

信用等级公告

联合〔2019〕2618号

浙江大胜达包装股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对浙江大胜达包装股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

浙江大胜达包装股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

浙江大胜达包装股份有限公司拟公开发行的可转换公司债券信用等级为 AA-

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十二月四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

浙江大胜达包装股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次可转换公司债券信用等级：AA-

公司主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

发行规模：不超过人民币 5.50 亿元（含）

债券期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

担保方式：股票质押担保（质押担保比例不低于本次可转换公司债券本金的 200%）

评级时间：2019 年 12 月 4 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	11.86	15.16	19.70	20.96
所有者权益（亿元）	5.96	9.23	10.44	14.55
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.96	1.10
全部债务（亿元）	2.71	2.83	5.42	3.36
营业收入（亿元）	10.84	12.10	12.85	9.20
净利润（亿元）	0.53	1.67	1.37	0.85
EBITDA（亿元）	1.24	2.28	2.13	--
经营性净现金流（亿元）	1.30	1.24	1.81	1.13
营业利润率（%）	18.02	23.36	19.73	18.94
净资产收益率（%）	7.95	22.03	13.93	6.80
资产负债率（%）	49.78	39.14	47.00	30.61
全部债务资本化比率（%）	31.24	23.50	34.19	18.74
流动比率（倍）	1.12	1.45	1.03	1.88
EBITDA 全部债务比（倍）	0.46	0.81	0.39	--
EBITDA 利息倍数（倍）	39.63	191.36	30.95	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.22	0.42	0.39	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2019 年 1-9 月财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对浙江大胜达包装股份有限公司（以下简称“公司”或“大胜达”）的评级反映了公司作为国内包装行业上市公司之一，在经营规模、品牌知名度、客户质量和生产工艺等方面具有综合竞争优势。2019 年 7 月，公司完成首次公开发行股票，资本实力和整体抗风险能力得到增强。同时，联合评级也关注到公司所处行业竞争激烈、原材料价格波动较大、大额存货和应收账款对营运资金存在占用、资产受限比例较高、在建项目资金支出压力较大以及关联交易风险等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司在建项目逐步竣工投产，公司产销规模将进一步增加，其综合实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 5.50 亿元（含）的可转换公司债券，从本次可转换债券设置的转股价格修正条款和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大。

本次可转换债券采用股份质押的担保方式。公司控股股东杭州新胜达投资有限公司将其合法拥有的部分大胜达股票作为质押资产进行质押担保；该项担保措施对于提升本次可转换债券的信用水平具有一定积极影响。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为国内包装行业上市公司之一，在经营规模、品牌知名度、客户质量和生产工艺等方面具有较强的综合竞争优势。

2. 近年来，受益于主导产品量价增长，公司收入规模稳定增长，主要产品产销率高。

3. 2019 年 7 月，公司完成首次公开发行股票，其资本实力和整体抗风险能力得以增强。

关注

1. 公司所处行业竞争激烈，易受经济周期、环保政策等因素影响；主要原材料原纸的价格波动较大，不利于公司控制生产成本。

2. 公司存货和应收账款规模较大，对公司营运资金存在占用，资产受限比例较高，整体资产质量一般；同时公司收入实现质量有待改善。

3. 近年来，公司关联交易频繁，且存在一定的家族企业治理风险。

4. 公司 2018 年以来新建产能较多，且在建项目尚需投资规模较大，存在较大的资金支出压力；同时，新建产能投产后能否达到预期收益存在一定不确定性。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

宁立杰

电话：010-85172818

邮箱：ninglj@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



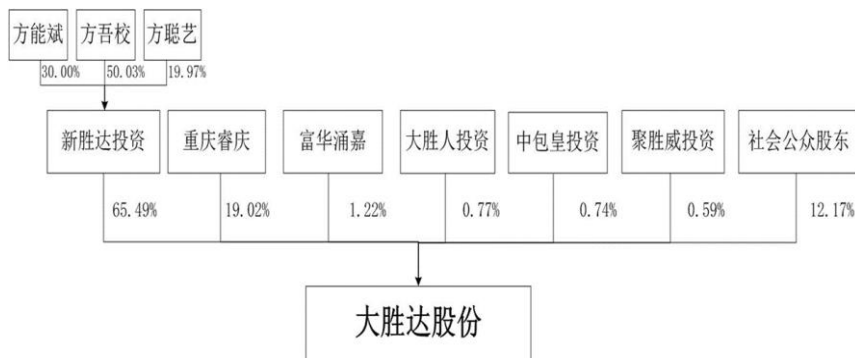
联合信用评级有限公司

一、主体概况

浙江大胜达包装股份有限公司（以下简称“公司”或“大胜达”）前身为浙江大胜达包装有限公司（以下简称“大胜达有限”）。2004年11月，萧山经济技术开发区管理委员会以“萧开发管招字（2004）186号”文批准 Evercharm Holding Limited（永创控股有限公司，以下简称“永创控股”）独资设立大胜达有限，注册资本为450.00万美元。2011年1月，大胜达有限注册资本增至3,900.00万美元。2016年4月，永创控股将其持有的大胜达有限100%的股权以0元的价格转让给杭州新胜达投资有限公司（以下简称“新胜达投资”），公司类型由外商独资企业变更为内资一人有限公司，公司注册资本由3,900.00万美元折合为26,904.27万元。2016年12月，大胜达有限整体变更为股份有限公司，名称变更为现名，注册资本为27,769.77万元。

历经多次股权转让及增资，截至2018年底，公司注册资本为36,083.0732万元。2019年7月，公司完成首次公开发行5,000万股A股股票（股票简称为“大胜达”，股票代码为“603687.SH”），并在上海证券交易所挂牌上市。截至2019年9月底，公司注册资本为41,083.0732万元，其中新胜达投资持股65.49%，为公司控股股东；方吾校、方能斌和方聪艺合计持有新胜达投资100.00%股权，为公司实际控制人。截至本报告出具日，新胜达投资持有的公司股票不存在质押情况。

图1 截至2019年9月底公司股权结构图



注：方吾校与方能斌、方聪艺分别为父子、父女关系
资料来源：公司提供

公司经营范围：生产瓦楞纸箱、纸板；包装装潢印刷品印刷。

截至2019年9月底，公司根据经营需要设立了财务部、销售部、采购部、技术中心、计划部、纸箱工厂、彩印工厂、预印工厂和智能工厂等多个部门及车间（见附件1），拥有14家子公司；拥有在职员工合计1,884人。

截至2018年底，公司合并资产总额19.70亿元，负债总额9.26亿元，所有者权益（含少数股东权益）10.44亿元，其中归属于母公司所有者权益合计10.14亿元。2018年，公司实现营业总收入12.85亿元，净利润（含少数股东损益）1.37亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.41亿元；经营活动产生的现金流量净额1.81亿元，现金及现金等价物净增加额-643.05万元。

截至2019年9月底，公司合并资产总额20.96亿元，负债总额6.42亿元，所有者权益（含少数股东权益）14.55亿元，其中归属于母公司所有者权益合计14.28亿元。2019年1—9月，公司实现营业总收入9.20亿元，净利润（含少数股东损益）0.85亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.88亿元；经营活动产生的现金流量净额1.13亿元，现金及现金等价物净增加额1.46亿元。

公司注册地址：杭州市萧山区萧山经济技术开发区北塘路52号；法定代表人：方能斌。

二、本次可转换公司债券概况及募集资金用途

1. 本次可转换公司债券概况

本次发行的可转换公司债券名称为“浙江大胜达包装股份有限公司公开发行可转换公司债券”（以下简称“本次债券”或“本次可转债”），本次债券规模为不超过 5.50 亿元（含），期限为自发行之日起 6 年，转股期限为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止。本次债券票面利率水平提请公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次债券面值 100 元，采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。

本次债券采用股份质押的担保方式。出质人新胜达投资将其合法持有的部分公司股票作为质押资产进行质押担保；初始出质总股份数=11.00 亿元÷办理质押登记的前一交易日大胜达收盘价；担保期限至债务人履约期限届满之日起 2 年内或主债权消灭之日（以先到者为准）。担保范围为公司经中国证监会核准发行的本次可转债本金及利息、违约金、损害赔偿金、本次可转债持有人为实现债权而产生的一切合理费用。投资者一经通过认购或者购买或者其他合法方式取得本次发行的可转债，即视同认可并接受本次可转债的担保方式，授权本次可转债保荐机构（主承销商）作为质权人代理人代为行使担保权益。

（1）转股条款

转股价格

本次债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前 20 个交易日公司股票交易均价=前 20 个交易日公司股票交易总额/该 20 个交易日公司股票交易总量；前 1 个交易日公司股票交易均价=前 1 个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因可转债转股而增加的股本），将按下述公式进行转股价格的调整：

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ ；

其中： P_1 为调整后转股价， P_0 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， A 为增发新股价或配股价， k 为增发新股或配股率， D 为每股派送现金股利。

转股价格向下修正条款

在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续 20 个交易日中至少有 10 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者且同时不得低于最近一期经审计的每股净资产值以及股票面值。若在前述 20 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前

的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

(2) 赎回条款

到期赎回条款

在本次债券期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会及董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在本次可转债的转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少 15 日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照可转债面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

(3) 回售条款

有条件回售条款

本次发行的可转债的最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，持有人有权将其持有的可转债全部或部分按可转债面值加上当期应计利息的价格回售给公司。本次发行的可转债的最后两个计息年度，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，该计息年度不应再行使回售权，持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

若公司本次发行的可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情况相比出现重大变化，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，本次可转债持有人享有一次回售的权利。持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。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。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金总额不超过人民币 55,000.00 万元（含），扣除发行费用后，拟用于年产 3 亿平方米纸包装制品项目、年产 1.5 亿平方米绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目和偿还银行贷款。

表 1 本次债券募集资金运用概况（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金金额
1	年产 3 亿平方米纸包装制品项目	50,000.00	29,000.00
2	年产 1.5 亿平方米绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目	30,000.00	15,000.00
3	偿还银行贷款	11,000.00	11,000.00
合计		91,000.00	55,000.00

资料来源：公司提供

年产 3 亿平方米纸包装制品项目计划总投资 50,000.00 万元，本次拟投入募集资金 29,000.00 万元，由公司全资子公司湖北大胜达包装印务有限公司实施。该项目拟投资新建一个年产 3 亿平方米，集研发、生产、展示、销售等功能为一体的“现代化、标准化、规模化”纸包装生产基地；建成后将成为公司在中部地区的核心基地。目前该项目已取得湖北省企业项目投资备案证，并已取得了汉川市环境保护局的环评批复。经公司预测，该项目建成后，稳定运营期可实现年销售收入 99,535.00 万元，税后财务内部收益率 14%，投资回收期 7.39 年。

年产 1.5 亿平方米绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目计划总投资 30,000.00 万元，本次拟投入募集资金 15,000.00 万元，由公司本部实施。该项目拟在公司现有厂房及配套设施的基础上，实施技术改造项目，引进国际先进生产线，提升纸箱生产的自动化水平，成为有年产 1.5 亿平方米绿色环保印刷纸箱制品生产能力的智能化工厂。目前该项目已取得浙江省工业企业“零土地”技术改造项目备案通知书，并已取得杭州市萧山区环境保护局的环评批复。经公司预测，该项目完成后，稳定运营期将实现年销售收入 49,226.90 万元，税后财务内部收益率 15%，投资回收期 7.15 年。

总体看，上述项目与公司主营业务相关，项目建设完成后公司产能规模将大幅提升，有利于提升公司的竞争实力。

三、行业分析

公司主营业务属于瓦楞纸包装行业。

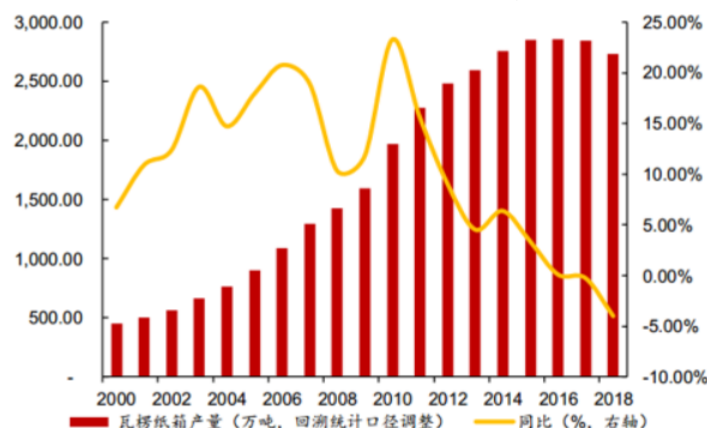
1. 行业概况

包装行业是我国制造体系的重要组成部分，可大致分为纸包装、塑料包装、金属包装、玻璃包装、竹木包装五大子行业。根据中国包装联合会数据，2018 年，我国包装行业完成主营业务收入 9,703.23 亿元；其中纸包装行业完成主营业务收入 2,919.05 亿元，占包装行业主营业务收入的比例为 30.08%，是包装行业最大的子行业。

瓦楞纸箱是纸包装行业的主要产品，具有成本低、质量轻、加工易、强度大、印刷适应性优良、储存搬运方便、环保性能优越等特点。瓦楞纸箱制作过程包括：①由箱板纸和经过起楞的瓦楞原纸粘合形成瓦楞纸板；②将瓦楞纸板经印刷、模切、钉箱或糊盒等工序制成包装用纸容器。瓦楞纸箱行业具有“上游窄，下游广”的特点，上游行业主要为集中度较高的造纸行业，下游行业众多，覆盖食品饮料、家用电器、消费电子等多个行业。与发达国家成熟包装市场产业高度集中的情况相比，我国瓦楞纸箱行业呈现出“大行业、小公司”的特点。

2013—2018 年，我国纸包装行业收入实现了良好增长，年均复合增长率为 6.75%；作为纸包装行业主要产品的瓦楞纸箱产量也随之有所增长。但在宏观经济增速放缓、中美贸易摩擦等因素影响下，伴随着下游工业产品出口增速下降，近年来瓦楞纸箱的产量增速放缓。2018 年，瓦楞纸箱产量较上年下降 3.99%至 2,733.46 万吨。但考虑到我国宏观经济仍将保持增长和居民消费能力不断提升，预计在未来几年内，瓦楞纸包装行业仍然有稳健的增长空间。

图 2 近年来我国瓦楞纸箱产量及同比增速（单位：万吨、%）



总体看，瓦楞纸箱是纸包装行业的主要产品，而纸包装行业是包装行业最大的子行业；考虑到我国宏观经济仍将保持增长和居民消费能力不断提升，预计在未来几年内，瓦楞纸包装行业仍然有稳健的增长空间。

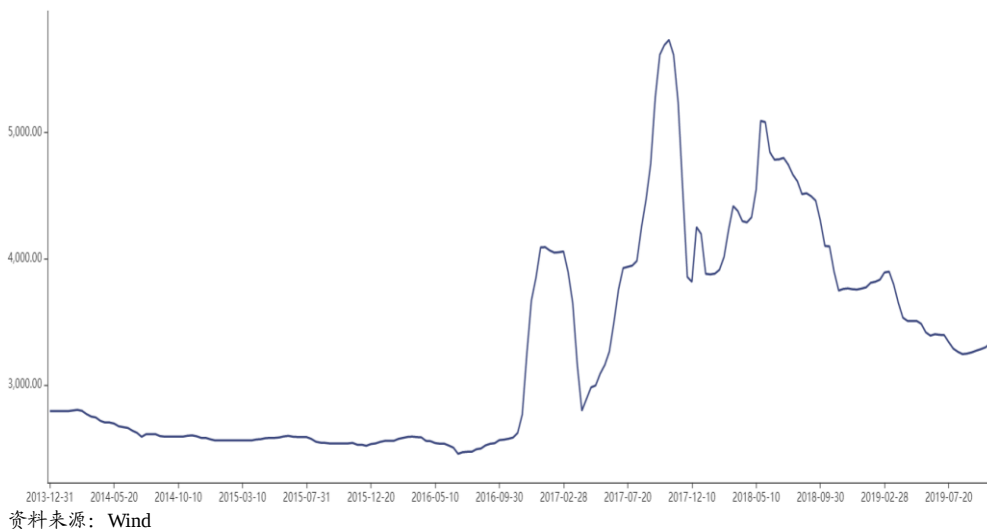
2. 上游原料

瓦楞纸包装行业上游原料主要为瓦楞原纸和箱板纸，与造纸行业密切相关。

造纸行业格局方面，目前造纸行业虽然面临产能过剩的局面，但由于近年来环保核查的压力增大，大量不合格的中小造纸厂产能被淘汰，市场出清后行业集中度有所提高，根据《中国造纸工业 2018 年度报告》，2018 年，我国纸和纸板生产量 10,435 万吨，其中，龙头企业玖龙纸业（控股）有限公司（以下简称“玖龙纸业”）占比为 13.36%，前十大造纸企业产量占比为 44.10%，集中度较高。相对于集中度较低的瓦楞纸箱行业，集中度较高的上游造纸行业议价能力较强。

瓦楞原纸产量方面，2016—2018 年，我国瓦楞原纸产量波动下降，分别为 2,270 万吨、2,335 万吨和 2,105 万吨，年均复合下降 3.70%。瓦楞原纸价格方面，2016 年底以来，受国际废纸、煤炭等大宗商品价格上涨影响，叠加环保压力下大量中小纸厂限产、关停的影响，瓦楞原纸价格波动加剧。以全国高强瓦楞纸的市场价格走势为例，2016 年底高强瓦楞纸价格较年初上涨超过 50%，随后 2017 年除短暂回落后又进入新一轮的疯涨，至 2017 年 10 月达到高峰后又迅速回落。因此，2016 年底至 2017 年经历了两轮原纸涨价潮，期间原纸最高价达到最低价的两倍有余。而进入 2018 年，虽然原纸价格仍持续波动，但震幅较 2017 年大幅减弱。2019 年以来，受外废价格下跌、瓦楞新产能逐渐投放以及市场需求偏弱等因素影响，瓦楞原纸价格呈现逐步降低趋势。

图 3 近年来全国高强瓦楞纸市场价格（单位：元/吨）



箱板纸产量方面，2016—2018 年，我国箱板纸产量波动下降，分别为 2,305 万吨、2,385 万吨和 2,145 万吨，年均复合下降 3.53%。近年来，箱板纸价格走势与瓦楞原纸价格走势趋同。

总体看，瓦楞纸包装行业上游造纸行业议价能力较强，原料供应充足，但价格波动较大。

3. 下游需求

瓦楞纸包装行业下游行业众多，覆盖食品饮料、家用电器、消费电子等多个行业；其中食品饮料约占瓦楞纸箱总消费量的 30%，家用电器行业约占 20%，快递物流约占 4%。尽管在宏观经济增速

放缓、中美贸易摩擦等因素影响下，伴随着下游工业产品出口增速下降，近年来我国瓦楞纸箱行业增速有所放缓，但未来增长空间仍然巨大。根据智研咨询发布的研究报告，当前我国的人均年瓦楞纸板消费量仅为 40 平方米，而美日等发达国家都达到了 100 平方米，消费量的提升空间十分巨大。

就具体市场而言，呈现逐渐分化的趋势：食品饮料、烟酒等非耐用消费品的增长趋势与人口结构和消费升级相关，总体趋势是随着消费升级趋势告别高增长，增速放缓；家电、家具等行业主要与地产周期和城镇化水平相关，分化趋势明显，冰箱、洗衣机的消费量已连续 3 年接近零增长，但空调、厨电等由于城镇化趋势有较大的增长空间；日化用品行业增速近年来虽有所放缓，但仍保持在 10% 以上；此外，电商平台的快速发展带动了大批消费需求，也因此引发了大量的微细瓦楞纸箱需求，前景可期。

总体看，伴随着经济平稳增长和居民消费能力提升，预计瓦楞纸箱下游需求将平稳增长。

4. 行业竞争

瓦楞纸箱行业属于充分竞争行业。在我国，涉足瓦楞纸箱生产领域的企业大致可分为三类：一级厂既生产原纸也生产纸板和纸箱；二级厂外购原纸但自产纸板与纸箱；三级厂不生产原纸和纸板，依靠外购纸板进行加工生产，产品多为统一样式的标准化瓦楞纸箱。除此之外，市场上还存在数量较多的纸贸易商，该类厂商主要从事原纸和纸板的贸易。

初级瓦楞纸箱厂商的进入门槛较低，且下游行业较广，大量小纸箱厂依附于本地需求而生存，行业内处于低端的中小型纸箱厂众多，形成了极度分散的行业格局。根据中国包装联合会《中国纸和纸板容器行业年度运行报告（2015 年度）》，我国纸和纸板容器行业规模以上企业 2,413 家，2015 年全行业累计完成主营业务收入 3,420.11 亿元，其中小型企业占比 66.06%，中型企业占比 28.67%，大型企业占比仅为 5.27%。小型包装企业仍然是国内包装企业的主流，中小型企业合计占比达到 94.73%。

目前，国内低端瓦楞纸箱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。中高端瓦楞纸箱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，它们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。随着下游行业纸箱包装需求升级，这些在产品、技术、客户资源和商业模式上领先的企业有望进一步扩大自己的市场份额，行业集中度将进一步提高。

总体看，瓦楞纸箱行业属于充分竞争行业，行业格局极度分散；未来随着下游行业纸箱包装需求升级，瓦楞纸箱行业集中度将进一步提高。

5. 行业政策

瓦楞纸包装行业作为包装印刷行业的子行业，接受行政管理与行业自律相结合的监管体制，政府主管部门为国家发展和改革委员会及国家新闻和出版总署，行业协会为中国包装联合会。

表 2 近年来行业主要相关政策

时间	发布部门	政策名称	政策内容
2016 年	中国包装联合会	中国包装工业发展规划（2016—2020 年）	规划预期到 2020 年将实现包装工业年收入 2.5 万亿元目标，确定了绿色包装、安全包装、智能包装为包装工业的“三大方向”，推进高端包装制品、先进印刷包装等关键领域的发展
2016 年	工业和信息化部、商务部	两部委关于加快我国包装产业转型发展的指导意见	到 2020 年包装产业年均主营业务收入达到 2.5 万亿元，形成 15 家以上年产值超过 50 亿元的企业
2016 年	环境保护部	关于开展火电、造纸行业	要求在 2017 年 6 月 30 日前，完成造纸行业企业排污许可证的申请与核

		和京津冀试点城市高架源排污许可管理工作的通知	发工作。造纸行业企业排污许可证制度将全国的总排污额度分配到各个造纸企业中，限制了造纸企业的排污额度，一定程度上制约了企业造纸产能，并增加了小型造纸企业的扩产难度，提升了瓦楞纸包装行业的上游造纸行业的集中度，使得成本优势在一定程度上从小纸箱厂转移至大纸箱厂
2017 年	环境保护部	火电、造纸行业排污许可证执法检查工作方案	在制浆企业、造纸企业、浆纸联合企业以及部分纸制品企业范围内，严厉打击无排污许可证的排污行为，查处超许可浓度限值排污行为，督促企业严格落实自行监测要求
2018 年	海关总署	海关总署关于对进口美国废物原料实施风险预警监管措施的通知	自 2018 年 5 月 4 日起，对来自美国的废物原料实施 100% 开箱，100% 掏箱检验检疫，对疑似热固性废塑料、含有粉状物的金属废料、废纸中夹杂难以识别的特种纸（硅油纸、浸蜡纸、热敏纸、防潮纸等）、夹带疑似危险废物的，实行 100% 实验室检测分析
2018 年	国务院关税税则委员会	国务院关税税则委员会关于对原产于美国 500 亿美元进口商品加征关税的公告	对包括所有类别废纸在内的价值约 160 亿美元的美国进口商品自 2018 年 8 月 23 日起实施加征 25% 的关税。该项政策利于国废价格上涨，对瓦楞纸价格形成成本支撑，但受需求偏弱影响，高成本不能顺畅的传导至下游，成本支撑可能演变为纸企的成本压力

资料来源：联合评级整理

总体看，伴随环保压力的加大，瓦楞纸包装行业的环保要求日益严格。此外，受中美贸易摩擦影响，2018 年以来，我国多次出台外废管控政策，对瓦楞纸包装行业的成本端造成较大影响。

6. 行业关注

（1）受宏观经济周期影响较大

瓦楞纸包装行业下游主要为食品饮料、家用电器等零售消费市场，其发展水平与国民经济的发展状况相关性较高，受宏观经济周期波动影响较大。宏观经济增速疲软、下行时，瓦楞纸包装行业下游客户一般处于库存出清阶段，影响行业内企业的订单量和业绩水平。

（2）市场竞争激烈

近年来，我国瓦楞纸包装行业快速发展，已产生了一批具有一定竞争力的区域性企业，但仍处于完全竞争状态。一方面国外大型纸箱企业纷纷在国内投资设厂，另一方面部分国内企业也加大了技改、市场扩张力度。预计未来 3~5 年内，业内大型企业仍将维持积极发展策略，行业竞争可能进一步加剧。但是考虑到我国宏观经济增速疲软，未来竞争局面可能进一步恶化。

（3）受原纸价格波动影响较大

瓦楞纸包装行业生产瓦楞纸箱、纸板的主要原材料为原纸，原纸成本在瓦楞纸箱成本中的占比约 70%。2016 年底以来，受国际废纸、煤炭等大宗商品价格上涨影响，叠加环保压力下大量中小纸厂限产、关停的影响，原纸价格波动加剧。考虑到瓦楞纸包装行业上游行业集中度高、行业内竞争激烈的局面，若未来原纸价格出现大幅波动，将对行业内企业的生产经营造成较大的负面影响。

7. 行业发展

市场空间方面，预计未来瓦楞纸包装行业仍有较大增长空间。主要系一是我国历来重视瓦楞纸包装行业的发展，且社会总体消费仍正向增长；二是受益于环保绿色、循环经济的发展导向，纸代木、纸代塑的发展趋势具有一定确定性；三是国内消费市场仍存在电商物流、城镇化发展等结构性机会，瓦楞纸包装行业未来仍有较大的市场空间。

行业集中度方面，根据产业政策和环保政策导向，瓦楞纸包装行业的集中度不断提升是必然发展趋势，未来部分竞争力较弱的中小纸包装企业面临较大的经营压力，具有竞争优势的纸包装企业新客户开发及获得优质订单的能力将进一步凸显。

具体产品方面，瓦楞纸箱将逐步往附加值更高的轻量化、高强度、精美化等高档方向发展，龙头纸箱企业将逐步从纯粹的纸箱生产商转向整体包装解决方案提供商。

总体看，在当前产业政策和环保政策指引下，未来瓦楞纸包装行业集中度将进一步提高，行业仍有较大的市场空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司自成立以来一直从事纸箱、纸板的生产与销售业务，作为国内包装行业上市公司之一，在经营规模、品牌知名度、客户质量和生产工艺等方面具有较强的竞争优势。

品牌知名度方面，公司是中国包装联合会认定的“中国包装龙头企业”之一、“中国纸包装开发生产基地”，多次入选中国包装联合会评定的“中国包装百强企业”“中国纸包装企业 50 强”，公司的“胜达”商标为中国驰名商标、浙江省名牌产品，公司产品具有较明显的品牌优势。

客户质量方面，瓦楞纸包装下游行业发展均较为成熟，具备较为严格的供应商管理体系和较高的认证标准。公司通过较强的纸包装解决方案供应能力和快捷周全的配套服务，得到了客户的认可，公司与客户保持着长期、稳定的合作关系，长期合作的客户包括松下电器、三星电子、博世(BOSCH)、娃哈哈、农夫山泉、华润啤酒、老板电器、苏泊尔、顺丰速运等世界 500 强、中国 500 强和细分行业龙头企业。

生产工艺方面，一方面，公司在多年发展中制定了一套严格的精益生产管理制度和纸包装生产线物联网系统，在不断地效率优化中争取实现效率最大化，损耗最低化，凸显公司的成本竞争优势；另一方面，公司已建立齐全、完善的印刷工艺体系，掌握了水印、胶印、预印等印刷工艺技术，能够满足不同行业特点、不同包装印刷要求和不同成本考虑的订单需求。以预印工艺为例，目前公司拥有高品位的多条 7 色预印生产线，套印精度高，色彩丰富饱和，相对胶印工艺而言更为绿色、环保，适合大批量生产，并可专业生产各类啤酒、饮料等快速消费品类瓦楞纸箱。

总体看，公司产品品牌知名度较高，生产工艺较为先进，而且公司与众多优质客户建立了长期稳定的合作关系，在行业内经营规模较大，具有较强的综合竞争优势。

2. 人员素质

截至 2019 年 9 月底，公司共有董事 7 人，监事 3 人，高级管理人员 4 人。高级管理人员中，总经理 1 人（兼任董事），副总经理 2 人（其中 1 人兼任财务总监），董事会秘书 1 人。

公司董事长方能斌先生，1969 年 3 月出生，研究生学历；1997 年 6 月至今，历任胜达集团有限公司¹（以下简称“胜达集团”）副董事长、总经理、董事局主席等职务；1999 年 4 月至今，担任新胜达投资董事兼总经理；2004 年 11 月至 2011 年 5 月担任公司董事；自 2011 年 5 月起担任公司董事长。

公司董事兼总经理方聪艺女士，1977 年 7 月出生，研究生学历；1999 年 4 月至今，历任新胜达投资监事、董事；2001 年 11 月至今，担任胜达集团董事；2004 年 11 月至 2016 年 12 月，担任公司董事；自 2016 年 12 月起，担任公司董事兼总经理。

公司董事方吾校先生，1949 年 7 月出生；1983 年至 1984 年，担任大桥包装材料加工厂厂长；1984 年至 1987 年，担任萧山包装材料厂厂长、党支部书记；1988 年至 1991 年，担任工贸合营萧山包装材料总厂厂长、党支部书记；1992 年至 1997 年，担任浙江胜达包装材料有限公司总经理、党总

¹ 截至 2019 年 9 月底，胜达集团的第一大股东新胜达投资持有其 46.50% 的股份，第二大股东方吾校持有其 37.58% 的股份；胜达集团为公司关联方

支书记；1994年12月至今，历任胜达集团董事长、党委书记；2004年11月至2011年5月，担任公司董事长；自2011年5月起，担任公司董事。

截至2019年9月底，公司拥有员工1,884人。按文化素质划分，其中本科及以上学历占4.46%，大专及以下学历占95.54%；按专业划分，公司技术研发人员占5.94%，生产人员占75.37%，管理人员占8.01%，销售人员占4.03%，品管人员占4.94%，财务人员占1.70%。

总体看，公司高层管理人员具有丰富的行业及管理经验，公司员工学历结构及岗位构成符合行业特点，能够满足公司运营及发展需求。

3. 税收优惠

公司获得的税收优惠主要为高新技术企业所得税优惠等。

根据《高新技术企业认定管理办法》（国科发火〔2016〕32号）、《高新技术企业认定管理工作指引》（国科发火〔2016〕195号）有关规定，公司被浙江省科学技术厅、浙江省财政厅、浙江省国家税务局以及浙江省地方税务局认定为高新技术企业，认定有效期3年（2016年11月至2019年11月），期间公司按15%的税率计缴企业所得税。目前，高新技术企业认证已到期，公司已重新申报，目前尚未拿到批复。

根据财税〔2016〕52号《财政部、国家税务总局关于促进残疾人就业增值税优惠政策的通知》，自2016年5月1日起，对安置残疾人的单位，实行由税务机关按单位实际安置残疾人的人数，限额即征即退增值税的办法。在该政策下，2016—2018年，公司享受相关政府补助金额分别为301.01万元、804.78万元和1,078.38万元。

总体看，公司能够获得一定的税收优惠，外部发展环境良好。

五、公司管理

1. 治理结构

公司依据《公司法》《证券法》等相关规定的要求制定了《公司章程》，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的法人治理结构，并结合公司业务发展的需要，建立了内部管理机制。

股东大会是公司的权力机构，主要职能是决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会报告等。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由7名董事组成，其中独立董事3名，设董事长1名。董事由股东大会选举或更换，任期3年。董事任期届满，可连选连任。董事会的主要职能是召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案等。

公司设监事会，监事会由3名监事组成，设主席1名，由全体监事过半数选举产生。职工代表监事的比例不低于1/3，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事的任期每届为3年，监事任期届满，连选可以连任。监事会的主要职能是对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总经理1名，总经理每届任期3年，连聘可以连任。总经理主要职能是主持公司的生产

经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案等。

总体看，公司作为上市公司，法人治理结构较为完善，但仍需关注家族管理可能带来的治理风险。

2. 管理体制

截至 2019 年 9 月底，公司董事会内设战略发展委员会、提名委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会等 4 个直属委员会，并根据经营需要设立了财务部、销售部、采购部、技术中心、计划部、纸箱工厂、彩印工厂、预印工厂和智能工厂等多个部门及车间。公司根据部门设置制定了一系列内部管理制度。

资金管理方面，公司制定了《资金管理制度》，对公司货币资金的筹集、收入、支出业务和票据、印章进行管理，并明确指出公司生产经营款项由总经理审批付款，所有资产支出、合同由公司总经理审批；500 万以上的支出需经董事长审批后报董事会。

采购管理方面，公司制定了《采购管理制度》，明确了请购与审批、采购与验收、货款支付等环节相关人员的职责权限和控制活动要求。货款的支付严格按照合同条款执行，付款环节权责明确，支付事项都经财务经理和总经理批准后执行。

销售管理方面，公司制定了《销售管理制度》，要求销售部根据市场情况、目标利润、企业生产经营能力制订销售计划与预算，经企业管理高层审批后实施；经审批的销售预算应层层分解到销售人员，以便于对销售成本进行有效控制；销售业务中涉及价格、折扣、付款条件、成本等发生变化的，应报核价、营销总经理、公司总经理审批后执行。

环保管理方面，公司制定了《水体污染防治控制程序》《大气污染防治控制程序》《噪声污染防治控制程序》《固体废弃物控制程序》，规定了处理程序和责任分工，尽可能将污水、废气、噪声等对周围环境造成的污染降至最低限度。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理制度》，形成包括关联交易回避、关联交易报告与披露在内的关联交易管理机制。关联交易报告与披露方面，要求公司及子公司相关责任人，应仔细查阅关联方，审慎判断是否构成关联交易；如构成关联交易，应在各自权限内履行审批、报告义务。

此外，公司对重大资产经营决策、对外担保等方面制定相应的审批制度，如《长期股权投资管理制度》《担保管理制度》等。这些制度对决策程序、审批权限等作了详细的规定。

总体看，公司建立的管理体制对公司正常经营和规范运作起到了较好的监督、控制作用，有效降低了经营风险。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事纸箱、纸板的生产与销售。2016—2018 年，公司分别实现营业收入 10.84 亿元、12.10 亿元和 12.85 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 8.89%，主要系纸箱的售价与销量均有所增长所致。2016—2018 年，公司分别实现净利润 0.53 亿元、1.67 亿元和 1.37 亿元，其中 2018 年较 2017 年下降 18.07%，主要系产品毛利率下降所致。

从营业收入构成来看，2016—2018 年，公司主营业务收入占营业收入的比例分别为 95.14%、97.28%和 97.15%，主营业务十分突出。分产品来看，纸箱为公司营业收入的主要来源，2016—2018

年，公司纸箱收入逐年增长，分别为 8.07 亿元、11.24 亿元和 11.99 亿元，年均复合增长 21.87%，主要系纸箱的售价与销量均有所增长所致，占营业收入的比例分别为 74.48%、92.86%和 93.30%。受公司聚焦纸箱产品的业务策略影响，2016—2018 年，纸板收入维持在较小规模且逐年下降，分别为 0.79 亿元、0.53 亿元和 0.50 亿元，年均复合下降 20.68%。出于业务板块调整、聚焦纸箱产品等因素考虑，2017 年 2 月，公司将其原纸生产主体江苏双胜纸业有限公司（以下简称“双胜纸业”）99.06%股权转让给关联方胜达集团²，处置后公司不再拥有原纸业务相关资产。2016—2018 年，公司的其他业务收入主要为公司在纸箱生产和印刷过程中产生的边角废料的销售收入，占营业收入比例较小，对整体业绩影响不大。

表 3 近年来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
纸箱	80,738.95	74.48	22.90	112,358.67	92.86	23.79	119,920.61	93.30	19.34	84,437.07	91.77	18.94
纸板	7,873.21	7.26	5.86	5,340.30	4.41	9.29	4,953.66	3.85	-6.51	5,162.78	5.61	-5.45
原纸	14,525.07	13.40	2.44	--	--	--	--	--	--	--	--	--
主营业务小计	103,137.23	95.14	18.72	117,698.97	97.28	23.13	124,874.27	97.15	18.32	89,599.85	97.38	17.54
其他业务收入	5,270.74	4.86	19.49	3,295.73	2.72	58.35	3,663.78	2.85	97.69	2,410.08	2.62	95.76
合计	108,407.97	100.00	18.76	120,994.71	100.00	24.09	128,538.05	100.00	20.58	92,009.93	100.00	19.59

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2016—2018 年，纸箱毛利率波动下降，分别为 22.90%、23.79%和 19.34%。其中 2017 年毛利率较上年上升 0.89 个百分点，主要系售价提高所致。2018 年毛利率较上年下降 4.45 个百分点，主要系两方面原因所致：一是公司 2017 年底原纸库存较多，且存货平均成本较高，导致 2018 年初结转至纸箱成本的直接材料成本较高；二是 2018 年原纸价格全年下跌的时间多于上涨的时间，尤其是下半年持续缓慢下行，联动定价机制下，纸箱售价承受了较大的降价压力，部分客户产品价格紧随市场纸价的步伐下降，但由于市场纸价下降对结转原材料成本的影响相对滞后，原纸出库成本高于采购入库成本。2016—2018 年，纸板毛利率波动下降，分别为 5.86%、9.29%和-6.51%。其中 2017 年毛利率较上年上升 3.43 个百分点，主要系售价提高所致。2018 年毛利率较上年下降 15.80 个百分点，主要系纸板主要由新投产基地生产，产能利用率较低，导致单位固定成本偏高所致。2016—2018 年，公司其他业务收入毛利率逐年大幅上升，分别为 19.49%、58.35%和 97.69%，主要系废纸价格上涨所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司综合毛利率波动上升，分别为 18.76%、24.09%和 20.58%。

从公司产品销售的区域分布来看，2016—2018 年，公司销售收入主要来自于国内且占比逐年上升，占比分别为 97.13%、98.17%和 98.41%。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 9.20 亿元，较上年同期下降 1.39%；实现净利润 0.85 亿元，较上年同期下降 6.59%，主要系营业成本与期间费用有所增长所致。

总体看，近年来，受益于纸箱的售价与销量增长，公司营业收入逐年增长，主营业务突出；受纸箱销售价格上涨以及原纸价格波动影响，公司综合毛利率波动上升；公司营业收入主要来自于国内。

² 该项股权转让同时有利于与胜达集团的控股子公司胜达集团江苏双灯纸业有限公司（现已更名为胜达集团江苏开胜纸业有限公司，以下简称“双灯纸业”）形成战略协同

2. 业务运营

(1) 采购

公司在生产成本构成中,直接材料成本占生产成本的 80%左右,直接人工占 7%左右,制造费用占 13%左右。采购模式方面,一般由各生产基地制造部门整理原纸等原材料需求,经内部审批后,由采购部向供应商询价、谈价,并下达具体订单,最后经检验入库。公司一般备有 1 个月左右的原材料库存,采购周期 5~10 天。在原纸采购方面,公司主要采取招投标、议价的定价机制;采购价格基本遵循市场价格。原材料采购结算账期一般在 45 天左右,付款方式为银行承兑汇票或电汇等。

2016—2018 年,公司瓦楞纸的采购量逐年增长,年均复合增长 4.55%。2016—2018 年,公司牛卡纸的采购量波动增长,年均复合增长 1.55%;其中 2018 年较上年下降 0.52%,主要系纸箱产量有所下降所致。2016—2018 年,公司白板纸的采购量逐年下降,年均复合下降 20.50%,主要系华润啤酒等客户彩印预印订单减少所致。采购价格方面,瓦楞纸、牛卡纸和白板纸的采购均价逐年增长,年均复合增长率分别为 26.83%、26.85%和 22.77%。

表 4 近年来公司主要原材料采购情况(单位:吨、元/吨、万元)

名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
瓦楞纸	采购量	87,845.98	93,009.89	96,022.39	73,930.71
	采购均价	2,299.51	3,423.50	3,698.72	3,022.07
	采购金额	20,200.29	31,841.91	35,516.02	22,342.39
牛卡纸	采购量	97,070.11	100,630.84	100,106.12	76,109.51
	采购均价	2,636.11	3,931.49	4,241.89	3,523.61
	采购金额	25,588.75	39,562.94	42,463.95	26,818.02
白板纸	采购量	21,243.61	20,332.77	13,426.46	12,180.99
	采购均价	2,976.37	4,026.28	4,486.30	4,014.91
	采购金额	6,322.89	8,186.54	6,023.52	4,890.56

资料来源:公司提供

从采购集中度来看,2016—2018 年,公司前五大供应商采购额分别为 3.39 亿元、5.21 亿元和 5.53 亿元,占当年原材料采购额的比例分别为 50.14%、61.88%和 61.78%,公司供应商集中度高,但供应商稳定性较好,考虑到我国原纸市场供应充足,公司不存在对单一供应商依赖。2019 年 1—9 月,公司前五大供应商采购额占同期原材料采购额的比例为 64.52%。

表 5 近年来公司前五大供应商情况(单位:万元、%)

时间	供应商名称	采购金额	占原材料采购额比例
2016 年	山鹰纸业	10,363.71	15.31
	荣成纸业	7,872.65	11.63
	理文造纸	6,907.31	10.20
	长丰纸业	4,749.02	7.02
	双灯纸业	4,049.15	5.98
	合计	33,941.84	50.14
2017 年	山鹰纸业	14,358.64	17.04
	长丰纸业	13,362.75	15.86
	理文造纸	8,570.25	10.17
	双灯纸业	8,044.43	9.55
	荣成纸业	7,809.99	9.27
	合计	52,146.05	61.88

2018 年	山鹰纸业	15,317.04	17.11
	长丰纸业	14,071.22	15.72
	荣成纸业	11,682.01	13.05
	理文造纸	10,805.38	12.07
	阳光纸业	3,423.51	3.82
	合计	55,299.16	61.78
2019 年 1—9 月	长丰纸业	11,098.43	18.91
	山鹰纸业	7,932.75	13.51
	理文造纸	7,571.42	12.90
	荣成纸业	7,528.68	12.83
	玖龙纸业	3,740.98	6.37
	合计	37,872.26	64.52

资料来源：公司提供

总体看，公司采购渠道畅通，主要原材料采购量有所增长，采购均价逐年增长；采购集中度高，但供应商较为稳定，不存在对单一供应商的依赖。

（2）生产

生产模式方面，公司主要产品瓦楞纸箱主要用于配套特定客户的特定产品，具有定制化生产的特点，因此公司生产主要采用“以销定产、备有少量库存”的方式确定生产计划；交货周期通常在 7 天以内。

产能方面，瓦楞纸板是瓦楞纸箱的前道工序产品，瓦楞纸板输出后经印刷及后道工序后再加工成瓦楞纸箱，决定瓦楞纸箱、纸板产能大小的关键设备为瓦楞纸板生产线设备（简称“瓦线设备”）。公司产能以瓦线设备的产能为基础进行计算。2016—2018 年，公司产能基本稳定，分别为 34,158.60 万平方米/年、34,158.60 万平方米/年和 35,082.00 万平方米/年，年均复合增长 1.34%；其中 2018 年产能较上年小幅提升，主要系部分子公司新建产能投产所致。

公司先生产纸板，再将纸板制成纸箱。公司统计的纸板产量包含了待加工为纸箱的纸板和直接对外销售的纸板。其中，待加工成纸箱的纸板产量为最终入库的成品纸箱产量。2016—2018 年，公司纸板产量逐年下降，年均复合下降 1.94%。2016—2018 年，受聚焦纸箱战略影响，公司纸箱产量波动增长，年均复合增长 2.77%；其中，2017 年纸箱产量较上年增长 7.28%，主要系客户需求增长所致；2018 年纸箱产量较上年下降 1.55%。

公司基于纸板产量计算产能利用率。2016—2018 年，由于纸板产量逐年下降，公司产能利用率也随之逐年下降。

表 6 近年来公司产能及产量情况（单位：万平方米/年、万平方米、%）

项目	类别	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
产能	--	34,158.60	34,158.60	35,082.00	29,649.90
纸板产量	对外销售部分	4,768.03	2,204.95	2,149.94	2,489.22
	待加工成纸箱部分	25,752.17	27,627.23	27,197.76	21,456.04
	合计	30,520.20	29,832.18	29,347.70	23,945.26
产能利用率	--	89.35	87.33	83.65	80.76

注：1. 上表数据均未经年化处理；2. 待加工成纸箱的纸板产量为最终入库的成品纸箱产量

资料来源：公司提供

从各生产基地产能利用情况来看，2018 年，公司主要产能位于杭州总部，并于 2018 年密集在四

川、湖北和江苏苏州投产。杭州总部生产基地运营时间较长，积累了以农夫山泉、华润啤酒、松下电器、苏泊尔为代表的优质客户。2016—2018 年，杭州总部生产基地的产能利用率为 102.43%、102.09% 和 94.95%，基本达到满负荷状态。受设备调试、客户开拓需要时间等因素影响，公司其余生产基地产能利用率不高，拉低了公司整体产能利用率。

表 7 2018 年公司各生产基地产能利用情况（单位：万平方米/年、万平方米、%）

生产基地	关键产能设备情况	2018 年产能	产能占比	产能利用率		
				2016 年	2017 年	2018 年
杭州总部	5 条纸板流水线	22,062.60	62.89	102.43	102.09	94.95
江苏大胜达概念包装研发有限公司	1 条纸板流水线 (2015 年 4 月投产)	3,024.00	8.62	51.15	68.85	88.21
四川基地：包括成都胜达中天包装制品有限公司（2 条纸板流水线已停产）和四川大胜达智能包装有限公司（1 条纸板流水线已投产）	2 条纸板流水线 (2018 年 4 月底停产)	3,024.00	8.62	70.28	57.62	57.26
	1 条纸板流水线 (2018 年 4 月底投产)	3,240.00	9.24			
湖北大胜达包装印务有限公司	1 条纸板流水线 (2018 年 7 月正式投产)	3,240.00	9.24	--	--	55.63
浙江大胜达包装苏州有限公司	1 条纸板流水线 (2018 年 10 月起正式投产)	491.40	1.40	--	--	69.66
公司整体纸包装业务		35,082.00	100.00	89.35	87.33	83.65

注：1. 上述产能均已经年化；2. 自 2018 年 5 月起，成都胜达中天包装制品有限公司原有 2 条纸板流水线由于停产不再纳入产能计算，同时四川大胜达智能包装有限公司的 1 条纸板流水线正式投产，纳入产能计算；3. 湖北大胜达包装印务有限公司于 2018 年 7 月正式投产，纳入产能计算；4. 浙江大胜达包装苏州有限公司 2018 年 10 月以前无独立的纸板流水线，需从杭州总部基地调拨纸板来加工生产纸箱，因此 2016 年 1 月至 2018 年 9 月其纸箱产量纳入杭州总部基地的产能利用率计算；从 2018 年 10 月起，由于添置了 1 条纸板流水线，实现了纸板的自给自足，产量不再并入杭州总部基地计算

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司产能基本稳定，产量和产能利用率均逐年小幅下降。

(3) 销售

公司主要采取直销模式。公司设立了营销部，配备了专业的销售团队，制定了规范、成熟的客户开发流程，以拓展销售网络。产品定价方面，公司主营产品纸箱属于定制化程度较高的产品，其定价受到价格谈判、用料差异和工艺差异等因素的综合影响。销售结算方面，公司给予客户的信用期一般在 6 个月以内，付款方式主要为银行承兑汇票。

从销售量来看，2016—2018 年，公司纸箱销量波动增长，分别为 25,627.29 万平方米、27,450.02 万平方米和 27,143.07 万平方米，年均复合增长 2.91%；其中 2017 年较上年增长 7.11%，主要系下游需求增长所致；2018 年较上年下降 1.12%，变化不大。2016—2018 年，公司直接对外销售的纸板销量逐年下降，年均复合下降 33.29%，主要系公司纸板销售收入基本由成都胜达中天包装制品有限公司、江苏大胜达概念包装研发有限公司等新投产的生产基地贡献，随着新投产基地进入稳定发展期，

公司将纸板产能转移至高毛利的纸箱产品所致。受上述因素影响，公司纸板合计销量逐年下降，分别为 30,400.31 万平方米、29,628.50 万平方米和 29,267.33 万平方米，年均复合下降 1.88%。

从销售均价来看，2016—2018 年，公司纸箱销售均价逐年上涨，分别为 3.15 元/平方米、4.09 元/平方米和 4.42 元/平方米，年均复合增长 18.46%，主要系公司顺应原纸涨价趋势对主要客户提高纸箱售价所致。2016—2018 年，公司对外销售的纸板销售均价波动上涨，年均复合增长 18.83%，主要系公司 2017 年对纸板产品提价所致；其中 2018 年对外销售的纸板销售均价较上年下降 4.90%，变化不大。

由于公司主要采用“以销定产、备有少量库存”的方式经营，2016—2018 年，公司纸板和纸箱的产销率均保持在 99%左右。

表 8 近年来公司主要产品销售情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
纸板	销量	4,773.02	2,178.48	2,124.26	2,462.01
	销售均价	1.65	2.45	2.33	2.10
	产销率	100.10	98.80	98.81	98.91
纸箱	销量	25,627.29	27,450.02	27,143.07	21,421.25
	销售均价	3.15	4.09	4.42	3.94
	产销率	99.52	99.36	99.80	99.84

注：1. 纸板产销率=对外销售纸板销量÷表 6 中纸板产量（对外销售部分）；2. 纸箱产销率=纸箱销量÷表 6 中纸板产量（待加工成纸箱部分）

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2016—2018 年，公司前五大客户比较稳定，主要为农夫山泉、华润啤酒、松下电器、顺丰速运等知名品牌；公司对前五大客户的销售额分别为 2.79 亿元、4.10 亿元和 4.09 亿元，占当年主营业务收入比例分别为 27.03%、34.84%和 32.72%，客户集中度较高，公司对主要销售客户存在一定程度的依赖。2019 年 1—9 月，公司前五大客户销售额占同期主营业务收入的比率为 32.16%。

表 9 近年来公司前五大销售客户情况（单位：万元、%）

时间	客户名称	销售收入	占主营业务收入的比例
2016 年	农夫山泉	8,506.04	8.25
	华润啤酒	6,244.69	6.05
	松下电器	5,419.56	5.25
	顺丰速运	4,192.48	4.06
	三星电子	3,511.50	3.40
	合计	27,874.27	27.03
2017 年	农夫山泉	11,019.35	9.36
	华润啤酒	8,983.47	7.63
	顺丰速运	8,479.41	7.20
	松下电器	6,286.71	5.34
	苏泊尔	6,240.51	5.30
	合计	41,009.45	34.84
2018 年	顺丰速运	14,512.92	11.62
	苏泊尔	8,227.24	6.59
	华润啤酒	6,704.64	5.37

	松下电器	5,904.77	4.73
	农夫山泉	5,504.08	4.41
	合计	40,853.65	32.72
2019年1-9月	顺丰速运	11,998.48	13.39
	华润啤酒	5,094.18	5.68
	苏泊尔	4,340.24	4.84
	松下电器	4,167.05	4.65
	浙江中烟	3,225.87	3.60
	合计	28,825.81	32.16

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司销售以直销方式为主，主要产品销量波动增长，产销率保持较高水平；主要产品销售价格上涨；客户比较稳定但集中度较高。

3. 关联交易

公司关联交易分为经常性关联交易和偶发性关联交易。经常性关联交易主要包括向关联方采购原材料、采购运输服务、采购产品、向关联方销售产品、与关联方之间的房屋、土地、设备租赁以及相关关联的代垫水电汽费等。

2016—2018年，公司向关联方销售、提供劳务的价值分别为0.36亿元、0.19亿元和0.16亿元，占营业收入的比例分别为3.31%、1.59%和1.26%，占比较低，主要为公司向双灯纸业出售产品及废料。2016—2018年，公司向关联方采购、接受劳务的价值分别为0.92亿元、1.08亿元和0.52亿元，占营业成本的比例分别为10.39%、11.73%和5.12%，主要为公司向双灯纸业采购原材料。2016—2018年，公司关联租赁及代垫水电汽费形成的往来额分别为0.66亿元、0.27亿元和0.12亿元。根据公司披露信息，关联方交易的定价基本采用市场化原则定价。

表10 近年来公司经常性关联交易情况（单位：万元、%）

年份	关联销售		关联采购		关联租赁及代垫水电汽费
	金额	占营业收入比例	金额	占营业成本比例	
2016年	3,585.51	3.31	9,151.06	10.39	6,636.50
2017年	1,929.12	1.59	10,777.45	11.73	2,682.90
2018年	1,618.53	1.26	5,228.72	5.12	1,208.60

资料来源：公司招股说明书，联合评级整理

公司偶发性关联交易主要包括资产转让、股权交易和处置存货。资产转让主要包括：①2016年9月，新胜达投资向公司转让房屋建筑物、土地使用权和债务，公司资产总额增加1.29亿元；②2016年10月，公司将0.38亿元的对价将部分房屋建筑物暂时出售给胜达集团全资子公司浙江双可达纺织有限公司（以下简称“双可达”），以根据“房地合一”的原则加快房产证办理进度。股权交易主要包括：①2017年2月，公司将持有的双胜纸业99.06%的股权以2.01亿元的对价转让给关联方胜达集团，转让后公司不再持有双胜纸业股权；②2017年3月，胜达集团将其持有的浙江爱迪尔包装股份有限公司（以下简称“爱迪尔”）45%股权以1.36亿元对价转让给公司，转让后公司持有爱迪尔45%的股权；③2018年3月，关联方双可达将其持有的杭州永常织造有限公司（以下简称“永常织造”）100%的股权以1.18亿元对价转让给公司，转让后公司持有永常织造100%股权。处置存货为原子公司双胜纸业不再具体经营造纸业务，由双灯纸业承接相关业务资源，因此将账面价值2,745.28

万元的剩余存货一次性销售给双灯纸业。根据公司披露信息，上述偶发性关联交易定价公允，有助于公司减少关联租赁，进一步增强资产完整性和独立性，并最终提升公司核心竞争能力。

总体看，近年来，公司关联交易频繁，经常性关联交易金额较大但定价公允；偶发性关联交易主要基于增强公司资产完整性和独立性的考虑。

4. 在建工程

公司在建项目主要为年产 3 亿平方米纸包装制品项目、年产 1.5 亿平方米绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目和大胜达智能工厂项目。项目计划总投资 12.00 亿元，截至 2019 年 9 月底，已完成投资 5.50 亿元，未来尚需投资 6.50 亿元，公司面临着较大的资金支出压力。

年产 3 亿平方米纸包装制品项目和年产 1.5 亿平方米绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目既为公司 IPO 募投项目，也是本次可转债募投项目；其中，年产 3 亿平方米纸包装制品项目第一期已完工转固，第二期待建；年产 1.5 亿平方米绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目尚未开工。大胜达智能工厂项目实施主体为浙江大胜达智能包装有限公司（以下简称“大胜达智能”），该项目目前已经正式运行，2019 年与 2020 年尚有工程、设备尾款以及增加辅助设备支出。

表 11 截至 2019 年 9 月底公司在建工程情况（单位：万元）

项目名称	计划投资额	资金来源	已投资额	未来投资计划		
				2019 年 10 月—12 月	2020 年	2021 年
年产 3 亿平方米纸包装制品项目	50,000.00	已落实：IPO 募投资金 18,000.00 万元	20,000.00	1,500	20,000	7,500
		待落实：本次可转债募集资金 29,000.00 万元				
年产 1.5 亿平方米绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目	30,000.00	已落实：IPO 募投资金 14,595.44 万元	0.00	0.00	20,000	10,000
		待落实：本次可转债募集资金 15,000.00 万元				
大胜达智能工厂项目	40,000.00	自筹	35,000.00	1,000	2,000	0.00
合计	120,000.00	--	55,000.00	2,500	42,000	17,500

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目尚需投资规模较大，公司面临着较大的资金支出压力；在建项目完成后，公司纸箱及纸板产能将进一步增长，但新增产能的经营效益有待观察。

5. 经营效率

2016—2018 年，公司应收账款周转次数逐年下降，分别为 4.62 次、4.49 次和 4.06 次，主要系公司为开拓客户适当延长账期所致；存货周转次数逐年下降，分别为 8.57 次、6.84 次和 5.93 次，主要系公司为应对近年来的原纸价格波动风险，加大原纸备货所致；总资产周转次数逐年下降，分别为 0.94 次、0.90 次和 0.74 次，主要系 2017 年以来公司陆续新建工厂及购买设备，同时收购了原向关联方租赁的土地、房产，导致长期资产规模有所扩大，而新建项目创收较少所致。

从同行业上市公司比较情况看，公司经营效率处于行业中等水平。

表 12 同行业上市公司 2018 年经营效率情况（单位：次）

股票代码	股票简称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
002803.SZ	吉宏股份	8.40	6.83	1.66

002303.SZ	美盈森	3.49	3.32	0.53
002831.SZ	裕同科技	2.40	7.42	0.86
603022.SH	新通联	3.92	4.78	0.83
002228.SZ	合兴包装	4.54	8.80	1.81
中位数		3.92	7.42	0.86
603687.SH	大胜达	4.36	5.94	0.74

注：为了增加可比性，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind，联合评级整理

总体看，公司经营效率处于行业中等水平。

6. 经营关注

（1）营运资金存在占用

公司与上游供应商的结算账期为 45 天，给下游客户的信用期一般在 6 个月以内，且为开拓客户有可能进一步延长账期；公司货款回收周期相对较长，对公司营运资金形成一定占用。如果未来公司销售规模进一步扩大，将进一步加大公司短期营运资金压力。

（2）关联交易风险

近年来，公司关联交易频繁；虽然公司经常性关联交易定价公允，偶发性关联交易主要基于增强公司资产完整性和独立性的考虑，但结合公司作为家族企业的治理风险，公司仍存一定关联交易风险。

（3）原材料价格波动风险

公司生产纸箱、纸板的主要原材料为瓦楞原纸、箱板纸等。原材料成本为公司最主要的经营成本，占生产成本的比例约为 80%，因此公司原材料支出是影响成本和利润的重要因素。目前公司生产所需的各类原纸在国内外市场供应充足，但随着木浆价格变动及废纸回收成本逐渐加大，原纸价格存在上涨可能。如果未来原纸的价格大幅上涨，将对公司生产成本控制造成一定压力。

（4）快速成长导致的管理风险和控制风险

受瓦楞纸包装行业运输经济性的影响（一般认为超过 150 公里不经济），行业内企业的扩张需要决定了公司必须不同的地域建立相对独立的配套生产基地。随着公司基地布局的扩张和业务的逐步开拓，公司在供销、业务、人员、质控、物流等环节也面临越来越高的要求与考验。

（5）在建项目投资规模较大，面临较大的资金支出压力

公司在建项目主要为年产 3 亿平方米纸包装制品项目、年产 1.5 亿平方米绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目和大胜达智能工厂项目，尚需投资规模较大，公司面临较大的资金支出压力。此外，瓦楞纸包装行业竞争激烈影响，公司在建生产线能否全部按期实现量产并达到预期收益存在一定不确定性。

7. 未来发展

公司自成立以来一直从事纸包装业务的生产与销售业务，未来主营业务方向不会发生变化。公司将充分利用现有技术、人才、客户、品牌、成本等优势，在精细化管理、物联网技术上巩固和发展已取得的成果，并加快包装+互联网营销网络开发，为全面多地布点积极做好标准化工厂孵化准备，在年产 3 亿平方米纸包装制品项目和年产 1.5 亿平方米绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目的基础上，增加生产基地的布点，不断提高公司盈利能力及市场影响力。

总体看，公司未来主营业务方向不会发生变化，发展规划定位明确，有利于公司的长远发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年度合并财务报表已由立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。2019 年 1—9 月财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则》和各项有关规定编制。

从合并范围变化上看，2017 年，公司合并范围内新增 2 家子公司，处置 1 家子公司；2018 年，公司合并范围内新增 2 家子公司。截至 2018 年底，公司合并范围内共有 13 家子公司。截至 2019 年 9 月底，公司合并范围内共有 14 家子公司。公司合并财务报表范围变化不大，且主要经营业务未发生变化，会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 19.70 亿元，负债总额 9.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）10.44 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 10.14 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 12.85 亿元，净利润（含少数股东损益）1.37 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.41 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.81 亿元，现金及现金等价物净增加额-643.05 万元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 20.96 亿元，负债总额 6.42 亿元，所有者权益（含少数股东权益）14.55 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 14.28 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入 9.20 亿元，净利润（含少数股东损益）0.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.88 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.13 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.46 亿元。

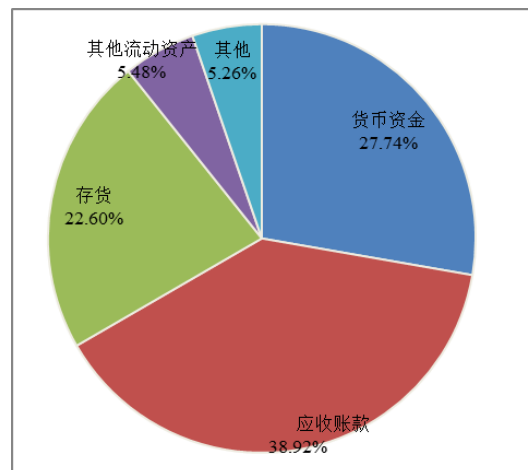
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 28.88%。截至 2018 年底，公司合并资产总额为 19.70 亿元，较年初增长 29.93%，主要系非流动资产增加所致；流动资产和非流动资产占比分别为 39.44%和 60.56%，资产结构以非流动资产为主。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 13.66%。截至 2018 年底，公司流动资产总额 7.77 亿元，较年初增长 1.21%，主要由货币资金（占 27.74%）、应收账款（占 38.92%）、存货（占 22.60%）和其他流动资产（占 5.48%）构成。

图 4 截至 2018 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 3.46%。截至 2017 年底，公司货币资金 2.42 亿元，较年初增长 20.02%，主要系公司销售规模扩大以及引入财务投资者所致。截至 2018 年底，公司货币资金 2.16 亿元，较年初下降 10.81%，主要系多个新设子公司密集建设，耗用货币资金所致。公司货币资金包括库存现金（占 0.04%）、银行存款（占 62.73%）和其他货币资金（占 37.23%）。截至 2018 年底，公司其他货币资金共计 0.80 亿元，主要为承兑保证金、信用证保证金和保函保证金等，均为使用受限的货币资金；占货币资金比例为 37.23%，受限比例较高。

2016—2018 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 22.96%，主要系销售规模扩大所致。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 3.02 亿元，较年初增长 5.21%；公司主要按信用风险特征组合计提坏账准备（占 98.11%），累计计提坏账准备 0.22 亿元，计提比例为 6.90%。截至 2018 年底，账龄在 1 年以内的部分占应收账款账面余额的比例为 99.56%，账龄较短；公司应收账款金额前五名合计欠款 0.58 亿元，占应收账款账面余额的比例为 18.10%，应收账款集中度一般。公司应收账款占流动资产比例较高，如公司应收账款出现回收困难，公司将面临一定的应收账款坏账风险。

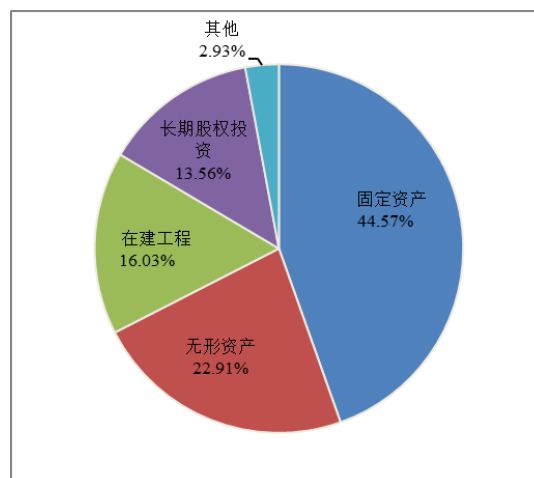
2016—2018 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 32.57%，主要系公司采购规模扩大以及原纸价格上涨所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 1.76 亿元，较年初增长 4.45%；存货由原材料（占 84.00%）、在产品（占 4.05%）、库存商品（占 11.58%）和发出商品（占 0.37%）构成。截至 2018 年底，公司全部存货共计提跌价准备 21.43 万元，计提比例 0.12%，公司主要原材料及纸包装产品市场价格波动较大，公司存货存在一定的跌价风险。

2016—2018 年，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长 225.04%。截至 2018 年底，公司其他流动资产 0.43 亿元，较年初增长 4.97 倍，主要系新疆大胜达包装有限公司（以下简称“新疆大胜达”）和子公司大胜达智能新购置机器设备、产生的待抵扣增值税进项税大幅增加所致。公司其他流动资产主要为待抵扣增值税进项税（占 89.10%）。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 42.86%，主要系长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产增加所致。截至 2018 年底，公司非流动资产总额 11.93 亿元，较年初增长 59.39%，主要由长期股权投资（占 13.56%）、固定资产（占 44.57%）、在建工程（占 16.03%）和无形资产（占 22.91%）构成。

图 5 截至 2018 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 4.86 倍。截至 2017 年底，公司长

期股权投资 1.50 亿元,较年初增长 30.92 倍,主要系公司追加对联营企业爱迪尔投资 1.36 亿元所致。截至 2018 年底,公司长期股权投资 1.62 亿元,较年初增长 7.65%,主要系权益法下确认对爱迪尔的投资收益所致。公司长期股权投资主要系其对杭州八戒印刷包装网络有限公司(以下简称“杭州八戒”)(0.16 亿元)和爱迪尔(1.61 亿元)的投资;公司对杭州八戒计提了 0.15 亿元减值准备,未对爱迪尔计提减值准备。如未来上述联营企业经营业绩不达预期,公司长期股权投资存在一定的减值风险。

2016—2018 年,公司固定资产波动增长,年均复合增长 14.37%。截至 2017 年底,公司固定资产账面价值 2.52 亿元,较年初下降 37.88%,主要系公司剥离子公司双胜纸业所致。截至 2018 年底,公司固定资产账面价值 5.32 亿元,较年初大幅增长 110.58%,主要系湖北大胜达包装印务有限公司、新疆大胜达新建厂房并购买设备,四川大胜达智能包装有限公司和浙江大胜达包装苏州有限公司实施技改新购置了纸板流水线,以及 2018 年 3 月公司通过收购永常织造 100%股权取得彩印车间、预印车间厂房所致;公司固定资产主要由房屋及建筑物(占 40.95%)、机器设备(占 56.31%)和运输工具(占 1.38%)构成。截至 2018 年底,公司固定资产累计计提折旧 2.30 亿元,未计提减值准备,成新率为 69.76%,成新率一般。

2016—2018 年,公司在建工程逐年增长,年均复合增长 4.29 倍。截至 2017 年底,公司在建工程账面价值 0.86 亿元,较年初增加 0.80 亿元,主要系湖北基建工程投资增加所致。截至 2018 年底,公司在建工程账面价值 1.91 亿元,较年初增加 1.05 亿元,主要系新增大胜达智能基建工程所致;公司在建工程由设备安装(占 68.05%)和大胜达智能基建工程(占 31.95%)构成;公司未计提在建工程减值准备。

2016—2018 年,公司无形资产逐年增长,年均复合增长 37.90%。截至 2018 年底,公司无形资产账面价值 2.73 亿元,较年初增长 66.37%,主要系公司收购永常织造新增土地使用权所致;公司无形资产主要由土地使用权(占 99.54%)构成。

截至 2018 年底,公司使用受限的资产账面价值共计 4.15 亿元,占资产总额的比例为 21.08%,受限比例较高。

表 13 截至 2018 年底公司资产受限情况(单位:万元、%)

项目	受限金额	占资产总额比例	受限原因
货币资金	8,022.72	4.07	质押开立银行承兑汇票、借款等
固定资产	8,670.60	4.40	质押开立银行承兑汇票、借款等
无形资产	24,823.75	12.60	质押开立银行承兑汇票、借款等
合计	41,517.08	21.08	--

资料来源:公司审计报告

截至 2019 年 9 月底,公司合并资产总额 20.96 亿元,较年初增长 6.44%;流动资产和非流动资产占比分别为 40.34%和 59.66%;与年初相比,公司资产规模和结构的变化均不大。

总体看,近年来,公司资产规模逐年增长,资产结构以非流动资产为主;流动资产中应收账款和存货占比较高,对营运资金存在占用,非流动资产中固定资产和在建工程占比较高;公司受限资产比例较高,整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

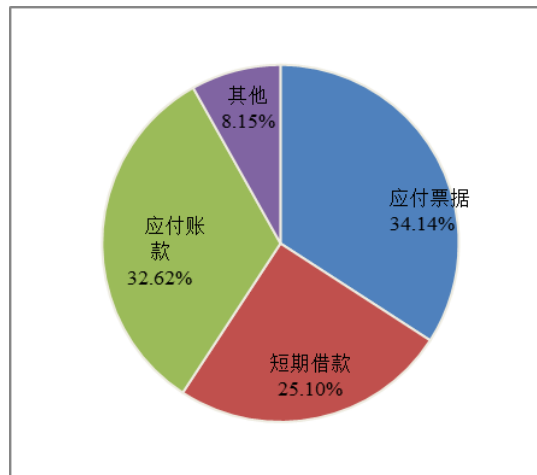
负债

2016—2018 年,公司负债规模逐年增长,年均复合增长 25.23%,主要系流动负债增加所致。截

至 2018 年底，公司负债总额 9.26 亿元，较年初增长 56.03%；以流动负债为主，占比为 81.34%。

2016—2018 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 18.59%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 5.31 亿元，较年初下降 0.91%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 7.53 亿元，较年初增长 41.92%，主要系短期借款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 25.10%）、应付票据（占 34.14%）和应付账款（占 32.62%）构成。

图 6 截至 2018 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 26.16%。截至 2017 年底，公司短期借款 0.30 亿元，较年初减少 0.89 亿元，主要系重庆睿庆股权投资基金合伙企业（有限合伙）等财务投资者资金到账后，公司偿还部分短期借款所致。截至 2018 年底，公司短期借款 1.89 亿元，较年初增加 1.59 亿元，主要系公司固定资产、在建工程投入较多，增加短期借款所致；公司短期借款由抵押借款（1.60 亿元）和保证借款（0.29 亿元）构成。

2016—2018 年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长 30.14%。截至 2017 年底，公司应付票据 2.53 亿元，较年初增长 66.96%，主要系为应对原纸价格上涨、原纸采购增加以及使用票据结算增加所致。截至 2018 年底，公司应付票据 2.57 亿元，较年初增长 1.44%，均为应付银行承兑汇票。

2016—2018 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 30.84%，主要系原纸价格上涨、原材料采购及备货增加所致。截至 2018 年底，公司应付账款 2.46 亿元，较年初增长 35.30%；公司应付账款主要为应付原纸款（占 63.99%）和应付设备工程款（占 24.12%）。

2016—2018 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 77.46%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 1.73 亿元，较年初增长 175.37%；公司非流动负债由长期借款（占 55.77%）、递延收益（占 22.82%）和递延所得税负债（占 21.42%）构成。

2016—2017 年，公司无长期借款。截至 2018 年底，公司新增长期借款 0.96 亿元，均为抵押借款；公司长期借款将于 2020 年到期。

公司递延收益均为技术改造、基建补偿等政府补贴。2016—2018 年，公司递延收益波动增长，年均复合增长 5.12%。截至 2018 年底，公司递延收益 0.39 亿元，较年初下降 0.84%。

2016—2018 年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 38.87%，主要受公司从股东处受让的房屋建筑物、土地使用权等资产增值影响所致。截至 2018 年底，公司递延所得税负债 0.37 亿元，较年初增长 60.98%。

2016—2018 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 41.59%。截至 2018 年底，公司全部债

务 5.42 亿元，较年初增长 91.36%，主要系长、短期借款增加所致；其中短期债务占 82.24%，长期债务占 17.76%，债务结构以短期债务为主，有待调整。

2016—2018 年，公司资产负债率波动下降，分别为 49.78%、39.14%和 47.00%；其中 2017 年资产负债率较年初下降了 10.64 个百分点，主要系公司引入财务投资者，以及当年销售规模扩大、留存收益增加所致。2016—2018 年，公司全部债务资本化比率波动增长，分别为 31.24%、23.50%和 34.19%；长期债务资本化比率分别为 0.00%、0.00%和 8.45%。

截至 2019 年 9 月底，公司负债合计 6.42 亿元，其中流动负债 4.50 亿元（占 70.05%），较年初大幅下降 40.31%，主要系公司偿还短期借款及供应商货款所致；非流动负债 1.92 亿元（占 29.95%），较年初增长 11.26%，主要系长期借款和递延收益增加所致；公司流动负债占比较年初有所下降。

2019 年 7 月，公司成功 IPO，净募集资金 3.26 亿元，公司所有者权益规模扩大，并积极偿还短期债务，截至 2019 年 9 月底，公司全部债务 3.36 亿元，较年初大幅下降 38.13%，主要系偿还短期借款所致；其中，短期债务 2.25 亿元（占 67.13%），长期债务 1.10 亿元（占 32.87%）；短期债务占比较年初下降了 15.11 个百分点，但仍以短期债务为主。截至 2019 年 9 月底，公司资产负债率由年初的 47.00%下降至 30.61%；全部债务资本化率由年初的 34.19%下降至 18.74%；长期债务资本化比率由年初的 8.45%下降至 7.05%。整体看，公司债务负担大幅减轻。

总体看，近年来，公司负债规模有所增长，以流动负债为主；但得益于 2019 年 7 月公司成功 IPO，公司整体债务负担大幅减轻。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 32.39%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 9.23 亿元，较年初大幅增长 54.91%，主要系公司引入财务投资者以及未分配利润增加所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 10.44 亿元，较年初增长 13.15%，主要系未分配利润增加所致；其中归属母公司所有者权益占 97.17%；归属母公司所有者权益中，股本占 35.57%，资本公积占 37.93%，盈余公积占 1.72%，未分配利润占 24.77%。公司所有者权益中股本和资本公积占比较高，权益稳定性较好。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 14.55 亿元，较年初增长 39.36%，主要系公司于 2019 年 7 月成功 IPO 所致；其中归属于母公司所有者权益占 98.19%。归属于母公司所有者权益中，股本占 28.76%，资本公积占 46.25%，盈余公积占 1.22%，未分配利润占 23.76%，资本公积占比较年初有所提升。

总体看，近年来，公司所有者权益规模逐年增长，权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入规模逐年增长，年均复合增长 8.89%，主要系销售规模扩大以及产品涨价所致；其中 2018 年营业收入 12.85 亿元，较上年增长 6.23%。2016—2018 年，公司营业成本逐年增长，年均复合增长 7.66%，增速低于营收增速主要系 2017 年起产品大幅涨价所致；其中 2018 年营业成本 10.21 亿元，较上年增长 11.15%。2016—2018 年，公司净利润波动增长，分别为 0.53 亿元、1.67 亿元和 1.37 亿元，年均复合增长 61.13%，其中 2018 年较上年下降 18.07%，主要系产品毛利率下降所致。

期间费用方面，2016—2018 年，期间费用规模逐年增长，年均复合增长 11.99%；其中，销售费用有所增长，分别为 0.45 亿元、0.45 亿元和 0.49 亿元，年均复合增长 3.74%；管理费用逐年增长，分别为 0.44 亿元、0.47 亿元和 0.49 亿元，年均复合增长 5.94%；研发费用逐年增长，分别为 0.25 亿

元、0.29 亿元和 0.38 亿元，年均复合增长 22.30%，主要系公司研发投入增加所致；财务费用波动增长，分别为-83.10 万元、-111.65 万元和 662.25 万元，主要系受银行贷款规模影响所致。从费用控制能力来看，2016—2018 年，公司费用收入比波动上升，分别为 10.47%、9.90%和 11.07%，公司费用对利润存在侵蚀。

2016—2018 年，公司资产减值损失分别为 0.21 亿元、0.11 亿元和 0.01 亿元，波动较大；其中，2016 年资产减值损失主要为对杭州八戒的投资减值损失 0.21 亿元，2017 年资产减值损失主要为其他应收款坏账准备 0.03 亿元和应收账款坏账准备 0.06 亿元。

2016—2018 年，公司投资收益分别为-0.05 亿元、0.20 亿元和 0.26 亿元，波动较大；其中，2016 年投资收益为公司对参股公司杭州八戒的投资损失，2017 年投资收益主要为公司对爱迪尔的投资收益（0.13 亿元）和对子公司双胜纸业的处置收益（0.10 亿元），2018 年投资收益主要公司为对爱迪尔的投资收益（0.26 亿元）。

2016—2018 年，公司营业外收入波动下降，分别为 0.19 亿元、0.01 亿元和 0.02 亿元，占当期利润总额的比例分别为 26.99%、0.54%和 1.34%，其中 2017 年下降较多主要系政府补助计入其他收益所致。2017—2018 年，公司其他收益分别为 0.12 亿元和 0.19 亿元，占当期利润总额的比例分别为 6.52%和 12.12%，主要为残疾人就业增值税即征即退和政府奖补。

从盈利能力指标看，2016—2018 年，公司总资产收益率分别为 6.83%、16.26%和 10.26%，总资产报酬率分别为 6.24%、13.78%和 9.32%，净资产收益率分别为 7.95%、22.03%和 13.93%，均呈现波动上升趋势。从行业主要上市公司盈利情况来看，公司销售毛利率处于行业中等偏下水平，总资产报酬率和净资产收益率处于行业中等偏上水平。

表 14 同行业上市公司 2018 年盈利情况（单位：%）

证券代码	证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
002803.SZ	吉宏股份	43.06	21.00	35.82
002303.SZ	美盈森	32.40	7.56	9.11
002831.SZ	裕同科技	28.50	12.67	17.75
603022.SH	新通联	18.90	5.13	5.17
002228.SZ	合兴包装	12.54	6.95	8.79
中位数		28.50	7.56	9.11
603687.SH	大胜达	20.58	9.22	14.85

注：为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 9.20 亿元，较上年同期下降 1.39%；实现净利润 0.85 亿元，较上年同期下降 6.59%，主要系营业成本与期间费用有所上升所致。

总体看，近年来，得益于销售规模扩大与产品涨价，公司营业收入逐年增长，但费用控制能力一般；受纸价波动影响，整体盈利能力波动上升。

5. 现金流

经营活动方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量逐年增长，分别为 7.75 亿元、8.95 亿元和 11.86 亿元，年均复合增长 23.68%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主。2016—2018 年，公司经营活动现金流出量分别为 6.45 亿元、7.70 亿元和 10.05 亿元，年均复合增长 24.80%，以购买商品、接受劳务支付的现金为主。受上述因素影响，2016—2018 年，公司经营活动产生的现金净流量分别为 1.30 亿元、1.24 亿元和 1.81 亿元。从收入实现质量来看，公司现金收入比分别为 69.47%、

72.61%和 90.43%，收入实现质量有待改善。

投资活动现金流方面，2016—2018 年，公司投资活动现金流入量波动下降，分别为 1.86 亿元、2.22 亿元和 0.22 亿元，年均复合下降 65.74%；其中 2016 年投资活动现金流入量较多主要系公司收回支付给关联方用于购买双胜纸业土地款的 0.75 亿元，以及收回关联方资金拆借款 0.40 亿元所致；2017 年投资活动现金流入量主要系处置双胜纸业收回的现金。2016—2018 年，公司投资活动现金流出量逐年增长，分别为 1.29 亿元、3.37 亿元和 4.60 亿元，年均复合增长 88.46%，主要系公司购建固定资产、无形资产和长期资产所支付的现金较多，且公司分别于 2017 年和 2018 年投资爱迪尔和支付永常织造股权转让款所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 0.56 亿元、-1.16 亿元和 -4.38 亿元。

筹资活动现金流方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入量逐年增长，分别为 2.57 亿元、2.70 亿元和 3.52 亿元，年均复合增长 17.07%，主要系公司取得借款收到现金和吸收财务投资者投资收到的现金增长所致。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出量逐年下降，分别为 4.00 亿元、2.60 亿元和 1.02 亿元，年均复合下降 49.56%；其中，2016 年公司筹资活动现金流出量较多主要系当年发放股利 2.61 亿元所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 -1.43 亿元、0.10 亿元和 2.50 亿元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动现金流量净额为 1.13 亿元，投资活动现金流量净额 -1.11 亿元，筹资活动现金流量净额 1.44 亿元，现金及现金等价物净增加额为 1.46 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流保持净流入，但收入实现质量有待改善；投资活动现金净流出规模持续扩大，筹资活动现金流受股权融资和银行借款影响较大；公司存在一定外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 1.12 倍、1.45 倍和 1.03 倍；速动比率分别为 0.94 倍、1.13 倍和 0.80 倍，流动资产对流动负债的保护程度一般。2016—2018 年，现金短期债务比波动下降，分别为 0.92 倍、1.02 倍和 0.54 倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力尚可。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 波动增长，分别为 1.24 亿元、2.28 亿元和 2.13 亿元，年均复合增长 31.15%，主要系利润总额增长所致。2018 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占 73.44%）和折旧（占 17.78%）构成。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 39.63 倍、191.36 倍和 30.95 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较好；EBITDA 全部债务比分别为 0.46 倍、0.81 倍和 0.39 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较强。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 9 月底，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

截至 2019 年 9 月底，公司无对外担保事项。

截至 2019 年 9 月底，公司获得银行授信额度为 12.94 亿元，尚未使用额度 10.04 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1033010900492130C），截至 2019 年 11 月 6 日，公司无未结清或已结清的关注类、不良类贷款信息记录。公司过往债务履约情况良好。

总体看，近年来，公司短期偿债能力指标表现尚可，长期偿债能力指标表现良好，同时考虑到公司经营规模较大、客户质量较高、过往债务履约情况良好等因素，其整体偿债能力仍属很强。

7. 公司本部财务概况

截至 2018 年底，公司本部资产总额 15.63 亿元；其中流动资产 6.83 亿元，主要为货币资金（1.62 亿元）、应收账款（1.96 亿元）、其他应收款（2.10 亿元）和存货（0.95 亿元）；非流动资产 8.80 亿元，主要为长期股权投资（6.46 亿元）、固定资产（1.29 亿元）和无形资产（0.94 亿元）。

截至 2018 年底，公司本部负债合计 6.50 亿元，其中流动负债 6.19 亿元，非流动负债 0.31 亿元；流动负债以短期借款（1.89 亿元）、应付票据及应付账款（3.66 亿元）为主；非流动负债包括递延收益（0.13 亿元）和递延所得税负债（0.18 亿元）。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益合计 9.13 亿元，主要包括股本（3.61 亿元），资本公积（3.82 亿元）和未分配利润（1.52 亿元）。

2018 年，公司本部实现营业收入 9.81 亿元，投资收益 0.35 亿元，利润总额 1.29 亿元。

2018 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 11.36 亿元和 9.53 亿元，经营活动现金流量净额为 1.82 亿元；公司投资活动现金流量净额-3.46 亿元；公司筹资活动现金流量净额为 1.82 亿元。

总体看，公司本部财务状况较为稳健。

八、本次可转换公司债券偿还能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 9 月底，公司全部债务为 3.36 亿元，本次拟发行可转换公司债券额度为 5.50 亿元，为公司全部债务的 1.64 倍，对公司债务水平影响大。

以 2019 年 9 月底财务数据为基础，假设本次募集资金净额为 5.50 亿元，在其他因素不变的情况下，债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 30.61%、18.74%和 7.05%上升至 45.03%、37.84%和 31.22%，公司的负债水平迅速上升，债务负担大幅加重。考虑到可转换债券具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，公司本次发行的可转换债券转换为公司的权益，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 2.13 亿元，为本次可转债发行额度（5.50 亿元）的 0.39 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度一般；2018 年经营活动产生的现金流入量为 11.86 亿元，为本次可转债发行额度（5.50 亿元）的 2.16 倍，公司经营活动现金流入量对本次可转债覆盖程度较好。

从本次可转债的发行条款来看，公司作出了转股价格修正条款（在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续 20 个交易日中至少有 10 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决），同时制定了有条件赎回条款（如果连续 30 个交易日中至少 15 日收盘价不低于转股价 130%（含 130%），或未转股金额不足 3,000 万元时），公司有权按照面值加当期利息赎回全部或部分未转股可转债，公司还制定了有条件回售条款（在最后两个计息年度，如股票连续 30 个交易日收盘价格低于当期转股价的 70%，持有人有权将全部或部分可转债按面值加上当期应计利息的价格回售给公司），以及附加回售条款（如本次可转债募投项目与公司承诺情况相比发生重大变化，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，持有人享有一次回售的权利）。上述条款有利于鼓励债券投资者将持有的债券转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，实际需要偿还

的债券本息有可能低于发行时的预计水平，同时转股后公司的资产负债率将较刚发行时有所降低。

综合以上分析，并考虑公司在经营规模、品牌知名度、客户质量和生产工艺等方面的综合竞争优势，联合评级认为，本次可转换公司债券到期无法还本付息的风险很低。

九、债权保护条款分析

本次债券采用股份质押的担保方式。

质押资产方面，出质人新胜达投资将其合法拥有的部分公司股票作为质押资产进行质押担保。担保范围为公司经中国证监会核准发行的本次可转债本金及利息、违约金、损害赔偿金、债权人为实现债权而产生的一切合理费用。投资者一经通过认购或者购买或者其他合法方式取得本次发行的可转债，即视同认可并接受本次可转债的担保方式，授权本次可转债保荐机构（主承销商）作为质权人代理人代为行使担保权益。

质押数量方面，初始出质总股份数=110,000.00 万元÷办理质押登记的前一交易日大胜达收盘价。《股份质押合同》签订后及本次债券有效存续期间，如公司进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积金转增股本等）导致出质人所持公司股份增加时，出质人应当同比例增加质押股票数量。此外，如质押物市场价值下降，出质人应按照《股份质押合同》的约定相应追加质押。

在主债权有效存续期间，如在连续 30 个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本次债券尚未偿还本息总额的 120%，质权人有权要求出质人在 30 个工作日内追加提供相应数额的大胜达股票，以使质押股票的价值（以办理追加股票质押手续的前一交易日收盘价格计算）与本次债券未偿还本金的比率不低于 200%。在质权存续期间，如在连续 30 个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本次债券尚未偿还本息总额的 300%，出质人有权请求通过解除质押方式释放部分质押股票，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本次债券尚未偿还本息总额的 200%。

担保期限方面，出质人为本次债券提供担保的期限至债务人履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日（以先到者为准）。

总体看，上述股份质押担保方式对本次可转债的及时足额还本付息具有一定积极影响。

十、综合评价

公司作为国内包装行业上市公司之一，在经营规模、品牌知名度、客户质量和生产工艺等方面具有综合竞争优势。2019 年 7 月，公司完成首次公开发行股票，资本实力和整体抗风险能力得到增强。同时，联合评级也关注到公司所处行业竞争激烈、原材料价格波动较大、大额存货和应收账款对营运资金存在占用、资产受限比例较高、在建项目资金支出压力较大以及关联交易风险等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司在建项目逐步竣工投产，公司产销规模将进一步增加，其综合实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

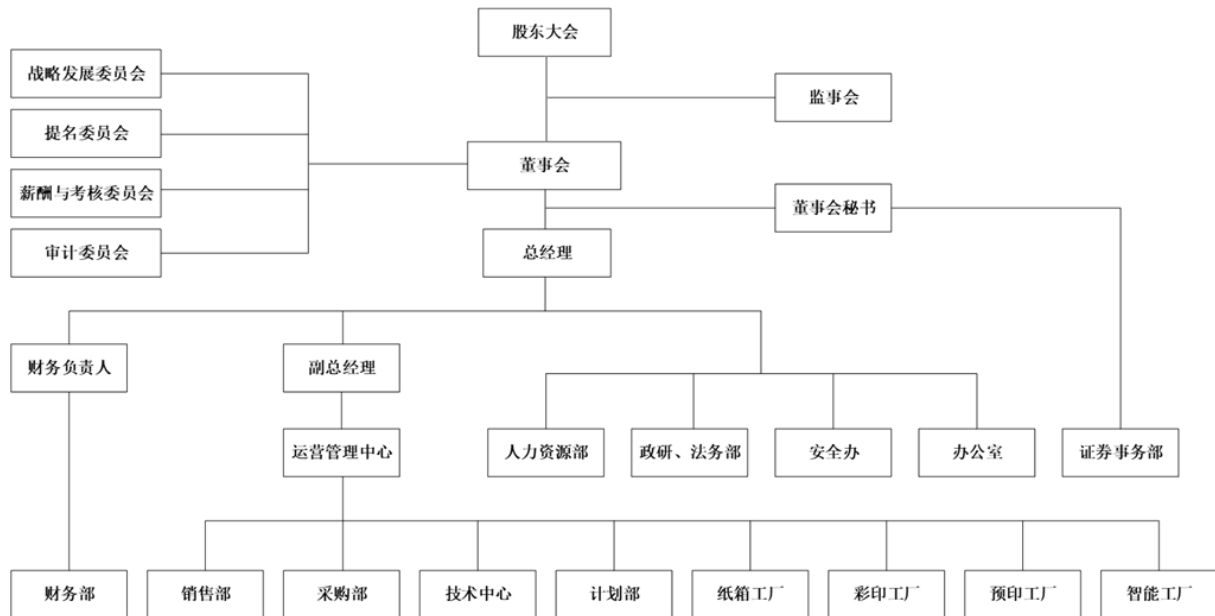
公司本次拟发行 6 年期、不超过 5.50 亿元（含）的可转换公司债券，从本次可转换债券设置的转股价格修正条款和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大。

本次可转换债券采用股份质押的担保方式。公司控股股东新胜达投资将其合法拥有的部分大胜达股票作为质押资产进行质押担保；该项担保措施对于提升本次可转换债券的信用水平具有一定积

极影响。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 截至 2019 年 9 月底浙江大胜达包装股份有限公司 组织结构图



附件 2 浙江大胜达包装股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额 (亿元)	11.86	15.16	19.70	20.96
所有者权益 (亿元)	5.96	9.23	10.44	14.55
短期债务 (亿元)	2.71	2.83	4.46	2.25
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.96	1.10
全部债务 (亿元)	2.71	2.83	5.42	3.36
营业收入 (亿元)	10.84	12.10	12.85	9.20
净利润 (亿元)	0.53	1.67	1.37	0.85
EBITDA (亿元)	1.24	2.28	2.13	--
经营性净现金流 (亿元)	1.30	1.24	1.81	1.13
应收账款周转次数 (次)	8.58	4.49	4.06	--
存货周转次数 (次)	8.57	6.84	5.93	--
总资产周转次数 (次)	0.94	0.90	0.74	0.45
现金收入比率 (%)	69.47	72.61	90.43	92.38
总资产收益率 (%)	6.83	16.26	10.26	--
总资产报酬率 (%)	6.24	13.78	9.32	--
净资产收益率 (%)	7.95	22.03	13.93	6.80
营业利润率 (%)	18.02	23.36	19.73	18.94
费用收入比 (%)	10.47	9.90	11.07	12.78
资产负债率 (%)	49.78	39.14	47.00	30.61
全部债务资本化比率 (%)	31.24	23.50	34.19	18.74
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	8.45	7.05
EBITDA 利息倍数 (倍)	39.63	191.36	30.95	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.46	0.81	0.39	--
流动比率 (倍)	1.12	1.45	1.03	1.88
速动比率 (倍)	0.94	1.13	0.80	1.54
现金短期债务比 (倍)	0.92	1.02	0.54	1.47
经营现金流动负债比率 (%)	24.28	23.42	24.02	25.10
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.22	0.42	0.39	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2019 年 1—9 月财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 研发费用 + 销售费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

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 + 应付票据 + 应付短期融资款 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 浙江大胜达包装股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年浙江大胜达包装股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

浙江大胜达包装股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。浙江大胜达包装股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注浙江大胜达包装股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现浙江大胜达包装股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如浙江大胜达包装股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至浙江大胜达包装股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送浙江大胜达包装股份有限公司、监管部门等。

