



厦门合兴包装印刷股份有限公司

2025 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2025]跟踪 0880 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 23 日

本次跟踪发行人及评级结果	厦门合兴包装印刷股份有限公司	AA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“合兴转债”	AA
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于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”）在瓦楞包装行业拥有一定的品牌知名度和规模优势，下游客户是细分行业头部企业，质量较好。同时中诚信国际也关注到行业需求承压叠加原材料价格波动，进一步加剧竞争压力、存货及应收账款对营运资金形成占用且货币资金对短期债务覆盖能力较弱，需关注资金周转及偿债安排等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，厦门合兴包装印刷股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素：核心业务多元化发展，综合抗风险能力持续提升，资本实力显著增强，资源控制能力及上下游议价能力明显增强，市场地位和占有率大幅提升，盈利能力大幅上升且具有持续性。 可能触发评级下调因素：业务规模持续收缩且难以逆转；采购及销售渠道明显受阻，主要客户持续流失，市场地位和收入规模大幅下滑；应收账款和存货产生大规模坏账损失；盈利能力大幅下滑；债务水平大幅攀升，流动性压力进一步加大。	
正 面		
■ 公司是我国瓦楞包装龙头企业，跟踪期内生产基地有所减少，但仍达到近60家，在行业内具有一定的规模优势和品牌知名度 ■ 公司下游客户主要是家电、日化、食品饮料等行业头部企业，整体质量较优		
关 注		
■ 纸制品包装行业竞争激烈，近年来行业需求承压叠加原材料价格波动，进一步加剧市场竞争压力 ■ 存货和应收账款对营运资金仍形成一定占用，公司资金的周转情况有待关注 ■ 公司非受限货币资金对短期债务的覆盖能力较弱，此外“合兴转债”将于2025年8月到期，若到期前未转股，将进一步加大公司债务偿付压力，需持续关注公司偿债资金安排		

项目负责人：肖 瀚 hxiao@ccxi.com.cn

项目组成员：邱学友 xyqiu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

合兴包装（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	88.32	82.21	77.18	75.88
所有者权益合计（亿元）	36.14	35.17	33.43	33.18
负债合计（亿元）	52.18	47.04	43.75	42.69
总债务（亿元）	32.80	29.43	26.55	27.05
营业总收入（亿元）	153.75	124.14	114.70	24.96
净利润（亿元）	1.10	0.86	0.78	0.48
EBIT（亿元）	1.60	1.92	1.58	--
EBITDA（亿元）	4.66	4.99	4.72	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	6.56	5.15	5.49	1.55
营业毛利率（%）	8.79	11.40	12.02	13.35
总资产收益率（%）	1.74	2.25	1.99	--
EBIT 利润率（%）	1.04	1.54	1.38	--
资产负债率（%）	59.08	57.22	56.68	56.27
总资本化比率（%）	47.58	45.56	44.27	44.91
总债务/EBITDA（X）	7.03	5.89	5.63	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.05	6.63	8.32	--
FFO/总债务（X）	0.11	0.14	0.17	--

注：1、中诚信国际根据合兴包装提供的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 2023~2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年度一季度财务报表整理，其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际已将其他流动负债中未终止确认的票据调整至短期债务核算。

本次跟踪情况

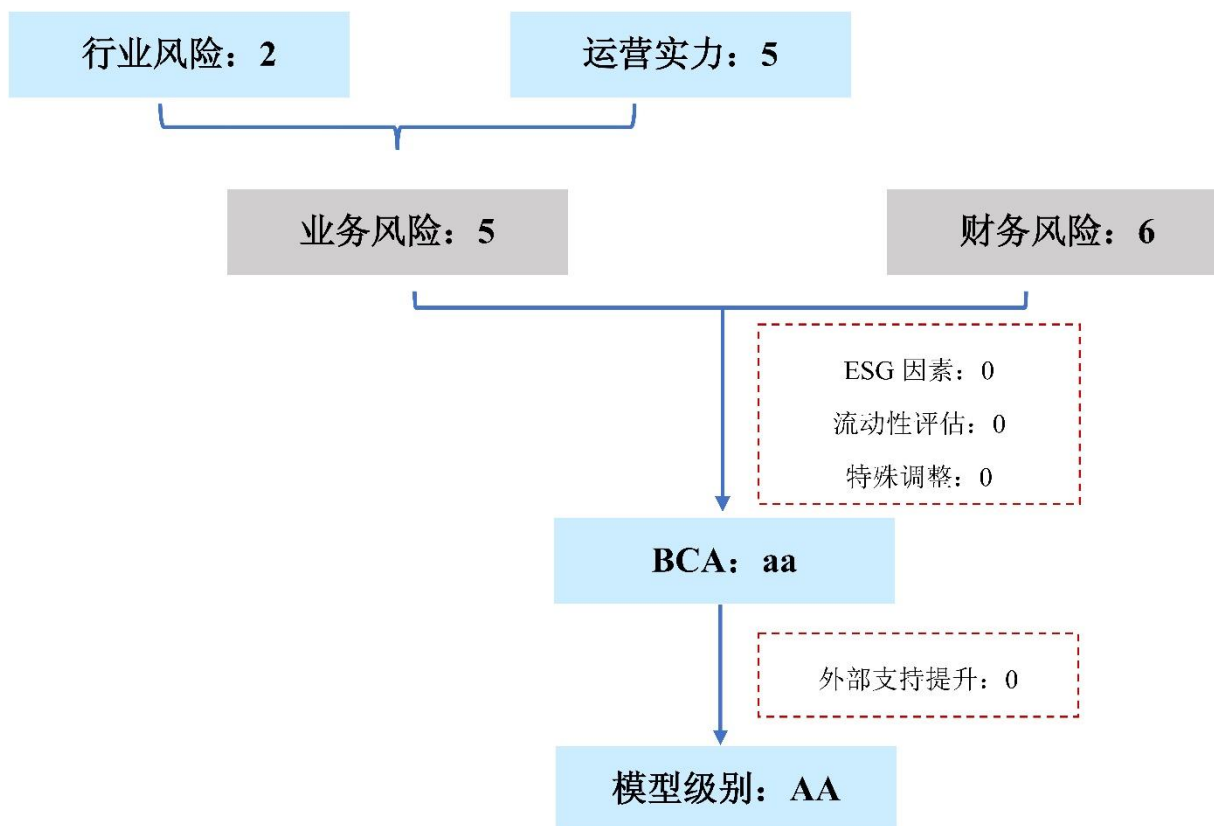
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项评 级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余 额（亿元）	存续期	特殊条款
合兴转债	AA	AA	2024/6/18/本报告出 具日	5.96/3.00	2019/8/16~2025/8/16	补偿利率说明、回售条 款、赎回条款、特别向下 修正条款

注：债券余额为 2025 年 5 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
合兴包装	AA/稳定	AA/稳定	2024/6/18 至本报告出具日

● 评级模型

厦门合兴包装印刷股份有限公司评级模型打分(TY_2024_04_2025_1)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

方法论: 中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY_2024_04

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，全年实现 5% 左右的增长目标虽有压力但仍有增量政策支撑。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接 https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

业务风险

2024 年以来，尽管上游原纸价格震荡下行，但受下游主要行业对包装采购压缩等因素影响，中国印刷包装企业盈利空间依旧承压，行业竞争激烈程度不断加深。

纸制品包装属于包装的一种，是指用纸和纸板等原材料，进一步加工制成纸制品的生产活动；并利用加工制造出来的瓦楞纸、纸板、纸箱、纸盒等进行相关行业产品包装服务的一系列活动。纸制品包装行业总体呈现“上游集中，下游分散”的特点，上游造纸行业是典型的顺周期行业，其景气程度与宏观经济走势呈现正相关关系。2024 年前三季度，瓦楞原纸和箱板原纸价格持续下滑，四季度有所反弹，但 2025 年以来延续下行走势。纸制品包装下游行业包括食品、饮料、家电、日化等，覆盖面广，需求分散。2024 年下游对包装采购收缩的不利局面下，中国包装纸企业经营压力仍较大，盈利空间依旧承压。根据《印刷经理人》发布的 2023、2024 中国印刷包装企业 100 强排行榜，2024 印刷包装企业百强销售总收入为 1,448 亿元，同比减少 8.8%。

瓦楞纸包装行业对运输成本敏感，其存在“100~150KM”的运输半径特点。目前我国包装行业呈现中小生产厂商众多，行业集中度分散的特点，包装企业在整个产业链中议价能力相对较弱。低端纸制品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，但短期内行业落后产能退出速度较慢，行业集中度提升短期内难以有明显改善，行业竞争侧重在成本端。中高端纸制品包装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，其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和品牌溢价，客户对包装价格相对不敏感且客户粘性高，抗风险能力较强。

中诚信国际认为，依托众多生产基地，合兴包装在瓦楞包装行业拥有一定的规模优势和市场竞争力；跟踪期内，公司产能利用率维持在较高水平，主要下游客户合作较为稳定，客户整体质量较好；但下游主要产品竞争激烈对公司盈利能力造成一定影响，中诚信国际将持续对行业竞争状况及公司后续经营业绩的变化保持关注。

2024 年以来公司产权结构和治理结构较稳定，战略方向较为明确。

截至 2025 年 3 月末，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”）直接持有公司 33.22% 股权；许晓光、许晓荣、许天津、吕秀英构成的许晓光家族¹仍为公司

¹ 许天津、吕秀英为配偶关系，许晓光、许晓荣为其子女。

实际控制人，股权结构无重大变化。截至 2025 年 4 月 14 日，新疆兴汇聚业对外质押公司股份 13,275 万股，占其持股比例的 33.42%，占公司总股本比例 11.10%。2024 年，公司不存在非独立董事、监事离任和高级管理人员解聘的情况，治理结构较为稳定。

2024 年公司合并范围新增设立各级子公司 6 家。近年来受外部环境及行业竞争激烈等因素影响，公司主动转让部分亏损子公司股权，减少合并范围内子公司 3 家。跟踪期内公司合并范围变化对业务结构未产生重大影响。

跟踪期内公司战略未发生重大变化，战略方向较为明确且具有持续性。公司将聚焦“市场开拓、数字赋能、绿色转型、人才建设”四大目标深耕基本盘，做精做强主营业务，集中力量推进智能化改造、数字化转型、可持续发展、多元化市场格局建设，扩大市场影响。

跟踪期内，公司聚焦瓦楞包装行业需求，推进产品研发，能够满足下游主要行业的产品需求，并根据实际情况整合减少生产基地数量至近 60 家，仍具备一定的品牌知名度和规模优势。公司下游客户行业分布较为分散，主要客户是各行业细分龙头，整体质量较好；受外部环境及下游竞争激烈等因素影响，瓦楞纸板产销量有所下行。

跟踪期内，公司仍为国内瓦楞包装行业龙头企业之一，主要产品仍以瓦楞纸箱、彩盒及缓冲包装材料为主。随着下游行业对环保材料的要求提高，公司通过数字化印刷技术创新应用，研发多种个性化、绿色节能包装，产品供应较为多元。得益于较全面的生产基地布局²、一定的规模优势以及较强的技术水平和研发实力³，公司在瓦楞包装这一细分行业仍保持一定的品牌知名度和较好的市场地位。跟踪期内，公司以子公司福建长信纸业包装有限公司（以下简称“福建长信”）作为老厂改造的智能制造试点单位，通过对生产线实施定制化的智能化改造，在降低人工成本的基础上提升整体生产效率，智能制造的发展或将不断提升公司生产效率。

2024 年以来，公司与供应商保持稳定的合作关系，同时瓦楞原纸、箱板纸等原材料价格回落缓解了一定的成本控制压力。2024 年，公司从前五大供应商采购金额合计 41.87 亿元，占年度采购总额的 36.70%。**中诚信国际认为**，原材料价格变化仍存在不确定性，需持续关注公司原材料价格变化对公司成本控制及盈利能力的影响。

表 1：近年来主要原材料采购情况（万吨、亿元）

产品	2022		2023		2024		2025.1~3	
	采购量	采购金额	采购量	采购金额	采购量	采购金额	采购量	采购金额
瓦楞纸	120.20	39.72	113.74	30.09	116.27	28.85	23.79	5.57
箱板纸	116.07	44.50	115.32	35.49	113.81	33.05	22.49	6.65
其他原纸	17.25	8.09	18.27	7.22	18.44	6.58	4.11	1.43

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司仍采用“以销定产”的生产模式，各类产品产销率受需求和产品交付周期影响有所波动，但总体保持良好水平。纸箱客户以优质大客户为主，受家电等下游行业需求减少影响，

² 公司在国内及东南亚共有近 60 个生产基地，主要贴近下游客户所在地布局。

³ 2024 年公司研发投入为 2.84 亿元，占营业收入比例为 2.47%，同比提升 0.09 个百分点，在行业中处于较高水平。此外公司建立了包装技术创新中心和柔印技术创新中心；其中，包装技术创新中心的包装安全检测实验室通过了 ISTA（国际安全运输协会）实验室认证，通过该实验室认证出具的报告具有国际通用性；公司亦是 8 项瓦楞行业的国家标准修订的主要起草单位。

其产销量同比略有减少；纸板客户以中小客户为主，公司通过灵活调整价格提升竞争力，其产销量规模较为稳定；2024年，市场对彩印包装产品的需求减少，导致公司彩印包装产销量同比明显减少。公司下游客户涉及家电、日化、食品饮料等行业，且主要为上述行业头部企业，整体信用资质较好，主要客户合作周期较长，合作稳定性较好。2024年，公司前五大销售客户销售占比为15.59%，较2023年基本持平，整体集中度仍不高。公司与下游客户结算方面，主要是现汇和银行承兑汇票，还包括一定规模的商业承兑汇票。**中诚信国际关注到**，公司与客户的结算账期一般为90~120天，销售回款进度及对公司资金占用情况值得关注。

表 2：近年来公司主要产品产销情况（万立方米、%）

年度	主要产品	产量	其中：再加工	销量	产销率
2022	瓦楞纸板	313,630.62	170,640.50	126,907.32	94.87%
	瓦楞纸箱	165,992.70	--	156,378.57	94.21%
	彩印包装	48,946.36	--	51,422.82	105.06%
2023	瓦楞纸板	307,467.36	187,627.63	118,185.93	98.62%
	瓦楞纸箱	182,517.15	--	165,988.23	90.94%
	彩印包装	52,619.66	--	55,694.97	105.84%
2024	瓦楞纸板	298,998.56	187,486.92	108,647.06	97.43%
	瓦楞纸箱	182,026.14	--	168,795.52	92.73%
	彩印包装	16,951.32	--	17,001.82	100.30%
2025.1~3	瓦楞纸板	82,463.25	54,040.90	26,830.76	94.40%
	瓦楞纸箱	52,466.89	--	47,708.04	90.93%
	彩印包装	3,918.59	--	4,052.92	103.43%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域来看，华南区域和华中区域仍是公司主要销售区域，2024 年，两区域合计收入占比超 58%；公司海外市场主要是越南、泰国和印度尼西亚等东南亚国家，近年来海外销售保持不断增长，但占比仍相对较低，2024 年海外收入占比 4.27%。

售价方面，公司以“生产成本+合理毛利”的定价政策为基础，结合订单规模、账期、结算方式、客户信用质量等多方面因素综合定价。受原纸价格持续下降影响，2024 年，公司纸箱和纸板销售均价均低于上年平均水平，2025 年一季度，主要产品销售均价延续跌势。

截至目前，公司在建项目剩余投资规模不大，且在包装行业下行周期下，公司收缩投资计划，项目投资以呼和浩特、蚌埠等客户配套建厂项目为主，预计未来投资规模不大。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，受下游竞争激烈及信用减值增加等因素影响，公司主要盈利指标有所弱化，整体盈利能力一般，有待进一步提升；应收账款和存货仍对营运资金形成一定占用；公司财务杠杆偏高，货币资金对短期债务覆盖不足，短期债务占比很高，债务结构有待优化。

盈利能力

2024 年，公司营业收入呈下降态势。具体来看，受国内市场需求下降影响，瓦楞包装和彩盒包装营业收入均呈小幅下降态势，工业用纸业务主要是原纸贸易业务，公司结合市场变化主动缩减规

模，造成该板块收入下降。2024 年主要原材料原纸价格回落缓解了一定程度的成本压力，但下游竞争激烈导致包装产品售价下降明显，综合影响下全年公司毛利率水平有所下滑；跟踪期内，公司加强费用管理，各项期间费用均有所压降，上述因素综合影响下，公司经营性业务利润同比增长 27.62%。此外，因市场环境及客户情况的不断变化，公司长账龄应收账款有所增加，公司根据会计准则相关规定对以账龄作为信用风险特征的应收款项预计损失率进行相应调整⁴，导致 2024 年公司计提应收账款单项坏账准备大幅增加至 1.18 亿元。整体来看，跟踪期内公司利润总额及毛利率等盈利指标有所减弱，盈利能力有所弱化，且仍处于较低水平，需持续关注下游客户经营回款情况对公司盈利稳定性的影响。2025 年一季度公司营业收入同比下降 8.75%，但受益于原材料价格下降，毛利率同比有所提升，利润总额同比有所增长。

资产质量

受公司经营周转加快及注销部分子公司等因素影响，公司资产规模有所下降。其中应收账款、应收票据和存货呈不同程度下降但仍保持在较大规模，对公司营运资金形成一定占用；公司货币资金小幅减少，受限比例仍然较高，相较于债务总规模，资金储备有限；受折旧规模较大影响，跟踪期内公司固定资产规模有所减少，2024 年末固定资产占非流动资产比重接近 63%。公司负债仍主要由有息债务及经营性应付构成；跟踪期内，随着“合兴转债”等长期债务临近到期，2024 年末及 2025 年 3 月末，公司短期债务占比超过 80%，债务期限结构有待优化。

权益结构方面，2024 年末分配利润减少主要系当期现金分红⁵较多所致；而少数股东权益减少主要系公司与上下游厂商合资成立的部分纸板工厂受国内市场需求疲软影响经营业绩发生亏损所致；综合影响下导致公司权益规模有所减少。财务杠杆方面，受债务规模下降影响，2024 年末公司总资本化比率较期初有所下降。

2025 年以来，公司业务规模进一步压缩，一季度末总资产规模小幅下降，同时公司增加票据支付规模，期末债务规模小幅增加，资产负债率及总资本化比率较 2024 年末变化不大。

现金流及偿债情况

近年来，受业务及票据结算规模波动影响，公司经营活动净现金流入规模有所波动，但仍保持一定获现能力。2024 年公司项目建设资本支出规模不大，当年投资活动现金净流出规模明显收窄。2024 年公司分红及利息支出保持在一定规模，筹资活动现金流仍保持净流出态势。偿债能力方面，受债务规模压降影响，公司核心偿债指标 EBITDA 利息保障倍数、总债务/EBITDA、FFO/总债务在跟踪期内出现阶段性改善趋势，但非受限货币资金对短期债务覆盖不足，债务期限结构有待优化。截至 2025 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 59.49 亿元，其中尚未使用额度为 38.50 亿元，备用流动性一般。资金管理方面，公司对下属子、分公司资金进行集中管理，筹融资事项均由公司本部决策。

表 4：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%、X）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
营业收入	153.75	124.14	114.70	24.96

⁴ 该会计政策变更自 2024 年 10 月 1 日起适用。

⁵ 2022 年~2024 年，公司现金分红规模分别为 1.79 亿元、1.43 亿元和 1.40 亿元。

营业毛利率	8.79	11.40	12.02	13.35
期间费用	12.27	12.38	11.69	2.63
期间费用率	7.98	9.97	10.20	10.55
经营性业务利润	1.18	1.72	2.19	0.66
信用减值损失	-0.55	-0.59	-1.18	-0.11
利润总额	0.61	0.96	0.84	0.56
EBIT 利润率	1.04	1.54	1.38	--
总资产收益率	1.74	2.25	1.99	--
货币资金	5.30	6.06	5.67	7.76
应收票据	6.22	5.26	0.18	0.20
应收账款	28.36	24.60	23.44	20.68
存货	13.16	10.69	10.39	9.95
固定资产	20.39	21.19	20.33	19.93
无形资产	6.51	6.72	6.71	6.38
资产总计	88.32	82.21	77.18	75.88
短期借款	5.71	3.86	4.68	4.62
应付票据	11.66	12.96	13.77	13.73
应付账款	15.57	14.57	14.16	12.65
总负债	52.18	47.04	43.75	42.69
短期债务/总债务	67.86	62.46	82.05	81.84
总债务	32.80	29.43	26.55	27.08
实收资本	12.39	12.39	12.23	11.96
未分配利润	14.55	14.04	13.11	13.61
所有者权益合计	36.14	35.17	33.43	33.18
资产负债率	59.08	57.22	56.68	56.27
总资本化比率	47.58	45.56	44.27	44.94
经营活动净现金流	6.56	5.15	5.49	1.55
投资活动净现金流	-3.59	-3.18	-1.61	-0.21
筹资活动净现金流	-2.86	-1.55	-4.08	0.46
非受限货币资金/短期债务	0.13	0.19	0.15	0.23
EBITDA 利息保障倍数	5.05	6.63	8.32	--
总债务/EBITDA	7.03	5.89	5.63	--
FFO/总债务	0.11	0.14	0.17	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2025 年 3 月末，公司受限资产合计为 5.15 亿元，占总资产的 6.79%，受限比例较低。其中受限货币资金为 2.72 亿元，主要系银行票据保证金；受限固定资产和无形资产分别为 1.47 亿元和 0.60 亿元，主要用于办理银行贷款。

截至 2025 年 3 月末，公司无对外担保和影响其正常经营的重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2022 年~2025 年 4 月，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁶

⁶ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

假设

- 2025 年，受下游竞争激烈影响，预计合兴包装收入及毛利率水平有所下降。
- 2025 年，预计合兴包装资本支出规模将有所下降。
- 2025 年，合兴包装以债务收缩为主，债务规模有所减少。

预测

表 5：预测情况表（%、X）

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率	45.56	44.27	35~44
总债务/EBITDA	5.89	5.63	4.0~5.6

资料来源：中诚信国际预测

调整项

ESG表现方面，合兴包装环境和安全生产方面表现良好，并积极履行企业社会责任，2024 年以来，公司未发生环境污染事故，但公司子公司存在因环境问题受到行政处罚的情形⁸；跟踪期内，公司治理结构良好，内控制度完善，目前 ESG 综合表现中等，潜在 ESG 风险一般，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，合兴包装经营获现能力较好，尚有一定规模的未使用授信额度。同时，公司为 A 股上市公司，具有直接融资渠道。公司资金流出主要用于日常经营、分配股利及外部投资，近年来公司在建项目投入基本完成，预计未来资本开支规模较小。此外，公司债务以短期为主，债务到期分布主要集中于一年以内，未来一年的流动性来源对流动性需求形成一定覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

跟踪债券信用分析

表 6：公司募集资金使用情况

债项简称	募集资金（亿元）	已使用募集资金（亿元）	募集用途	募集用途是否变更
合兴转债	5.96	5.96	产能建设、补充流动资金	未变更

注：根据 2022 年 7 月 1 日公司召开的第六届董事会第四次会议，鉴于公司 2019 年度公开发行可转换公司债券募集资金投资项目已全部达到预定可使用状态，同意将上述项目予以结项，并将募集资金投资项目结项后的节余募集资金 2,721.82 万元（包含尚未支付的合同余款、质保金和扣除手续费的利息收入等，实际以转出当日专户余额为准）用于永久补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

“合兴转债”设置回售条款、赎回条款及转股价格修正条款。截至 2025 年 6 月 6 日，受利润分配及公司注销回购股份等事项影响，公司将转股价格调整至 3.27 元/股。截至 2025 年 6 月 6 日收盘，合兴包装过去 20 个交易日的平均交易价格为 3.356 元/股。跟踪期内，合兴包装股票自 2024 年 6 月 3 日至 2024 年 7 月 15 日连续三十个交易日的收盘价低于当期可转债转股价格的 70%，且“合兴转债”处于最后两个计息年度内，根据《募集说明书》中的约定，“合兴转债”有条件回售条款生效。本次回售申报期：2024 年 7 月 18 日至 2024 年 7 月 24 日，“合兴转债”本次回售有效申报数量 22 张，回售金额为 2,236.56 元（含息、税）。跟踪期内，公司股票价格未触发赎回

⁷中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

⁸ 2024 年，公司子公司石家庄融达包装有限公司因违反《石家庄市大气污染防治条例》第六十一条规定，被罚款 1 万元；子公司厦门荣圣兴包装印刷有限公司因违反《中华人民共和国大气污染防治法》第四十五条规定，被罚款 22,571 元。

条款⁹，跟踪期内合兴包装股价震荡上行，但若到期未转股或提前触发回售条款，会加大公司债务偿付压力，未来需持续关注公司股价变动及转股价格调整后续安排对兑付和转股的影响。

截至 2025 年 3 月末，“合兴转债”累计转股 2,958,509 张¹⁰，累计转股金额为 2.96 亿元，未转股金额占发行总金额的 50.34%。

“合兴转债”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。跟踪期内公司债务分布主要集中于一年以内，但公司经营层面仍保持一定的行业地位和市场竞争力，具备一定的经营获现能力，主营业务经营情况良好，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。

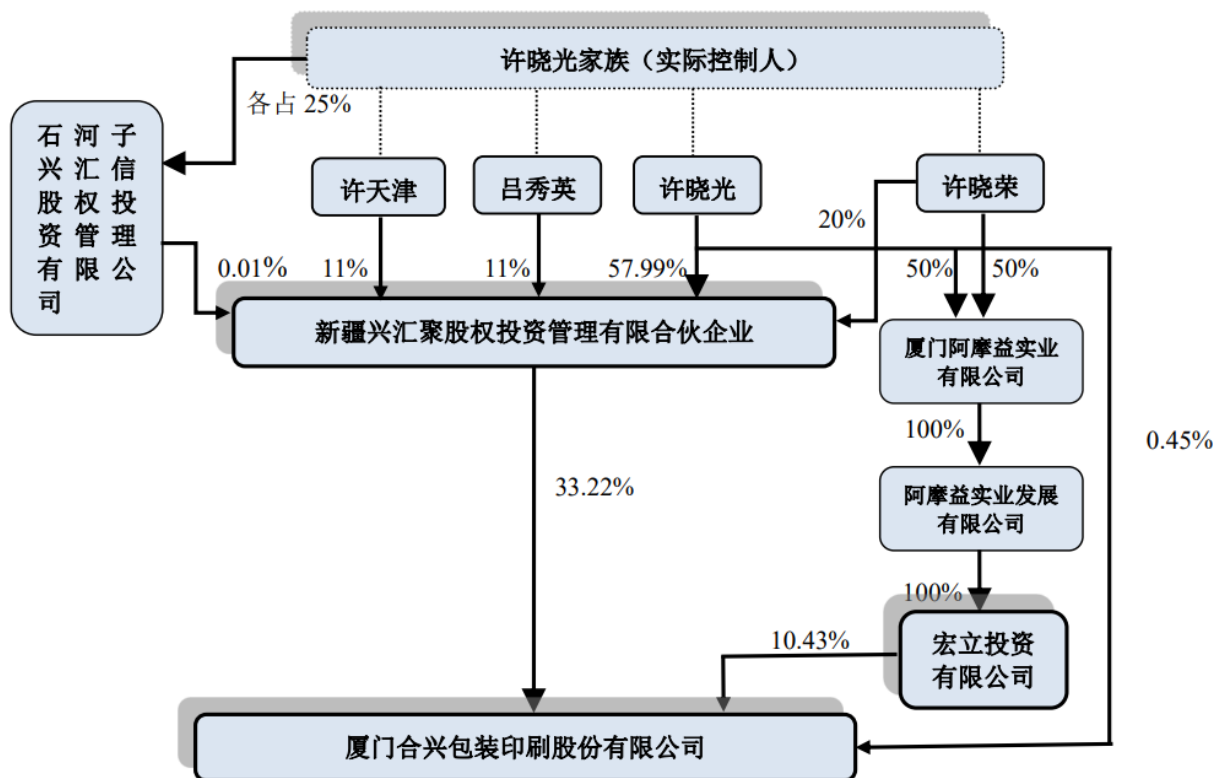
评级结论

综上所述，中诚信国际维持厦门合兴包装印刷股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“合兴转债”的债项信用等级为 **AA**。

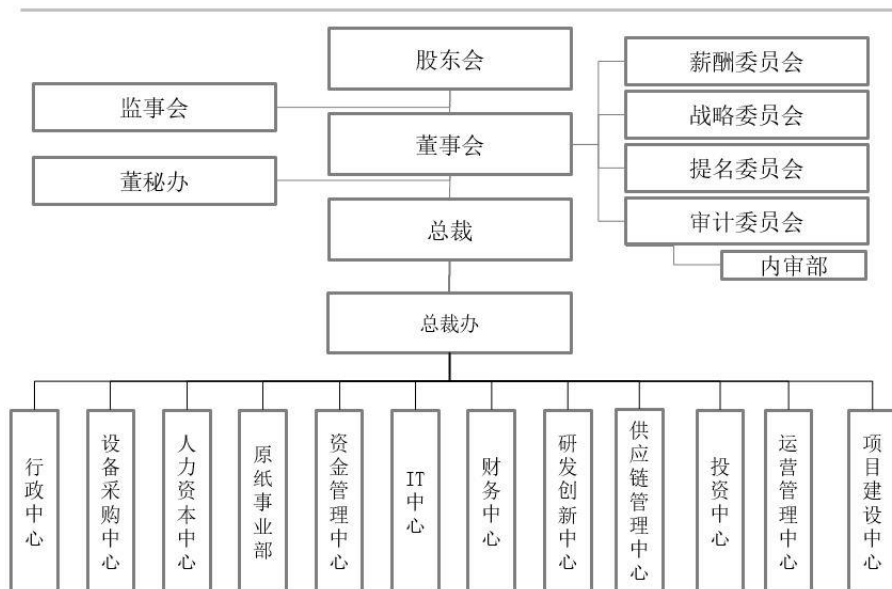
⁹ 在债券转股期内，如果 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含），或是债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

¹⁰ 不包含回售部分。

附一：厦门合兴包装印刷股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



厦门合兴包装印刷股份有限公司 组织架构



资料来源：公司提供

附二：厦门合兴包装印刷股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
货币资金	53,009.18	60,649.88	56,674.15	77,607.65
应收账款	283,635.27	246,018.71	234,425.92	206,797.36
其他应收款	9,353.24	7,235.83	6,399.09	7,725.33
存货	131,563.63	106,948.08	103,870.05	99,549.51
长期投资	5,380.00	6,480.10	6,480.10	6,480.10
固定资产	203,903.90	211,944.84	203,271.74	199,262.53
在建工程	12,045.63	5,887.45	4,203.99	3,909.37
无形资产	65,075.40	67,151.79	67,079.26	63,849.34
资产总计	883,155.46	822,050.43	771,781.74	758,758.90
其他应付款	4,767.78	4,488.54	4,151.88	4,093.68
短期债务	222,602.00	183,828.67	217,871.11	221,614.22
长期债务	105,443.67	110,483.79	47,662.10	49,175.59
总债务	328,045.68	294,312.47	265,533.20	270,789.81
净债务	298,422.62	260,161.09	233,136.87	220,389.79
负债合计	521,793.64	470,368.54	437,461.92	426,934.64
所有者权益合计	361,361.82	351,681.89	334,319.82	331,824.26
利息支出	9,227.81	7,536.09	5,667.93	1,306.71
营业总收入	1,537,526.98	1,241,390.29	1,147,031.69	249,581.62
经营性业务利润	11,847.17	17,198.42	21,948.77	6,578.80
投资收益	479.21	276.58	95.15	93.77
净利润	10,964.71	8,616.98	7,752.56	4,828.79
EBIT	16,017.90	19,156.91	15,821.33	--
EBITDA	46,639.66	49,932.70	47,176.60	--
经营活动产生的现金流量净额	65,563.31	51,526.70	54,899.84	15,475.40
投资活动产生的现金流量净额	-35,903.04	-31,755.56	-16,109.68	-2,090.23
筹资活动产生的现金流量净额	-28,630.59	-15,475.04	-40,822.51	4,601.23
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
营业毛利率（%）	8.79	11.40	12.02	13.35
期间费用率（%）	7.98	9.97	10.20	10.55
EBIT 利润率（%）	1.04	1.54	1.38	--
总资产收益率（%）	1.74	2.25	1.99	--
流动比率（X）	1.36	1.40	1.18	1.21
速动比率（X）	1.04	1.09	0.91	0.94
存货周转率（X）	8.59	9.22	9.57	8.50*
应收账款周转率（X）	4.79	4.69	4.77	4.53*
资产负债率（%）	59.08	57.22	56.68	56.27
总资本化比率（%）	47.58	45.56	44.27	44.94
短期债务/总债务（%）	67.86	62.46	82.05	81.84
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.17	0.15	0.19	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.25	0.24	0.23	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	7.10	6.84	9.69	--
总债务/EBITDA（X）	7.03	5.89	5.63	--
EBITDA/短期债务（X）	0.21	0.27	0.22	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.05	6.63	8.32	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.74	2.54	2.79	--
FFO/总债务（X）	0.11	0.14	0.17	--

注：1、2025 年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理；3、中诚信国际已将其他有流动负债中未终止确认的票据调整至短期债务；4、“--”表示数据不可得或数据不可比。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/（总债务+经调整的所有者权益）
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业收入/（应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额）
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	（应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额）×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
	营业毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少（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）
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：[1] 除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。[2] 个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

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

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

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

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn