

厦门合兴包装印刷股份有限公司 2022 年度跟踪评 级报告

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

2022 年 6 月 20 日

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评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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，不存在因发行人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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。

■ 本次信用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评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0720 号

厦门合兴包装印刷股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“合兴转债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十日

评级观点：中诚信国际维持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”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“合兴转债”的信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了公司行业地位领先、产能规模持续扩张、客户资源优质对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到偿债压力、在建项目投资进度和资金平衡情况值得关注，以及应收账款和存货对公司营运资金占用较多对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

合兴包装（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	65.12	81.30	95.72	91.63
所有者权益合计（亿元）	32.92	37.90	37.25	37.46
总负债（亿元）	32.20	43.40	58.47	54.17
总债务（亿元）	18.30	22.92	32.65	31.54
营业总收入（亿元）	110.97	120.07	175.49	39.09
净利润（亿元）	2.90	3.27	2.32	0.43
EBIT（亿元）	4.48	4.63	3.51	0.73
EBITDA（亿元）	6.47	6.57	6.31	--
经营活动净现金流（亿元）	3.91	3.50	3.00	1.61
营业毛利率(%)	13.03	11.36	8.57	9.11
总资产收益率(%)	6.62	6.32	3.97	3.14*
资产负债率(%)	49.45	53.38	61.09	59.12
总资本化比率(%)	35.73	37.69	46.71	45.71
总债务/EBITDA(X)	2.83	3.49	5.17	--
EBITDA 利息倍数(X)	7.26	8.75	5.89	--

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；2、带*指标为年化值。

正面

- **行业地位领先，产能规模持续扩张。** 公司是我国瓦楞包装行业的龙头企业，目前在全国有 60 余家生产基地，跟踪期内公司产能持续扩张，且持续发展的包装产业链平台对公司产能形成良好补充，规模优势较为显著。
- **客户资源优质。** 跟踪期内，公司新增合作客户，目前已与百威、海尔、美的、格力、HP、TCL 等在内的知名客户开展长期

合作，下游客户涉及行业广泛且质量较高。

关注

■ **偿债压力、在建项目投资进度和资金平衡情况值得关注。** 2021 年以来，原材料成本的提升压缩了公司主要产品的盈利空间，EBITDA 及经营性净现金流对债务本息的覆盖能力均有下降，货币资金对短期债务的覆盖能力有所下降，公司面临一定短期债务压力。此外，公司投资项目较多，需关注项目投资进度和资金平衡情况。

■ **应收账款和存货规模扩大，对营运资金占用现象较重。** 跟踪期内，公司应收账款和存货增长较快，截至 2022 年 3 月末，公司应收账款及应收款项融资合计 33.15 亿元，存货总额 18.55 亿元，分别占公司总资产的比重为 36.18% 和 20.25%，对公司资金造成一定占用。

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。

- **可能触发评级上调因素。** 资本实力显著增强，产能规模进一步扩张，收入提升，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。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级日	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
合兴转债	AA	AA	2021/6/18	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

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定期与不定期跟踪评级，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: 截至 2022 年 3 月末公司募集资金使用情况 (亿元)

债项简称	募集用途	募集资金	已使用资金	募集用途是否变更
合兴转债	环保包装工业 4.0 智能工厂建设项目	3.35	3.29	否
	青岛合兴包装有限公司纸箱生产建设项目	2.61	1.99	否
	合计	5.96	5.28	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济与政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高速增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末

持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或

仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

随着电商平台服务的完善，网络购物的规模持续快速增长，带动瓦楞包装行业规模快速提升，但受2021年上游原材料波动较大影响，行业内企业盈利承压

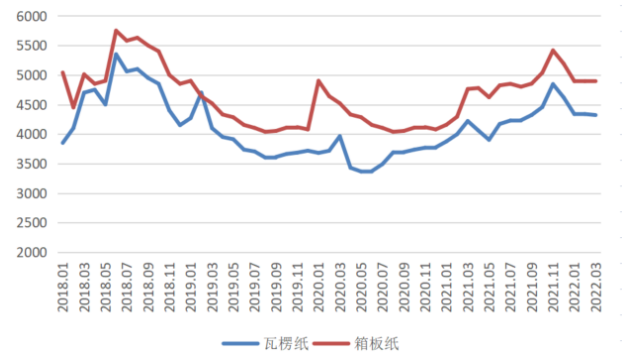
瓦楞包装为纸包装的一种，瓦楞纸箱（板）因其结实、灵活、轻便、可循环利用及低成本，而成为各种消费及工业产品的理想包装容器。中国包装联合会数据显示，2021年，纸和纸板容器制造业累计完成主营业务收入3,192.03亿元，同比增长13.56%；累计实现利润总额132.29亿元，同比减少5.33%。

瓦楞包装行业进入门槛低，中小生产厂商众多，形成了我国瓦楞包装行业主要以民营企业为主且较为分散的格局，行业集中度较低。受国内消费升级影响，高端包装纸需求上升，推动形成纸包装行业的差异化竞争格局。

从瓦楞包装的上游来看，瓦楞原纸为包装企业主要原材料，瓦楞纸价格波动对包装企业的盈利能力影响较大。根据《中国造纸协会2021年度报告》，2021年我国瓦楞原纸生产量达2,685万吨，较上年增长12.34%；消费量达2,995万吨，较上年增长

7.24%。2021年，箱纸板生产量达2,805万吨，同比增长14.96%；消费量为3,196万吨，同比增长12.65%。相对于集中度较低的瓦楞包装行业，原纸企业拥有较强的议价能力，原材料价格上涨传导到下游纸箱厂的周期较短。此外，由于瓦楞包装行业自身集中度较低，企业将上游涨价的成本传导至下游客户存在滞后。2021年原纸价格波动较大，一季度受制于纸浆大幅上涨、大宗商品价格快速上涨及运输成本增加，原纸价格同比大幅提升，二季度为市场传统淡季，且下游部分中大型包装厂前期备货量充足，原纸价格有所下降，三季度受益于节日需求等因素推动，价格进一步上扬。2021年原纸价格水平总体处于高位。受原纸价格波动上涨影响，瓦楞纸包装产品价格水平呈增长态势，2021年瓦楞包装企业的盈利水平承压。

图1：近年来瓦楞纸与箱板纸价格走势（元/吨）



资料来源：中国纸业网，中诚信国际整理

瓦楞包装下游产业链主要包括电子计算机、通信设备、家用电器、食品制造、饮料制造、医药制造、日用化学产品等行业。2021年以来，受疫情影响，居家办公和线上教育成为了全球各地的新趋势，同时，伴随互联网的普及和电商平台服务的完善，我国网络购物的规模持续快速增长，2021年全国网上零售额130,884亿元，同比增长14.1%，同期快递业务量也呈高速增长态势，快递总量达到1,083亿件，业务收入10,332.3亿元，分别同比增长29.9%和17.5%，使瓦楞纸箱需求随之增长。

客户粘性方面，由于瓦楞包装的下游企业众多，且主要客户均为各行业市场占有率较高的龙头企业。这些客户由于经营状况良好、盈利能力强，更

看重包装的设计感、差异化，强调包装对自身品牌定位、品质和销售的提升效果，因此对包装价格相对不敏感且客户粘性高于一般用户。

中诚信国际关注到，2021 年在大宗商品价格上涨、海外运力紧张和禁废令实施共同影响下，原纸价格波动上涨推动了包装纸价格的上调，包装纸企业成本控制压力加大。

跟踪期内公司管理层稳定，产权结构稳定

跟踪期内，公司管理层稳定，独立董事有所更替，根据 2022 年第一次临时股东大会会议决议公告，黄健雄为新增独立董事，原独立董事苏伟斌因连续担任公司独立董事职务已达六年不再继续担任公司独立董事。

产权结构方面，截至 2022 年 3 月末，公司控股股东仍为新疆兴汇聚股权投资管理有限合伙企

业，持有公司 32.07% 的股权；公司实控人仍为许晓光、许晓荣、许天津、吕秀英构成的许晓光家族，其中许天津、吕秀英为配偶关系，许晓光、许晓荣为其子女。截至 2022 年 5 月 9 日，公司控股股东新疆兴汇聚股权投资管理有限合伙企业对外质押公司股份 1.35 亿股，占其持股比例的 34.02%，占公司总股本比例 10.91%。

跟踪期内，受益于新生产线投产和客户群体扩大，公司产销量均保持增长态势，产品对外销售价格受原材料价格影响有所上升

2021 年，重庆、厦门、漳州等生产基地共 9 条生产线投入使用，公司产能提升明显。同时，受益于公司市场拓展力度增强及下游包装纸需求增加，2021 年公司瓦楞纸板、瓦楞纸箱和彩印包装产销量均呈上涨态势，其中瓦楞纸板和彩印包装受公司新增产能释放影响，产销量增幅明显。

表 2：近年来公司主要产品产能及产销情况（万立方米/年、万立方米、%）

年度	主要产品	产量	其中：再加工	销量	产销率
2019	瓦楞纸板	233,600.49	162,198.14	70,002.31	99.40
	瓦楞纸箱	159,017.78	--	148,217.57	93.21
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
2022.1~3	瓦楞纸板	78,802.02	44,378.90	32,255.78	97.25
	瓦楞纸箱	43,170.13	--	35,802.91	82.93
	彩印包装	13,033.76	--	14,112.75	108.28

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，公司未单独统计产能规模。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从公司产品的销售价格来看，跟踪期内受原材料价格大幅上涨影响，公司调整产品价格，2021 年以来公司纸板和纸箱平均销售价均有上涨。中诚信国际关注到，成本的价格传导通常有一定时滞¹，价格调整进度及其对公司盈利能力的影响值得关注。

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	2019	2020	2021	2022.1~3
纸箱	3.89	3.58	4.30	4.56
纸板	2.21	2.20	2.41	2.59

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司销售为“产品直销、以销定产”的模式，公司下游客户保持稳定，涉及家电、IT、食品、医

¹ 在原材料价格大幅上涨背景下，公司通常需要 1~3 个月时间完成价格调整。

药、快消、服装、家居等多个行业，2021 年公司新增客户，目前公司客户包括百威、海尔、美的、格力、HP、TCL、玛氏、京东方、青岛啤酒、联合利华、百事食品、顺丰等知名企业，为未来业绩的持续增长奠定基础。2021 年，受益于公司客户群体的增加，前五大销售客户销售占比较 2020 年小幅下降 1.29 个百分点。

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，公司应收账款规模较高，对公司资金造成一定占用，未来公司应收账款的回收情况值得关注。

表 4: 2021 年公司前五大销售客户情况 (万元、%)

客户	产品种类	销售金额	占比
第一名	纸箱	53,025.07	3.02
第二名	纸箱	41,212.65	2.35
第三名	纸箱	41,023.10	2.33

表 5: 近年来公司主要采购产品情况 (万吨、亿元)

原材料	2019		2020		2021		2022.1~3	
	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	84.57	25.39	100.54	30.27	129.37	45.98	28.74	10.18
箱板纸	87.19	30.55	99.59	34.62	123.24	49.56	26.19	10.67
其他原纸	11.18	4.68	15.03	6.14	22.22	9.77	0.48	0.24

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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仍以 6 个月的银行承兑汇票为主，账期一般在 30~40 天。

2021 年，公司向前五大供应商采购金额占比为 33.61%，同比 2020 年增加 0.13 个百分点，相对稳定。

表 6: 2021 年公司前五大采购商情况 (万元、%)

供应商	商品种类	采购金额	占比
第一名	原纸	244,427.20	12.70
第二名	原纸	140,653.21	7.31
第三名	原纸	124,151.74	6.45
第四名	原纸	74,677.22	3.88
第五名	原纸	62,921.78	3.27
合计	--	646,831.15	33.61

第四名	纸箱	38,251.99	2.18
第五名	纸箱	36,800.17	2.10
合计	--	210,312.98	11.98

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司采购规模有所扩大，加之 2021 年以来原材料采购单价有所上升，公司面临一定成本控制压力

公司生产成本主要包括原材料、人工成本和其他制造费用，其中，原材料采购金额占生产成本超过 65%。公司设立采购中心统一与供应商议价，原材料采购产品主要包括瓦楞纸和箱板纸等原纸，原纸的采购金额占原材料采购成本超过 90%。2021 年以来，公司业务规模继续增长，材料采购需求随之扩大。同时，废纸浆等原材料价格上涨推动采购单价上升，公司采购金额大幅上升，面临一定成本控制压力。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司在建项目投资规模较大，未来项目投资进度和资金平衡情况值得关注

跟踪期内，公司启动了行唐智能环保包装项目，计划投资 5.1 亿元建设厂房，目前该项目主体工程已经完成，进入试生产阶段，预计 2022 年底可完工，建成后年产能达到 2.5 亿平方米纸品包装。另外，2021 年 7 月，公司与福建长泰经济开发区管理委员会签署了长泰智能环保包装项目《企业土地使用权出让预约协议书》，该项目计划投资规模约 4.6 亿元，建成后中高端环保包装纸制品年产能达到 3.2 亿平方米，目前该项目正等待政府提供用地批复。未来随着在建拟建项目的完工投产，公司纸板及纸箱的产能产量有望进一步扩大。中诚信国际关注到，

截至 2022 年 3 月末，公司在建拟建项目主要为生产基地建设，投资规模较大，公司将根据自身资金情况安排项目投资，未来项目投资进度、资金平衡情况及项目投产后运营效益值得关注。

表 7：截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	计划投资额	已投资
合兴包装卫辉年产 4000 万 m ² 环保预印包装箱项目	1.20	0.43
合兴包装重庆智能环保包装生产基地项目	4.70	0.91
隆尧智能环保包装产业园项目	3.60	0.22
行唐智能环保包装项目	5.10	0.95
青岛合兴包装纸箱生产建设项目	2.98	1.53
湖北环保包装工业 4.0 智能工厂建设项目	3.44	2.49
合计	21.03	6.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

研发方面，跟踪期内公司继续加大研发投入，研发投入同比上升至 30,452.72 万元，呈逐年上升趋势。截至 2021 年末，公司获得专利共 518 项，其中发明专利 12 项、实用新型专利 477 项、外观设计专利 29 项。

财务分析

以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年度财务报表和公司公开披露未经审计的 2022 年一季度财务报告。公司各期财务报表均依据新会计准则编制，财务数据均采用报表期末数字。为计算有息债务，中诚信国际已将公司租赁负债中的有息债务调整至长期债务。

2021 年以来公司营业收入提升明显，但受原材料大幅上涨及市场竞争影响，公司盈利水平呈下降态势

受益于市场拓展的增强和产品价格提升，2021 年度公司营业收入同比增长 46.16%。2022 年一季度公司营业收入继续保持上涨态势，同比增长 4.28%。

产品毛利率方面，受原材料大幅上涨及市场竞争影响，公司产品销售价格均有上涨，但无法将成本压力完全转嫁至下游客户，主要产品的毛利率均有下降，加之毛利率较低的工业用纸收入和供应链服务收入占比提升，2021 年及 2022 年一季度，公司综合毛利率分别为 8.57% 和 9.11%，均有所下降。中诚信国际将对纸价波动对公司生产经营盈利情况产生的影响保持关注。

表 8：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

业务板块	2020		2021		2022.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
瓦楞包装	90.86	10.46	127.78	8.72	30.00	8.02
彩盒包装	4.06	11.09	6.59	9.54	1.61	7.35
缓冲包装	2.60	9.83	2.31	10.40	0.41	9.73
工业用纸	19.10	1.61	35.33	0.75	6.05	0.47
其它	3.45	90.55	3.48	79.33	1.02	94.92
合计/综合毛利率	120.07	11.36	175.49	8.57	39.09	9.11
行业板块	2020		2021		2022.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
包装制造行业	77.06	15.15	118.45	10.94	28.56	11.17
供应链服务	43.00	4.57	57.04	3.65	10.52	3.52
营业总收入/综合毛利率	120.07	11.36	175.49	8.57	39.09	9.11

注：其他收入主要来自生产过程产生的包装剩余的废纸销售及物业租赁；2020 年公司执行新收入准则，将运输费用计入营业成本，2019 年和 2020 年运输费分别为 1.56 亿元和 1.62 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用主要由销售费用、管理费用和研发费用构成。2021年，由于公司业务规模的扩大，公司销售费用和管理费用均有所增加；同时当年公司继续加大研发投入，导致研发费用同比上升；随着债务规模的上升，公司财务费用同比亦有所增加。受上述因素影响，公司期间费用规模同比增加，但受益于营业收入快速提升，公司期间费用率有所下降。

公司的利润主要来自经营性业务利润，2021年，受公司产品毛利率降低影响，公司经营性业务利润、EBIT、EBITDA、总资产收益率均呈下滑态势。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	4.88	3.16	3.59	0.91
管理费用	4.07	3.90	4.65	1.11
研发费用	1.37	1.94	3.05	0.69
财务费用	0.74	0.75	1.05	0.27
期间费用合计	11.06	9.75	12.34	2.98
期间费用率(%)	9.97	8.12	7.03	7.62
经营性业务利润	3.37	3.95	2.59	0.54
资产减值损失	0.04	0.19	0.23	0.07
利润总额	3.59	3.88	2.44	0.47
EBIT	4.48	4.63	3.51	0.73
EBITDA	6.47	6.57	6.31	--
EBITDA 利润率(%)	5.83	5.47	3.60	--
总资产收益率(%)	6.62	6.32	3.97	3.14*

注：1、表中资产减值损失包括信用减值损失；2、带*数据为年化值。
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司应收账款和存货占用的资金总额有所增加；受公司增加借款影响，债务规模和财务杠杆水平均有所上升

2021年末，公司资产规模持续扩张，且资产仍以流动资产为主。2021年以来，受公司扩大营业规模及增加原纸备货以应对纸价上涨影响，公司应收账款、存货均有所增加，截至2022年3月末，公司应收账款及应收款项融资合计33.15亿元，存货总额18.55亿元，分别占公司总资产的比重为36.18%

² 跟踪期内，公司连续推出两轮回购计划，其中第一期回购计划已于2021年5月21日回购完成，第二期回购计划已于2022年6月10日届满暨回购完成。回购的股份将用于实施公司股权激励计划或员工持股计划。2021年5月11日~2021年5月21日，公司第一期回购计划累计回购股份15,799,993股，占公司目前总股本的1.28%，总金额为

和20.25%，对公司资金造成一定占用。此外，由于公司持续增加对基地建设的投资，固定资产规模明显提升。2021年无形资产增加主要系公司拍得土地使用权。2021年以来，受项目投资和资金占用增加影响，公司货币资金规模进一步下降，截至2022年3月末，受限货币资金合计2.18亿元，主要为保证金。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
货币资金	5.12	6.92	5.29	5.37
应收账款	25.70	30.95	36.26	33.15
存货	10.82	14.00	19.51	18.55
流动资产合计	43.32	54.74	64.07	59.84
固定资产	12.43	14.90	18.90	19.56
在建工程	0.87	1.26	1.20	0.70
无形资产	5.43	6.11	6.76	6.70
非流动资产合计	21.80	26.57	31.65	31.79
资产合计	65.12	81.30	95.72	91.63
应收账款周转率	4.23	4.24	5.22	4.51*
存货周转率	8.47	8.58	9.58	7.47*

注：表中应收账款包含应收款项融资金额；加*为年化指标。
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债仍主要由有息债务和应付账款构成。2021年，受项目建设和拓展业务等因素影响，公司增加借款规模，加之以银行承兑汇票结算规模扩大，公司有息债务增长，且短期债务占比上升，债务结构有待优化。应付账款的增加主要系业务规模扩大使得未支付货款增加所致。受上述因素影响，公司总债务和总负债均有所上升，财务杠杆水平亦有所提高。

所有者权益方面，截至2021年末，受回购股份²影响，公司所有者权益小幅下降。2021年，公司现金分红1.80亿元，占当期归属于上市公司普通股股东净利润的比重为82.32%，分红政策相对激进。

表 11：近年来公司主要负债和权益情况（亿元、%）

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
短期债务	13.23	17.04	25.18	24.31
长期债务	5.07	5.89	7.46	7.23

人民币59,879,937.99元（不含交易费用）。2021年6月23日~2022年6月8日，公司第二期回购计划累计回购27,299,927股，占公司目前总股本2.20%，支付的总金额为95,985,692.27元（不含交易费用）。

长短期债务比 (X)	2.61	2.90	3.37	3.36
总债务	18.30	22.92	32.65	31.54
应付账款	10.77	16.61	21.45	18.54
总负债	32.20	43.40	58.47	54.17
所有者权益合计	32.92	37.90	37.25	37.46
资产负债率	49.45	53.38	61.09	59.12
总资本化比率	35.73	37.69	46.71	45.71

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营活动净现金流及 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所减弱，公司面临一定短期偿债压力

受盈利水平下降影响，公司经营活动净现金流略有下降。2021 年，公司持续推进在建项目建设，投资活动现金流出规模仍较大。筹资活动方面，受公司回购股票影响，筹资活动现金净流入规模大幅下降。

2021 年，受公司债务规模上升及盈利水平下降影响，EBITDA 及经营活动净现金流对债务本息覆盖能力同比下降，货币资金对短期债务的覆盖能力亦有所下降，公司面临一定短期债务偿还压力。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1-3
经营活动净现金流	3.91	3.50	3.00	1.61
投资活动净现金流	-1.99	-5.79	-5.86	-0.91
筹资活动净现金流	-3.46	4.11	0.30	-0.33
货币资金/短期债务	0.39	0.41	0.21	0.22
经营活动净现金流/短期债务	0.30	0.21	0.12	0.27*
经营活动净现金流/总债务	0.21	0.15	0.09	0.20*
经营活动净现金流/利息支出	4.39	4.65	2.80	6.07
经调整的经营净现金流/总债务 (%)	13.15	7.56	2.34	--
EBITDA 利息保障倍数	7.26	8.75	5.89	--
总债务/EBITDA	2.83	3.49	5.17	--
EBITDA/短期债务	0.49	0.39	0.25	--

注：带*数据为年化值。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司为 A 股上市公司，具有直接融资渠道；受限资产较小，无对外担保

公司为 A 股上市公司，具有直接融资渠道。此外，截至 2022 年 3 月末，公司在各大金融机构中共获得人民币 56.77 亿元的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为人民币 31.40 亿元，具有一定备用流动性。

资产抵质押方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产合计 6.00 亿元，占期末总资产比重为 6.55%，其中，公司有 2.18 亿元货币资金受限，作为银行保证金；公司受限固定资产 1.87 亿元、无形资产 1.10 亿元、投资性房地产 0.37 亿元、应收账款融资 0.48 亿元。

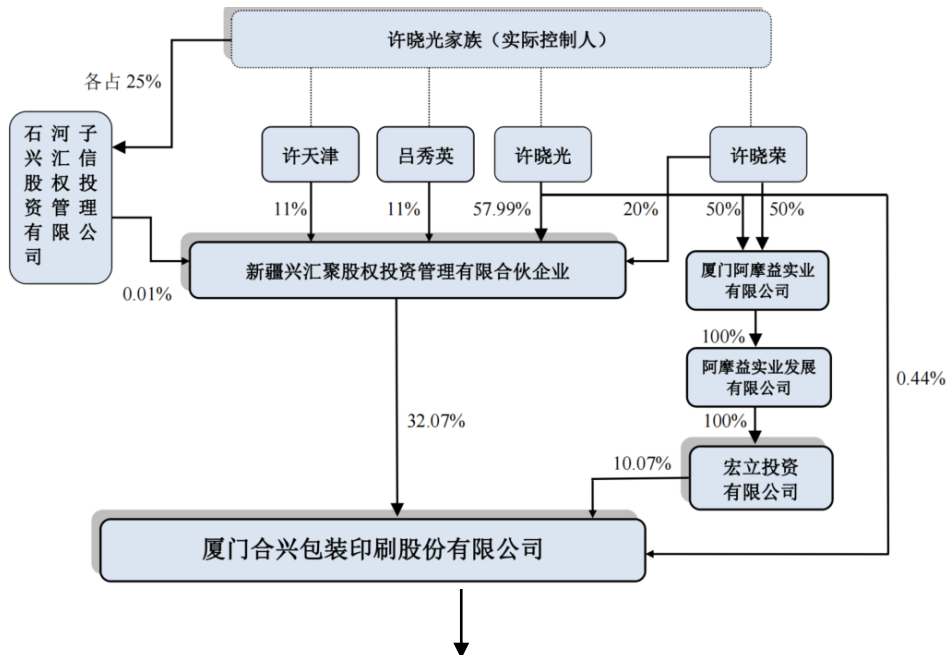
截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保，且无对公司运营产生影响的未决重大诉讼或仲裁事项。

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，2019~2022 年 4 月 24 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。

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**。

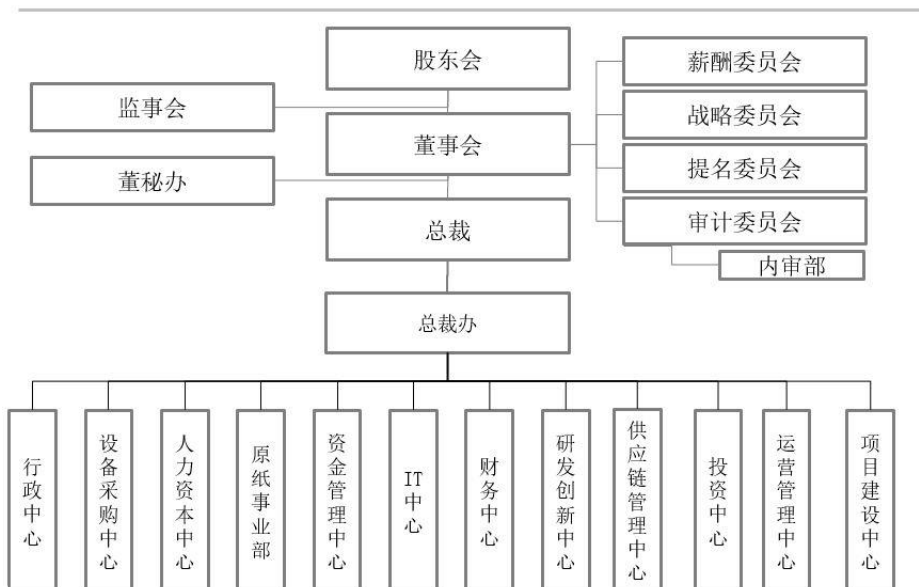
附一：厦门合兴包装印刷股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



部分子公司	持股比例(%)
湖北合兴包装印刷有限公司	100.00
佛山合信包装有限公司	100.00
合肥合信包装有限公司	70.00
滁州华艺柔印环保科技有限公司	100.00
湖北华艺包装印刷科技有限公司	100.00



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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	51,193.20	69,150.80	52,887.24	53,683.64
应收账款净额	256,972.11	309,498.21	362,622.54	331,513.44
其他应收款	8,982.60	12,228.19	8,718.50	8,400.37
存货净额	108,222.22	139,977.05	195,097.24	185,544.38
长期投资	2,060.43	1,780.00	5,380.00	5,380.00
固定资产	124,328.97	149,001.05	188,980.92	195,617.21
在建工程	8,711.23	12,644.03	12,021.51	6,964.49
无形资产	54,269.79	61,071.14	67,642.48	67,002.24
总资产	651,230.58	813,048.70	957,215.42	916,318.17
其他应付款	9,302.45	10,483.33	8,997.11	8,459.34
短期债务	132,334.17	170,386.38	251,827.78	243,087.03
长期债务	50,709.25	58,851.41	74,641.57	72,269.66
总债务	183,043.42	229,237.79	326,469.35	315,356.69
净债务	131,850.22	160,086.99	273,582.11	261,673.05
总负债	322,032.98	434,029.83	584,728.66	541,734.19
费用化利息支出	8,909.65	7,512.22	10,715.52	2,654.36
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	329,197.61	379,018.86	372,486.76	374,583.97
营业总收入	1,109,678.26	1,200,656.61	1,754,878.37	390,885.93
经营性业务利润	33,650.35	39,507.90	25,918.98	5,435.94
投资收益	3,207.68	-470.77	285.93	51.86
净利润	29,036.73	32,736.10	23,154.22	4,344.01
EBIT	44,786.01	46,268.76	35,108.28	7,349.62
EBITDA	64,715.04	65,727.93	63,115.80	--
经营活动产生现金净流量	39,106.90	34,953.42	30,006.91	16,106.47
投资活动产生现金净流量	-19,863.84	-57,928.20	-58,581.81	-9,127.19
筹资活动产生现金净流量	-34,568.86	41,054.55	2,956.88	-3,286.10
资本支出	26,302.86	60,343.80	57,309.93	9,546.25
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	13.03	11.36	8.57	9.11
期间费用率(%)	9.97	8.12	7.03	7.62
EBITDA 利润率(%)	5.83	5.47	3.60	--
总资产收益率(%)	6.62	6.32	3.97	3.14*
净资产收益率(%)	9.19	9.24	6.16	4.65*
流动比率(X)	1.65	1.49	1.28	1.30
速动比率(X)	1.24	1.11	0.89	0.90
存货周转率(X)	8.47	8.58	9.58	7.47*
应收账款周转率(X)	4.23	4.24	5.22	4.51*
资产负债率(%)	49.45	53.38	61.09	59.12
总资本化比率(%)	35.73	37.69	46.71	45.71
短期债务/总债务(%)	72.30	74.33	77.14	77.08
经营活动净现金流/总债务(X)	0.21	0.15	0.09	0.20*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.30	0.21	0.12	0.27*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.39	4.65	2.80	6.07
经调整的经营净现金流/总债务(%)	13.15	7.56	2.34	--
总债务/EBITDA(X)	2.83	3.49	5.17	--
EBITDA/短期债务(X)	0.49	0.39	0.25	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	7.26	8.75	5.89	--
EBIT 利息保障倍数(X)	5.03	6.16	3.28	2.77

注：各期财务报表均按照新会计准则编制；2022 年一季度财务报告数据未经审计；加“*”指标已年化处理，由于缺乏相关数据，部分指标无法计算；2020 年至 2022 年一季度其他应付款包含应付利息和应付股利。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	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
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-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
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/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：信用等级符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。