹塑产品产能利用率不高，项目投产后若下游需求不及预期，将面临产能释放风险。

受益于下游需求回暖，2023 年，塑料包装产品销量增加，但原材料价格下跌影响销售均价有所下滑，公司塑料包装产品收入和毛利润增加

公司采取“以销定产+计划储备”的生产模式，跟踪期内，公司塑料包装产品产销率仍处于较好水平。2023 年，下游需求回暖，公司塑料包装产品销量有所增加，但原材料价格下跌影响销售均价有所下滑。2023 年，公司塑料包装产品收入 5.70 亿元，同比增加 14.89%，毛利润 0.83 亿元，同比增加 27.96%。

2024 年一季度，下游需求提升，公司塑料包装产品销量同比增加，但销售均价同比均有所下滑，业务收入 1.42 亿元，同比增加 5.49%，毛利润 0.28 亿元，同比增加 37.39%。

图表 11 近年公司塑料包装产品销售情况（单位：万只、%、元/只、万元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1~3 月	
注塑产品	销量	6037.84	5025.99	6328.44	1405.84
	产销率	116.08	118.46	120.89	93.87
	销售均价	6.28	6.11	5.68	5.91
	销售收入	37931.87	30714.64	35942.87	8314.05
吹塑产品	销量	7819.36	6508.95	7576.85	2243.16
	产销率	99.03	98.60	99.38	94.20
	销售均价	2.81	2.90	2.78	2.64
	销售收入	21942.32	18892.03	21048.93	5917.77

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受益于主要原材料价格下降，2023 年公司塑料包装产品毛利率提升，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，2023 年占比分别为 75.71%、8.87%和 15.42%，其中直接材料主要有塑料粒子等。2023 年，公司塑料包装产品产量提升，主要原材料采购量有所增加，虽采购价格下滑，但采购总额增加。2023 年，公司塑料包装产品价格降幅低于主要原材料价格降幅，毛利率提升 1.48 个百分点。

2024 年一季度，公司塑料包装产品主要原材料采购量同比总体稳定，采购均价均有所下滑，下滑幅度大于产品售价下滑幅度，毛利率 19.99%，同比提升 4.64 个百分点。

公司塑料包装产品主要原材料塑料粒子供应商均为国内知名的、与瑞杰科技地理位置接近的行业龙头企业，如中海壳牌石油化工有限公司、道恩集团有限公司及其关联公司等。公司与供应商之间结算主要是预付款，少部分货到付款。2023 年公司塑料包装产品原材料前五大供应商占比 56.66%，供应商集中度仍较高。

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

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月	
注塑 PP	采购量	1807.85	1852.50	2182.52	494.75
	采购均价	7.96	7.59	6.94	6.70
	采购总额	14392.52	14055.61	15137.20	3314.41
吹塑 HDPE	采购量	579.72	1027.60	1122.63	342.11
	采购均价	7.38	7.56	7.25	7.09
	采购总额	4277.07	7765.77	8137.28	2424.74

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司治理与战略

跟踪期内，公司推进了董事会和监事会的换届选举，治理结构未发生重大变化

2023年5月，公司独立董事周中胜先生因个人原因辞职，公司补选吴青川先生为公司独立董事。2024年3月27日，公司召开2024年第一次职工代表大会，选举了第五届监事会职工代表监事。2024年4月19日，公司召开2023年年度股东大会，选举了公司第五届董事会非独立董事、独立董事，第五届监事会非职工代表监事；召开了第五届董事会第一次会议，审议通过了关于选举公司董事长、董事会各专门委员会、聘任公司高级管理人员、审计部负责人、证券事务代表的相关议案；召开第五届监事会第一次会议，选举了公司第五届监事会主席。因任期届满，公司第四届董事会独立董事章军先生在公司第五届董事会产生后，不再担任公司董事、董事会各相关专门委员会的职务。姚卫蓉经公司提名、选举成为公司第五届董事会独立董事，并担任公司薪酬与考核委员会主任委员。

跟踪期内，公司治理结构未发生重大变化。

公司及子公司不属于环境保护部门公布的重点排污单位，2023年没有因环境问题受到行政处罚，社会责任履行较好

公司及子公司不属于环境保护部门公布的重点排污单位，2023年没有因环境问题受到行政处罚。2023年，公司主要污染物均按国家环保标准排放和控制，未发生重大的环境污染事故。公司注重安全生产，贯彻落实《安全生产法》，加强安全管理组织建设、安全风险的识别、日常检查、安全隐患处理督导、安全知识和预防措施培训，做好生产安全预防和安全管理，确保员工的作业安全、物料安全和公司的财产安全。公司关注员工成长，加强团队建设，保护职工权益。公司积极履行社会责任，2023年，公司对地方慈善、教育、文化等方面给予了积极的支持，为助力乡村振兴、巩固拓展脱贫攻坚成果作出贡献。2023年6月，公司通过校企互动，向江南大学教育发展基金捐赠5万元；2023年9月，公司向铜罗消防捐赠2.6万元，助力消防安全；2023年12月，公司向苏州市吴江区桃源镇慈善会捐赠60万元；2023年12月，中鲈华源向苏州市吴江区平望镇慈善会捐赠25万元；2023年12月，公司向九里桥村委捐赠10万元，助力美丽乡村建设。

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

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

财务分析

财务质量

公司披露了2023年合并财务报告和2024年1~3月未经审计合并财务报表。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2023年合并财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

资产构成与质量

跟踪期内，由于公司计提商誉减值，资产总额略有减少，仍以流动资产为主，流动资产中应收账款和存货占比仍较高

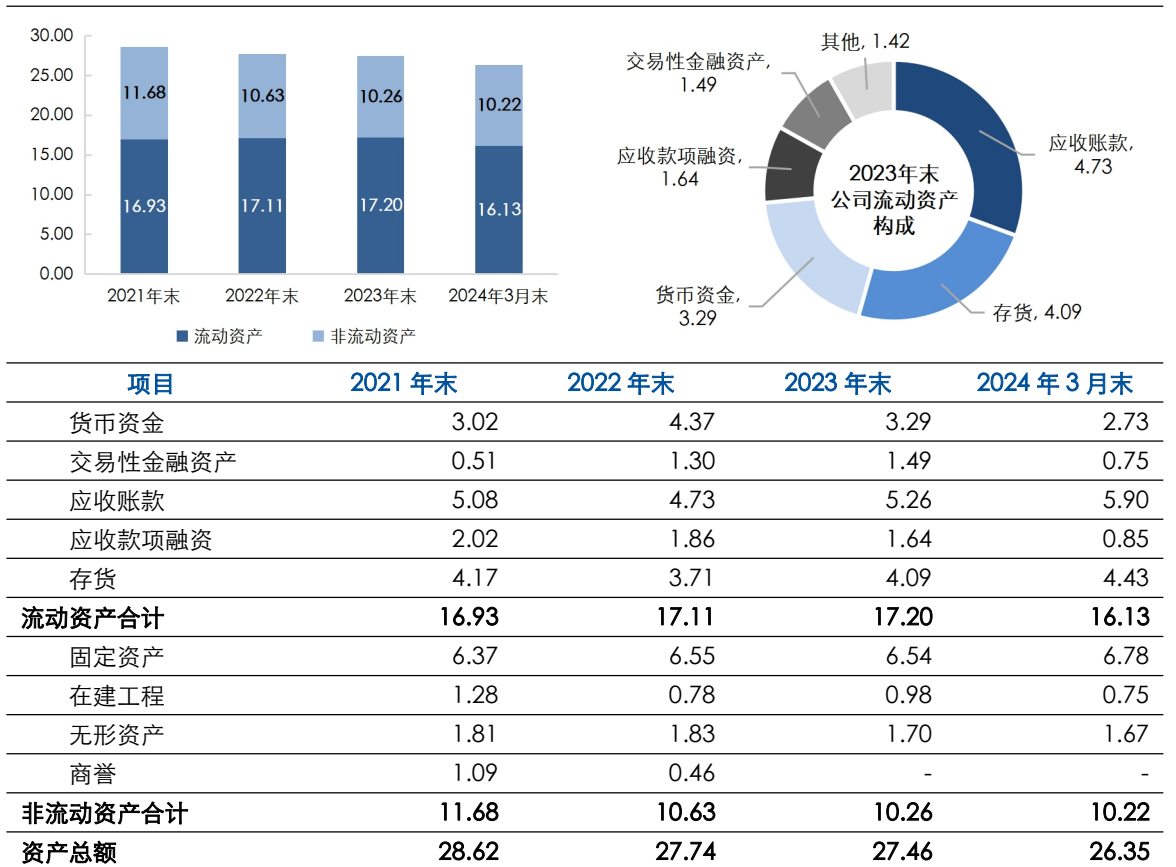
跟踪期内，由于公司计提商誉减值，资产总额略有减少，仍以流动资产为主，截至2024年3月末，流动资产占资产总额的比例为61.21%，资产构成仍以流动资产为主。

2023年末，公司流动资产同比增加0.53%，主要由应收账款、存货、货币资金、应收款项融资和交易性金融资产等构成，占比分别为30.60%、23.79%、19.13%、9.56%和8.67%，合计占流动资产比重为91.75%。公司应收账款为应收货款，账龄以1年内为主。2023年末账面余额5.62亿元，计提坏账准备0.36亿元，其中因部分客户资不抵债等原因全额计提坏账准备0.12亿元，账面价值5.26亿元，同比有所增加；期末余额前五名合计3.08亿元，占比54.84%；应收账款周转率4.82次，同比略有提升。公司存货主要为原材料和半成品，2023年末账面余额4.29亿元，计提跌价/减值准备0.20亿元，账面价值4.09亿元，同比有所增加；存货周转率5.29次，同比略有提升。2023年末公司货币资金3.29亿元，主要为银行存款，同比有所减少，其中使用受限的货币资金0.18亿元，主要为保证金。公司应收款项融资全部为银行承兑汇票，2023年末账面余额1.64亿元，同比有所减少。公司交易性金融资产为理财产品和基金，2023年末账面余额1.49亿元，同比有所增加，主要为投资基金规模增加。2024年3月末，公司流动资产较2023年末减少6.23%，其中货币资金、交易性金融资产和应收款项融资有所减少，应收账款和存货有所增加。

跟踪期内，公司非流动资产有所减少，主要系计提商誉减值所致。2023年末，公司非流动

资产主要由固定资产、无形资产和在建工程等构成，占比分别为 63.78%、16.59%和 9.58%，合计占非流动资产比重为 89.95%。2023 年末公司固定资产账面价值 6.54 亿元，同比总体稳定，主要为机器设备、房屋及建筑物。公司无形资产仍以土地使用权和办公软件为主，因计提摊销，2023 年末同比有所减少。由于咸宁三期工程和智能天津工程等项目投入，2023 年末公司在建工程期末余额有所增加。公司 2018 年并购瑞杰科技，新增塑料包装业务，形成商誉 1.93 亿元。随着 2023 年公司将剩余 0.46 亿元商誉全部计提，公司并购瑞杰科技形成的 1.93 亿元商誉已全额计提。2024 年 3 月末，公司非流动资产规模和结构较 2023 年末变动不大。

图表 13 公司资产构成情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2023 年末，公司受限资产规模为 0.32 亿元，占资产总额的比重为 1.17%，占净资产的比例为 1.94%。

图表 14 公司 2023 年末受限资产情况（单位：亿元）

受限资产	受限金额	受限原因
货币资金	0.18	票据保证金、诉讼财产保全冻结、合同履行保证金、ETC 业务保证金、未及时对账冻结资金
应收票据	0.13	已背书商业承兑汇票未终止确认
应收款项融资	0.01	票据池质押
合计	0.32	-

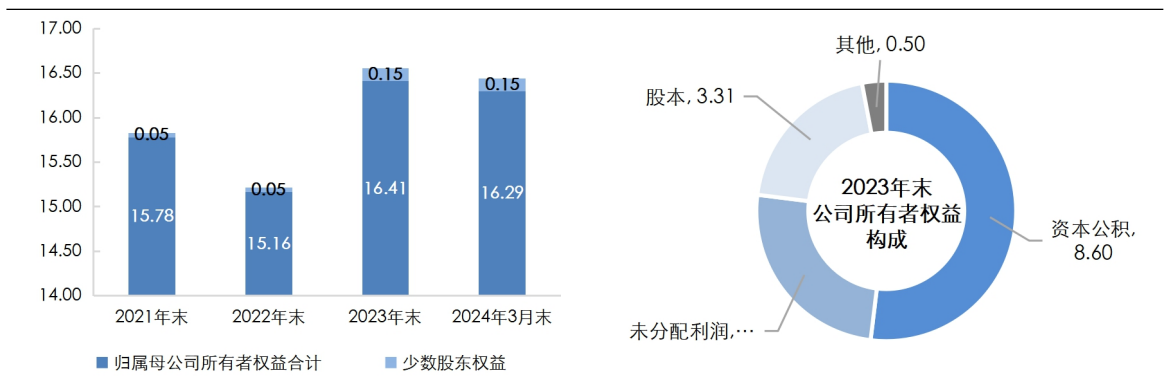
数据来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

2023年，“华源转债”转股，期末所有者权益有所增加，未分配利润和资本公积占比仍高

2023年末，公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润和实收资本等构成。其中，资本公积较2022年末有所增加，主要为“华源转债”转股，公司资本溢价增加1.40亿元；受益于经营积累，未分配利润较2022年末略有增加；实收资本较2022年末有所增加，为“华源转债”转股所致。公司资本公积和未分配利润占比仍较高，若公司大规模分红，将对所有者权益稳定性形成一定影响。2024年3月末，公司所有者权益较2023年末略有减少。其中，受益于经营积累，公司未分配利润较2023年末有所增加，但2024年一季度，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购股份，期末库存股有所增加。

图表 15 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

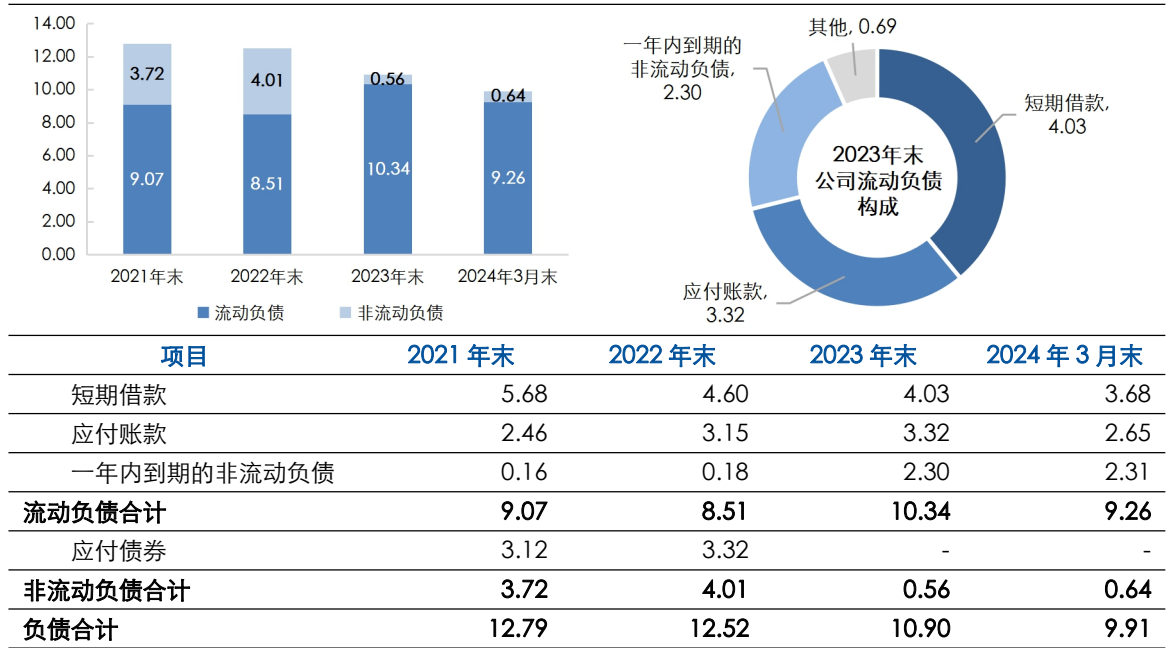
跟踪期内，公司负债结构仍以流动负债为主，“华源转债”部分转股及公司偿还部分短期借款，全部债务规模有所下降，但全部为短期有息债务，面临一定集中偿付压力

跟踪期内，公司负债总额有所下降，主要系“华源转债”部分转股及公司偿还部分短期借款所致，截至2024年3月末，流动负债占负债总额的比例为93.50%，负债构成仍以流动负债为主。

2023年末，公司流动负债同比增加21.44%，主要系未转股的“华源转债”将于2024年到期，由“应付债券”转入“一年内到期的非流动负债”所致；主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债等构成，占比分别为39.00%、32.10%和22.23%，合计占流动负债比重为93.34%。公司短期借款主要为信用借款和质押借款，2023年公司偿还部分短期借款，期末余额较2022年末有所减少。公司应付账款主要为应付材料款，2023年末余额有所增加。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的应付债券，2023年末余额同比增加较多。2024年3月末，公司流动负债较2023年末减少10.40%，主要为短期借款和应付账款减少所致。

跟踪期内，公司非流动负债明显减少，主要为未转股的“华源转债”将于2024年到期，由“应付债券”转入“一年内到期的非流动负债”所致。2023年末和2024年3月末，公司非流动负债分别为0.56亿元和0.64亿元，由递延收益、租赁负债和递延所得税负债构成。

图表 16 公司负债构成情况 (单位: 亿元)

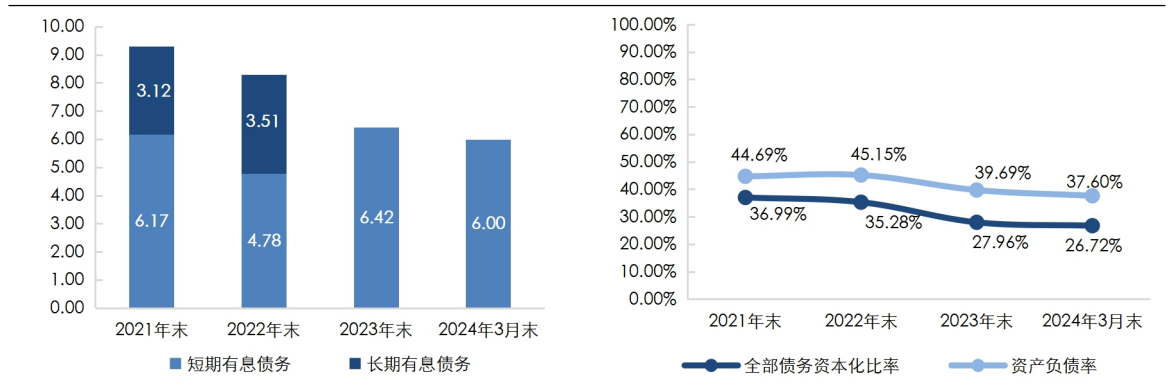


数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 由于“华源转债”部分转股及公司偿还部分短期借款, 全部债务规模有所下降。2023 年末和 2024 年 3 月末, 公司全部债务均为短期有息债务, 面临一定集中偿付压力; 同期末, 公司资产负债率分别为 39.69%和 37.60%, 全部债务资本化比率分别为 27.96%和 26.72%。

从债务期限结构来看, 以 2024 年 3 月末公司全部债务为基础, 公司 6.00 亿元全部有息债务将于一年内到期。截至 2024 年 3 月末, 尚未转股的“华源转债”金额为 2.01 亿元¹³。未来若“华源转债”持有人全部选择转股, 则“华源转债”将全部转换成公司股本, 公司仅需负担转股前利息, 若剩余债券持有人持有到期不转股, 则公司需在 2024 年兑付“华源转债”本息。

图表 17 公司有息债务及债务负担 (单位: 亿元)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

对外担保方面, 截至 2024 年 3 月末, 公司无对合并范围外企业的担保。

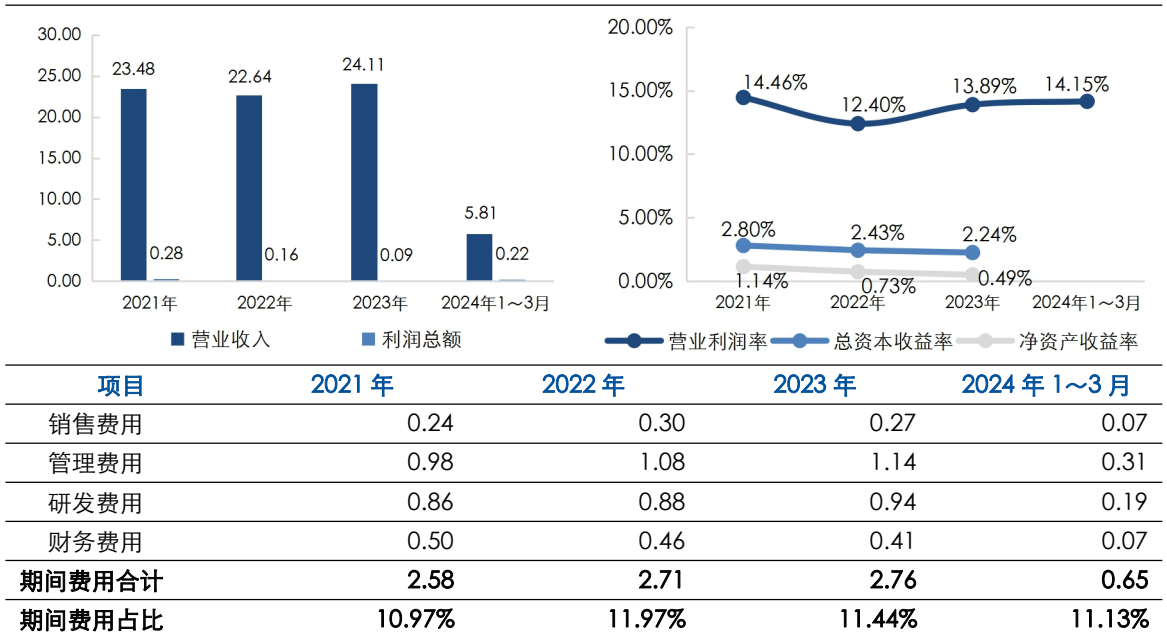
¹³ 与一年内到期的应付债券金额存在差异, 系因部分“华源转债”计入权益核算。

盈利能力

随着下游需求回暖，2023 年公司营业收入有所增加，受益于主要原材料价格下降，营业利润率提升，但受营业外收入减少影响，公司利润总额有所下降

随着下游需求回暖，2023 年公司营业收入同比增加 6.47%；受益于主要原材料价格下降，营业利润率同比提升 1.49 个百分点。同期，公司总资本收益率为 2.24%，同比下降 0.18 个百分点，净资产收益率为 0.49%，同比下降 0.24 个百分点，降幅均有所收窄。公司期间费用主要为管理费用和研发费用，2023 年略有增加，但占营业收入比重同比下降 0.53 个百分点。

图表 18 公司盈利能力情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2023 年，公司投资亏损 51.21 万元，主要为公司符合终止确认条件的票据贴现利息计入投资收益所致；公允价值变动收益 16.10 万元，主要系结构性存款在持有期间测算投资收益所致；营业外收入为 0.01 亿元，较 2022 年减少较多，主要系 2022 年公司取得债权回款溢价收益¹⁴。同期，公司信用减值损失-0.02 亿元，全部为坏账损失；资产减值损失-0.61 亿元，主要为常州瑞杰的商誉减值损失；资产处置收益 45.34 万元，主要来自使用权资产处置收益。受营业外收入减少影响，2023 年，公司利润总额同比下降 45.09%。

2024 年 1~3 月，公司营业收入为 5.81 亿元，营业利润率 14.15%，同比均有提升；利润总额为 0.22 亿元，同比明显增加。

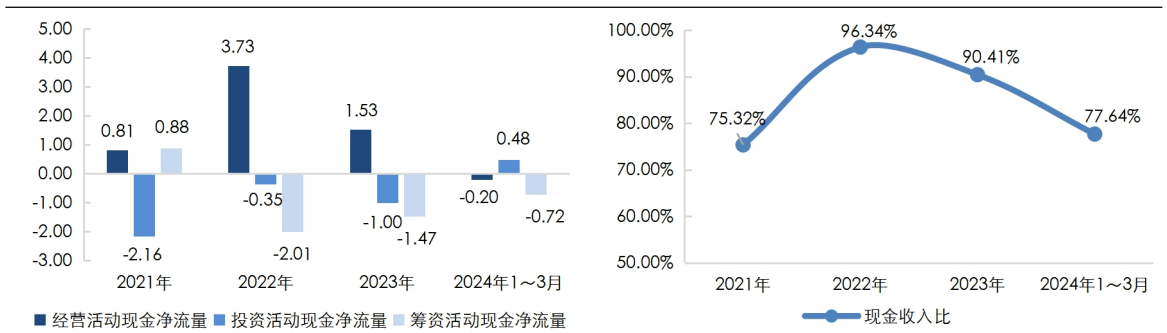
¹⁴ 截至 2022 年 11 月 16 日，公司已收到江洪及其他相关方按照《执行和解协议》、《仲裁裁决执行和解履行之协议书》、《执行和解协议之补充协议（二）》约定支付的全部款项共计 139536940.69 元，扣除本金及相关税费 72900668.17 元，计入营业外收入 66636272.52 元。

现金流

2023 年公司经营活动现金净流入有所减少，投资性现金流持续净流出，由于归还借款，筹资活动现金流保持净流出状态

2023 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 1.53 亿元，同比减少 59.04%，主要系公司支付的材料款、税费等增加所致；现金收入比降至 90.41%，但仍处于较好水平。同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-1.00 亿元，持续净流出，净流出规模有所增加，主要系公司收回投资现金减少及投资支付现金增加所致；公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.47 亿元，保持净流出状态，主要系公司归还借款所致。

图表 19 公司现金流情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2024 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-0.20 亿元、0.48 亿元和-0.72 亿元。

偿债能力

跟踪期内，公司资产流动性有所下降，2023 年，公司经营现金流动负债比明显下滑。2023 年公司 EBITDA 为 1.72 亿元，同比略有减少，利息支出减少，EBITDA 利息倍数同比提升，EBITDA 对利息支出的覆盖程度仍较高，全部债务规模有所下降，EBITDA 对全部债务的保障程度有所增强。

图表 20 公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

指标名称	2021 年 (末)	2022 年 (末)	2023 年 (末)	2024 年 3 月 (末)
流动比率	186.66	200.96	166.35	174.09
速动比率	140.65	157.35	126.78	126.28
经营现金流动负债比	8.95	43.84	14.78	-
EBITDA 利息倍数	3.44	3.87	3.95	-
全部债务/EBITDA	5.15	4.67	3.74	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2024 年 3 月末，公司（合并）短期有息债务 6.00 亿元。未来一年，“华源转债”若未转股，则将到期。2023 年公司分配股利、利润及偿付利息所支付的现金 0.18 亿元。目前公司已发布公告，2023 年度拟不进行利润分配，且已经公司 2023 年年度股东大会审议通过。2023 年公司经营性净现金流为 1.53 亿元，投资性净现金流为-1.00 亿元，筹资活动前净现金流为 0.52

亿元。预计 2024 年，公司盈利提升，但考虑在建项目投入及短期有息债务规模较大，筹资活动前净现金流对短期有息债务的保障程度一般。截至 2024 年 3 月末，公司获得银行等金融机构授信额度约 16 亿元人民币，未使用授信额度为 12.12 亿元人民币。作为上市公司，公司融资渠道较为畅通，预计可对短期有息债务的偿还提供保障。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的、由中国人民银行征信管理中心出具的《企业信用报告》，截至 2024 年 5 月 8 日，公司本部已结清和未结清信贷无关注类和不良类信用记录。

截至本报告出具日，公司在债券市场发行的债券已按期付息，尚未到本金兑付日。

增信措施

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

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

东方恒业成立于 2003 年 3 月，是由信通网络运营通讯有限公司、蒋学明、谢莺霞、陆冠和周河共同出资组建的有限公司，注册资本 5.00 亿元。信通网络运营通讯有限公司、蒋学明、谢莺霞、陆冠和周河对其持股比例分别为 56.00%、35.00%、3.00%、2.00%和 4.00%。2016 年 6 月，信通网络运营通讯有限公司和蒋学明将其持有东方恒业的全部股权转让给苏州东方九久实业有限公司（以下简称“九久实业”），谢莺霞、陆冠和周河将其持有东方恒业的全部股权转让给苏州东控投资管理有限公司（以下简称“东控投资”）。股权转让完成后，东方恒业股东变更为九久实业和东控投资，对其持股比例分别为 91.00%和 9.00%。截至 2023 年末，九久实业对东方恒业持股比例 91.00%，为东方恒业的控股股东，蒋学明为九久实业的控股股东亦为东方恒业实际控制人。

东方恒业 2021 年开始开展化工产品贸易业务，近年营业收入主要来源于贸易业务。根据东方恒业经审计的本部财务报表，截至 2023 年末，东方恒业（本部）资产总额 12.82 亿元，所有者权益 4.94 亿元，资产负债率 61.48%；2023 年，东方恒业本部实现营业收入 16.53 亿元，实现利润总额-0.03 亿元。

2023 年，东方恒业化工贸易业务收入和毛利润同比增加，但业务市场竞争力弱，期间费用对利润侵蚀仍较大，利润总额亏损；本部资产中其他应收款、固定资产占比较大，存在资金占用，资产流动性较差；经营性现金流持续净流出，对流动负债的覆盖能力很弱；对外担保比例较高，面临一定的代偿风险。

东方恒业与自然人李志聪签订了《李志聪关于苏州华源控股股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券之反担保连带保证声明》，自然人李志聪为东方恒业提供全额、无条件、不可撤

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

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

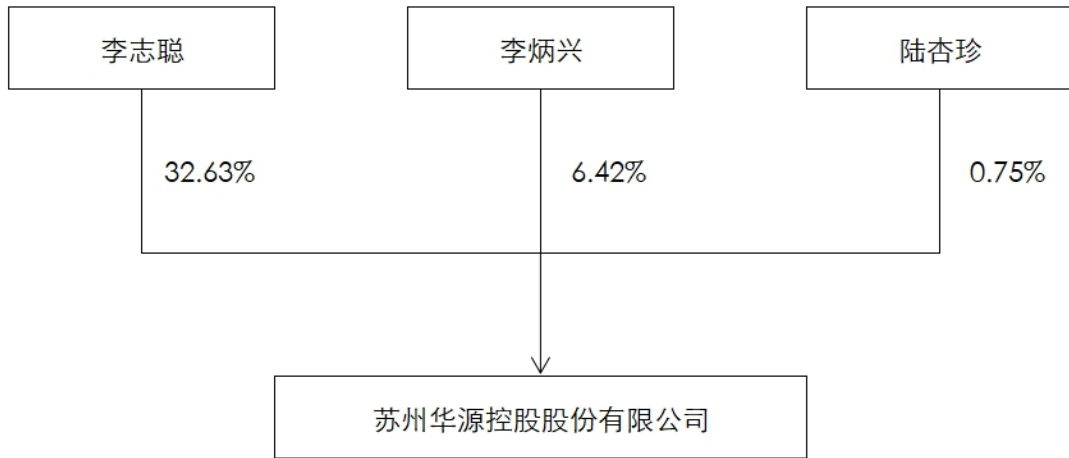
抗风险能力及结论

公司主营金属包装产品和塑料包装产品产销业务，业务链完整，产品系列丰富、规格齐全，跟踪期内，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，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；随着下游需求回暖，2023 年公司营业收入和毛利润有所增加，叠加主要原材料价格下降，毛利率有所提升。

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；公司塑料包装产品中吹塑产品产能利用率不高，在建塑料制品项目投产后若下游需求不及预期，将面临产能释放风险；2023 年利润总额有所下降，经营活动现金净流入有所减少，有息债务均为短期债务，公司面临一定集中偿付压力。

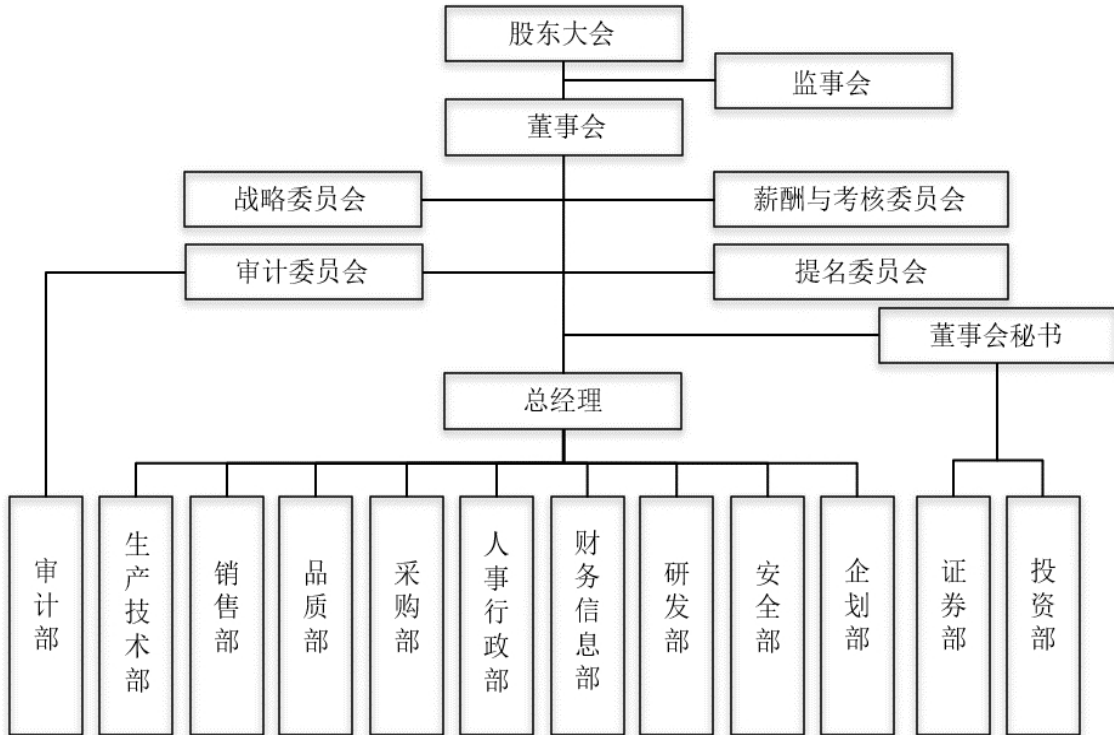
综合考虑，东方金诚维持华源控股主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，并维持“华源转债”的信用等级为 AA-。

附件一：截至 2024 年 3 月末公司股权结构图¹⁵



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

附件二：截至 2024 年 3 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月 (未经审计)
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	28.62	27.74	27.46	26.35
所有者权益 (亿元)	15.83	15.21	15.56	16.44
负债总额 (亿元)	12.79	12.52	10.90	9.91
短期债务 (亿元)	6.17	4.78	6.42	6.00
长期债务 (亿元)	3.12	3.51	-	-
全部债务 (亿元)	9.29	8.29	6.42	6.00
营业收入 (亿元)	23.48	22.64	24.11	5.81
利润总额 (亿元)	0.28	0.16	0.09	0.22
净利润 (亿元)	0.18	0.11	0.08	0.19
EBITDA (亿元)	1.81	1.78	1.72	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.81	3.73	1.53	-0.20
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-2.16	-0.35	-1.00	0.48
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.88	-2.01	-1.47	-0.72
毛利率 (%)	14.97	12.93	14.37	14.66
营业利润率 (%)	14.46	12.40	13.89	14.15
销售净利率 (%)	0.77	0.49	0.34	3.27
总资本收益率 (%)	2.80	2.43	2.24	-
净资产收益率 (%)	1.14	0.73	0.49	-
总资产收益率 (%)	0.63	0.40	0.30	-
资产负债率 (%)	44.69	45.15	39.69	37.60
长期债务资本化比率 (%)	16.48	18.75	-	-
全部债务资本化比率 (%)	36.99	35.28	27.96	26.72
货币资金/短期债务 (倍)	0.49	0.91	0.51	0.46
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-14.52	40.74	8.15	-
流动比率 (%)	186.66	200.96	166.35	174.09
速动比率 (%)	140.65	157.35	126.78	126.28
经营现金流流动负债比 (%)	8.95	43.84	14.78	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.44	3.87	3.95	-
全部债务/EBITDA (倍)	5.15	4.67	3.74	-
应收账款周转次数 (次)	4.95	4.62	4.83	-
存货周转次数 (次)	4.97	5.00	5.29	-
总资产周转次数 (次)	0.87	0.80	0.87	-
现金收入比 (%)	75.32	96.34	90.41	77.64

附件四：主要财务指标计算公式

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

注：EBITDA=利润总额+利息费用+折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

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

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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

短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
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，安全性易受不良环境变化的影响
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。