

厦门合兴包装印刷股份有限公司

2012 年公司债券 2016 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。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【247】号 01

增信方式：
保证担保
担保主体：
新疆兴汇聚股权投资管理
有限合伙企业
债券剩余规模：
29,996 万元

债券到期日期：
2017 年 11 月 16 日

债券偿还方式：
按年付息，到期一次还
本，附第 3 年末公司上
调票面利率选择权和投
资者回售选择权

分析师

姓名：
杨再昆 董斌

电话：
0755-82872836

邮箱：
yangzk@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

厦门合兴包装印刷股份有限公司 2012 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 06 月 07 日	2015 年 06 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”）及其 2012 年 11 月 16 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内，公司产能进一步扩充，主要产品产销规模持续增长，销售区域相对分散，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”）提供的保证担保在一定程度上增强了本期债券的安全性。同时，我们也关注到，瓦楞纸箱行业集中度低，下游需求增速放缓，公司盈利能力减弱，在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力，且新增产能的消化存有一定的不确定性，存在一定的偿债压力等风险因素。

正面：

- 公司产能进一步扩充，主要产品产销规模持续增长。2015 年末，公司瓦楞纸箱和瓦楞纸板产能分别扩充至 99,500 万平方米和 132,500 万平方米，同比分别增长 3.11%和 18.30%；瓦楞纸箱和瓦楞纸板产量分别为 77,604 万平方米和 103,407 万平方米，同比分别增长 12.93%和 17.72%；销量分别为 74,226 万平方米和 23,126 万平方米，同比分别增长 8.33%和 41.10%。
- 公司产品需求广泛，销售区域相对分散，抗风险能力较强。公司产品多用于下游各消费行业，需求较为广泛，且销售区域覆盖华南、华中、华北、华东、西南等地区，相对分散的销售区域，有助于降低公司的经营风险。
- 控股股东提供的保证担保仍能为本期债券的偿还提供一定保障。经鹏元综合评定，

公司控股股东新疆兴汇聚 2016 年主体长期信用等级为 AA，其所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的偿付提供了一定保障。

关注：

- **行业集中度较低，下游需求增速放缓。**瓦楞纸箱行业进入门槛低，中小厂商众多，目前行业前八家市场占有率约为 8%，集中度较低；2015 年 1-10 月，瓦楞纸箱产量 3,209.98 万吨，同比仅增 4.69%，增速较 2014 年的 24.54% 大幅下滑。
- **公司盈利能力有所减弱，主要原材料价格波动可能对公司盈利的稳定性产生一定影响。**2015 年第四季度主要原材料价格存在一定上涨，公司盈利能力有所减弱，因原材料成本占公司总生产成本比重达 60% 以上，主要原材料价格波动可能对公司的盈利能力产生一定影响。
- **在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力，新增产能能否顺利消化存有不不确定性。**截至 2015 年末，公司主要在建的扩产项目较多，尚需投资 13.77 亿元，公司存在一定的资金压力，随着扩产项目陆续建成，新增产能能否顺利消化存有不不确定性。
- **短期有息债务规模较大，存在一定的偿债压力。**2015 年末公司短期有息债务余额约 6.74 亿元，占期末负债总额比重为 49.13%，短期有息债务规模较大，存在一定的偿债压力。
- **本期债券担保人的担保能力对公司经营情况依赖性较强。**担保人新疆兴汇聚收入和利润主要来源于对公司的投资收益，其持有的公司股权亦受公司经营状况影响较大，担保能力对公司经营状况依赖性较强。

主要财务指标：

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	299,735.08	298,319.26	244,885.76	220,786.87
归属于母公司所有者权益合计（万元）	159,040.23	156,813.04	106,031.08	95,769.77
有息债务（万元）	93,637.57	97,211.53	109,337.89	90,172.72
资产负债率	45.34%	46.00%	55.56%	55.10%
流动比率	1.53	1.53	1.23	1.34
速动比率	1.08	1.09	0.87	0.94
营业收入（万元）	76,618.99	285,247.40	271,647.44	244,208.16
利润总额（万元）	3,595.94	15,988.87	16,915.00	12,749.41

综合毛利率	17.60%	19.72%	20.66%	20.01%
总资产回报率	-	7.90%	9.80%	8.25%
EBITDA（万元）	-	30,460.11	31,035.15	25,252.57
EBITDA利息保障倍数	-	5.48	5.25	4.86
经营活动现金流净额（万元）	4,403.21	16,030.53	31,989.04	12,432.66

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

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。

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。本期债券附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。根据2015年9月28日公司发布的“关于‘12合兴债’票面利率调整及投资者回售实施办法的第一次提示性公告”，公司维持本期债券存续期后2年票面利率不变，仍为6.25%。根据2015年11月16日公司发布的“关于‘12合兴债’投资者回售结果公告”，本期债券回售数量400张，回售金额4万元（不含利息）。截至2016年4月末，本期债券剩余规模29,996.00万元，到期日为2017年11月16日。

截至2016年4月30日，公司本期债券募集资金已使用完毕，本息兑付情况如表1所示。

表 1 本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013年11月16日	30,000.00	-	1,875.00	30,000.00
2014年11月16日	30,000.00	-	1,875.00	30,000.00
2015年11月16日	30,000.00	4.00	1,875.00	29,996.00
合计	-	4.00	5,625.00	-

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2015年，公司完成非公开发行股票24,986,118股，增发完成后公司股本增加至37,249.01万股，控股股东及实际控制人未发生变动，截至2015年末，公司控股股东新疆兴汇聚持有公司14,184.76万股，持股比例下降至38.08%，其中质押股数为3,815.00万股。

表 2 2015 年公司名称、股本、控股股东及实际控制人变更情况

项目	截至 2015 年 12 月 31 日	截至 2014 年 12 月 31 日
公司名称	厦门合兴包装印刷股份有限公司	厦门合兴包装印刷股份有限公司
股本	372,490,118.00	347,504,000.00
控股股东	新疆兴汇聚股权投资管理有限合伙企业	新疆兴汇聚股权投资管理有限合伙企业
控股股东持股比例	38.08%	40.82%
实际控制人	许晓光家族	许晓光家族

资料来源：公司提供

2015年公司新增合并子公司2家，不再纳入合并范围的子公司0家。截至2015年末，纳入公司合并范围的子公司共36家，具体情况见附录五。

表 3 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
绍兴市合兴包装印刷有限公司	51%	1,500.00	包装纸箱	新设
厦门合兴网络科技有限公司	100%	1,000.00	互联网服务	新设

资料来源：公司提供

截至2016年3月31日，公司资产总额为299,735.08万元，归属于母公司所有者权益合计为159,040.23万元，资产负债率为45.34%；2015年度，公司实现营业收入285,247.40万元，利润总额15,988.87万元，经营活动现金流净额16,030.53万元；2016年1-3月，公司实现营业收入76,618.99万元，利润总额3,595.94万元，经营活动现金流净额4,403.21万元。

三、运营环境

瓦楞纸箱产量继续增长，但下游行业需求放缓；电子商务发展较快，有望带来新的增长

瓦楞纸箱是一种应用较广的包装制品，其下游行业较多，主要有通信及电子行业、家电、办公设备、日用化工、食品饮料、医药、轻工及机械等。由于下游主要是终端消费等弱周期行业，需求相对稳定，抗风险能力较强，但仍会受到来自宏观经济环境的一定影响。近年我国经济进入新常态，增速明显放缓。根据国家统计局的数据，2015年我国国民生产总值同比增长6.9%，社会消费品零售总额同比增长10.7%，增速较上一年都有所下滑，预计未来一段时期GDP增速将有所下降，瓦楞纸箱需求进一步增长压力较大。

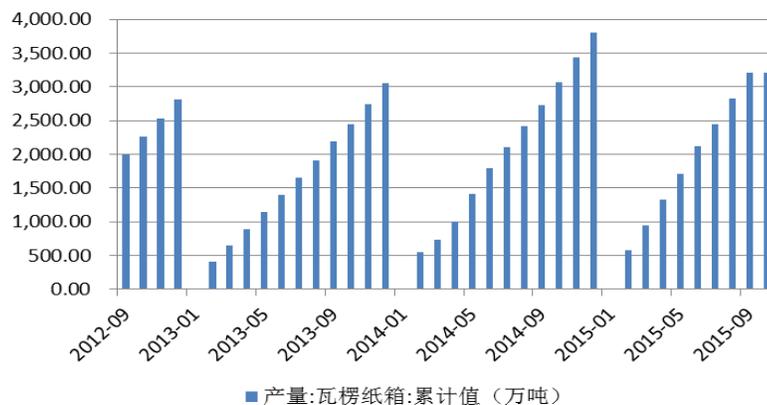
近年来，互联网的兴起带动了全球电子商务的快速发展，在改变人们消费模式的同时，也为快递业和包装行业革命性的发展带来机遇，电子商务的快速发展带来了“二次包装”需求的持续增长。根据国家统计局数据，2015年全国网上零售额38,773亿元，同比增长33.3%。另外据国家邮政局发布的监测数据，2015年“双十一”当天，主要电商企业全天共产生快递物流订单4.6亿件，同比增长65.0%。电商的快速发展给包装行业带来了新的机遇，与主要电商有稳定合作关系的包装企业将从中大幅受益。

2012年以来，我国瓦楞纸产量持续增长，由2012年的2,809.21万吨增长至2014年的3,807.15万吨，复合增长率达16.41%，其中2014年同比增长24.54%，增幅扩大。2015年以来，国内经济持续低迷，瓦楞纸箱下游行业增速放缓，2015年1-10月，瓦楞纸箱产量为

3,209.98万吨，同比增长4.69%，增速下滑。瓦楞纸箱下游运用较为广阔，受单个行业波动的影响不高，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有望为瓦楞纸箱的需求带来新的增长。

整体来看，国内经济下行，瓦楞纸箱下游需求放缓，但电子商务发展较快，有望带来新的增长。

图1 2012年9月份以来瓦楞纸箱产量情况



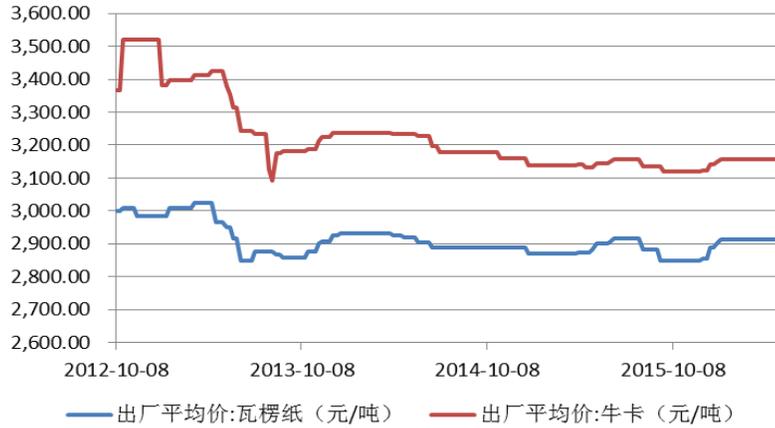
资料来源: Wind 资讯

主要原材料价格有所下降，但预期价格上涨风险有所增加

瓦楞纸箱的原材料成本占比较大，其中瓦楞原纸和牛卡是生产瓦楞纸箱的主要原材料，约占纸箱成本的70%，原材料的价格波动对企业盈利能力影响较大。近几年由于上游造纸行业产能过剩，原纸价格一直处于历史低位。瓦楞纸出厂均价由2014年1月的3,300元/吨左右下降至2015年5月的3,200元/吨左右；牛卡纸出厂均价由2014年1月的2,900元/吨左右下降至2015年最低2,800元/吨左右，2016年1月略有回升，一季度价格企稳在2,912元/吨。

根据中国包装网的报道，从2016年开始，上海、江苏、北京等地的排污费成倍上涨，大型造纸企业可能将上涨的成本转嫁给下游的包装印刷厂；同时，2015年严重的雾霾也导致北方地区大批纸业停产限产，推高了纸价。此外，人民币贬值预期不断加大，鉴于中国有约一半造纸原材料来自进口，预计未来原纸涨价的风险有所增加。

图2 2012年10月年以来瓦楞纸和牛卡出厂价走势



资料来源: Wind 资讯

行业集中度较低，产能相对过剩，面向下游议价能力不强，行业有待于进一步整合和转型升级

瓦楞纸箱具有150公里左右的销售半径，具有比较明显的地域性特征。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、轻工业制造基地，汇集了多数的大型瓦楞纸箱包装企业。

由于行业制造进入门槛低、国内中小厂商众多，形成了瓦楞纸箱行业极为分散的行业格局，目前行业前八家的市场占有率仅为8%左右，单个企业对下游客户的议价能力普遍较弱，相比而言，美国的瓦楞纸箱行业前五大市场占有率达到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将渐成趋势。目前，瓦楞纸箱的生产能力远超过实际需求，行业的产能相对过剩，竞争加剧，未来市场竞争将更趋激烈。

瓦楞纸箱行业下游重要客户一般对包装的品质要求较高，而且看重包装的增值服务，如设计、物流服务等。优质的增值服务可增加客户粘性，可预防企业陷入被动的恶性价格竞争中，有助于提高包装企业的毛利率。如紫江企业和可口可乐的长期合作、奥瑞金和红牛的合作使得两家公司市场占有率一直领先。为下游品牌客户提供优质服务，需要从生产配套性企业不断向品牌营销服务企业转型。通过提供专业化的增值服务，提高企业议价能力和客户粘性，从而提升利润空间。

整体来看，行业集中度较低，产能过剩，面向下游议价能力不强，行业有待于进一步

整合和转型升级。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，主要产品仍为各种瓦楞纸箱、瓦楞纸板和缓冲包材，其中，瓦楞纸箱业务是公司收入和利润的主要来源。从收入来看，2015年公司实现营业收入28.52亿元，同比增长5.01%，增速同比下滑6.23个百分点。收入结构方面，仍然以纸箱为主，2015年纸箱收入占营业收入比重为78.44%，收入结构较为稳定。2015年，公司纸箱收入同比增长0.32%，纸板收入同比大幅增长47.75%，而缓冲包材收入同比下降23.37%。

毛利率方面，2015年公司综合毛利率为19.72%，同比下滑0.94个百分点，主要系第四季度瓦楞纸箱产品主要原材料价格回升所致。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
纸箱	223,754.43	20.23%	223,042.81	21.27%
纸板	44,469.10	9.53%	30,097.51	9.20%
缓冲包材	10,234.08	17.67%	13,354.58	17.37%
其他	6,789.78	72.90%	5,152.53	69.43%
合计	285,247.40	19.72%	271,647.44	20.66%

资料来源：公司提供

公司产能进一步扩充，主要产品产销规模持续增长；瓦楞纸箱价格下跌导致营业收入增幅放缓，瓦楞纸箱销售收入进一步增长的压力加大

2015年，公司进一步完善全国生产基地布局，佛山合信包装有限公司纸箱新建项目（以下简称“佛山合信项目”）于年内投产，产能进一步提升，其中瓦楞纸板产能提升至132,500万平方米/年，同比增长18.30%；瓦楞纸箱产能提升至99,500万平方米/年，同比增长3.11%。目前公司主要生产基地为佛山合信、湖北合兴、福建合信等。公司产销规模持续增长，2015年公司瓦楞纸箱产量和销量分别为77,604万平方米和74,226万平方米，同比增长率分别为12.93%和8.33%；瓦楞纸板产量和销量分别为103,407万平方米和23,126万平方米，同比增长率分别为17.72%和41.10%。产能利用率方面，2015年公司产能扩充情况下，公司瓦楞纸板产能利用率变化较小，瓦楞纸箱产能利用率快速提升，同比上升6.78个百分点。

受国内宏观经济低迷，下游消费行业增速回落影响，公司瓦楞纸箱销售价格下跌，未来瓦楞纸箱销售收入进一步增长压力加大；此外，公司加大了与其他瓦楞纸箱生产厂商的

合作力度，瓦楞纸板除再加工外，直接销售量大幅增加，带动纸板销售收入实现47.75%的增长。

表 5 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			产能利用率	销量
			再加工	直接销售	合计		
2015 年	瓦楞纸板	132,500	79,778	23,629	103,407	78.04%	23,126
	瓦楞纸箱	99,500	-	77,604	77,604	77.99%	74,226
2014 年	瓦楞纸板	112,000	72,350	15,490	87,840	78.43%	16,390
	瓦楞纸箱	96,500	-	68,720	68,720	71.21%	68,520

资料来源：公司提供

公司产品需求广泛，销售区域分散，有利于公司降低经营风险

公司产品主要面向下游家电、食品饮料等多个消费行业，产品需求广泛。目前，纸包装行业的生产工艺较为成熟，标准化、规模化生产，布局全国网络，延长销售终端，提供个性化增值服务，增强客户粘性是公司主要推行的战略方向。跟踪期内，公司继续推进集团大客户营销团队及区域客户营销团队建设。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进行洽谈，完成洽谈与合同签订后，由公司下属各区域子公司就近向客户需求地点完成供货，并提供相关增值服务；区域客户营销团队主要负责其所属地区客户的销售，公司营销中心负责统一管理。

2015年公司加大力度建设各个子公司的区域营销团队，销售费用达1.87亿元，同比增长7.30%，通过对不同类型的目标客户提供差异化增值服务，加强与大客户的合作关系。受主要大客户产品销售下降，瓦楞纸箱等包材需求减少影响，2015年公司前五大客户销售收入合计由2014年的11.26亿元下降至2015年的10.86亿元，前五大客户合计销售收入占营业总收入比重下降至38.10%，同比下降3.35个百分点，客户集中度有所下降。

表 6 2014-2015 年公司前五大客户销售情况（单位：万元）

客户	2015 年		2014 年	
	销售额	占营业收入比重	销售额	占营业收入比重
客户一	36,075.78	12.65%	37,301.48	13.73%
客户二	27,798.44	9.75%	30,076.59	11.07%
客户三	18,927.25	6.64%	20,496.35	7.55%
客户四	16,379.96	5.74%	13,448.47	4.95%
客户五	9,459.51	3.32%	11,264.64	4.15%
合计	108,640.94	38.10%	112,587.53	41.45%

注：2014、2015 年前五大客户排名可能有所变化。

资料来源：公司提供

从销售区域看，与上年相比，各区域营业收入均有所变化，销售区域仍然较为分散，抗风险能力较强。2015年华南地区、华东地区和华北地区收入保持增长，新增产能释放的压力有所缓解，产销规模继续扩大，而华中地区和西南地区销售收入略有下滑。毛利率方面，公司各个区域毛利率存在一定差异，其中华中地区、西南地区和华北地区销售毛利率较高，主要系中西部地区材料成本和制造费率较低所致。整体来看，受国内经济下行，下游消费需求不足影响，公司在中西部地区销售额表现负增长，其他地区销售收入亦增速放缓，整体毛利率水平变化不大。整体上，相对分散的销售区域，增强了公司抗风险能力。

表 7 2014-2015 年公司分区域销售情况（单位：万元）

地区名称	2015 年			2014 年		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
华中地区	103,456.51	21.21%	36.27%	105,158.62	21.48%	39.46%
华南地区	89,670.80	19.34%	31.44%	77,241.87	18.24%	28.98%
西南地区	33,099.04	22.93%	11.60%	33,928.62	22.80%	12.73%
华东地区	44,219.21	14.33%	15.50%	38,137.03	15.22%	14.31%
华北地区	14,801.83	20.57%	5.19%	12,028.77	19.21%	4.51%
合计	285,247.40	19.72%	100.00%	266,494.91	19.71%	100.00%

注：2015 年数据为包含其他业务收入在内的营业收入口径。

资料来源：公司提供

主要原材料价格波动可能对公司盈利的稳定性产生一定影响，库存较高的原材料存在一定的跌价风险

随着公司产能扩充，产销量规模的持续增长，原材料采购量亦持续增长，由于原材料成本占公司总生产成本的比重达60%以上，较好的原材料采购成本控制可增强公司整体盈利能力。公司自2012年开始逐步推行集中采购制度，将下属子公司的原材料采购集中到母公司进行统一的招标遴选，统一结算，公司对供应商的议价能力有所增强，同时，受上游造纸行业产能过剩影响，原材料价格呈现波动下降趋势。2015年，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2,097.12元/吨和2,601.95元/吨，同比分别下降2.61%和4.42%，但2015年四季度价格有所回升。整体来看，受上游行业产能过剩，原材料价格走低，以及公司总部集中采购措施推行的综合影响，公司在原材料采购方面控制较好。但主要原材料价格波动可能对公司盈利能力的稳定性产生一定影响。

由于瓦楞纸及牛卡纸等原材料成本约占公司营业成本的60%以上，我们注意到2015年公司存货规模为4.68亿元，同比增长25.27%，主要是原材料和产成品，库存量较高，随着原材料市场价格波动，公司存在一定的存货跌价风险。

表 8 2014-2015 年公司主要原材料采购价格情况

原料名称	项目	单位	2015 年	2014 年	同比增减
瓦楞原纸	采购量	数量 (万吨)	29.92	26.79	11.68%
		金额 (万元)	62,737.85	57,683.24	8.76%
	采购单价	元/吨	2,097.12	2,153.23	-2.61%
牛卡纸	采购量	数量 (万吨)	31.95	29.26	9.19%
		金额 (万元)	83,127.31	79,665.40	4.35%
	采购单价	元/吨	2,601.95	2,722.32	-4.42%
挂面纸	采购量	数量 (万吨)	-	3.48	-
		金额 (万元)	-	10,412.68	-
	采购单价	元/吨	-	2,994.46	-
其他原纸	采购量	数量 (万吨)	4.71	0.98	380.61%
		金额 (万元)	14,480.1	3,349.32	332.33%
	采购单价	元/吨	3,071.91	3,431.19	-10.47%

注：2015 年挂面纸采购并入牛卡纸核算。

资料来源：公司提供

公司在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力，随着在建项目逐步建成达产，新增产能能否顺利消化存有不不确定性

2015年公司非公开发行股票募投项目分别为佛山合信项目、滁州华艺柔印环保科技有限公司环保预印新建项目（以下简称“滁州华艺项目”）和武汉华艺柔印环保科技有限公司包装一体化预印项目（以下简称“武汉华艺项目”）。其中佛山合信项目已于2015年7月达产；滁州华艺项目于2016年1月达产；而武汉华艺项目因考虑适当控制单一区域的生产线密度，已终止实施。从募投项目进展情况来看，投产相对较早的佛山合信项目产能利用率已超过70%，2015年实现效益942.42万元；滁州华艺项目尚处于投产初期，效益情况尚难以确定。

截至2015年底，公司主要在建项目为武汉合信包装一体化项目、合兴（重庆）包装印刷生产基地项目等，该等项目计划总投资额为17.08亿元，累计已投资3.31亿元，未来尚需投资13.77亿元。公司在建项目较多，投资规模较大，可能会给公司带来一定的资金压力，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。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，公司营运压力可能进一步加大，并且公司逐步增加的产能能否如期消化存有不不确定性。

表 9 截至 2015 年末公司主要在建、拟建项目情况（单位：万平方米/年，万元）

项目名称	设计产能	计划投资额	已投入金额
武汉合信包装一体化项目	5,000	15,800.00	4,615.02

合兴（重庆）包装印刷生产基地项目	10,000	50,000.00	2,000.00
郑州环保包装一体化新建项目	10,000	23,000.00	1,671.47
天津市兴汇聚有限公司年产 7,500 万 m ² 环保预印纸箱新建项目	7,500	16,159.71	5,594.4
湖北合一综合产业园区标准工业厂房新建项目	-	14,918.05	15,000.00
合兴营口预印包装新建项目	6,000	13,977.76	927.19
合兴包装卫辉年产 4000 万 m ² 环保预印包装箱项目	4,000	11,995.08	888.15
青岛合兴包装有限公司纸箱新建项目	8,000	24,927.11	2,403.73
合计	-	170,777.71	33,099.96

注：合兴（重庆）包装印刷生产基地项目投入的资金为新设公司注册资本。

资料来源：公司提供

公司拟非公开发行股票将从包装印刷制造商逐步往包装印刷服务商升级，但后续能否顺利实施存在不确定性

2016年4月，公司公布了非公开发行股票的预案，拟向特定对象非公开发行人民币普通股（A股）不超过5,000万股，拟募集资金总额不超过95,076万元。募集资金投向智能包装集成服务（IPS）建设项目和包装产业链云平台（PSCP平台）建设项目，具体情况如表10所示。

表 10 2016 年公司拟非公开发行股票募投项目情况（单位：万元）

项目名称	实施主体	投资额	拟投入募集资金
智能包装集成服务建设项目	厦门合兴智能集成服务有限公司	58,803	58,803
包装产业供应链云平台建设项目	厦门合兴供应链管理有限公司	36,273	36,273
合计		95,076	95,076

资料来源：公司提供

IPS是通过智能包装设备完成客户在产品包装环节的自动化过程，旨在实现客户所有包材的设计、采购、运输、管理、品控等方面的一体化服务。IPS模式的整体业务流程主要包括设计、采购、集成及运营四大环节。其中，设计主要涉及材料选取、结构设计和色彩管理三方面，需根据产品的特点及客户的具体需求进行包材及包装流程的设计；采购主要涉及采购询价、供应商确认以及包材和设备采购等；运输主要包括设备运输、安装、调试等；运营主要由驻场部负责，其作业内容主要包括生产人员安排、自动化生产线调控、与客户相关工作人员的现场对接、包材及产品的仓储管理等。

PSCP平台依托于计算机信息技术服务于包装产业供应链上下游的包材供应商、包材需求客群等各类型的主体，以实现各商业主体之间信息流、业务流与资金流交互往来的资源整合与共享。PSCP的技术框架结构分为前台、中台、后台三个层次架构，其中，前台部分主要包括以浏览器、客户端、APP主的用户接入层；中台部分主要包括市场舆情分析平台、智能贸易撮合平台、数据挖掘分析平台、广告管理平台、支付结算平台等；后台部

分，主要包括自有数据中心、公有云资源池。

IPS项目是对合兴包装原有业务的升级，PSCP项目是借助互联网平台对包装产业进行整合，项目的实施有赖于本次非公开募集资金进展。2016年6月2日，公司本次非公开增发股票已被中国证监会受理，该事项仍需进一步审核，募投项目未来能否顺利实施并取得预期效果存有不不确定性。

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立信会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2014年至2015年审计报告及未经审计的2016年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

2015年公司通过设立取得子公司2家，当年没有减少合并范围的子公司。截至2015年末，公司纳入合并报表范围的子公司情况见附录五。

资产结构与质量

公司资产规模增速加快，应收账款和存货持续增加，存在一定的坏账和跌价风险

2015年，公司总资产规模持续增加，年末达29.83亿元，同比增长21.82%，增速提升。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，结构较为稳定。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款和存货。截至2015年末，公司货币资金为3.21亿元，同比增加63.74%，主要系年内非公开发行股票所募集资金所致，其中受限部分主要为银行承兑汇票保证金，总受限使用金额为0.32亿元。2015年公司应收账款继续增长，增长幅度为12.35%，超过同期营业收入增幅7.34个百分点，应收账款的持续增长加大了公司营运资金压力，增加了应收账款的坏账风险。公司给予客户的赊销期限一般为2-3个月，赊销期限为3个月的客户有所增加，导致公司应收账款增幅较大。从账龄来看，应收账款账龄相对较短，96.96%的应收账款账龄在1年以内；应收账款前五名占比合计20.71%。2015年末存货账面价值为4.68亿元，同比增长25.27%，增幅较大，从存货的构成看，原材料和产成品占比分别为33.45%、65.86%，受原材料价格波动影响，存货可能存在一定的跌价风险。

公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程和无形资产。截至2015年末，公司固定资产8.71亿元，其中机器设备和房屋建筑物的占比分别为44.95%和49.45%；期末固定资

产同比增长27.12%，主要系厂房同比增加57.72%所致，增加的项目主要为天津兴汇聚厂房、滁州华艺项目与佛山合信项目，截至2015年末固定资产成新率为66.82%，成新率尚可。2015年公司在建工程同比大幅减少，主要系天津兴汇聚厂房项目、滁州华艺项目与佛山合信项目转入固定资产所致。2015年末，公司无形资产为2.43亿元，同比增长58.25%，主要为新购置价值0.93亿元的土地使用权。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	23,261.23	7.76%	32,100.44	10.76%	19,605.09	8.01%
应收账款	78,113.87	26.06%	72,870.33	24.43%	64,862.68	26.49%
存货	47,961.57	16.00%	46,775.72	15.68%	37,339.09	15.25%
流动资产合计	162,657.87	54.26%	164,064.01	55.00%	129,552.38	52.90%
固定资产	86,333.65	28.80%	87,104.63	29.20%	68,521.39	27.98%
在建工程	4,701.62	1.57%	4,505.90	1.51%	12,982.41	5.30%
无形资产	24,188.85	8.07%	24,343.06	8.16%	15,382.20	6.28%
非流动资产合计	137,077.21	45.74%	134,255.25	45.00%	115,333.38	47.10%
资产总计	299,735.08	100.00%	298,319.26	100.00%	244,885.76	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

资产运营效率

公司产能持续扩充，应收账款和存货规模快速上升，营运资金压力加大

随着公司在建的天津兴汇聚、滁州华艺厂房等项目陆续落成，公司全国布局战略逐步完善，产能释放，应收账款和存货规模快速上升，2015年公司应收账款天数和存货周转天数同比分别增加了3.84天和4.70天，应收账款和存货周转效率有所下滑。同时，公司应付账款周转天数亦有所增加，付款周期延长，但公司净营业周期延长至110.41天，运营效率有所下滑，并且净营业周期偏长，营运资金压力进一步加大。

受应收账款、存货及在建工程完工转入固定资产等因素影响，2015年公司流动资产、固定资产、总资产规模增速超过同期营业收入增速，流动资产周转率、固定资产周转率及总资产周转率均呈现一定下滑。随着公司营业收入增速放缓，资产周转效率可能面临进一步下滑压力。

表 12 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015年	2014年
应收账款周转天数	86.91	83.07

存货周转天数	66.12	61.42
应付账款周转天数	42.63	38.02
净营业周期	110.41	106.47
流动资产周转天数	185.28	166.15
固定资产周转天数	98.20	89.71
总资产周转天数	342.78	308.57

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入保持增长，综合毛利率下降，盈利水平略有下滑

受国内经济持续低迷，下游需求增速放缓影响，公司2015年度实现营业收入28.52亿元，同比增长5.01%，增速放缓，其中瓦楞纸箱收入22.38亿元，占公司同期营业收入比重为78.44%，同比仅增0.32%，主要产品销售收入增速下滑。毛利率方面，受2015年第四季度瓦楞原纸等主要原材料价格小幅上升影响，公司主要产品瓦楞纸箱毛利率有所下降，同比下降1.04个百分点，是综合毛利率下降的主要原因。

由于公司营业收入增速放缓，综合毛利率下滑等因素，2015年公司营业利润、利润总额和净利率均略有下降，盈利能力减弱。公司期间费用率有所下降，主要因非公开发行股票募得资金使财务费用同比下降19.60%所致。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年 1-3月	2015年	2014年
营业收入	76,618.99	285,247.40	271,647.44
营业利润	2,496.01	15,357.10	16,243.99
利润总额	3,595.94	15,988.87	16,915.00
净利润	2,761.71	12,314.91	13,188.75
综合毛利率	17.60%	19.72%	20.66%
期间费用率	13.70%	13.73%	14.09%
营业利润率	3.26%	5.38%	5.98%
总资产回报率	-	7.90%	9.80%
净资产收益率	-	9.13%	12.68%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

表 14 公司期间费用情况（单位：万元）

项目	2015年	2014年	同比增减
销售费用	18,738.31	17,463.44	7.30%
管理费用	15,700.45	14,925.73	5.19%

财务费用	4,735.63	5,889.83	-19.60%
合计	39,174.39	38,279.00	2.34%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金净流入减少，随着生产规模持续扩大和在建项目推进，资金支出压力加大

随着公司全国布局日趋完善、生产规模逐步扩大，2015年公司存货、应收账款均增长较快，采购规模亦持续加大，应付账款增加。受以上因素综合影响，2015年公司营运资本增加1.04亿元，营运效率下降，经营活动产生的现金流净额收缩。随着公司生产规模不断扩大，应收账款和存货将占用更多的资金，公司营运资金压力可能进一步加大。

2014-2015年，公司投资活动现金净流出分别为2.55亿元和2.62亿元，随着新建项目的陆续投产，公司产能进一步增加，但产能能否如期释放并消化，存有不不确定性。

2015年，公司经营活动产生的现金流相对不足，难以满足公司在建项目的持续投资支出，公司存在一定的筹资压力。目前，公司在建项目主要为武汉合信一体化等项目，未来尚需投资13.77亿元，资金支出压力加大。

表 15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年
净利润	2,761.71	12,314.91	13,188.75
营运资本变化	-	-10,382.75	4,652.28
其中：存货减少（减：增加）	-	-9,432.62	-696.27
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-12,495.23	-689.99
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	11,545.10	6,038.54
经营活动产生的现金流量净额	4,403.21	16,030.53	31,989.04
投资活动产生的现金流量净额	-5,700.24	-26,180.02	-25,460.71
筹资活动产生的现金流量净额	-8,311.57	23,021.27	-2,771.24
现金及现金等价物净增加额	-9,609.76	13,015.28	3,767.30

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司短期有息债务金额仍然较大，存在一定偿债压力

2015年公司负债总额变化不大，因非公开发行股票，公司所有者权益大幅增加至16.11亿元，同比增长48.02%，推动产权比率下降至85.20%，所有者权益对负债总额的覆盖状况

大幅改善。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
负债总额	135,893.37	137,239.27	136,063.78
所有者权益	163,841.71	161,079.99	108,821.99
产权比率	82.94%	85.20%	125.03%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

从公司的负债结构来看，流动负债依然是公司负债的主要成分，占负债总额比重较高，其中短期借款余额有所下降，但规模仍然较大。

公司负债主要为有息负债，截至2015年末，有息负债规模为9.72亿元，占期末负债总额比重为70.83%，较上年有所下降。其中，短期借款5.23亿元、应付票据1.51亿元、应付债券2.98亿元。2015年末，短期有息负债规模约为6.74亿元，公司存在一定的短期偿还压力。此外，随着公司生产规模扩大，采购金额上升，应付账款余额快速增长，公司亦存在一定的付款压力。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	44,703.29	32.90%	52,295.23	38.11%	63,438.00	46.62%
应付票据	19,114.76	14.07%	15,123.09	11.02%	15,670.74	11.52%
应付账款	34,616.24	25.47%	33,104.27	24.12%	21,123.88	15.52%
其他应付款	2,870.85	2.11%	2,621.40	1.91%	1,460.03	1.07%
流动负债合计	105,986.74	77.99%	107,399.13	78.26%	105,659.54	77.65%
应付债券	29,819.53	21.94%	29,793.21	21.71%	29,697.34	21.83%
非流动负债合计	29,906.63	22.01%	29,840.14	21.74%	30,404.23	22.35%
负债合计	135,893.37	100.00%	137,239.27	100.00%	136,063.78	100.00%
其中：有息债务	93,637.57	68.91%	97,211.53	70.83%	109,337.89	80.36%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

从偿债能力指标来看，2015年资产负债率明显回落，下降至46.00%，同比下降9.56个百分点，偿债能力提升。2015年末，公司流动比率和速动比率分别为1.53和1.09，流动比率仍然偏低，短期债务压力依然较大。因有息债务规模有所降低，利息支出减少，EBITDA利息保障倍数有所提升。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
资产负债率	45.34%	46.00%	55.56%

流动比率	1.53	1.53	1.23
速动比率	1.08	1.09	0.87
EBITDA (万元)	-	30,460.11	31,035.16
EBITDA 利息保障倍数	-	5.48	5.25

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

跟踪期内，新疆兴汇聚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

本期债券由公司控股股东新疆兴汇聚提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。新疆兴汇聚主要从事企业股权投资、资本运作、资产管理等金融运作及服务，无其他主营业务。截至2015年末，新疆兴汇聚持有公司14,184.76万股（其中3,815.00万股已质押），持股比例38.08%；对壹家电（厦门）电器有限责任公司（以下简称“壹家电电器”）的持股比例为58.00%。

因壹家电电器经营困难，已于2015年停止经营活动，并完成清算。新疆兴汇聚于2016年3月30日收到了厦门市翔安区市场监督管理局核准的《准予注销登记通知书》。截至2015年末，新疆兴汇聚本部资产总额为32,278.56万元，所有者权益合计为4,974.65万元，资产负债率为84.59%；2015年度，新疆兴汇聚实现利润总额951.84万元，经营活动现金流净额-2,054.78万元。

表 19 2013-2015 年新疆兴汇聚主要财务数据

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产 (万元)	32,278.56	29,338.43	23,904.03
所有者权益 (万元)	4,974.65	4,022.81	5,578.77
资产负债率	84.59%	86.29%	76.66%
流动比率	0.97	0.93	0.99
有息债务 (万元)	26,990.00	25,000.00	17,998.41
营业收入 (万元)	-	-	-
营业利润 (万元)	951.84	-1,555.96	-478.90
投资收益 (万元)	1,418.54	709.24	1,418.48
利润总额 (万元)	951.84	-1,555.96	-478.90
经营活动现金流净额 (万元)	-2,054.78	-6,160.53	-4,033.11

注：表中数据为单体报表口径。

资料来源：新疆兴汇聚 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

我们认为，新疆兴汇聚持有公司的股份市值较高，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收入和利润主要来自对公司的投资，其担保能力易受公司经营与财务状况以及公司股权市值波动的影响。若公司发生违约，新疆兴汇聚持有的公司股权价值可能大幅下降，进而影响其为本期债券的代偿能力。

七、评级结论

跟踪期内，公司产能进一步增加，主要产品产销量持续增长；公司产品需求广泛，销售区域相对分散，抗风险能力较强；担保方新疆兴汇聚持有的股权价值较高，其提供的保证担保仍能为本期债券的偿还提供一定保障。

同时我们也关注到，瓦楞纸箱行业集中度较低，下游需求、公司营业收入增速均有所放缓，盈利能力有所减弱；目前，公司在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力，新增加的产能能否顺利消化存有不不确定性；公司的短期借款规模较大，存在一定的偿债压力。此外，新疆兴汇聚的投资收益和利润主要来自对公司的投资，其担保能力受公司经营状况的影响较大。

因此，鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为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	2016年3月	2015年	2014年	2013年
货币资金	23,261.23	32,100.44	19,605.09	12,992.05
应收票据	8,113.18	7,036.81	2,732.50	4,248.94
应收账款	78,113.87	72,870.33	64,862.68	60,509.19
预付款项	1,336.76	1,541.32	1,540.68	535.73
其他应收款	2,053.14	2,149.77	2,376.20	5,445.94
存货	47,961.57	46,775.72	37,339.09	36,208.86
其他流动资产	1,818.12	1,589.61	1,096.15	1,255.76
流动资产合计	162,657.87	164,064.01	129,552.38	121,196.45
可供出售金融资产	8,835.00	5,955.00	4,835.00	0.00
长期股权投资	4,676.20	4,613.96	3,455.89	2,213.01
固定资产	86,333.65	87,104.63	68,521.39	66,862.65
在建工程	4,701.62	4,505.90	12,982.41	6,303.60
无形资产	24,188.85	24,343.06	15,382.20	15,620.41
商誉	1,722.65	1,722.65	1,722.65	1,722.65
长期待摊费用	359.43	363.25	141.19	133.97
递延所得税资产	4,067.27	3,627.98	3,303.10	3,198.33
其他非流动资产	2,192.54	2,018.83	4,989.55	3,535.81
非流动资产合计	137,077.21	134,255.25	115,333.38	99,590.42
资产总计	299,735.08	298,319.26	244,885.76	220,786.87
短期借款	44,703.29	52,295.23	63,438.00	55,618.00
应付票据	19,114.76	15,123.09	15,670.74	2,718.35
应付账款	34,616.24	33,104.27	21,123.88	24,407.46
预收款项	490.68	630.65	332.40	401.42
应付职工薪酬	738.06	792.35	515.47	488.42
应交税费	2,749.84	2,534.14	2,355.96	1,942.60
应付利息	703.02	298.01	274.73	234.38
其他应付款	2,870.85	2,621.40	1,460.03	2,884.64
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	488.32	2,028.02
流动负债合计	105,986.74	107,399.13	105,659.54	90,723.29
长期借款	0.00	0.00	43.49	204.66
应付债券	29,819.53	29,793.21	29,697.34	29,603.69
长期应付款	0.00	0.00	466.56	1,124.47
递延收益	87.10	46.93	52.79	0.00
预计负债	0.00	0.00	144.06	0.00

非流动负债合计	29,906.63	29,840.14	30,404.23	30,932.82
负债合计	135,893.37	137,239.27	136,063.78	121,656.12
股本	37,249.01	37,249.01	34,750.40	34,750.40
资本公积	68,337.78	68,337.78	27,803.40	28,360.47
盈余公积	3,089.73	3,089.73	2,398.96	1,784.13
未分配利润	50,363.70	48,136.52	41,078.33	30,874.77
归属于母公司所有者权益合计	159,040.23	156,813.04	106,031.08	95,769.77
少数股东权益	4,801.48	4,266.95	2,790.91	3,360.98
所有者权益合计	163,841.71	161,079.99	108,821.99	99,130.76
负债和所有者权益总计	299,735.08	298,319.26	244,885.76	220,786.87

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
一、营业总收入	76,618.99	285,247.40	271,647.44	244,208.16
其中：营业收入	76,618.99	285,247.40	271,647.44	244,208.16
二、营业总成本	74,185.22	270,103.91	255,266.33	232,475.91
减：营业成本	63,133.05	228,991.35	215,537.13	195,332.17
营业税金及附加	347.27	1,478.30	1,497.12	1,242.78
销售费用	4,586.40	18,738.31	17,463.44	15,008.95
管理费用	4,630.30	15,700.45	14,925.73	16,781.54
财务费用	1,278.61	4,735.63	5,889.83	5,232.16
资产减值损失	209.60	459.88	-46.93	-1,121.70
加：投资收益（损失以“-”号填列）	62.25	213.61	-137.12	465.76
三、营业利润	2,496.01	15,357.10	16,243.99	12,198.01
加：营业外收入	1,169.39	1,047.13	1,170.01	1,270.56
减：营业外支出	69.46	415.37	499.00	719.17
四、利润总额	3,595.94	15,988.87	16,915.00	12,749.41
减：所得税费用	834.22	3,673.96	3,726.25	2,550.47
五、净利润	2,761.71	12,314.91	13,188.75	10,198.94
减：少数股东损益	534.53	841.04	632.85	733.53
六、归属于母公司所有者的净利润	2,227.18	11,473.87	12,555.90	9,465.41

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	49,353.42	206,246.65	184,321.25	169,558.62
收到的税费返还	204.36	657.15	23.62	93.26
收到其他与经营活动有关的现金	1,631.56	6,810.93	6,171.25	4,913.75
经营活动现金流入小计	51,189.35	213,714.73	190,516.12	174,565.63
购买商品、接受劳务支付的现金	29,478.24	130,587.54	92,077.78	97,586.18
支付给职工以及为职工支付的现金	8,723.96	35,854.42	35,141.01	33,861.65
支付的各项税费	4,448.27	19,151.03	17,716.95	16,769.14
支付其他与经营活动有关的现金	4,135.67	12,091.21	13,591.34	13,915.99
经营活动现金流出小计	46,786.14	197,684.20	158,527.09	162,132.97
经营活动产生的现金流量净额	4,403.21	16,030.53	31,989.04	12,432.66
二、投资活动产生的现金流量：				
取得投资收益收到的现金	0.00	165.54	0.00	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	314.57	841.95	260.35	2,098.47
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	721.63
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	89.66	0.00
投资活动现金流入小计	314.57	1,007.49	350.02	2,820.10
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3,134.80	24,878.68	16,930.92	14,347.32
投资支付的现金	2,880.00	2,230.00	6,215.00	1,932.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	78.82	2,664.65	1,416.97
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.16	4.30
投资活动现金流出小计	6,014.80	27,187.51	25,810.73	17,700.58
投资活动产生的现金流量净额	-5,700.24	-26,180.02	-25,460.71	-14,880.48
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	44,285.00	90.00	210.00
取得借款收到的现金	6,865.68	73,831.23	63,088.00	53,648.00
筹资活动现金流入小计	6,865.68	118,116.23	63,178.00	53,858.00
偿还债务支付的现金	14,455.23	85,183.00	57,645.69	60,584.79
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	722.02	8,976.25	7,902.77	9,036.33
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	935.71	400.77	0.00
筹资活动现金流出小计	15,177.25	95,094.96	65,949.24	69,621.12

筹资活动产生的现金流量净额	-8,311.57	23,021.27	-2,771.24	-15,763.12
四、汇率变动对现金的影响	-1.16	143.50	10.22	-56.85
五、现金及现金等价物净增加额	-9,609.76	13,015.28	3,767.30	-18,267.79

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	12,314.91	13,188.75	10,198.94
加：资产减值准备	459.88	-46.93	-1,121.70
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	8,493.56	7,807.26	6,917.31
无形资产摊销	435.74	357.73	332.98
长期待摊费用摊销	60.65	43.43	56.43
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-150.77	16.86	111.30
财务费用	5,337.80	5,901.52	5,168.14
投资损失	-213.61	137.12	-465.76
递延所得税资产减少	-324.88	-68.99	-894.88
存货的减少	-9,432.62	-696.27	2,926.41
经营性应收项目的减少	-12,495.23	-689.99	-1,511.51
经营性应付项目的增加	11,545.10	6,038.54	-9,285.00
经营活动产生的现金流量净额	16,030.53	31,989.04	12,432.66
现金的期末余额	28,900.10	15,884.83	12,117.52
减：现金的期初余额	15,884.83	12,117.52	30,385.32
现金及现金等价物净增加额	13,015.28	3,767.30	-18,267.79

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
应收账款周转天数(天)	-	86.91	83.07	83.56
应付账款周转天数(天)	-	42.63	38.02	42.90
流动资产周转天数(天)	-	185.28	166.15	186.64
总资产周转天数(天)	-	342.78	308.57	320.59
期间费用率	13.70%	13.73%	14.09%	15.16%
营运资本变化(万元)	-	-10,382.75	4,652.28	-7,870.10
产权比率	82.94%	85.20%	125.03%	122.72%
资产负债率	45.34%	46.00%	55.56%	55.10%
流动比率	1.53	1.53	1.23	1.34
速动比率	1.08	1.09	0.87	0.94
有息债务(万元)	93,637.57	97,211.53	109,337.89	90,172.72
综合毛利率	17.60%	19.72%	20.66%	20.01%
总资产回报率	-	7.90%	9.80%	8.25%
EBITDA(万元)	-	30,460.11	31,035.15	25,252.57
EBITDA利息保障倍数	-	5.48	5.25	4.86

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录五 截至2015年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
福建长信纸业包装有限公司	漳州市	漳州市	包装	75	25	设立
南京合兴包装印刷有限公司	南京市	南京市	包装	75	25	设立
湖北合兴包装印刷有限公司	汉川市	汉川市	包装	75	25	设立
厦门合兴实业有限公司	厦门市	厦门市	包装	100	无	设立
成都合兴包装印刷有限公司	成都市	成都市	包装	100	无	设立
合肥合兴包装印刷有限公司	合肥市	合肥市	包装	100	无	设立
武汉华艺柔印环保科技有限公司	武汉市	武汉市	包装	100	无	设立
重庆合信包装印刷有限公司	重庆市	重庆市	包装	100	无	设立
遵义合信包装有限公司	遵义市	遵义市	包装	100	无	设立
青岛世凯威包装印刷有限公司	青岛市	青岛市	包装	100	无	设立
香港世凯威有限公司	香港	香港	包装	100	无	设立
龙海合信包装有限公司	龙海市	龙海市	包装	100	无	设立
合肥合信包装有限公司	合肥市	合肥市	包装	70	无	设立
青岛合兴包装有限公司	青岛市	青岛市	包装	100	无	设立
佛山合信包装有限公司	佛山市	佛山市	包装	100	无	设立
郑州合兴包装有限公司	郑州市	郑州市	包装	100	无	设立
海宁合兴包装有限公司	海宁市	海宁市	包装	100	无	设立
天津世凯威包装有限公司	天津市	天津市	包装	100	无	设立
威斯顿(天津)供应链管理有限公司	天津市	天津市	包装	100	无	设立
昆山世凯威包装有限公司	昆山市	昆山市	包装	100	无	设立
武汉兴合信环保科技有限公司	武汉市	武汉市	包装	100	无	设立
福州福瑞包装有限公司	福州市	福州市	包装	100	无	购买
重庆文乾包装有限公司	重庆市	重庆市	包装	100	无	设立
厦门合兴供应链管理有限公司	厦门市	厦门市	包装	100	无	设立
郑州合坤包装有限公司	郑州市	郑州市	包装	100	无	设立
营口市合坤环保科技有限公司	营口市	营口市	包装	100	无	设立
珠海市千层纸品包装有限公司	珠海市	珠海市	包装	100	无	购买
福建合信包装有限公司	漳州市	漳州市	包装	70	无	设立
厦门荣圣兴包装印刷有限公司	厦门市	厦门市	包装	100	无	购买
天津市兴汇聚有限公司	天津市	天津市	包装	99	1	购买
爱尔德斯(厦门)塑胶有限公司	厦门市	厦门市	包装	100	无	购买

新疆裕荣股权投资管理有限公司	石河子市	石河子市	股权管理	100	无	设立
珠海佳信明华印务有限公司	珠海市	珠海市	包装	100	无	购买
绍兴市合兴包装印刷有限公司	绍兴市	绍兴市	包装	51	无	设立
厦门合兴网络科技有限公司	厦门市	厦门市	包装	100	无	设立
滁州华艺柔印环保科技有限公司	滁州市	滁州市	包装	100	无	设立

资料来源：公司 2015 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转天数	$[180 \times (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额})] / \text{营业收入}$
	应收账款周转天数	$[180 \times (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额})] / \text{营业收入}$
	存货周转天数	$[180 \times (\text{期初存货} + \text{期末存货})] / \text{营业成本}$
	应付账款周转天数	$[180 \times (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额})] / \text{营业成本}$
	净营业周期(天)	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	总资产周转天数	$[180 \times (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额})] / \text{营业收入}$
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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	营运资本变化	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
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期有息债务
	有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务
	产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益合计} \times 100\%$

附录七 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体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（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。

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。