

厦门合兴包装印刷股份有限公司  
2012年3亿元公司债券  
2014年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



## 厦门合兴包装印刷股份有限公司

### 2012年3亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

担保方式：公司担保

担保主体：新疆兴汇聚股权投资管理有限  
合伙企业

债券到期日期：2017年11月16日

债券剩余规模：3亿元

评级日期：2014年5月26日

首次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

担保方式：公司担保

担保主体：新疆兴汇聚股权投资管理有限  
合伙企业

债券规模：3亿元

评级日期：2013年6月24日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对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”）2012年11月发行的3亿元公司债券（以下简称“本期债券”）2014年跟踪评级结果维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	220,786.87	214,165.11	184,619.55
归属于母公司所有者权益（万元）	95,769.77	89,779.40	90,612.13
资产负债率	55.10%	57.13%	50.10%
流动比率	1.34	1.45	1.37
速动比率	0.94	1.04	1.00
有息债务（万元）	88,578.84	86,031.33	58,693.00
营业收入（万元）	244,208.16	211,488.96	191,841.89
利润总额（万元）	12,749.41	8,494.32	9,642.47
综合毛利率	20.01%	17.81%	16.46%
总资产回报率	8.25%	6.57%	7.32%
EBITDA（万元）	25,252.57	19,144.48	17,918.49
EBITDA利息保障倍数	4.86	4.16	5.84
经营活动现金流净额（万元）	12,432.66	5,563.95	-1,722.94

资料来源：公司审计报告

### 正面:

- 跟踪期内，公司产销规模持续增长，产能利用率有所提高；
- 公司“集团化、大客户”战略效益进一步体现，跟踪期内与大客户合作关系进一步加强；
- 2013年公司收入及利润进一步增长，经营活动现金流得到较好改善；
- 跟踪期内，公司控股股东新疆兴汇聚股权投资管理有限合伙企业经营相对稳健，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可在一定程度上增加本期债券的安全性。

### 关注:

- 瓦楞纸箱属于资金密集型行业，随着产能的扩张和逐渐释放，公司运营资金需求量持续增长；
- 原材料价格的波动可能给公司带来一定的经营压力；
- 公司在建、拟建项目投资规模较大，未来存在一定的资金压力；
- 随着在建、拟建项目的完工，产能将进一步扩大，公司运营资金压力和销售压力将加大，能否充分消化新增产能有待观察；
- 公司应收账款规模继续扩大，回收风险有所增加；
- 公司存货规模较大，可能存在一定跌价风险；
- 公司短期借款规模偏大，存在一定的流动性风险；
- 担保方是公司的控股股东，其利润主要来源于公司，其担保能力易受公司经营与财务状况影响。

### 分析师

姓名： 夏荣尧 陈远新

电话： 0755-82872532

邮箱： xiary@pyrating.cn

## 一、本期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[2012]1211”号文核准，公司于2012年11月16日发行3亿元公司债券，票面利率为6.25%。债券期限为5年。扣除承销费用450万元，实际募得资金29,550万元。

本期债券的起息日为2012年11月16日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券的计息期间为2012年11月16日至2017年11月15日，存续期内每年的11月16日为上一计息年度的付息日。本期债券附第3年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券的到期日为2017年11月16日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的到期日为2015年11月16日。本期债券的兑付日为2017年11月16日。本期债券第一次付息日为2013年11月16日，公司已于当日兑付利息。

截至2013年4月19日，公司实际累计使用募集资金29,550万元，其中偿还银行借款19,173万元，补充流动资金10,377万元，募集资金余额为0万元。

表1 公司使用募集资金偿还银行借款的明细

借款银行	偿还金额（万元）
招商银行厦门分行	11,173
浦东发展银行厦门分行	2,000
中信银行武汉分行	3,000
中国工商银行同安支行	2,000
民生银行厦门分行	1,000
合计	19,173

资料来源：公司提供

## 二、发行主体概况

2013年，公司股本情况没有变化，控股股东以及实际控制人未发生变动，截至2013年末公司控股股东新疆兴汇聚股权投资管理有限合伙企业（以下简称“新疆兴汇聚”）持有公司14,184.76万股，持股比例为40.82%，其中质押股数为4,173.7万股。

2013年，公司通过投资设立取得3家公司，通过收购股权取得2家公司，通过转让股权减少1家公司，使得2013年公司新增合并范围5家子公司或孙公司及减少1家合并范围子公司。新增合并范围的子公司或孙公司分别为福建合信包装有限公司、营口市合坤环保科

技术有限公司、珠海市千层纸品包装有限公司、郑州合坤包装有限公司以及青岛雄峰印刷包装有限公司（如下表所示）；公司原持有湖北合一包装印刷有限公司 100% 股权，于 2013 年 4 月 30 日转让持有湖北合一包装印刷有限公司 54% 的股权，处置取得的价款为 756 万元，因此湖北合一包装印刷有限公司不再纳入合并范围。

**表 2 2013 年公司新增合并范围内的子公司及孙公司（单位：万元）**

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
福建合信包装有限公司	1,000.00	70%	中高档瓦楞纸箱、纸板及纸、塑包装制品的生产与销售
营口市合坤环保科技有限公司	1,000.00	100%	包装制品设计、制造、销售
珠海市千层纸品包装有限公司	260.00	60%	包装装潢印刷品印刷（限纸板、纸箱的印刷）；纸制品的批发、零售。纸箱制品的生产、销售。
郑州合坤包装有限公司	100.00	100%	纸制品销售（不含印刷）
青岛雄峰印刷包装有限公司	500.00	100%	纸制品加工；批发、零售

资料来源：公司提供

截至 2013 年底，公司总资产为 220,786.87 万元，归属于母公司所有者权益 95,769.77 万元，资产负债率为 55.10%；2013 年度公司实现营业收入 244,208.16 万元，实现利润总额 12,749.41 万元，经营活动产生的现金流净额为 12,432.66 万元。

### 三、运营环境

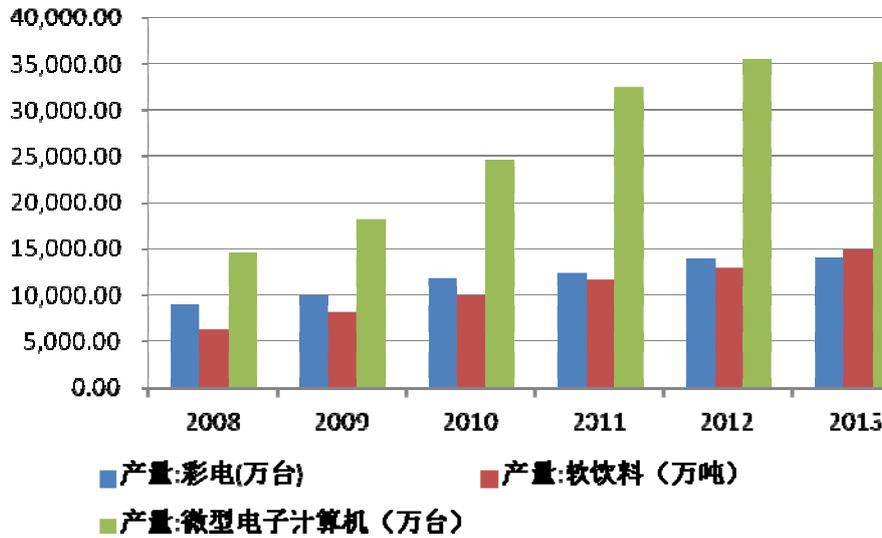
**瓦楞纸箱运用领域广泛，跟踪期内我国瓦楞纸箱产量继续增长，行业景气度同比有所回升**

瓦楞纸箱的上游主要是箱板纸和瓦楞原纸，属于造纸行业。与瓦楞纸箱包装相关的下游行业甚多，主要有通信 IT 及电子行业（电脑、手机等）、家电（彩电、冰箱、洗衣机、小家电等）、办公设备（复印机、传真机、电话机等）、日用化工、食品饮料、医药、轻工及机械产品等等。

2013 年，我国经济增长速度放缓，GDP 增长率为 7.7%，相关行业的增速也有所放缓。2013 年，我国彩电、软饮料和微型电子计算机的产量分别为 14,026.95 万台、14,926.82 万吨和 35,246.13 万台，同比增长率为 0.40%、14.61% 和 -0.49%。此外，近年电子商务的快速发展带来了“二次包装”需求的持续增长，也为行业发展提供了较好的外部环境，未来电子商务的发展有望成为包装行业新的增长点。根据艾瑞统计数据显示，2013 年中国电子商务市场交易

规模9.9万亿元，同比增长21.3%

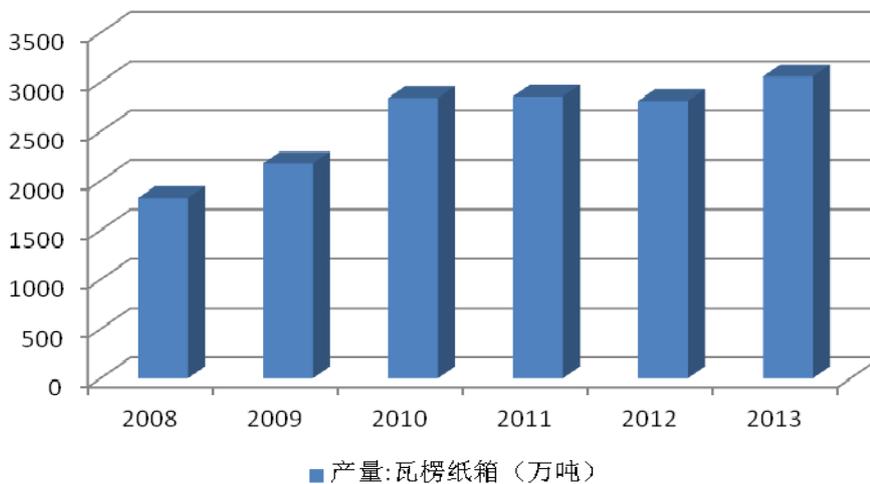
图1 2008-2013年我国彩电、软饮料和微型电子计算机产量



资料来源: wind资讯

我国瓦楞纸产量继续增长，由2012年的2,809.21万吨增长至2013年的3,057.01万吨，增长率为8.82%。从增长率来看，相较于2012年的负增长有所回升，而相较于2010-2011年的高速增长，增长率相对偏低。尽管国内宏观经济增速的放缓导致瓦楞纸下游各个行业的增速放缓，但瓦楞纸箱下游运用较为广阔，不轻易受单个行业波动的影响，因此可以预计，未来瓦楞纸箱的需求在经济总量保持适度增长的背景下，仍然存在一定的市场空间，并且电子商务的快速发展也为行业需求带来了新的增长点。

图2 2008-2013年我国瓦楞纸箱产量



资料来源: wind资讯

我国瓦楞纸箱行业区域化格局已基本形成，目前行业内企业数量较多，行业集中度不

## 高，竞争较为激烈，产能相对过剩

瓦楞纸箱具有150公里左右的销售半径，由于制造的产品为非标准产品，经营模式通常为“产品直销、以销定产”，因而行业具有比较明显的地域性。由于瓦楞纸箱包装产品应用范围较广，渗透于各个行业，因此瓦楞纸箱包装制品行业受下游单一行业波动影响较小。目前我国瓦楞纸箱（板）包装行业逐步形成以“东部地区为主、东部带动中西部发展”的竞争格局，其中珠三角、长三角、环渤海、闽南地区、胶东半岛作为我国主要的消费、电子、轻工工业制造基地，汇集了多数的大型瓦楞纸箱包装企业。

目前由于行业制造门槛较低，中低档产品的生产厂家众多，形成了我国瓦楞纸箱行业极度分散的行业格局，根据《2013-2017年中国瓦楞纸箱行业运营态势及投资潜力研究报告》，国内布点最全、规模最大的公司的市场占有率不超过2%，相比而言，美国的瓦楞纸箱行业CR5市场占有率达到73%。随着瓦楞纸箱下游的通讯电子、家电、日化、医药、食品等行业市场集中度越来越高，未来中国瓦楞纸箱行业的整合或成趋势。

长期以来我国经济总量保持较快的增长速度，而瓦楞纸箱行业的年均增长速度却高于经济增长速度，瓦楞纸箱的生产能力远远超过实际需求，行业的产能相对过剩，竞争加剧，造成许多生产线开工不足，有些生产线甚至已经停产。

## 四、经营与竞争

作为一家专业的瓦楞纸箱生产企业，公司产品主要包括各种瓦楞纸箱、瓦楞纸板（除少量直接对外销售外主要用于生产瓦楞纸箱）和缓冲包材，其中，瓦楞纸箱业务是公司收入和利润的主要来源。

跟踪期内，公司收入继续保持较快的增长趋势，2013年度公司收入合计240,697.11万元。公司收入构成较稳定，仍然以纸箱为主，2013年公司纸箱收入占主营业务收入比重为86.10%。2013年公司纸箱收入增长20.36%，纸板、缓冲包材收入有所下降。2013年公司主营业务毛利率为19.14%，较上年提升2.09个百分点，主要原因是公司的产能利用率继续提升、内部管理加强以及综合采购成本下降等多种因素综合作用所致。

**表3 2012-2013年公司主营业务收入分产品构成情况（单位：万元）**

产品	2013年		2012年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
纸箱	207,250.91	20.38%	172,192.58	18.15%
纸板	18,219.32	8.80%	19,033.62	8.46%

缓冲包材	15,226.88	14.69%	17,479.44	15.56%
<b>合计</b>	<b>240,697.11</b>	<b>19.14%</b>	<b>208,705.64</b>	<b>17.05%</b>

资料来源：公司提供

### 跟踪期内，公司产销规模持续增长，产能利用率进一步提升

2013 年，公司全国布点的计划基本完成，主要通过增加生产线后端设备以及技改方式提升产能规模，此外，公司于 2013 年收购珠海市千层纸品包装有限公司（以下简称“千层纸品”）60%的股权以及青岛雄峰印刷包装有限公司（以下简称“青岛雄峰”）100%的股权，但该两家子公司产能规模较小，对公司整体产能规模影响不大。截至 2013 年底，公司瓦楞纸板和瓦楞纸箱的产能分别达到 97,000 万平方米/年和 84,000 万平方米/年，生产能力有所扩张（见下表），公司产销规模持续增长，2013 年公司瓦楞纸箱产量和销量分别为 66,174 万平方米和 65,006 万平方米，分别较上年增长 17.22% 和 18.06%。

得益于公司较强的生产管理和销售能力，在产能持续扩张的背景下，公司产能利用率进一步提高，瓦楞纸板的产能利用率由 2012 年的 78.87% 提升至 2013 年的 79.26%，瓦楞纸箱的产能利用率由 2012 年的 78.41% 提升至 2013 年的 78.78%。

**表 4 2012-2013 年公司瓦楞纸箱及纸板产能、产量及销量（单位：万平方米）**

时间	产品	年设计产能	产量			销量
			再加工	直接销售	合计	
2013 年	瓦楞纸板	97,000	68,220	8,666	76,886	8,604
	瓦楞纸箱	84,000	-	66,174	66,174	65,006
2012 年	瓦楞纸板	84,000	58,200	8,054	66,254	7,750
	瓦楞纸箱	72,000	-	56,454	56,454	55,063

资料来源：公司提供

### 公司“集团化、大客户”战略效益进一步体现，跟踪期内与大客户合作关系进一步加强

包装行业市场竞争激烈，公司自规模化生产以来，通过标准化工厂和可复制生产模式，在全国范围内进行布点，以应对集团大客户需求，在此基础上，公司采取了“集团化、大客户”的差异化竞争策略。通过全国范围内的布点，公司具备了与大型集团客户进行配套供应的能力，并且加大了大型集团化客户的拓展，公司与一批大型集团化客户建立了稳定的关系，增加了大客户粘性。同时公司于 2012 年对整体营销团队架构进行调整，在公司总部营销中心下设集团大客户营销团队及区域客户营销团队。公司总部的集团大客户营销团队主要负责与各集团客户高层直接交流对接，完成与总部对接后，由公司下属各子公司再相应对大客户

位于当地的子公司进行供货；区域客户营销团队主要负责各地客户的销售，主要营销工作在各子公司完成，公司营销中心负责管理。这样的分工能够更好的满足不同客户的需求，可以针对不同类型的目标客户提供差异化服务。通过上述差异化竞争策略以及精细化的营销管理，公司与大客户的合作关系得到进一步加强，公司 TOP5 客户收入由 2012 年的 7.6 亿元提升至 2013 年的 9.3 亿元。

从销售区域看，各区域营业收入均实现不同程度的增长。跟踪期内华东地区产能得到释放，产销规模大幅扩大，促使华东地区收入同比增幅达到 47.35%，毛利率由 2012 年的 12.94% 增长至 2013 年的 14.55%。其余区域受产能的扩张和释放影响，毛利率均有不同程度的提升，但变化幅度相对较小。总体看，受公司产能利用率的提升等因素影响，2013 年公司主营业务毛利率较上年增长 2.09 个百分点。

**表 5 2012-2013 年公司主营业务收入区域分布情况**

地区名称	2013 年			2012 年		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
华中地区	102,383.81	20.42%	42.54%	91,927.64	18.86%	44.05%
华南地区	69,115.88	17.49%	28.71%	61,350.17	15.53%	29.40%
西南地区	33,793.52	22.41%	14.04%	29,535.32	17.58%	14.15%
华东地区	27,585.38	14.55%	11.46%	18,721.41	12.94%	8.97%
华北地区	7,818.51	19.01%	3.25%	7,171.11	15.26%	3.44%
<b>合计</b>	<b>240,697.11</b>	<b>19.14%</b>	<b>100.00%</b>	<b>208,705.64</b>	<b>17.05%</b>	<b>100.00%</b>

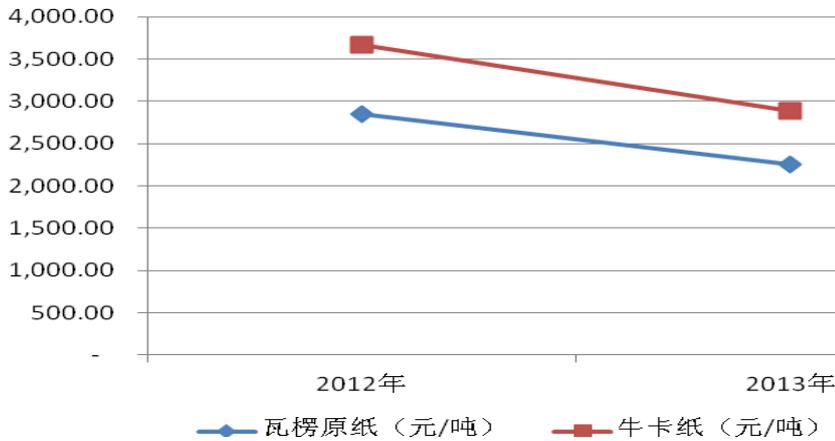
资料来源：公司提供

**跟踪期内，原材料价格进入下行通道，公司实行集中采购制度有利于降低综合采购成本，但原材料价格的波动将在一定程度上增加公司经营压力**

随着公司产销规模的持续扩大，原材料采购量也持续增长，并且由于原材料成本占公司总生产成本的比重很高，原材料采购成本控制对于公司的盈利能力有重要的影响。公司自 2012 年开始逐步推行集中采购制度，即将下属子公司的原材料采购集中到母公司进行统一的管理，统一结算，这有利于提升公司对供应商的议价能力，对于降低综合采购成本能起到积极的作用，进而提升公司的盈利能力。2013 年，公司集中采购进一步推广，集中采购优势的效果逐步体现，公司主要原材料瓦楞原纸和牛卡纸的采购平均价格分别为 2,253.99 元/吨和 2,880.55 元/吨，分别同比下降 20.93%、21.39%，除原材料价格本身有所下降以外，公司采用集中采购制度也是原材料采购综合成本下降的重要因素。从产品的销售价格来看，2013 年公司主要产品瓦楞纸箱销售平均价格约为 3,188.18 元/吨，较 2012 年同比上升了 1.95%。通过上述分析可以看到，公司通过集中采购有利于提升公司的议价能力，节约综合

采购成本，进而提升盈利空间。

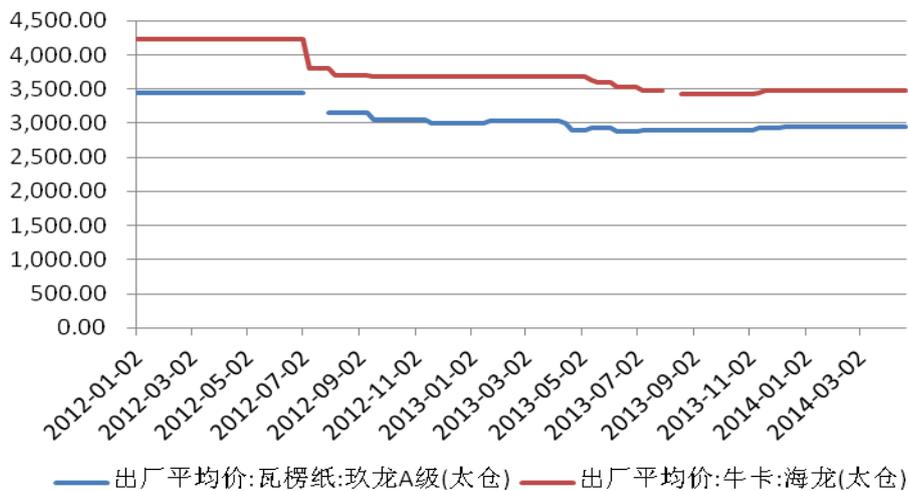
图3 近两年公司主要原材料采购平均价格



资料来源：公司提供

随着上游原材料市场产能的逐步释放，原材料目前处于供大于求的状况，跟踪期内，主要原材料价格进入下行通道。2013年以来，瓦楞纸箱主要原料瓦楞原纸和牛卡纸价格整体呈现下降走势。根据wind资讯数据，玖龙A级（太仓）瓦楞原纸的价格由2013年1月的3,000.00元/吨下降至2013年6月的2,875.00元/吨，至2014年4月回升至2,950.00元/吨；海龙（太仓）牛卡纸均价由2013年1月的3,675.00元/吨下降至2013年6月的3,425.00元/吨，至2014年4月回升致3,475.00元/吨。由于瓦楞纸及牛卡纸等原材料成本约占公司主营成本的70%，且我们注意到公司存货规模较大，主要是原材料和产成品，存货有跌价风险。瓦楞原纸和牛卡纸市场价格近年来波动较大，加大了公司采购备货难度，一定程度上增加了公司的经营压力。

图4 2012年1月至2014年4月瓦楞纸和牛卡纸周平均价（单位：元/吨）



资料来源：wind资讯

### 公司在建、拟建项目投资规模较大，将面临一定的资金压力

2010年6月，公司非公开发行股票募集资金净额32,441.40万元，主要用于海宁合兴包装有限公司年产10,000万平方米纸箱新建项目、天津世凯威包装有限公司年产10,000万平方米纸箱新建项目的投资，截至2013年12月31日上述两个项目已累计投入募集资金总额26,779.34万元。由于有募集资金的保障，这两个募投项目不会对公司资金需求造成太大压力。

**表6 截至2013年底公司非公开增发项目投资情况（单位：万元）**

承诺投资项目	设计产能（万平方米/年）	募集资金承诺投资总额	累计投入金额	投资进度
海宁合兴包装有限公司年产10,000万平方米纸箱新建项目	10,000	15,285.06	12,624.44	82.59%
天津世凯威包装有限公司年产10,000万平方米纸箱新建项目	10,000	18,975.83	14,154.90	74.59%
<b>合计</b>	-	<b>34,260.89</b>	<b>26,779.34</b>	-

资料来源：公司提供

除非公开增发的募投项目外，公司在建、拟建的项目较多，投资规模较大，截至2013年底这些项目计划总投资额为243,500.69万元，累计已投资18,862.29万元，未来尚需投资224,638.40万元。公司将根据自身资金以及外部市场需求情况对上述项目逐步投入。此外，由于瓦楞纸箱行业属于资金密集型行业，随着公司新增产能的逐渐释放，公司存货和应收账款规模持续增长，公司运营资金压力将有所加重。

**表7 截至2013年底公司其他在建和拟建项目情况（单位：万元）**

项目名称	设计产能（万平方米/年）	计划投资总额	投入金额	项目进度	尚需投入资金
武汉合信包装一体化项目	5,000	15,800.00	1,688.28	15.63%	14,111.72
合兴（重庆）包装印刷生产基地项目	10,000	50,000.00	2,000	0%	48,000.00
郑州合兴环保包装一体化新建项目	10,000	23,000.00	853.31	0%	22,146.69
天津市兴汇聚有限公司年产7,500万m <sup>2</sup> 环保预印纸箱新建项目	7,500	16,159.71	5,286.45	56.47%	10,873.26
佛山合信包装有限公司纸箱新建项目	10,000	30,201.57	2,733.51	16.37%	27,468.06
武汉华艺柔印环保科技有限公司环保预印新建项目	-	19,701.23	150	0%	19,551.23
滁州华艺柔印环保科技有限公司环保预印新建项目	9,000	22,820.18	797.27	5.79%	22,022.91
湖北合一综合产业园区标准工业厂房新建项目	-	14,918.05	4,516.09	30.27%	10,401.96
合兴营口预印包装新建项目	6,000	13,977.76	837.38	10.11%	13,140.38

合兴包装卫辉年产4,000万 <sup>2</sup> 环保预印包装箱项目	4,000	11,995.08	0	0%	11,995.08
青岛合兴包装有限公司纸箱新建项目	8,000	24,927.11	0	0%	24,927.11
合计	-	243,500.69	18,862.29	-	224,638.40

资料来源：公司提供

此外，随着在建、拟建项目的完工，产能将进一步扩大，考虑到瓦楞纸箱行业竞争激烈，公司在建、拟建项目投产后新增产能能否顺利消化有待观察。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012 年财务报告以及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 2013 年财务报告，公司财务报告均按新会计准则编制。

公司通过投资设立取得 3 家公司，通过收购股权取得 2 家公司，通过转让股权减少 1 家公司，使得 2013 年新增 5 家合并范围子公司或孙公司及减少 1 家合并范围子公司，具体情况见表 2。

### 财务分析

#### 资产结构与质量

**跟踪期内，公司资产规模平稳增长，应收账款持续增加，整体流动性一般**

截至 2013 年底，公司总资产规模 220,786.87 万元，较 2012 年末增长 3.09%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款和存货。2013 年末公司货币资金为 12,992.05 万元，同比下降 58.66%，主要系非公开发行募集资金用于补充流动资金期末未归还所致；货币资金中受限部分主要为银行承兑汇票保证金和信用证保证金，两者合计为 874.52 万元。公司应收账款持续增长，增长幅度为 14.48%，与营业收入的增长幅度相匹配，但应收账款的持续增长给公司带来了很大的营运资金压力，并且也加大了应收款的回收风险；从账龄来看，应收账款账龄相对较短，绝大部分在 1 年以内；应收账款前五名占比合计 23.53%。存货同比减少 2.65%，从存货的构成看，原材料和产成品占比分别为 38.17%、61.23%，其价值易受原材料价格波动影响，可能存在一定的跌价风险。

2013 年底公司固定资产 66,862.65 万元，其中机器设备和房屋建筑物的占比分别为

52.84%和 39.89%。2013 年底固定资产较上年增长 11.57%，主要是机器设备和厂房的增加，增加的主要原因系收购“千层纸品”以及“青岛雄峰”所致，截至 2013 年末固定资产成新率为 72.39%，质量尚可。2013 年底公司在建工程 6,303.60 万元，主要包括在建的福建长信扩建项目和天津兴汇聚厂房。2013 年底公司无形资产 15,620.41 万元，同比增加 42.88%，主要系收购“千层纸品”以及“青岛雄峰”所致。

**表 8 公司资产结构情况（单位：万元）**

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	12,992.05	5.88%	31,427.89	14.67%
应收账款	60,509.19	27.41%	52,856.04	24.68%
存货	36,208.86	16.40%	37,194.30	17.37%
<b>流动资产合计</b>	<b>121,196.45</b>	<b>54.89%</b>	<b>132,025.70</b>	<b>61.65%</b>
固定资产	66,862.65	30.28%	59,930.79	27.98%
在建工程	6,303.60	2.86%	4,216.62	1.97%
无形资产	15,620.41	7.07%	10,932.43	5.10%
<b>非流动资产合计</b>	<b>99,590.42</b>	<b>45.11%</b>	<b>82,139.42</b>	<b>38.35%</b>
<b>资产总计</b>	<b>220,786.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>214,165.11</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司审计报告

## 运营效率

**跟踪期内，随着产能利用率的进一步提升，公司整体运营效率有所提升**

由于与客户结算周期偏长以及销售规模的扩大，应收账款相应增加，应收账款周转天数由 2012 年的 81.84 天延长至 2013 年的 83.56 天，而应付账款的周转天数由 2012 年的 48.12 天缩短至 42.90 天，两者综合导致净营业周期延长至 108.30 天，反映公司的运营资金压力仍然较大。存货方面，近年公司产能扩张的步伐相对放缓，前期投入铺底的存货逐步发挥效益，存货周转效率略有提升，存货周转天数由 2012 年的 71.70 天缩短至 67.64 天。整体来看，得益于产能释放，公司资产的周转率有所提升，流动资产、总资产周转天数均有所缩短。

**表9 2012-2013年公司主要营运效率指标（单位：天）**

项目	2013 年	2012 年
应收账款周转天数	83.56	81.84
存货周转天数	67.64	71.70
应付账款周转天数	42.90	48.12
净营业周期	108.30	105.42
流动资产周转天数	186.64	213.60
固定资产周转天数	93.46	93.30

总资产周转天数	320.59	339.41
---------	--------	--------

资料来源：公司审计报告

## 盈利能力

### 跟踪期内，公司收入规模增长较快，盈利能力有所增强

随着新增产能的逐渐释放，2013 年公司实现营业收入 244,208.16 万元，较上年增长 15.47%。得益于公司产能利用率的提升以及综合采购成本的降低，2013 年公司综合毛利率进一步提升至 20.01%。但我们注意到，随着公司产能的扩大，公司期间费用也不断加大，2013 年公司期间费用率较上年增长 1.80 个百分点，其中销售费用大幅增加的原因系随着产能释放公司加大营销投入并且人工成本上升所致；管理费用大幅增加主要系公司规模扩大以及人工成本上升所致；财务费用增长的主要原因是随着公司产销规模的增长，资金需求持续增加，相应增加了银行融资额度并且利率上升所致。

此外，2013 年公司营业外收入 1,270.56 万元，其中获得各项政府补助收入 958.38 万元，对公司的盈利能力形成一定的补充。

**表 10 公司盈利能力指标（单位：万元）**

项目	2013 年	2012 年
营业收入	244,208.16	211,488.96
营业利润	12,198.01	7,751.21
营业外收入	1,270.56	1,123.72
利润总额	12,749.41	8,494.32
净利润	10,198.94	6,541.01
综合毛利率	20.01%	17.81%
期间费用率	15.16%	13.36%
总资产回报率	8.25%	6.57%

资料来源：公司审计报告

**表 11 期间费用率情况（单位：万元）**

项目	2013 年		2012 年	
	金额	费用率	金额	费用率
销售费用	15,008.95	6.15%	11,431.93	5.41%
管理费用	16,781.54	6.87%	12,319.61	5.83%
财务费用	5,232.16	2.14%	4,507.50	2.13%
合计	<b>37,022.66</b>	<b>15.16%</b>	<b>28,259.04</b>	<b>13.36%</b>

资料来源：公司审计报告

## 现金流

公司经营活动现金流有所改善，但随着业务规模的扩大，应收账款的持续增加，以及未来投资支出依然较大，公司依然面临一定的资金压力

得益于盈利能力的提升，2013 年公司现金生成能力（FFO）有所改善。2013 年营运资金占用情况也有所改善，尤其是存货周转效率提升，公司经营活动净现金流表现有所改善。但我们关注到，随着公司经营规模的不断扩大，应收账款将进一步增加，将进一步加大公司的营运资金压力。

从公司投资活动现金流来看，2013 年公司投资活动现金流出规模有所下降，但支出规模仍然较大，一是生产设备等固定资产的投入；二是收购“千层纸品”以及“青岛雄峰”等投资支出。当前公司在建、拟建项目较多，资金需求依然较大，存在一定的资金压力。

2013 年公司偿还债务支付的现金、分配股利、利润或偿付利息支付的现金较多，因此筹资活动现金净流出也相应较多。

**表 12 现金流指标（单位：万元）**

项目	2013 年	2012 年
净利润	10,198.94	6,541.01
非付现费用	6,185.02	6,762.02
非经营损益	3,918.80	3,303.75
FFO	20,302.77	16,606.78
营运资本变化	-7,870.11	-11,042.84
其中：存货减少（减：增加）	2,926.41	-5,144.27
经营性应收项目的减少（减：增加）	-1,511.51	-7,388.49
经营性应付项目增加（减：减少）	-9,285.00	1,489.92
经营活动产生的现金流量净额	12,432.66	5,563.95
投资活动产生的现金流量净额	-14,880.48	-19,774.45
筹资活动产生的现金流量净额	-15,763.12	19,488.26
现金及现金等价物净增加额	-18,267.79	5,263.08

资料来源：公司审计报告

## 资本结构与财务安全性

**公司资产负债率不高，但存在一定的偿债流动性压力**

2013 年末，公司负债规模与结构相对稳定，流动负债占比仍然偏高，且短期借款规模偏大。截至 2013 年底公司有息债务规模为 88,578.84 万元，较上年增长 2.96%，整体债务水平变动不大。但有息债务中短期借款及一年内到期的长期借款合计达 57,646.02 万元，存在一定的流动性风险。

**表 13 主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	55,618.00	45.72%	52,632.79	43.02%
应付票据	2,718.35	2.23%	9,808.08	8.02%
应付账款	24,407.46	20.06%	22,151.12	18.10%
其他应付款	2,884.64	2.37%	1,700.32	1.39%
一年内到期的非流动负债	2,028.02	1.67%	2,000.00	1.63%
流动负债合计	90,723.29	74.57%	90,953.94	74.34%
长期借款	204.66	0.17%	1,880.00	1.54%
应付债券	29,603.69	24.33%	29,518.54	24.13%
非流动负债合计	30,932.82	25.43%	31,398.54	25.66%
负债合计	121,656.12	100.00%	122,352.48	100.00%

资料来源：公司审计报告

公司资产负债率由 2012 年底的 57.13% 降至 2013 年底的 55.10%，但流动比率以及速动比率有所弱化，短期偿债能力有待提高。由于盈利能力的提升，EBITDA 利息保障倍数也相应提升。总体看，跟踪期内公司偿债压力保持相对平稳，但我们关注到公司的短期借款规模偏大，且运营资金需求较大，公司存在一定的流动性风险。

**表 14 偿债能力指标**

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	55.10%	57.13%
流动比率	1.34	1.45
速动比率	0.94	1.04
EBITDA（万元）	25,252.57	19,144.48
EBITDA 利息保障倍数	4.86	4.16

资料来源：公司审计报告

## 六、担保分析

跟踪期内，担保方经营相对稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券本息的偿付提供了一定保障

本期债券担保方新疆兴汇聚系公司控股股东。

新疆兴汇聚（前身为厦门汇信投资管理有限公司）成立于 2006 年 10 月。截至 2013 年底，新疆兴汇聚总股本 2,000 万元。

新疆兴汇聚是一家专业从事企业股权投资、资本运作、资产管理等金融运作及服务的投

资机构。截至 2013 年底，新疆兴汇聚持有上市公司厦门合兴包装印刷股份有限公司 14,184.76 万股（其中 4,173.7 万股已设置质押），持股比例 40.82%，若按照 2014 年 5 月 6 日前 30 个交易日的平均收盘价 7.652 元/股计算，该部分股票市值 108,541.78 万元。此外，新疆兴汇聚还持有壹家电（厦门）电器有限责任公司（以下简称“壹家电电器”）58%的股份。

**表 15 截至 2013 年底新疆兴汇聚子公司基本情况**

企业名称	持股比例（%）	注册资本（万元）	主营业务
合兴包装	40.82	34,750.40	生产及销售包装、印刷产品等
壹家电电器	58.00	500.00	家用电器、数码产品、通信产品等

资料来源：新疆兴汇聚提供

截至 2013 年底，新疆兴汇聚本部总资产 23,904.03 万元，所有者权益 5,578.77 万元，资产负债率为 76.66%。2013 年度，新疆兴汇聚实现净利润-478.90 万元，经营活动产生的现金流量净额-4,033.11 万元。

**表 16 2012-2013 年新疆兴汇聚主要财务数据**

项目	2013 年	2012 年
总资产（万元）	23,904.03	19,322.76
所有者权益（万元）	5,578.77	6,057.67
资产负债率	76.66%	68.65%
流动比率	0.99	1.65
有息债务（万元）	17,998.41	13,000.00
营业收入（万元）	0.00	0.00
营业利润（万元）	-478.90	125.05
投资收益（万元）	1,418.48	1,559.73
利润总额（万元）	-478.90	125.05
总资产回报率	4.12%	6.34%
经营活动现金流净额（万元）	-4,033.11	-4,623.75

注：表中数据为单体报表口径。

资料来源：新疆兴汇聚审计报告

综上，我们认为新疆兴汇聚持有合兴包装的股份市值较高，质量较好，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能为本期债券的偿还提供一定保障。但我们注意到新疆兴汇聚的收入和利润主要来自对合兴包装的投资，其担保能力易受合兴包装经营与财务状况影响，且合兴包装股权市值的波动也会对其担保能力产生不利影响。

## 七、评级结论

跟踪期内，得益于产销规模持续增长及产能利用率有所提高，公司主营业务收入、毛利

率均有所提升，并且经营性现金流也有所改善；公司营销团队架构的调整提升了差异化服务水平，其实施的“集团化、大客户”战略效益进一步体现，跟踪期内与大客户合作关系进一步加强；在建项目的逐步完工将进一步提高产能。

我们也关注到公司随着公司产能的进一步扩大，公司的营运资金需求也持续增加，应收账款的持续增长带来了一定的回收风险；公司的短期借款规模偏大，存在一定的流动性风险。

跟踪期内，担保方新疆兴汇聚持有的股权价值较高，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能为本期债券的偿还提供一定保障。但我们注意到新疆兴汇聚的投资收益和利润主要来自对合兴包装的投资，其担保能力易受合兴包装经营与财务状况影响。

总体来看，跟踪期公司经营状况有所改善，整体实力有所提高，基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级 AA 和本期债券信用等级 AA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	12,992.05	31,427.89	25,566.77
应收票据	4,248.94	6,000.42	9,249.59
应收账款	60,509.19	52,856.04	43,299.32
预付款项	535.73	1,114.81	5,856.47
其他应收款	5,445.94	1,889.35	2,175.60
存货	36,208.86	37,194.30	32,050.03
其他流动资产	1,255.76	1,542.89	742.37
流动资产合计	121,196.45	132,025.70	118,940.15
长期股权投资	2,213.01	0.00	98.59
固定资产	66,862.65	59,930.79	49,689.13
在建工程	6,303.60	4,216.62	3,615.22
无形资产	15,620.41	10,932.43	10,984.15
商誉	1,722.65	0.00	0.00
长期待摊费用	133.97	92.36	81.40
递延所得税资产	3,198.33	2,197.42	1,210.92
其他非流动资产	3,535.81	4,769.79	0.00
非流动资产合计	99,590.42	82,139.42	65,679.41
资产总计	220,786.87	214,165.11	184,619.55
短期借款	55,618.00	52,632.79	52,720.00
应付票据	2,718.35	9,808.08	5,959.12
应付账款	24,407.46	22,151.12	24,319.19
预收款项	401.42	288.10	147.30
应付职工薪酬	488.42	418.44	306.78
应交税费	1,942.60	1,720.72	1,242.10
应付利息	234.38	234.38	0.00
其他应付款	2,884.64	1,700.32	1,625.47
一年内到期的非流动负债	2,028.02	2,000.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	204.93
流动负债合计	90,723.29	90,953.94	86,524.89
长期借款	204.66	1,880.00	5,973.00
应付债券	29,603.69	29,518.54	0.00
长期应付款	1,124.47	0.00	0.00
非流动负债合计	30,932.82	31,398.54	5,973.00
负债合计	121,656.12	122,352.48	92,497.89

实收资本（或股本）	34,750.40	34,750.40	34,750.40
资本公积	28,360.47	28,360.47	31,735.47
盈余公积	1,784.13	1,524.17	1,104.84
未分配利润	30,874.77	25,144.37	23,021.42
归属于母公司所有者权益合计	95,769.77	89,779.40	90,612.13
少数股东权益	3,360.98	2,033.23	1,509.53
所有者权益（或股东权益）合计	99,130.76	91,812.63	92,121.66
负债和所有者权益（或股东权益）总计	220,786.87	214,165.11	184,619.55

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业总收入	244,208.16	211,488.96	191,841.89
其中：营业收入	244,208.16	211,488.96	191,841.89
二、营业总成本	232,475.91	203,742.06	183,329.95
其中：营业成本	195,332.17	173,825.10	160,265.54
营业税金及附加	1,242.78	948.69	734.08
销售费用	15,008.95	11,431.93	9,207.02
管理费用	16,781.54	12,319.61	9,700.66
财务费用	5,232.16	4,507.50	2,980.23
资产减值损失	-1,121.70	709.23	442.42
加：投资收益（损失以“-”号填列）	465.76	4.31	0.59
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	12,198.01	7,751.21	8,512.53
加：营业外收入	1,270.56	1,123.72	1,529.26
减：营业外支出	719.17	380.61	399.31
其中：非流动资产处置损失	202.22	32.26	84.64
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	12,749.41	8,494.32	9,642.47
减：所得税费用	2,550.47	1,953.31	2,027.94
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	10,198.94	6,541.01	7,614.53
归属于母公司所有者的净利润	9,465.41	6,017.31	7,398.13
少数股东损益	733.53	523.70	216.40

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
销售商品、提供劳务收到的现金	169,558.62	140,551.37	125,736.26
收到的税费返还	93.26	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	4,913.75	4,343.46	7,232.95
经营活动现金流入小计	174,565.63	144,894.84	132,969.20
购买商品、接受劳务支付的现金	97,586.18	87,924.20	93,896.47
支付给职工以及为职工支付的现金	33,861.65	27,412.53	21,152.61
支付的各项税费	16,769.14	12,225.99	9,975.75
支付其他与经营活动有关的现金	13,915.99	11,768.17	9,667.31
经营活动现金流出小计	162,132.97	139,330.89	134,692.14
经营活动产生的现金流量净额	12,432.66	5,563.95	-1,722.94
收回投资收到的现金	0.00	102.90	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2,098.47	52.85	66.05
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	721.63	0.00	67.00
投资活动现金流入小计	2,820.10	155.75	133.05
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	14,347.32	16,555.10	16,411.72
投资支付的现金	1,932.00	0.00	322.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	1,416.97	3,375.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	4.30	0.11	67.00
投资活动现金流出小计	17,700.58	19,930.21	16,800.72
投资活动产生的现金流量净额	-14,880.48	-19,774.45	-16,667.68
吸收投资收到的现金	210.00	0.00	3,200.00
取得借款收到的现金	53,648.00	56,340.11	57,620.00
发行债券收到的现金	0.00	29,550.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	3,138.81
筹资活动现金流入小计	53,858.00	85,890.11	63,958.81
偿还债务支付的现金	60,584.79	58,520.32	42,070.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9,036.33	7,838.04	4,577.46
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	43.49	86.78
筹资活动现金流出小计	69,621.12	66,401.85	46,734.24
筹资活动产生的现金流量净额	-15,763.12	19,488.26	17,224.57
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-56.85	-14.67	-18.08
现金及现金等价物净增加额	-18,267.79	5,263.08	-1,184.13
加：期初现金及现金等价物余额	30,385.32	25,122.23	26,306.36
期末现金及现金等价物余额	12,117.52	30,385.32	25,122.23

注：2012年投资支付的现金3,375.00万元，2013年审计报告中将其纳入取得子公司及其他营业单位支付的现金净额科目核算。

**附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）**

补充资料	2013年	2012年	2011年
净利润	10,198.94	6,541.01	7,614.53
加：资产减值准备	-1,121.70	709.23	442.42
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,917.31	5,731.07	4,853.89
无形资产摊销	332.98	250.37	213.07
长期待摊费用摊销	56.43	71.34	141.37
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 （收益以“-”号填列）	111.30	-317.47	63.82
财务费用（收益以“-”号填列）	5,168.14	4,612.04	3,085.77
投资损失（收益以“-”号填列）	-465.76	-4.31	-0.59
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-894.88	-986.50	-323.88
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	0.00	0.00	-18.05
存货的减少（增加以“-”号填列）	2,926.41	-5,144.27	-4,254.40
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-1,511.51	-7,388.49	-12,994.03
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-9,285.00	1,489.92	-546.84
经营活动产生的现金流量净额	12,432.66	5,563.95	-1,722.94

## 附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + 1 \text{年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

## 附录五 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

### 二、债务人长期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。

### 三、展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。