

汕头万顺包装材料股份有限公司

创业板公开发行可转换公司债券

信用评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2018)010285】

评级对象: 汕头万顺包装材料股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券

主体信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁻

评级时间: 2018年4月16日

主要财务数据及指标

项 目	2015年	2016年	2017年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径数据			
货币资金	3.70	1.46	2.05
刚性债务	2.97	3.87	5.29
所有者权益	19.37	19.58	19.82
经营性现金净流入量	1.05	0.21	0.38
合并口径数据及指标			
总资产	45.36	45.72	55.86
总负债	18.67	18.28	27.76
刚性债务	14.98	13.91	21.56
所有者权益	26.69	27.45	28.10
营业收入	21.94	22.36	32.13
净利润	0.62	0.94	0.90
经营性现金净流入量	3.58	1.27	3.13
EBITDA	2.36	2.70	3.27
资产负债率[%]	41.15	39.97	49.70
权益资本与刚性债务比率[%]	178.18	197.39	130.29
流动比率[%]	123.89	111.03	111.57
现金比率[%]	48.15	22.91	21.92
利息保障倍数[倍]	2.34	3.50	3.03
净资产收益率[%]	2.58	3.48	3.25
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.96	7.16	14.52
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	9.12	-12.18	0.55
EBITDA/利息支出[倍]	4.53	6.53	5.71
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.19	0.18

注: 根据万顺股份经审计的2015~2017年财务数据整理、计算。

分析师

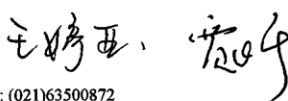
王婷亚 wty@shxsj.com

贾飞宇 jfy@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com



评级观点

主要优势:

- 主业较为突出, 多业态协同发展。经过多年的经营, 万顺股份已形成纸包装材料、铝箔和功能性薄膜三大主业, 各主业协同发展有助于公司经营抗风险能力的增强。
- 研发能力较强, 具备一定的市场竞争力。万顺股份生产设备较为先进, 且具备较强的研发能力。经过多年发展, 已在市场上积累了较高的知名度, 产品竞争力较强。
- 融资渠道较畅通。随着不断的经营积累与非公开发行股票事项的完成, 万顺股份资本实力有所增强, 且公司银行授信额度尚未使用完全, 后续有一定的债务融资空间。同时, 作为深交所创业板上市公司, 公司资本市场融资渠道较为通畅。

主要风险:

- 原材料价格波动风险。万顺股份主要生产原料为铝板带等, 价格波动较为频繁, 公司成本控制压力大。
- 铝箔产品面临出口重大风险。目前万顺股份铝箔产品出口占比超过60%, 其中近三年, 铝箔产品出口美国的占比分别为23.55%、19.91%及12.32%。2018年2月, 美国商务部公布对进口自中国的铝箔产品的反倾销和反补贴终裁结果, 公司出口美国的铝箔产品分别适用17.14%的反补贴税和48.64%的倾销幅度。相关终裁结果将对公司铝箔出口业务有所影响。
- 传统纸包装业务经营压力增大。受国内实体经济增速下行, 国家烟酒管控力度加大等影响, 万顺股份纸包装材料销量下滑, 经营压力增大。
- 刚性债务增长较快, 面临一定的即期偿付风险。2017年以来, 万顺股份刚性债务规模上升

较快，且以短期刚性债务为主，公司面临较大的即期偿付风险。

- **业务整合风险。**为拓展产业链，万顺股份对外收购增多，被收购企业多为公司业务的上下游，公司面临一定的业务整合风险。
- **功能性薄膜业务面临技术更替风险及市场前景不及预期的风险。**万顺股份将功能性薄膜作为未来发展重点，该业务科技含量较高，有一定的技术门槛，但面临技术更替风险，公司节能膜产品尚处于市场开发阶段，阻隔膜项目处于待建状态，膜业务发展仍需较大资金支出且未来前景存在一定的不确定性。
- **购销业务资金占用压力及业务发展不及预期的风险。**2017年以来，万顺股份新开展纸品贸易业务，面临一定的资金占用压力，同时也面临新业务发展不及预期的风险。

➤ 未来展望

通过对万顺股份及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性高，并给予本次债券

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



汕头万顺包装材料股份有限公司

创业板公开发行可转换公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

汕头万顺包装材料股份有限公司（简称“万顺股份”、“该公司”或“公司”）前身为汕头保税区万顺有限公司，成立于 1998 年 3 月 6 日，是经汕头保税区管委会汕保内企[1998]第 025 号文批准，由自然人杜成城、徐旭霓、徐泽嘉共同发起设立的有限公司，初始注册资本为 200 万元，其中杜成城出资 100 万元，占股 50%；徐旭霓、徐泽嘉各出资 50 万元，各占股 25%。后经多次增资与股权变更，截至 2007 年 11 月末，公司注册资本增至 1.58 亿元，股东为 10 名自然人，其中杜成城出资 1.08 亿元，占股 68.35%，为公司实际控制人。

2007 年 12 月，该公司由有限责任公司变更为股份有限公司，经中国证券监督管理委员会《关于核准汕头万顺包装材料股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监许可[2010]101 号文）核准，公司于 2010 年 2 月向社会公众公开发行人民币普通股 0.53 亿股，公司股本变更为 2.11 亿股，2010 年 2 月 26 日公司股票在深圳证券交易所创业板挂牌上市交易（股票简称“万顺股份”，代码：300057.SZ）。

2011 年 4 月，根据该公司股东大会决议，公司以总股本 2.11 亿股为基数，以资本公积 2.11 亿元转增股本 2.11 亿股（每 10 股转增 10 股），公司股本变更为 4.22 亿股。2015 年，经中国证监会《关于核准汕头万顺包装材料股份非公开发行股票批复》（证监许可[2015]1019 号）核准，公司非公开发行股票 17,664,781 股，募集资金共计 4.69 亿元，公司股本增至 4.40 亿股。截至 2017 年末，公司股本仍为 4.40 亿股，其中杜成城持股 41.90%，为公司实际控制人；杜端凤持股 4.55%，为公司实际控制人的妹妹。

该公司的经营范围为：纸制品、光电产品、包装材料、塑料制品、工艺美术品（不含金银制品）的加工、制造、研发；化工原料及建筑材料等。经过多年的发展，目前公司已基本形成以纸包装材料、铝箔和功能性薄膜三大板块为核心的业务布局，其中纸包装材料业务为公司传统主业，主要生产转移纸及复合纸，市场份额位于行业前列；铝箔业务主要生产高精度铝箔，产品多用于烟、酒等包装材料；公司功能性薄膜主要包括 ITO 导电膜、节能膜及高阻隔膜等，目前 ITO 导电膜为公司功能性薄膜的主要产品，节能膜及高阻隔膜为新切入的项目，功能性薄膜业务技术更替较快，未来市场前景面临一定的不确定性。

2. 债项概况

(1) 债券条款

本次债券发行经该公司2017年11月7日召开的第四届董事会第十五次(临时)会议审议通过,并经2017年11月24日召开的2017年第五次临时股东大会审议通过。此外,本次债券发行已于2018年3月获中国证监会发行审核委员会审核通过¹。公司拟发行规模不超过9.50亿元(含9.50亿元),期限为6年的可转换公司债券,公司计划将本次债券募集资金用于项目投资及补充流动资金。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	汕头万顺包装材料股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券
总发行规模:	不超过9.50亿元(含9.50亿元)
本期发行规模:	不超过9.50亿元(含9.50亿元)
本次债券期限:	6年
债券利率:	本次发行的可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平,提请公司股东大会授权公司董事会(或董事会授权人士)在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人(主承销商)协商确定
付息方式:	每年付息一次,在付息债权登记日前(包括付息债权登记日)申请转换成公司股票的可转换公司债券,公司不再向其持有人支付本计息年度及以后计息年度的利息
转换标的:	该公司A股股票(300057.SZ)
转股期限:	本次可转债转股期自本次可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止
转股价格:	本次可转债初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价(若在该二十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(或董事会授权人士)在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人(主承销商)协商确定。在本次可转债发行之后,若公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股(不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况,则转股价格相应调整。
赎回条款:	在本次发行的可转债期满后五个交易日内,公司将赎回未转股的可转换公司债券,具体赎回价格由股东大会授权董事会(或董事会授权人士)根据发行时市场情况与保荐人(主承销商)协商确定; 在本次发行的可转债转股期内,如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%(含130%),或本次发行的可转债未转股余额不足人民币3,000万元时,公司有权按照债券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
回售条款:	本次发行的可转债最后两个计息年度内,如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%时,本次可转债持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司; 若在前述三十个交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股(不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形,则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算,在调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。如果出现转股价格向下修正的情况,则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起按修正后的转股价格重新计算; 本次发行的可转债最后两个计息年度,可转债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可转债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,该计息年度不能再行使回售权,可转债持有人不能多次行使部分回售权;

¹ 截至评级报告日,尚未收到中国证监会正式核准文件。

	若本次可转债募集资金运用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，且该变化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。可转债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的价格回售给公司。可转债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，本次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权
增级安排:	无

资料来源：万顺股份

截至 2017 年末，该公司及其下属子公司无已发行但尚未到期的债券。

(2) 募集资金用途

A. 项目投资

该公司拟将募集资金中的 7.13 亿元用于投资高阻隔膜材料生产基地建设项目。

该项目投资总额为 8.21 亿元，其中拟使用募集资金 7.13 亿元。项目建设期为 2 年，包括 4 个月前期准备阶段和 20 个月实施阶段，第 3 年至第 12 年为生产运营期，预计达产年为生产运营期第 3 年，达产产量为光电领域新型显示元器件用高阻隔膜材料 600 万平方米，食品医药包装用高阻隔膜材料 1200 吨。本项目已通过立项备案，并完成环评。根据综合开发研究院（中国·深圳）出具的可行性研究报告，项目进入达产期后，预计每年实现销售收入 44,103 万元、净利润 11,509 万元，税后内部收益率为 12.01%，税后静态投资回收期为 6.44 年（不含建设期）。

■ 项目概况

图表 2. 本次债券募集资金拟投资项目概况

项目名称	批准机关（文号）	总投资（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
高阻隔膜材料生产基地建设项目	濠江区发展规划局 (2017-440512-29-03-013781)	8.21	7.13

资料来源：万顺股份

高阻隔膜材料生产基地建设项目产品为高阻隔膜材料，主要包括应用于光电领域新型显示元器件的高阻隔膜材料和应用于高端包装领域（如药品、食品等）的高阻隔膜材料。高阻隔膜材料是一种对氧气、水蒸气、油等介质具有高阻隔性的透明膜材料。高阻隔性即包装物对某种介质的低渗透率。基于以下分析，实施该项目具备可行性：

1、从新型显示市场看，当前显示技术正处于更新换代期，以量子点显示和 OLED 为代表的新型显示技术正加速替代液晶面板。量子点电视提升色域显著，推广成本低，短期产业化容易；OLED 电视响应速度快、柔性性能显著，长期趋势良好。两种各具优势，将长期共存。本项目所生产的光电领域新型显示元器件用高阻隔膜材料主要应用于新型显示领域的量子点膜封装和 OLED 器件封装。根据薄膜视界的研究预测，至 2020 年量子点电视预计将达到 6000 万台；2025 年将达到 1.3 亿台以上。高阻隔膜材料是实现量子点显示、OLED

显示封装的关键材料。在量子点膜、OLED 器件制造中，量子点材料、有机电自发光材料、阴极材料等均容易与氧气和水发生反应而失效，因此对水汽的阻隔效果直接决定了量子点膜、OLED 器件的寿命。按照量子点电视平均尺寸为 55 寸，每台量子点电视需要使用 1 平方米量子膜，每张量子膜需要 2 平方米高阻隔膜计算，预计仅量子点显示领域用高阻隔膜材料 2020 年总需求就将达到 1.2 亿平方米，2025 年将达到 2.6 亿平方米，加之 OLED 器件封装用高阻隔膜材料的市场需求，光电领域新型显示元器件用高阻隔膜材料未来将呈爆发式增长趋势。

2、在食品药品包装领域，由于人们对包装材料的安全性、便捷性、环保型等性能要求越来越高，高阻隔包装薄膜得以快速发展。根据英国 Smithers Pira 咨询公司关于高阻隔包装薄膜的市场研究报告，2016 年，全球高阻隔包装薄膜市场规模为 90 亿美元，持续增长到 2021 年可达到 113.2 亿美元。2016 年，全球高阻隔包装薄膜市场销售量为 186 万吨，预计消费量将以每年 4.6% 的年复合增长率持续增长，到 2021 年年消费量达到 223 万吨。本项目所生产的二氧化硅高阻隔膜材主要用于软包装、复合纸容器包装、复合软管包装等领域，应用前景十分广阔。

本募投项目由该公司全资子公司广东万顺科技有限公司实施，项目选址于广东省汕头市濠江区南山湾产业园，主要建设内容包括新建厂房、研发中心及展示中心、员工宿舍；厂房及研发中心将建设千级洁净车间及相关配套设施。项目投资总额为 8.21 亿元，包含建安工程费 3.88 亿元、设备购置费 2.84 亿元、工程建设其他费用 0.58 亿元、预备费和铺底流动资金分别为 0.35 亿元和 0.56 亿元，其中拟使用募集资金 7.13 亿元。

高阻隔膜项目的研发与制造涉及无机化学、色度学、热力学、精密机械、电子计算机技术等学科领域，需要综合应用电子束蒸镀、涂布复合、精密切割等先进技术，需要企业在研发和生产设备投资大量资金，且需经验丰富的工艺控制和检测工程师等，因此行业具有技术、资金及人才壁垒。目前国外的高阻隔膜生产企业包含 3M、三菱化工集团、德国莱宝公司、日本东洋油墨公司等，国内生产企业包含江苏康得新复合材料股份有限公司（简称“康得新”）和北京北印东源新材料科技有限公司等（简称“北印东源”），其中，国内生产企业中，康得新为国内最大的预涂膜生产商，其自主研发的封装阻隔膜产品已于 2017 年 2 月投产；北印东源为针对先进材料集“产学研”为一体的高新技术企业，将专利技术利用在高阻隔膜材料生产线上，生产效率位于业内前列。但目前国内企业高阻隔膜生产规模尚不大，尚有一定的市场空间。

B. 补充流动资金

该公司拟将募集资金中的 2.37 亿元用于补充流动资金。

近年来，该公司在传统主业纸包装材料业务的基础上，通过内生性发展及外延式并购等方式，积极切入铝箔、功能性薄膜及购销等业务，不断扩大经营规模。同时，为提高综合竞争力，公司不断完善铝箔业务的产业链布局及功能

性薄膜的产能扩张，日常经营所需的流动资金有所增加。

(3) 信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经

济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

(2) 行业因素

经过多年发展和并购，该公司已逐步形成纸包装材料、铝箔和功能性薄膜三大主导业务。其中，随着经济的发展，包装材料产业产销量不断扩大，但行业内中小企业较多，竞争较充分；铝箔因其优良的特性，多被用作包装材料，原材料的成本占比高，公司生产的双零铝箔产品，技术含量较高，产品主要出口销售，面临一定的国内外市场竞争、原材料价格波动、出口政策变化等风险；

功能性薄膜行业技术门槛较高，市场空间广阔，但技术及产品更新速度较快，部分新型功能膜处于发展初期，未来市场情况尚不明朗。

A. 纸包装材料行业

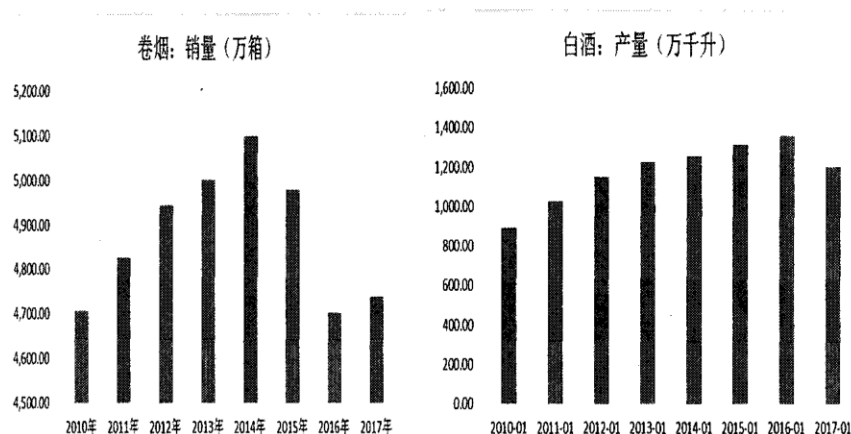
包装材料具备产品保护、附加值提升、便于推广促销等多重功能，在现代得到越来越广泛的应用。随着经济的发展，包装材料产业产销量也在不断扩大，未来仍具有较大的发展空间。包装工业的发展水平是国民经济发展水平的衡量标志之一，是涉及到国民经济许多领域的配套行业。随着我国制造业规模的不断扩大和创新体系的日益完善，包装工业在服务国家战略、适应民生需求、建设制造强国等方面，发挥着重要的作用与影响，国家“十二五”规划更是首次将包装列为重点产业。

近年来，我国的包装材料行业获得了长足发展，根据中商产业研究院的研究报告显示，全国包装工业总产值已从 2005 年的 4017 亿元增长至 2016 年的 1.90 万亿元，成为我国新兴产业之一，增长势头较强劲。据中国包装联合会数据显示，2016 年全年纸类、塑料、金属、玻璃四类包装主营收入总计 7547.20 亿元，纸和纸板容器制造占整个包装业主营收入的 45%。目前，我国的包装材料行业已经成为一个体量巨大、门类齐全的现代工业体系，从总量上讲，我国已是世界第二大包装材料生产国。在我国经济发展的带动下，包装材料的应用范围会越来越广泛，环保型包装材料、新型防伪包装材料等细分子行业占比也将不断提高，未来仍具有较大的发展空间。

纸包装行业内，中小企业较多，属于充分竞争行业，整体而言集中度较低。该公司主要产品为用作烟标、酒标等方面的转移纸、复合纸，转移纸与复合纸主要由原纸、涂层和铝层组成，具备可降解、防伪性能优良和可回收等特点，较为环保，卷烟包装行业内 90% 以上的生产企业均采用该种包装用纸。但近年来下游市场受实体经济下行及国家烟酒管控力度加大的影响，转移纸、复合纸面临一定的盈利压力。

随着人口基数的扩大以及经济增长，我国卷烟消费量在 2014 年以前呈现逐年增长趋势，并在 2014 年达到销售量峰值，但随着国家宏观经济下行及对烟草管控压力加大等因素的影响，卷烟消费市场环境发生变化，2015 年以来，全国卷烟销量呈现大幅下降的趋势，2016 年控烟环境日益严峻，当年卷烟销量较上年减少 278.01 万箱至 4701.00 万箱，同比下降 5.58%，2017 年卷烟销量略有回升，但卷烟市场仍面临较大的挑战。除卷烟行业外，酒品、中高档玩具、日用品包装、化妆品包装等真空镀铝纸应用市场虽然规模相对较小，但成长快速。以白酒行业为例，2013 年以前，产销规模均呈现增长态势，但受“三公消费”及国家“限酒令”等的影响，2013 年以来，白酒市场产销规模增长速度放缓。随着国民经济的增长，上述各行业均保持良好的发展势头，且市场对产品防伪和视觉要求日渐提高，此类新兴市场的发展潜力巨大，有望为真空镀铝纸生产企业提供新的利润增长点。

图 3. 2010 年以来我国卷烟销量与白酒产量情况（单位：万箱、万千升）



资料来源：Wind

从行业政策支持方面看，2005 年 12 月，国家发改委颁布《产业结构调整指导目录（2005 年本）》，其中明确提出“新型、生态型（易降解、易回收、可复用）包装材料研发、生产”属于鼓励类项目。2006 年，国家烟草专卖局颁布的《关于在低档卷烟生产中推广使用真空镀铝纸的意见》确定了在低档卷烟生产中推广使用真空镀铝纸代替铝箔复合纸的原则；2011 年，考虑到真空镀铝纸是绿色环保的低能耗产品，符合我国当前的产业政策，《中华人民共和国海关进出口税则》中其商品编码不再属于国家不支持的高污染高耗能行业，而单独增列新税号为 4811.5991，进出口税负有所减轻；2016 年，中国包装联合会发布了《中国包装工业发展规划（2016-2020 年）》，要求 2016 年-2020 年期间加快包装产业转型升级，绿色包装、智能包装、安全包装被确定为包装工业的三大发展方向。2016 年底工信部、商务部联合发布《关于加快我国包装产业转型升级发展的指导意见》，明确提出：到 2020 年要形成 15 家以上年产值超过 50 亿元的企业或集团，上市公司和高新技术企业需要大幅增加。

此外，在资金扶持方面，我国政府从研发入手，加大了对真空镀铝纸产业的扶持力度。2005 年 7 月，财政部发布《财政部关于包装行业高新技术研发资金有关问题的通知》，中央财政从 2005 年起，采用无偿资助和贷款贴息两种扶持方式为包装行业高新技术项目产品研发、技术创新、新技术推广等提供支持。

该公司是我国转移纸、复合纸的主要生产厂家之一，市场份额处于行业前列，优质客户资源的不断积累、产品应用领域的不断拓展和公司研发投入不断加大为公司现有市场地位的稳定提供了有力保障。目前公司的主要竞争者是上海顺灏新材料科技股份有限公司（简称“顺灏股份”）²。顺灏股份同为主要生产烟标的包装生产企业，是上海市高新技术企业、全国真空镀铝纸行业标准起草单位之一。和该公司类似，顺灏股份也拥有一批稳定的客户资源，市场份额与公司基本相当。随着公司优质客户资源的不断积累、产品应用领域的不断拓展和产品质量的提升，公司未来与顺灏股份的直接竞争仍将持续。

² 曾用名上海绿新包装材料科技股份有限公司。

目前而言，我国的包装材料行业发展较为迅速，但仍存在着行业集中度较低、地区分布不均、包装材料科技含量较低、环保压力大等不足。

B. 铝箔行业

铝箔因其优良的特性，被广泛运用于各行业中，其中以包装材料的运用最为广泛。随着人民生活水平的提高，铝箔行业正迎来新的发展阶段。随着我国的经济和铝加工业的迅猛发展，包装用铝箔已成为铝箔市场最重要的消费增长点之一。据 CRU 报告显示，2016 年，全球铝箔消费量超过 526 万吨，其中中国市场消费量占了全球消费量的 51%，但人均占有量与发达国家相比还有很大差距，特别是包装用铝箔的用量比较有限，具有广阔的发展空间。

我国的铝箔消费主要集中在热交换器、包装和电力电子三大领域，其中热交换器是铝箔最大的市场，据智研咨询发布的铝箔消费结构显示，我国铝箔用于热交换器的消费量占比约为 40%，包装领域的铝箔消费量占比约为 23%，电力电子领域的铝箔消费量占比约为 17%。此外，随着新能源汽车行业的迅速崛起，新能源汽车锂电池的正极需用铝箔，电池用铝箔的未来增长空间较大。

该公司的产品主要是规格 0.0045-0.009mm 的双零铝箔，主要应用于包装领域，该领域是中国铝箔应用的第二大领域，包装铝箔主要用于烟草包装、食品包装和药品包装三个领域，80%以上使用的是双零铝箔。其中，用于烟草包装的铝箔占包装用铝箔总量的 36%，食品包装占 27%，药品包装占 22%。与发达国家比，我国的包装用铝箔所占比重仍然较低，目前欧美铝箔消费中包装铝箔占比达 70%以上，而我国仅占铝箔总消费的 20%左右。随着生活水平的提高和消费结构的改变，我国的铝箔包装行业仍具有很大的市场空间。

目前该公司铝箔产品主要的竞争对手为厦门厦顺铝箔有限公司、晟通科技集团有限公司、鼎盛铝业集团有限公司、华北铝业有限公司、江苏常铝铝业股份有限公司等，其中厦门厦顺铝箔有限公司为全球第三大（亚洲最大）的薄规格铝箔生产商，是利乐集团的全球主要供应商；晟通科技集团有限公司铝箔年产能 20 万吨，产能世界领先；公司主要生产高精度铝箔，生产规模及销售情况均位全国前列。目前国内铝箔产能有过剩的趋势，但总体供求仍较为平衡。2016 年以来，国内外铝价均企稳回升，铝箔出口环境趋好。随着铝箔生产企业的扩产和新进入者的增多，未来国内铝箔行业的竞争将加剧，为此，铝箔产品的高端化就成为铝箔生产企业占据市场主导地位的必由之路。目前公司的铝箔生产设备技术装备水平处于国内领先地位，公司产品的定位也较为高端，市场份额较稳定，有利于公司后续市场竞争的展开。

C. 功能性薄膜行业

该公司功能性薄膜业务主要包括 ITO 导电膜、节能膜与阻隔膜，其中 ITO 导电膜为公司目前的主要产品。ITO 导电膜主要应用于触控面板。以苹果 iPhone 上市为爆点，消费电子行业进入了触控时代，且发展势头强劲。随着平板电脑、触摸超级本等新产品的快速增长，未来 ITO 导电膜仍有一定的市场空间。

导电膜又称为 ITO 导电膜，是指采用磁控溅射的方法在透明有机薄膜材料

上溅射透明氧化铟锡（ITO）导电薄膜镀层并经高温退火处理得到的高技术产品。ITO 膜层的厚度不同，膜的导电性能和透光性能也不同。一般来说，在相同的工艺条件和性能相同的 PET 基底材料的情况下，ITO 膜层越厚，ITO 导电膜的表面电阻越小，光透过率也相应的越小。

近年来 ITO 导电薄膜技术的快速改进，在透明度及导电性方面已经有了较大改善，特别是结合了光刻胶工序（photolithography processes）后，使得触摸屏在更加轻薄，画质更加清晰同时能够拥有更大的显示区域；同时在轻薄度和成本上更是扩大领先优势。而 ITO 玻璃技术则由于产量和良率的制约，同时硬度方面有一定劣势，苹果公司部分产品开始采用 ITO 导电膜技术，自此，ITO 导电膜在触控式智能手机、平板电脑、笔记本、GPS 等领域逐渐占据主流地位。受益于触屏手机的快速增长，ITO 导电膜的需求在前几年出现大幅增长，但近年来，全球智能手机及平板电脑市场逐渐趋于饱和，国内外对 ITO 导电膜的需求增长放缓，行业面临一定的增长压力。

节能膜是指太阳膜中具有控制阳光功能、可节约建筑能耗的膜，是一种多层功能化聚酯复合薄膜材料（PET），在聚酯薄膜上经染色、真空蒸镀、磁控溅射、层压复合等工艺加工而成。节能膜贴于玻璃表面可改善其性能和强度，使之具有保温、隔热、节能、防爆、防紫外线、防红外线、美观、遮蔽私密等功能，主要应用于汽车玻璃和建筑物门窗玻璃、隔断玻璃、顶棚玻璃等。近年来，随着汽车产销量均呈现增长态势，汽车玻璃用节能膜需求日益增长，同时国家对建筑节能及环保的要求提高，2010 年以来，我国各省份相继将玻璃贴膜列入了新型节能环保产品，建筑玻璃用节能膜也有较大的市场空间与发展前景。该公司目前节能膜生产项目刚投产，未来市场情况仍待关注。

目前，节能膜市场仍处于发展初期，行业集中度较低，全球范围内主要有伊士曼、3M、巴斯夫等涉足该市场，该公司为节能膜市场的国内主要参与者，国内竞争公司主要包括康得新及东风股份等。

阻隔膜是指一种新材料，对氧气、水蒸气、油等介质具有高阻隔性的透明膜材料，可用于新型显示、食品药品包装、电子器件封装等多个领域。高阻隔膜材料按照材料构成不同可包括乙烯醇共聚物(EVOH)、聚偏氯乙烯(PVDC)、聚胺(PA)、聚对苯二甲酸乙二醇酯(PET)的多层复合材料及硅氧化物蒸镀薄膜等，其中以硅氧化物蒸镀薄膜阻隔性能最佳，高端应用前景最广。各种高阻隔膜材料因其材料构成不同，在生产工艺、产品性能、应用领域等方面也有较大差异。

2012 年以来，随着触摸超级本、触摸一体机的出现，同时智能手机的市场爆发，使导电膜的应用范围更加广泛。在 2013 年美国消费电子展（CES）中，三星发布了新型可弯曲柔性触摸屏，采用的也是 ITO 导电膜技术。随着科技的发展，在消费电子行业的带动下，ITO 导电膜业务发展态势良好。但 2014 年以来，随着技术不断进步以及新进入者增多，智能手机及平板电脑市场逐渐趋于饱和，行业增速逐渐降低，同时技术更新换代速度较快，行业竞争压力较大。节能膜与阻隔膜均属于新材料，有较大的技术门槛，未来市场发展空间及前景

有待进一步关注。

2. 业务运营

该公司主要从事纸包装材料、铝箔和功能性薄膜三大业务。纸包装业务为公司传统业务，受实体经济增速下降及政策等影响，公司纸包装业务收入有所波动；作为国内领先的铝箔生产企业之一，公司铝箔业务具有一定规模优势，能对公司收入及利润规模形成较大的支撑，但公司铝箔产品出口占比较高，目前美国商务部裁定对公司出口美国的铝箔产品征收反补贴与反倾销税，相关裁定会对公司铝箔业务产生一定的影响；功能性薄膜业务技术更迭较快，公司相关业务尚处于发展初期，收入及利润规模尚不大。

该公司纸包装材料和铝箔产品均具有原材料成本占比较高的特征，铝锭作为大宗商品价格波动较大，包装原纸价格也在 2016 年第四季度以来有所波动，公司面临一定的成本控制压力；膜业务方面，ITO 导电膜项目下游市场逐渐饱和，节能膜和阻隔膜则分别面临市场拓展压力、投资支出压力及技术更新风险。

该公司主要从事纸包装材料、铝箔及功能性薄膜的生产与销售，位于广东省汕头市保税区。纸包装材料业务为公司的传统主业，主导产品包括转移纸、复合纸等，多用于烟类、酒类及日化用品等包装材料，近年来受实体经济增速下降及国家烟酒管控力度增大的影响，公司纸包装业务盈利压力有所增加；2012 年 4 月，公司通过收购江苏中基与江阴中基³切入铝箔业务，主要生产高精度铝箔，用于食品、饮料、卷烟及医药等包装材料，近年来公司通过对外收购等方式完善产业链布局，铝箔业务的销售情况较好，但国内外原材料铝价格波动及铝箔出口政策对公司盈利影响明显；2012 年 8 月公司通过投资导电膜生产线开拓了 ITO 导电膜生产业务，切入功能性薄膜业务，后于 2017 年初投产节能膜生产线，切入节能膜领域，目前公司功能膜业务收入及利润规模较小，同时受触控类电子产品市场增长放缓的影响，导电膜业务面临一定的盈利压力，但公司加大在其他功能膜领域的研发投入，未来或成为新的利润增长点。

图表 4. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
纸包装材料	造纸及纸制品	国内	横向规模化	规模/成本
铝箔	有色金属	国内/欧美/东南亚	纵向一体化	规模/成本/技术/政策
功能性薄膜	橡胶和塑料制品	国内	横向规模化/纵向一体化	资产/规模/技术

资料来源：万顺股份

此外，2017 年以来，因国内纸品价格普遍上涨，该公司成立汕头万顺贸易有限公司（简称“万顺贸易”）⁴从事纸品贸易业务，主要经营纸及纸制品贸易。公司纸品贸易业务能扩大收入规模，但毛利水平低，盈利能力不强，且贸易业

³ 2013 年 12 月，为统筹管理铝箔业务，江苏中基吸收合并江阴中基。

⁴ 万顺贸易位于汕头保税区，注册资本为 5000 万人民币。公司持有其 100% 的股权。

务开展会占用部分公司资金。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况 (亿元, %)

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计		21.94	22.36	32.13
其中：核心业务营业收入	金额	21.64	21.70	27.55
	占比	98.63	97.05	85.75
其中：(1) 纸包装材料业务	金额	6.60	5.99	6.12
	占比	30.08	26.79	19.05
(2) 铝加工业务	金额	13.90	14.81	20.30
	占比	63.35	66.23	63.18
(3) 功能性薄膜业务	金额	1.14	0.90	1.13
	占比	5.20	4.03	3.52

资料来源：根据万顺股份提供的资料绘制

A. 纸包装材料业务

纸包装材料业务由该公司本部和下属的河南万顺承担，为公司成立以来的传统主业。2015-2017 年，公司纸包装材料业务实现收入分别为 6.60 亿元、5.99 亿元及 6.12 亿元，实现毛利润分别为 1.55 亿元、1.31 亿元及 1.27 亿元。受宏观经济增速下降及国家烟酒管控力度加大等因素的影响，公司纸包装材料业务收入呈现波动状态，同时受市场竞争激烈及原材料价格波动的影响，纸包装业务毛利水平呈逐年下降趋势。

规模因素

自成立以来，该公司便以纸包装材料业务为主要业务之一，经过多年的积累与发展，公司纸包装材料业务已形成一定的经营规模。公司生产的环保型包装材料主要有转移纸和复合纸两大种类，主导产品为真空镀铝纸及高光玻璃卡纸等。公司纸包装材料业务上游为原纸生产企业，下游直接客户为各类印刷厂，终端客户为烟、酒、食品等生产企业。目前公司产品中 85% 被作为卷烟包装材料（烟标），剩余的 15% 被作为酒类包装材料（酒标）及其他产品的包装材料。公司拥有一批较稳定优质的终端客户，主要为卷烟生产企业，合作品牌包括“荷花”、“双喜”、“云烟”、“娇子”、“黄金叶”、“芙蓉王”等。在酒标市场，五粮液系列是公司的主要合作终端客户。

经过多年的发展，该公司已具备了较充足的纸包装材料生产能力，目前公司纸包装材料设计年产能 8 万吨（汕头本部 6 万吨，河南万顺 2 万吨）。近年来，公司实际产量与销量基本能匹配，产销率能达到 98% 以上。

图表 6. 公司纸包装材料产销量数据（单位：万吨、%）

时间	设计产能	实际产量	销售量	产销率	产能利用率
2015 年	8	5.48	5.43	99.09	68.50
2016 年	8	4.69	4.67	99.51	58.63
2017 年	8	4.50	4.47	99.38	56.26

资料来源：根据万顺股份提供的资料绘制

成本因素

该公司包装材料的主要生产销售流程为：采购原纸和辅料--根据客户的要求镀上各种颜色或者防伪涂层--销售给下游印刷厂进行印刷。公司主要生产原料为原纸、原膜、相关生产辅料、能源等，其中原纸占成本比重约为 55%，薄膜占成本比重约为 27%，辅料占成本比重约为 7%，其余为人工、能源成本和其他费用。公司原膜自产比例约为一半，另有部分对外采购，原纸主要向北京三九衢苏贸易有限公司、汕头市永嘉有限公司和金光纸业（深圳）有限公司汕头分公司等进行采购。2017 年该业务前五大供应商采购额占公司纸包装材料业务采购总额 40.55%，供应商较集中，公司与主要供应商均建立了良好的合作关系，合作时间基本都在 5 年以上。公司与供应商之间结算周期一般为 60-90 天，采用现金或票据结算。

原材料价格方面，2016 年第四季度以来，因环保监管趋严，卡纸等纸类产品呈现普遍涨价的态势。但因烟包级白卡纸单价比普通社会级白卡纸高，且该公司集中采购模式下具备一定议价能力，因此所采购烟包白卡纸价格涨价幅度低于社会卡纸。此外，公司部分原膜采购价格呈现波动状态。公司拥有较大型的仓库，最多能提前囤积 3 万吨左右的原材料，能够在一定程度上缓解原材料价格大幅上涨压力。采购部门在年初会根据生产计划及以往年度生产情况集中采购原料，集中采购价格会有所优惠，同时公司对采购成本进行严格控制，原料采购会经过采购部门、总经理及董事长三轮议价。公司纸包装材料业务受此轮纸类产品涨价的影响可控，但未来仍面临一定的成本上升压力。

图表 7. 纸包装材料业务原材料采购情况（单位：元/吨、元/万米）

原材料	2015 年		2016 年		2017 年	
	采购数量	采购单价	采购数量	采购单价	采购数量	采购单价
烟包白卡纸（吨）	49533.91	7144.42	41978.31	7258.23	42110.84	7622.99
原膜（铝箔）（吨）	642.14	25710.00	402.55	23943.01	634.73	25942.84
原膜（镀铝膜）（吨）	999.41	11797.60	734.82	10440.19	238.23	12803.09
原膜（转移/复合膜）（万米）	13677.33	8172.51	16320.83	7585.79	20044.42	7038.87

资料来源：根据万顺股份提供的资料绘制

该公司实行订单生产模式，主要生产设备采购自德国、意大利和我国台湾省，每年均会对生产设备进行维护保养，并会根据市场及生产情况对设备进行更新换代，目前公司设备的技术水平处于国内领先地位。经过多年发展，公司纸包装业务相对成熟，近年来由于市场竞争激烈，公司设备平均产能利用率保持在 60%左右。

该公司直接销售客户为承印烟标、酒标的印刷企业，根据与公司合作的卷烟品牌的不同，公司的直接客户、销售区域均会发生变动。目前公司主要的销售客户为四川金时印务有限公司、常德金鹏印务有限公司、福建鑫叶投资管理集团有限公司等，2017 年纸包装材料业务前五大客户销售额占公司纸包装材料销售总额的比重为 27.92%。公司与客户的结算周期一般为 90-120 天，以现金或银行承兑汇票结算。

图表 8. 2015 年以来公司纸包装材料主要产品平均价格⁵（单位：万元/吨）

产品	2015 年	2016 年	2017 年
转移纸	1.43	1.55	1.70
复合纸	1.40	1.40	1.41

资料来源：根据万顺股份提供的资料绘制

环保方面，该公司纸包装材料业务不涉及纸浆制造，涂料也基本采用环保水性材料，面临的环保问题较少。此外，公司投入使用了蓄热式热氧化炉节能环保装置（RTO 炉），目前公司生产产生的废气经 RTO 炉收集净化后达标后，引至所在厂房排放，收集的热量通过管道进行回收利用，可以降低公司用电成本 30%以上。此外，公司对工厂日常产生的生活废水进行生化处理。自公司成立以来，未发生因环保导致的受处罚、通报事件。

未来该公司将继续统筹汕头和河南两个生产基地的采购与销售，实现资源互补，扩大市场领先地位。同时，考虑到行业景气度及市场需求情况，公司未来仍将把烟标作为发展重点，与酒标相比，烟标单品量较大，单个客户的需求量较大。短期内，公司将把改进烟标营销体制及拓展新客户作为工作重点。

B. 铝箔业务

该公司的铝箔业务主要由下属子公司江苏中基⁶承担，江苏中基是国内领先的铝箔生产企业之一。2012 年 4 月公司以 7.5 亿元现金收购江苏中基与江阴中基，切入铝箔业务。2013 年 12 月，为方便统一管理铝箔业务，江苏中基吸收合并江阴中基，自此公司铝箔业务由江苏中基承担。2015-2017 年，公司实现铝加工业务收入分别为 13.90 亿元、14.81 亿元及 20.30 亿元，实现毛利润分别为 1.58 亿元、1.98 亿元及 2.63 亿元。近年来，公司铝箔业务持续扩张，但公司铝箔产品出口占比较高，美国商务部裁定对公司出口美国的铝箔产品征收反补贴及反倾销税，会对公司铝箔业务产生一定的影响。

规模及技术因素

江苏中基主要生产双零铝箔，与单零铝箔相比，双零铝箔厚度更小，对铝箔表面的针孔数量及均匀程度有更高的要求，技术含量更高。铝箔的生产工艺主要为铝板带经过冷轧压延后，与箔用纸、箔用膜复合而成。截至 2017 年末，

⁵ 以含税价列示。

⁶ 2016 年，江苏中基在全国中小企业股份转让系统（新三板）挂牌，2017 年 11 月，因江苏中基的新三板交易量与交易活跃度不达预期，融资效率较低，为进一步整合公司资源，经股东大会审议通过，公司向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交了终止挂牌申请，并获得通过。

公司已取得多项关于双零铝箔轧制、表面清洗、生产切边、卷包装箱等铝箔生产工艺及专利技术，能为公司铝箔业务开展提供较大的技术支持。

截至 2017 年末，江苏中基铝箔设计年产能为 8.3 万吨，拥有 10 条生产线，2017 年，江苏中基共生产铝箔 7.53 万吨，销售 7.68 万吨，产销率达到 101.99%。

图表 9. 2015 年以来江苏中基铝箔产销情况（单位：万吨、%）

时间段	设计产能	实际产量	销售量	产销率	产能利用率
2015 年	8.30	6.21	6.25	100.61	74.82
2016 年	8.30	6.96	7.01	100.68	83.86
2017 年	8.30	7.53	7.68	101.99	90.72

资料来源：根据万顺股份提供的资料绘制

成本因素

江苏中基铝箔生产的主要原料为铝板带和能源动力等，其中铝板带成本占到铝箔成本的 85% 左右，铝价波动直接影响到铝锭与铝板带价格。2016 年以来，公司针对铝价波动开展了套期保值业务，但目前套期保值业务尚处于初期尝试阶段，规模尚较小，并未覆盖全部价格波动风险。为节约成本，2014 年以来，江苏中基陆续收购江苏华丰铝业有限公司（简称“华丰铝业”）⁷60% 的股权与安徽美信铝业有限公司（简称“安徽美信”）⁸100% 的股权，完善了铝箔业务产业链的上游布局。

目前华丰铝业与安徽美信铝板带产能合计逾 11 万吨/年，其中 2017 年，江苏中基向两家公司采购共计约 3.28 万吨的铝板带，剩余铝板带则采购自江苏周边的生产企业。近年来，随着公司铝箔业务的规模扩大，公司铝板带采购量有所增长，铝板带价格随市场情况有所波动。该公司外部供应商较为集中，2017 年铝箔业务前五大外部供应商采购额占铝箔业务采购总额的比重达到 51.44%，公司与供应商的结算周期为 30 天左右，多采用现金及票据结算。能源动力主要为电力，为节约电力成本，2016 年以来，江苏中基开始推进屋顶光伏项目，能一定程度上降低电力成本。

图表 10. 2015 年以来铝板带采购情况

铝板带	2015 年	2016 年	2017 年
采购量（万吨）	6.77	7.96	8.33
采购单价（万元/吨）	1.63	1.51	1.76

资料来源：根据万顺股份提供的资料绘制

江苏中基铝箔下游客户中，80% 为食品生产企业，其余客户主要为烟箔、电池箔及医药箔等其他生产企业。江苏中基与安姆科（Amcor）、利乐包（Tetra Pak）、山东新巨丰科技包装股份有限公司等国内外知名品牌客户保持良好的合作关系，铝箔产品广泛用于伊利、蒙牛、联合利华、同仁堂等品牌的包装。江

⁷ 2014 年，为完善铝箔业务产业链，江苏中基以 0.42 亿元的对价收购华丰铝业 60% 的股权，并增资 0.63 亿元，华丰铝业主要经营铝板材、铝带材铝箔材加工及销售等业务。

⁸ 2017 年，为满足铝箔业务对铝板带的需求，进一步完善铝箔产业链，江苏中基以 2.275 亿元的对价收购美信铝业 100% 的股权，美信铝业主要经营铝制品及铝合金产品等业务。

苏中基铝箔主要销往国外，2015-2017 年出口占比分别为 66.94%、67.10%和 65.85%，对于出口产品，该公司与客户之间一般采用电汇或信用证方式结算，周期一般为 60-90 天；对于国内客户，结算周期为 90-120 天，以现款或银行承兑汇票结算，2017 年铝箔业务前五大客户销售额占铝箔销售总额的比重为 24.94%，客户集中度尚不高。

图表 11. 2014 年以来，高精度铝箔平均销售价格变动情况⁹（单位：万元/吨）

产品	2015 年	2016 年	2017 年
高精度铝箔	2.12	2.02	2.17

资料来源：根据万顺股份提供的资料绘制

政策因素

该公司铝箔业务出口占比较高，受国内外商业政策的影响较大。2018 年 2 月，美国国际贸易委员会对进口自中国的铝箔作出反倾销和反补贴产业损害肯定性终裁，美国商务部将对进口自中国的涉案产品颁布反倾销和反补贴税令。根据终裁结果，裁定中国铝箔生产企业对出口美国的铝箔产品的反补贴适用税率分别为 17.14%、18.56%、19.98%及 80.97%，其中江苏中基出口美国的铝箔产品反补贴税按 17.14%执行，属于最低反补贴税率；裁定中国铝箔生产企业对出口美国的铝箔产品适用的反倾销幅度分别为 48.64%、84.94%及 106.09%，其中江苏中基出口美国的铝箔产品适用的反倾销幅度为 48.64%，属于最低的反倾销幅度。2015-2017 年，公司铝箔产品出口美国的金额分别为 3.12 亿元、2.82 亿元及 2.06 亿元，分别占当期公司铝箔产品销售总额的 23.55%、19.91%及 12.32%。需关注相关反补贴、反倾销终裁结果的执行对公司经营的影响情况。

图表 12. 2015 年以来，公司铝箔产品出口美国情况（单位：亿元、万吨）

时间段	出口总量		出口美国	
	金额	数量	金额	数量
2015 年	8.87	4.24	3.12	1.48
2016 年	9.50	4.74	2.82	1.35
2017 年	10.99	5.09	2.06	0.90

资料来源：根据万顺股份提供的资料绘制

环保方面，该公司铝箔业务的开展均已取得相关的环保许可证及环保批复。此外，根据江阴市环保局出具的情况说明显示，因环保申报系统更新，2017 年度的排污证申报有所延迟，江苏中基的排污证有效期至 2016 年 12 月 31 日，目前正在申报过程中¹⁰，对江苏中基铝箔业务开展暂不构成影响。

C. 功能性薄膜业务

该公司功能性薄膜业务由光电薄膜分公司与汕头市东通光电材料有限公

⁹ 以不含税价格列示。

¹⁰ 2017 年 12 月 5 日，江阴市环保局临港分局出具说明：江苏中基申请办理排污许可证的申请已收悉，根据固定污染源许可分类管理名录 2017 版，江苏中基未在 2017 年发证计划内，故暂缓排污许可证的办理。办理排污许可证的时间另行通知。

司（简称“东通光电”）¹¹承担，其中东通光电为公司 2016 年新收购的光电产品生产企业。功能性薄膜行业技术门槛较高，公司通过自主研发及收购等方式获得膜生产技术。公司功能性薄膜目前主要分为 ITO 导电膜、节能膜与阻隔膜等，2015-2017 年，公司功能性薄膜业务实现收入分别为 1.14 亿元、0.90 亿元及 1.13 亿元，实现毛利润分别为 0.19 亿元、0.11 亿元及 0.32 亿元。公司 ITO 导电膜运营相对成熟，市场竞争较为充分，节能膜产品全新投产，高阻隔膜还在建设期，未来发展前景尚不明朗，公司功能性薄膜业务盈利情况有所波动。

资产及规模因素

该公司功能性薄膜目前主要分为 ITO 导电膜、节能膜与阻隔膜等，其中 ITO 导电膜主要用于触控面板，节能膜主要用于汽车玻璃与建筑玻璃，阻隔膜主要用于光电领域新型显示器件与高端包装领域的高阻隔膜材料。公司已围绕功能性薄膜业务建立了多条生产线，并针对功能性薄膜生产购置了生产设备。其中，ITO 导电膜是公司于 2010 年开始投资的项目，首条生产线于 2012 年建成并开始投产，截至 2017 年末，公司 ITO 导电膜年设计产能为 250 万平方米；节能膜于 2017 年全新投产，年设计产能为 240 万平方米；阻隔膜生产线建设为本次债券发行的募投项目。截至 2017 年末，公司共拥有 7 条磁控溅射设备及 5 条精密涂布线，部分功能性薄膜的生产设备及生产线能够通用，生产技术也有一定的共通性，可以根据公司战略规划及市场情况及时调控生产。

图表 13. 公司功能膜产销情况

时间段	设计产能 (万平方米)	实际产量 (万平方米)	销售量 (万平方米)	产销率 (%)
2015 年	150	94.16	85.85	91.18
2016 年	250	87.05	86.44	99.30
2017 年	430 ¹²	142.41	131.67	92.46

资料来源：根据万顺股份提供的资料绘制

该公司功能性薄膜主要生产原料为光学级有机膜和各类辅料，核心工艺为磁控溅射与精密涂布线，核心技术为工艺参数与配方。公司通过自主研发与外聘专家指导，对工艺参数与配方的掌握较为成熟，通过改变工艺条件和搭配不同的靶材、涂布材料及基材等，能生产出不同功能的膜材料。2015-2017 年，公司功能性薄膜的研发投入分别为 0.13 亿元、0.19 亿元及 0.16 亿元。公司生产设备从德国、日本进口，处于国内领先水平，较先进的膜生产设备提高了公司产品的原料利用效率和良品率，降低了生产成本。

目前 ITO 导电膜仍是该公司功能性薄膜业务的主要产品，下游客户主要是

¹¹ 2016 年 5 月，公司以 1.5 亿元的交易对价取得东通光电 100% 股权，东通光电主要生产与销售光电产品，根据股权收购协议约定，东通光电原股东李伟明、郑少东、姚妙菲及曾婵香承诺东通光电在 2016-2018 年期间完成业绩（此处业绩指扣除非经常性损益后净利润与净利润孰低者）为 2016 年 1000 万元，2017 年 1250 万元，2018 年 1560 万元，合计 3810 万元，其中 2016 年东通光电完成业绩 701.73 万元，2017 年东通光电完成业绩 965.61 万元，均未达到业绩承诺水平。截至目前，公司已收到李伟明等的业绩补偿款合计 582.66 万元。

¹² 包括 ITO 导电膜及节能膜，但节能膜自 2017 年全新投产，2017 年内实际生产 9 个月，产能为 180 万平方米。

各类光电、科技公司，终端客户的品牌包括联想、华为、酷派等，2017年度，功能性薄膜业务前五大客户销售额占功能性薄膜销售总额的比例为 57.65%，客户集中度较高。公司为国内较早进入导电膜市场的企业，技术方面有一定优势，公司导电膜产品主要定位在中高端，能一定程度上避免市场的价格竞争，维持一定的利润水平。但 ITO 导电膜发展时间较长，传统 ITO 导电膜市场已逐渐趋于饱和，近三年公司导电膜收入及毛利率不断下降，目前公司对 ITO 导电膜产品进行调整，推动技术创新，并拓展其应用领域。

技术因素

膜材料对设备与技术有较高的要求，具备较高的进入门槛。2014 年以来，该公司投资约 3 亿元建设了年产能为 240 万平方米的节能膜生产线。节能膜属于新材料，市场上节能膜产品质量与产品价格均参差不齐。目前公司生产的节能膜产品主要为隔热节能窗膜，在隔热指标（80%以上）、隔紫外线指标（99%以上）等技术参数方面能达到国际知名品牌的标准，属于中高端产品，同时公司自主研发了变光功能，属于技术创新。公司系列型号节能膜产品已获得中国建材检验认证集团股份有限公司颁发的产品节能一级认证证书。相较于国外产品，公司节能膜产品能避免进口环节需要缴纳的税费及相关运费，且交货周期短，更具成本优势。目前 3M 等国际知名品牌节能膜产品市场售价约 2000-4800 元/平方米，其他性能相同的同类产品定价 600-800 元/平方米，而公司隔热节能窗膜由经销商对外销售的终端产品售价 380-680 元/平方米。公司隔热节能窗膜自 2017 年上市以来，目前已得到部分消费者认可，公司隔热节能窗膜销售以经销商模式为主，公司也通过展会、广告、新媒体等方式进行市场宣传。目前公司节能膜产品尚处于市场推广初期，未来市场情况不明朗，关注相关情况。

该公司在 ITO 导电膜、节能膜研究和经营过程中积累了丰富的技术储备，在此基础上，公司研发中心通过自主研发，调试工艺条件、研发相关配方和搭配不同的镀膜材料、涂布材料等，掌握了高阻隔膜材料的制备技术，量子点显示封装用高阻隔膜已获得纳晶科技¹³的产品订单。

D. 纸品贸易业务

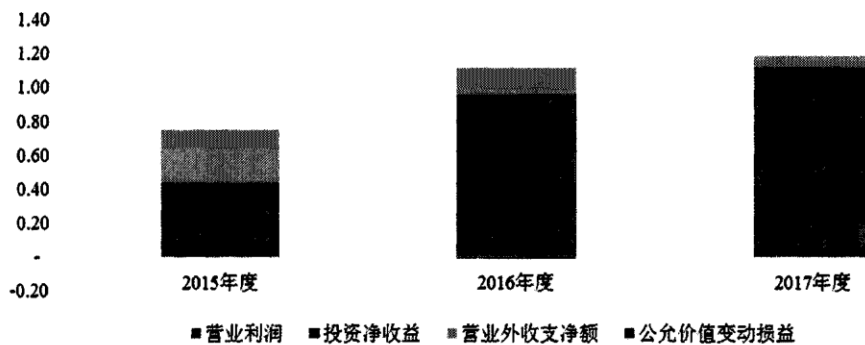
2017 年以来，受国内环保监管趋严的影响，国内市场中，纸及纸制品供给有所减少，国内纸品价格普遍上涨。同年 3 月，该公司设立全资子公司万顺贸易，建立大宗原材料采购销售平台，目前主要经营卡纸购销业务，未来会根据市场情况拓展购销物资的品类。2017 年，公司实现纸品贸易业务收入为 3.86 亿元，实现毛利润为 0.04 亿元，毛利水平低。

凭借多年以来与纸品生产商建立的良好合作关系，该公司在纸品采购方面具备一定优势，能以较优惠的价格取得纸及纸制品，下游客户主要集中在华南地区。公司纸品贸易业务开展会有一定的资金需求，目前业务规模尚不大，对公司营运资金的占用规模较小，将持续关注贸易业务的开展情况及对公司流动性的影响。

¹³ 目前公司可以利用导电膜与节能膜的设备少量生产高阻隔膜。

a. 盈利性

图表 14. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据万顺股份所提供数据绘制。

该公司盈利主要来源于营业毛利, 投资净收益、营业外净收益等非经常性损益对公司利润的贡献程度较小, 盈利稳定性较强。受铝箔业务增长及新开展纸品贸易业务的带动, 公司收入规模呈现逐年增长态势, 2015-2017年, 公司实现营业收入分别为21.94亿元、22.36亿元及32.13亿元; 但受宏观经济增速下行、国家烟酒管控力度加大以及纸品贸易业务毛利率低等因素影响, 公司综合毛利率总体呈现下降态势, 同年综合毛利率分别为15.21%、16.26%及13.60%, 实现净利润分别为0.62亿元、0.94亿元及0.90亿元。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015年度	2016年度	2017年度
营业收入合计 (亿元)	21.94	22.36	32.13
毛利率 (%)	15.21	16.26	13.60
其中: 纸包装材料业务 (%)	23.46	21.86	20.84
铝加工业务 (%)	11.35	13.38	12.98
功能性薄膜业务 (%)	16.52	12.48	28.07
购销业务 (%)	--	--	1.02
其他业务 ¹⁴ (%)	7.22	35.33	14.44
毛利 (亿元)	3.34	3.64	4.37
其中: 纸包装材料业务 (亿元)	1.55	1.31	1.27
铝加工业务 (亿元)	1.58	1.98	2.63
功能性薄膜业务 (亿元)	0.19	0.11	0.32
购销业务 (亿元)	--	--	0.04
其他业务 (亿元)	0.02	0.23	0.10
期间费用率 (%)	12.09	10.80	9.58
其中: 财务费用率 (%)	2.51	1.12	2.36
全年利息支出总额 (亿元)	0.52	0.41	0.57
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.04	0.08	0.02

资料来源: 根据万顺股份所提供数据整理。

¹⁴ 主要系废品收入及文具收入。

近年来，该公司重点发展功能性薄膜业务，不断加大研发投入及引入高端技术人才，同时推进员工持股计划，公司管理费用规模呈不断增长的态势，但公司不断加强运营成本管控，期间费用总体呈现波动状态。2015-2017年，公司期间费用分别为2.65亿元、2.42亿元及3.08亿元，期间费用率分别为12.09%、10.80%及9.58%。其中，公司研发投入分别为0.67亿元、0.72亿元及0.78亿元。此外，同年公司财务费用分别为0.55亿元、0.25亿元及0.76亿元，主要系利息费用及汇兑损益，其中，由于公司出口产品多以外汇结算，2015-2017年，公司汇兑净损益分别为-0.16亿元、0.10亿元及-0.18亿元，面临一定的汇率波动风险。

b. 运营规划/经营战略

长期来看，该公司将持续推进以纸包装材料、铝箔及功能性薄膜三大业务为主导的多元化发展战略，以研发创新及服务品质提升为核心，加大研发投入，提高公司的核心竞争力与综合实力。具体而言，在技术研发与创新方面，公司将围绕“新产品、新材料、新发展”的指导方针，加大研发投入及人才引进，计划在电池箔、电池的软包装箔、阻隔膜、热固型量子膜、隔热安全膜等方面加大研发和拓展力度。在市场营销方面，公司将深入推进客户关系，并积极拓展新市场、新领域，其中纸包装材料业务中，公司将加强开拓细支、短支烟等新包装材料市场，并加大湖南、广东、云南等地的市场营销；铝箔业务中，公司将调整产品结构，提高产品附加值，积极拓展电池箔、电池的软包装箔等新能源产品领域；功能性薄膜业务中，公司将拓展ITO导电膜的应用领域，并拓展节能产品市场，完善品牌与渠道建设。在外延式发展方面，公司将在保持内生性发展的同时，积极寻找外延式并购机会。

图表 16. 公司 2018 年~2020 年投融资规划

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度
资本性支出计划（亿元）	0.20	2.70	4.20
其中：高阻隔膜材料生产基地建设项目（亿元）	0.20	2.70	4.20
营运资金需求（净额，亿元）	7.95	8.94	10.01
融资安排（净额，亿元）	9.50	--	--
其中：权益类融资（亿元）	--	--	--
债务类融资（亿元）	9.50 ¹⁵	--	--

资料来源：根据万顺股份所提供数据整理

该公司的在建项目主要为 ITO 项目（导电膜）、华丰二期工程、节能膜项目及长葛市厂房工程，截至 2017 年末，四个项目已基本进入建设尾声，部分转入固定资产，后续投入不大。公司重大拟建项目为高阻隔膜材料生产基地建设项目，为本次债券发行的募投项目。

¹⁵ 公司拟通过发行可转换公司债券的形式募集资金。

图表 17. 公司主要在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	开工日期	规划总投资	截至 2017 年末 投资额
1	ITO 项目(导电膜)	2012 年	3.00	2.87
2	长葛市厂房工程	2010 年	0.91	0.81
3	华丰二期工程	2008 年	2.31	2.36
4	节能膜项目	2014 年	3.89	3.25
合计		-	10.11	9.29

资料来源：根据万顺股份所提供数据整理

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司自成立以来实际控制人未发生变化，股权结构清晰稳定。作为上市公司，公司法人治理结构完善，管理团队的经验较丰富，能够满足公司现阶段经营发展需要。同时，公司制定了较详细的管理制度，内部控制较严格，为公司战略规划的有效执行和持续稳定运作提供了可靠保障。

(1) 产权关系

该公司自成立以来，实际控制人一直为自然人杜成城。截至 2017 年末，杜成城共持有公司 41.90% 股权，其中被质押的股数为 7190 万股¹⁶，占其所持有的公司股份的 39.03%，杜成城与公司第三大股东杜瑞凤为兄妹关系，两者共持有公司 46.45% 股权。截至 2017 年末，公司共拥有 7 家全资子公司、1 家控股子公司¹⁷和 2 家分公司。

除该公司外，杜成城个人还投资了普宁市麒麟万顺养殖场¹⁸及珠海汇智蓝健投资基金（有限合伙）¹⁹，以上两家公司独立运营，自负盈亏，与公司无关联关系与业务往来。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司在日常经营中不存在与关联企业的资金往来现象，也无对外关联担保等事项产生；关联交易主要是与北京众智同辉科技股份有限公司（简称“众智同辉”）²⁰与北京众智视创信息技术有限公司（简称“众智视创”）²¹发生的功

¹⁶ 杜成城所质押股票主要用于个人投资需求。

¹⁷ 控股子公司为江苏中基（持股比例 69%），江苏中基拥有江苏中基复合材料（香港）有限公司（持股 100%）、江苏华丰铝业有限公司（持股 60%）及安徽美信铝业有限公司（持股 100%）三家子公司。

¹⁸ 投资额 500 万元，主要从事生猪养殖业务，目前经营正常。

¹⁹ 成立于 2016 年 6 月，合伙期限至 2026 年 6 月，注册资本 5000 万元，主要经营私募股权投资管理、投资管理、资产管理、投资管理咨询等业务。

²⁰ 为延伸功能膜业务产业链，2016 年，公司以增资的形式持有众智同辉 20% 的股权，众智同

能膜购销业务。截至 2017 年末，公司应收众智同辉的关联方账款余额为 468.35 万元；应付众智同辉的采购款为 6.19 万元，应付众智视创的采购款为 27.59 万元。公司关联交易总体规模较小，关联交易风险可控。

(3) 公司治理

该公司根据上市公司的规范要求，建立了股东大会、董事会和监事会，其中股东大会为公司最高权力机构，主要职责为：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换董事、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；审议批准监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本做出决议等。公司董事会为 9 人，负责公司日常经营管理决策，决定高层管理人员的任免等。公司监事会共 3 人，全面负责监督公司内部控制制度的执行，并向股东大会报告公司内部控制制度实施情况。

作为上市公司，该公司按照《公司法》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》、《上市公司信息披露管理办法》等相关法律法规的要求进行信息披露，并建立了与投资者沟通交流的有效机制。近三年，公司不存在因信息披露及投资者沟通等问题被监管机构采取监管措施或处罚的情况。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司实行董事会领导下的总经理负责制，负责经营环节内部控制制度体系的建立、完善，全面推进公司内部控制制度的执行，检查公司部门和单位制定、实施各专项内部控制制度的情况，并全面负责公司日常经营管理。目前公司总经理由杜成城兼任。杜成城先生自公司成立以来一直担任公司董事长兼总经理，经过多年经营，已具备丰富的从业经验。同时，公司根据现阶段的经营特点和管理需要设置职能部门，并通过制度建设落实明确各部门的权责分工，各职能部门设置合理，权责分工明确，能够满足公司日常经营管理的需要。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司建立了较为严格的内部控制体系，制定了覆盖经营管理活动各层面的内部管理制度。公司明确界定了各部门、岗位、各子公司的目标、职责和权限，建立了相应的授权、检查和逐级问责制度，确保其在授权范围内履行职能；设立控制架构，制定各层级之间的控制程序，以保证董事会及高级管理人员下达的指令能够被坚决执行。重点加强了对资金管理、采购与销售管理、生产与仓储管理、关联交易、对外担保等重要活动的控制。

辉主要生产液晶调光玻璃、调光膜等产品。

²¹ 众智视创为众智同辉的子公司。

在采购与销售管理方面，该公司对原材料实行集中采购、集中供应，减少中间库存并对大宗原燃料制定合理的储备量，避免了因存量过大，造成的资金沉淀和经营风险或者因存量过少影响生产、以及缺乏应对市场调节能力等情况的发生；同时，为把客户信用风险降至最低，针对不同客户过往交易记录订立不同的信用额度，严格按信用额度执行发货和收款；对业务员制订回款率考核指标，与业绩提成挂钩执行考核，确保货款及时回收；财务部对回款率执行月度分析和报告，严格监控呆滞货款的生产，降低了回款风险。

在生产环节与仓储管理方面，该公司根据各车间生产实际情况制定了对应的《生产计划控制程序》、《生产过程控制程序》、《仓库作业管理程序》等制度，明确了生产作业的程序、主要内容、生产协作部门的职责及存货流转过程中的控制方法。在产品质量日常监测方面，其专门制定了《产品检验控制程序》及检验规范等制度，确保产品质量。

在担保方面，该公司制定了统一的《对外担保决策制度》，未经总部董事会或股东大会批准，各公司不得提供对外担保，也不得进行互相担保。

在关联交易管理方面，根据《公司法》的有关规定，该公司明确了关联交易的内容、定价原则、决策程序和审批权限，做到关联交易的公平和公允性，有效维护股东和公司利益。

此外，为进一步提升治理水平，完善薪酬激励机制，经董事会及股东大会审议通过，该公司分别于 2015 年及 2017 年推动两期员工持股计划。其中，第一期员工持股计划共认购 1010 万股，占公司总股本 2.30%，成交均价为 12.00 元/股，2017 年 2 月，第一期员工持股计划所持公司股票已通过大宗交易全部出售，成交均价为 15.20 元/股；截至本评级报告日，第二期员工持股计划已完成全部股票购买，通过二级市场竞价交易方式累计买入公司股票 1838.01 万股，占公司总股本的 4.18%，成交均价为 11.53 元/股。

(3) 投融资及日常资金管理

该公司对下属子公司实施统一集中的财务和资金管理，同时制定了《对外投资管理办法》和《风险投资管理办法》等，将生产、销售权限适当下放，子公司仅在授权范围内对外开展融资工作，公司及其成员子公司的财务管理坚持以资本运营为核心的原则，这样的财务管理模式既能发挥管理层的战略决策和协调交易的作用，又能调动成员子公司的主动性和创新意识。为了切实建立资本运营的约束与激励机制，使不同的利益主体对经营的资本真正负责，避免子公司对公司的依赖。公司还通过对资本运营效率等内容的考核，建立资本运营责任制，并在实践中不断充实完善。

(4) 不良行为记录

通过公开信息查询及企业提供的资料显示，该公司、控股股东、核心子公司等重要经营主体，均不存在不良行为记录。

图表 18. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东 (杜成城)	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/4/11	正常	正常	正常	正常
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/4/11	不涉及	不涉及	不涉及	不涉及
诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台	2018/4/11	正常	正常	正常	正常
工商	国家工商总局企业信息公示系统	2018/4/11	不涉及	正常	正常	正常

资料来源：根据万顺股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

近年来，依靠自身经营积累与非公开发行股票事宜的完成，该公司的资本实力得到增强。公司负债经营程度较合理，但 2017 年以来，公司业务规模有所拓展，新开展纸品贸易业务，并加大对外投资力度，公司债务规模总体呈增长态势。公司债务以流动负债为主，且多为刚性债务，面临较大的即期偿付压力。

1. 数据与调整

大信会计师事务所有限公司对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则—基本准则》（2006 版）和财政部颁布的其他各项会计准则。其中 2017 年，公司采用了财政部对政府补助、资产处置损益会计处理的最新规定，对当年公司的营业外收入、营业外支出、资产处置收益等会计科目按照最新规定进行了重分类调整。

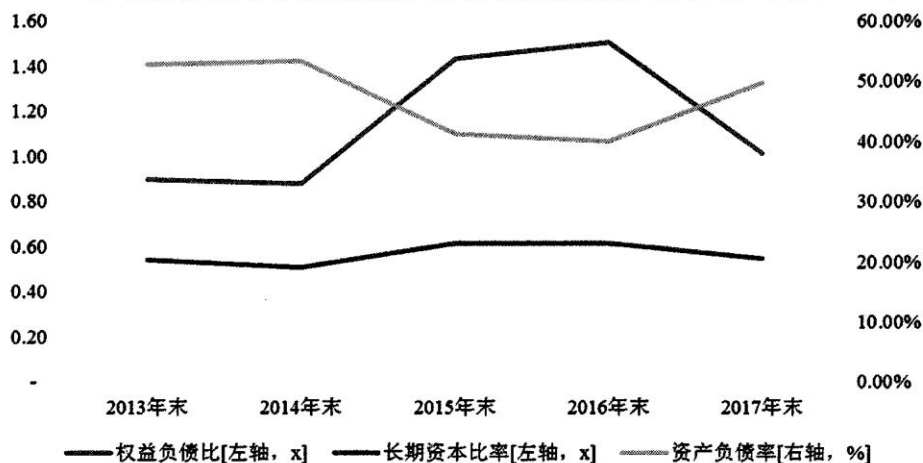
2015 年，该公司完成非公开发行股票事宜，募集资金净额为 4.57 亿元，募集资金主要用于节能膜生产线建设、收购东通光电及补充流动资金等。非公开发行股票事宜完成后，公司资本实力得以增厚。截至 2017 年末，公司所有者权益为 28.10 亿元。

截至 2017 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 55.86 亿元，股东权益为 28.10 亿元（其中归属于母公司所有者权益合计为 23.86 亿元）；2017 年公司实现营业收入 32.13 亿元，净利润 0.90 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.80 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 3.13 亿元。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据万顺股份所提供数据绘制

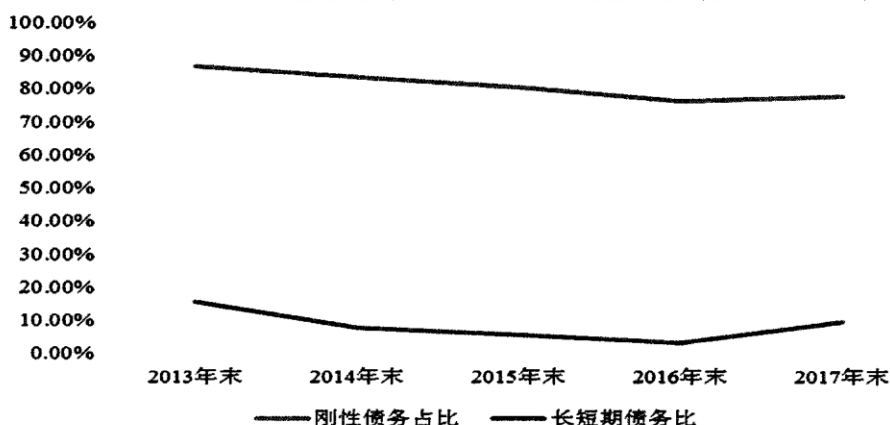
2017年以来，受继续推进功能性薄膜业务、加大投资力度以及新开展纸品贸易业务的影响，该公司年末经营性负债及对外融资力度有所增加，2015-2017年末公司负债总额分别为18.67亿元、18.28亿元及27.76亿元，同年末公司资产负债率分别为41.15%、39.97%及49.70%，公司负债经营程度有所波动，但总体处于较合理水平。同年末，公司权益负债比分别为1.43倍、1.50倍及1.01倍，权益资本对债务的覆盖程度良好。

随着自身经营积累及非公开发行股票事宜的完成，该公司资本实力得到增强，2015-2017年末，公司所有者权益分别为26.69亿元、27.45亿元及28.10亿元。同年，公司派发现金分红分别为0.13亿元、0.18亿元及0.22亿元。

随着该公司经营规模不断扩大，同时推进功能性薄膜的产能建设，公司对外融资力度将加大。此外，纸品贸易业务的开展也会提高公司经营经营性负债规模。未来公司负债经营程度预期将进一步提高。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
刚性债务 (亿元)	17.40	19.98	14.98	13.91	21.56
应付账款 (亿元)	2.28	3.22	2.42	2.96	2.97
其他应付款 (亿元)	0.02	0.03	0.67	0.67	2.43
刚性债务占比 (%)	86.61	83.35	80.25	76.10	77.68
应付账款占比 (%)	11.35	13.44	12.97	16.22	10.70
其他应付款占比 (%)	0.11	0.13	3.58	3.68	8.75

资料来源：根据万顺股份所提供数据绘制

从债务期限结构看，该公司主要以流动负债为主，2015-2017 年末，公司长短期债务比分别为 5.64%、3.20%及 9.43%。公司流动负债主要体现为短期借款，以及日常经营活动中形成的应付票据、应付账款和其他应付款，2015-2017 年末，三者合计占流动负债总额的比重分别为 98.37%、95.65%及 95.80%。其中 2015-2017 年末，公司短期借款余额分别为 9.14 亿元、8.82 亿元及 9.21 亿元，主要系抵押借款及保证借款；同年末，公司应付票据余额分别为 5.16 亿元、4.48 亿元及 9.69 亿元，公司应付账款余额分别为 2.42 亿元、2.96 亿元及 2.97 亿元，主要系公司日常经营活动产生的应付供应商的货款，受公司新开展的纸品贸易业务多以票据结算的影响，2017 年末应付票据较以前年度有所增长，应付票据与应付账款受公司营业情况及供应商结算政策的影响较明显；同年末公司其他应付款余额分别为 0.67 亿元、0.67 亿元及 2.43 亿元，2017 年以来，公司推行员工持股计划，其他应付款余额主要系公司代收员工持股计划的认购款。

该公司非流动负债主要为长期借款，2015-2017 年末，公司长期借款余额分别为 0.65 亿元、0.20 亿元及 2.08 亿元，长期借款规模呈现波动态势，其中 2017 年增加的长期借款主要为保证借款。

该公司负债以流动负债为主，且集中于刚性债务，面临较大的即期偿付压力。公司拟通过债务置换、发行长期债券等方式调整债务结构。

(3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
短期刚性债务合计	14.73	18.59	14.33	13.71	19.48
其中: 短期借款	8.60	13.20	9.14	8.82	9.21
一年内到期非流动负债	2.24	0.40	-	0.35	0.55
应付短期债券	-	-	-	-	-
应付票据	3.85	4.93	5.16	4.48	9.69
其他短期刚性债务	0.04	0.06	0.04	0.06	0.03
中长期刚性债务合计	2.67	1.39	0.65	0.20	2.08
其中: 长期借款	2.67	1.39	0.65	0.20	2.08
应付债券	-	-	-	-	-
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	-
综合融资成本 (年化, %)	5.18	4.87	3.91	4.07	4.48

资料来源: 根据万顺股份所提供数据整理, 其中综合融资成本系根据财务报表数据估算

该公司刚性债务主要由银行借款及应付票据构成, 2015-2017 年末, 公司刚性债务余额分别为 14.97 亿元、13.91 亿元及 21.56 亿元。其中, 短期刚性债务余额分别为 14.33 亿元、13.71 亿元及 19.48 亿元, 即期偿付压力较大。随着经营规模不断扩大, 公司加大银行融资规模, 银行借款呈不断增长态势, 同时为了调整债务结构, 公司加大了长期借款的融资规模; 此外, 受纸品贸易业务多以票据结算的影响, 公司 2017 年末应付票据余额较以前年度有较大的提升。公司与金融机构建立了良好的合作关系, 截至 2017 年末, 公司银行借款的利率区间为 4%-6%。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期 (天)	45.80	47.11	48.72	49.75	42.19
营业收入现金率 (%)	116.55	101.67	112.25	108.48	100.55
业务现金收支净额 (亿元)	2.20	2.20	4.31	2.19	4.49
其他因素现金收支净额 (亿元)	-1.21	-0.68	-0.73	-0.93	-1.36
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	0.99	1.52	3.58	1.27	3.13
EBITDA (亿元)	3.36	4.02	2.36	2.70	3.27
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.19	0.23	0.14	0.19	0.18
EBITDA/全部利息支出 (倍)	7.43	6.15	4.53	6.53	5.71

资料来源: 根据万顺股份所提供数据整理

注: 业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额; 其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成收支净额。

该公司主营业务结算以现金和票据相结合，2015-2017 年公司营业收入现金率分别为 112.25%、108.48%及 100.55%，现金回笼能力较强。经营活动现金流主要是日常购销活动产生，公司与客户的票据结算以银行承兑汇票结算为主，货款的回收有一定的保障。2015-2017 年，公司经营活动产生的现金流净额分别为 3.58 亿元、1.27 亿元及 3.13 亿元，其中业务收支净额分别为 4.31 亿元、2.19 亿元及 4.49 亿元，均呈现净流入状态，且净流入规模总体呈扩大趋势。

该公司营业周期较稳定，2015-2017 年，公司 EBITDA 分别为 2.36 亿元、2.79 亿元及 3.27 亿元，同年 EBITDA 对刚性债务的覆盖程度分别为 0.14 倍、0.19 倍及 0.18 倍，EBITDA 对利息支出的覆盖程度分别为 4.53 倍、6.53 倍及 5.71 倍，EBITDA 对债务本金的覆盖程度尚较小，但稳定的 EBITDA 能较大程度保障债务利息的偿付。

(2) 投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-	-0.09	-	-2.22	-2.26
其中：理财产品投资回收与支付净额	-	-	-	-	-
其中：与主业有关的投资净额	-	-	-	-	-
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-2.40	-1.21	-1.64	-1.28	-0.74
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-	-0.01	-0.00
投资环节产生的现金流量净额	-2.40	-1.29	-1.64	-3.52	-3.00

资料来源：根据万顺股份所提供数据整理

近年来，该公司不断拓展原有业务的产业链，同时加大对功能性薄膜业务的投资，公司投资活动现金流净额均为净流出状态，且呈现净流出额不断增加的态势。纸包装材料业务方面，公司收购东通文具作为纸包装业务的补充；铝箔业务方面，公司在完善生产线建设的同时，分别收购华丰铝业及美信铝业，向上游拓展产业链；功能性薄膜业务方面，公司不断开展技术研发，调整功能膜的产业结构，建设生产线，同时收购东通光电，投资参股众智同辉，丰富功能膜产品品种。2015-2017 年，公司投资活动现金流净额分别为-1.64 亿元、-3.52 亿元及-3.00 亿元。

依据业务规划，未来该公司将持续在新纸包装材料、新能源铝箔及高阻隔膜等业务方向加大投入，且公司近期尚无收回投资的计划，预期公司投资活动现金流会持续呈现净流出状态，且净流出规模将增大。

(3) 筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
权益类净融资额	-0.08	-0.03	5.15	-0.13	-0.18
其中: 永续债及优先股	-	-	-	-	-
债务类净融资额	2.06	-1.11	-5.21	-0.26	0.77
其中: 现金利息支出	0.63	0.66	0.58	0.39	0.64
筹资环节产生的现金流量净额	1.98	-1.14	-0.06	-0.39	0.59

资料来源: 根据万顺股份所提供数据整理

筹资方面, 近年来, 该公司筹资活动现金流呈现波动状态。2015-2017 年, 公司筹资活动现金流净额分别为-0.06 亿元、-0.39 亿元及 0.59 亿元。其中 2015 年, 公司完成非公开发行股票事宜, 筹资活动现金净流出规模较以前年度有所收窄; 2017 年以来, 公司加大银行借款融资力度, 债务规模上升, 筹资活动现金流净额呈现净流入状态。

作为上市公司, 该公司具备较畅通的融资渠道。同时, 公司与商业银行保持了良好的合作关系, 截至 2017 年末, 公司获得的银行授信额度共计 27.62 亿元, 尚有 9.31 亿元额度未使用, 仍有一定的后续融资空间。此外, 为调整债务结构, 丰富融资渠道, 满足未来经营资金需求, 公司拟采取发行债券等方式对外融资。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	19.02	21.96	21.89	19.66	28.31
	49.99%	48.82%	48.26%	43.00%	50.67%
其中: 现金类资产 (亿元)	6.50	7.03	8.51	4.06	5.56
应收款项 (亿元)	4.65	5.85	5.72	6.95	9.87
存货 (亿元)	5.66	6.40	5.46	6.28	7.02
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	19.03	23.02	23.47	26.06	27.55
	50.01%	51.18%	51.74%	57.00%	49.33%
其中: 固定资产 (亿元)	12.86	15.22	14.97	16.43	20.38
在建工程 (亿元)	2.35	3.52	3.75	3.12	0.75
无形资产 (亿元)	1.24	1.46	1.42	2.06	2.33
商誉 (亿元)	2.51	2.51	2.51	3.49	3.32
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	0.25	6.40	6.93	5.31	6.35
期末全部受限资产评估价值 (亿元)	-	-	-	-	-
期末抵质押融资余额 (亿元) ²²	5.09	4.34	3.04	2.90	3.50
受限资产账面余额/总资产 (%)	0.65	14.23	15.29	11.60	11.37

资料来源: 根据万顺股份所提供数据整理

²² 余额不包含一年内到期的非流动负债。

随着经营规模的扩大及对外股权并购，该公司资产总额也呈逐年递增的态势，2015-2017年末，公司资产总额分别为45.36亿元、45.72亿元及55.86亿元。从资产构成来看，2017年末，公司流动资产与非流动资产规模相当，分别为28.31亿元及27.55亿元，分别占资产总额的49.33%及50.67%。

从流动资产构成来看，该公司流动资产主要由货币资金、应收账款及存货构成。其中，2015-2017年末，公司货币资金余额分别为8.51亿元、4.06亿元及5.56亿元，其中受限货币资金分别为2.50亿元、0.64亿元及1.48亿元，主要为信用证、银行承兑汇票保证金及公司代持的员工持股计划账户存款等，受限规模尚不大；同年末，公司应收账款余额分别为5.72亿元、6.95亿元及9.87亿元，主要系应收客户的货款，账龄集中于一年以内，2017年受公司经营规模扩大以及新开展纸品贸易业务的影响，公司应收账款规模增长较快；同年末，公司存货余额分别为5.46亿元、6.28亿元及7.02亿元，主要为库存的商品和原材料等。此外，2017年末，公司其他应收款增长为2.21亿元，主要系公司应收的员工持股计划资金（2.12亿元）。

从非流动资产构成来看，该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产及商誉构成。其中，2015-2017年末，公司固定资产余额分别为14.97亿元、16.43亿元及20.38亿元，公司在建工程余额分别为3.75亿元、3.12亿元及0.75亿元，主要系公司的厂房设备、生产线等，随着公司功能膜生产线、铝箔生产基地等项目的陆续完工，固定资产规模不断扩大；同年末，公司无形资产余额分别为1.42亿元、2.06亿元及2.33亿元，主要系公司拥有的土地使用权、专利权等；同年末，公司商誉余额分别为2.51亿元、3.49亿元及3.32亿元，主要系公司收购江苏中基、东通光电及东通文具等形成的商誉，公司已计提了0.17亿元的商誉减值损失。

2015-2017年，该公司受限资产规模分别为6.93亿元、5.31亿元及6.35亿元，主要系各类保证金、用于抵质押的固定资产及代收的员工持股计划认购款等，受限资产占总资产的比例分别为15.29%、11.60%及11.37%，受限规模尚不大。

5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动比率 (%)	109.22	98.69	123.89	111.03	111.57
速动比率 (%)	71.90	68.82	91.32	73.48	78.29
现金比率 (%)	37.31	31.59	48.15	22.91	21.92

资料来源：根据万顺股份所提供数据整理

2015-2017年末，该公司流动比率分别为123.89%、111.03%及111.57%，速动比率分别为91.32%、73.84%及78.29%，公司负债以流动负债为主，对公司流动性有一定程度的影响，但公司总体流动性良好。公司现金类资产规模尚可，且资金回笼能力较强，同年末，公司现金比率分别为48.15%、22.91%

及 21.92%，能对即期债务的偿付提供一定的保障。

6. 表外事项

截至 2017 年末，该公司的重大未决诉讼主要系控股孙公司华丰铝业与沛县华丰房地产开发有限公司（简称“沛县房地产”）的金融借款纠纷，涉案金额为 1000 万元。华丰铝业曾为徐州联通轻合金有限公司（简称“联通轻合金”）向江苏沛县农村商业银行股份有限公司（简称“沛县农商行”）的 1000 万元贷款提供连带保证担保，沛县房地产作为华丰铝业的另一股东方，将其持有华丰铝业的 20% 股权质押给江苏中基为前述担保提供反担保²³。该笔银行贷款到期未偿还，沛县农商行对联通轻合金及华丰铝业等提起诉讼，2017 年 12 月，一审判决生效，华丰铝业作为连带保证担保方，代联通轻合金偿还了 1000 万的贷款。为弥补代偿损失，公司已于近期启动对反担保人沛县房地产的诉讼追偿程序，目前该案件尚在审理中。

7. 公司本部财务质量

2015-2017 年末，该公司本部资产总额分别为 24.63 亿元、25.61 亿元及 29.14 亿元，主要由货币资金、应收账款、存货、长期股权投资、固定资产及在建工程构成，其中同年末货币资金余额分别为 3.70 亿元、1.46 亿元及 2.05 亿元，长期股权投资余额分别为 9.04 亿元、11.39 亿元及 11.88 亿元，主要系对江苏中基、东通光电、河南万顺等公司的股权投资。同年末，公司本部负债总额分别为 5.26 亿元、6.03 亿元及 9.31 亿元，其中刚性债务分别为 2.97 亿元、3.87 亿元及 5.29 亿元。同年末，公司本部的资产负债率分别为 21.35%、23.56% 及 31.96%，负债经营程度不高，但债务中多为刚性债务，且以短期刚性债务为主，面临一定的即期偿付压力。

2015-2017 年，该公司本部实现营业收入分别为 5.61 亿元、5.00 亿元及 6.29 亿元，实现净利润分别为 0.50 亿元、0.34 亿元及 0.42 亿元。同年，公司本部实现经营活动现金流净额分别为 1.05 亿元、0.21 亿元及 0.38 亿元。近年来，公司本部能维持较稳定的盈利能力及经营活动现金净流入，能对公司的债务偿付提供一定的保障。

该公司对下属子公司实施统一集中的财务和资金管理，公司本部对子公司的总体管控力度较强，能对公司日常经营工作及内部资源调配提供较强的保障。

²³ 根据中京民信(北京)资产评估有限公司出具的《资产评估报告》(京信评报字(2017)第 083 号)，华丰铝业股东全部权益于评估基准日 2016 年 12 月 31 日所表现的公允价值为评估值 20,627.25 万元。上述反担保中涉及的质押标的评估值已覆盖贷款本息。

外部支持因素

1. 国有大型金融机构支持

截至 2017 年末，该公司获得的银行授信额度共计 27.62 亿元，尚有 9.31 亿元额度未使用，公司仍有一定的后续融资空间。其中，公司与国有大型金融机构保持了较良好的合作关系，截至 2017 年末，公司获得的来自国有大型金融机构授信总额为 17.53 亿元，尚有 6.54 亿元额度未使用，贷款利率区间为 4%-6%。

图表 27. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	27.62	27.62	9.31	4%-6%	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	17.53	17.53	6.54	4%-6%	-
其中：大型国有金融机构占比（%）	63.47	63.47	70.25	-	-

资料来源：根据万顺股份所提供数据整理（截至 2017 年末）

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本次债券为可转换公司债券，债券期限为 6 年。本次债券转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。本次债券设置了赎回条款及回售条款，其中回售条款约定，在本次发行的可转债最后两个计息年度内，若公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70% 时，本次可转债持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司（具体条款请参见债项概况）。回售条款的设置，使公司面临一定的提前偿付的压力。

2. 增信措施及效果

本次债券未安排增信措施。

3. 其他偿付保障措施

(1) 核心业务盈利保障

近年来，该公司经营规模不断扩大，收入规模呈现增长态势，2015-2017 年，公司实现营业收入分别为 21.94 亿元、22.36 亿元及 32.13 亿元，实现净利润分别为 0.62 亿元、0.94 亿元及 0.90 亿元。公司盈利主要来源于营业毛利，盈利来源较稳定，非经常性损益对公司收入及利润的贡献程度不高。

(2) 主业现金回笼能力较强

该公司主营业务结算以现金和票据相结合，2015-2017 年公司营业收入现金率分别为 112.25%、108.48%及 100.55%，现金回笼能力较强。公司与客户之间的票据结算以银行承兑汇票结算为主，货款的回收仍较有保障。同年，公司利息保障倍数分别为 2.34 倍、3.50 倍及 3.03 倍，公司利润对利息的覆盖程度较合理。此外，公司经营活动产生的现金流净额分别为 3.58 亿元、1.27 亿元及 3.13 亿元，经营活动现金净流入情况较为稳定，能对流动负债的偿付提供一定的保障。

评级结论

该公司主要从事纸包装材料、铝箔和功能性薄膜三大业务。纸包装业务为公司传统业务，受实体经济增速下降及政策等影响，公司纸包装业务收入有所波动；作为国内领先的铝箔生产企业之一，公司铝箔业务具有一定规模优势，能对公司收入及利润规模形成较大的支撑，但公司铝箔产品出口占比较高，目前美国商务部裁定对公司出口美国的铝箔产品征收反补贴与反倾销税，相关裁定会对公司铝箔业务产生一定的影响；功能性薄膜业务技术更迭较快，公司相关业务尚处于发展初期，收入及利润规模尚不大。公司纸包装材料和铝箔产品均具有原材料成本占比较高的特征，铝锭作为大宗商品价格波动较大，包装原纸价格也在 2016 年第四季度以来有所波动，公司面临一定的成本控制压力；膜业务方面，ITO 导电膜项目下游市场逐渐饱和，节能膜和阻隔膜则分别面临市场拓展压力、投资支出压力及技术更新风险。

近年来，依靠自身经营积累与非公开发行股票事宜的完成，该公司的资本实力得到增强。公司负债经营程度较合理，但 2017 年以来，公司业务规模有所拓展，新开展纸品贸易业务，并加大对外投资力度，公司债务规模总体呈增长态势。公司债务以流动负债为主，且多为刚性债务，面临较大的即期偿付压力。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后2个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

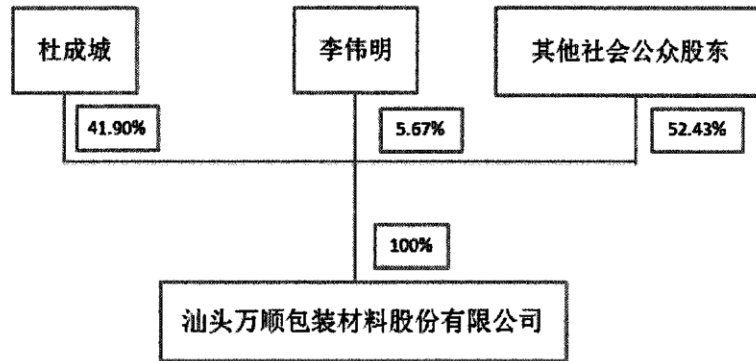
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具5个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

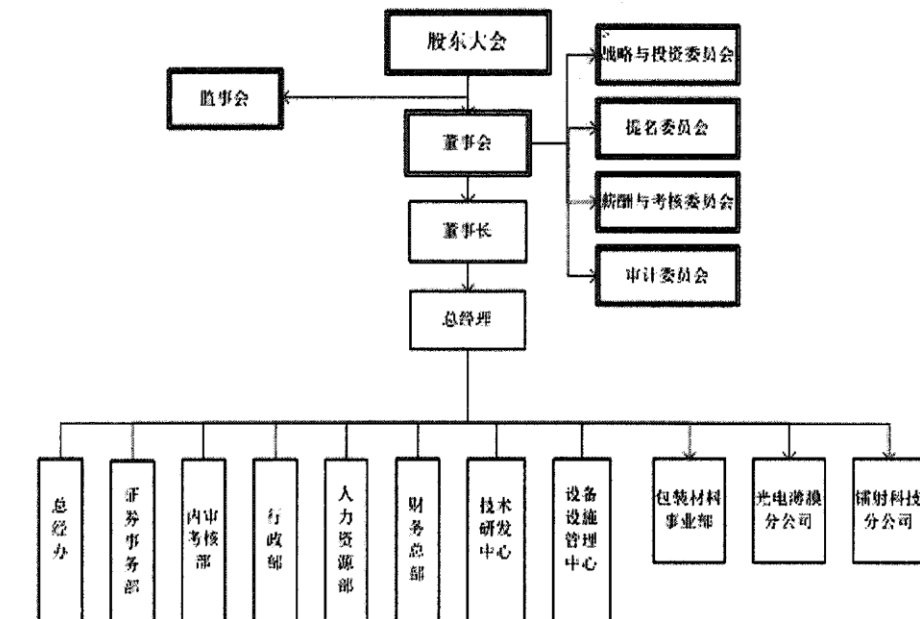
公司与实际控制人关系图



注：根据万顺股份提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据万顺股份提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)					备注	
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)		EBITDA(亿元)
汕头万顺包装材料股份有限公司	万顺股份	本级	-	纸包装材料	5.29	19.39	5.48	0.41	0.30	0.65	
江苏中基复合材料股份有限公司	江苏中基	核心子公司	69.00%	铝箔	12.37	10.04	17.10	0.79	1.51	1.92	
河南万顺包装材料有限公司	河南万顺	核心子公司	100.00%	纸包装材料	-	2.09	2.47	0.26	0.08	0.39	
江苏华丰铝业有限公司	华丰铝业	孙公司	60.00% ²⁴	铝板带	0.00 ²⁵	1.64	5.12	-0.32	0.32	-0.03	
安徽美信铝业有限公司	美信铝业	孙公司	100.00% ²⁶	铝板带	-	1.53	4.31	-0.06	0.81	0.12	
汕头市东通光电材料有限公司	东通光电	核心子公司	100.00%	功能膜	-	0.81	0.45	0.10	0.003	0.17	

注：根据万顺股份 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

²⁴ 子公司江苏中基对华丰铝业的持股比例为 60%。

²⁵ 2017 年末，华丰铝业刚性债务余额约为 13 万元。

²⁶ 子公司江苏中基对美信铝业的持股比例为 100%。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	45.36	45.72	55.86
货币资金 [亿元]	8.51	4.06	5.56
刚性债务[亿元]	14.98	13.91	21.56
所有者权益 [亿元]	26.69	27.45	28.10
营业收入[亿元]	21.94	22.36	32.13
净利润 [亿元]	0.62	0.94	0.90
EBITDA[亿元]	2.36	2.70	3.27
经营性现金净流入量[亿元]	3.58	1.27	3.13
投资性现金净流入量[亿元]	-1.64	-3.52	-3.00
资产负债率[%]	41.15	39.97	49.70
权益资本与刚性债务比率[%]	178.18	197.39	130.29
流动比率[%]	123.89	111.03	111.57
现金比率[%]	48.15	22.91	21.92
利息保障倍数[倍]	2.34	3.50	3.03
担保比率[%]	0.37	0.36	—
营业周期[天]	48.72	49.75	42.19
毛利率[%]	15.21	16.26	13.60
营业利润率[%]	1.98	4.29	3.47
总资产报酬率[%]	2.70	3.18	3.42
净资产收益率[%]	2.58	3.48	3.25
净资产收益率*[%]	3.23	3.53	3.72
营业收入现金率[%]	112.25	108.48	100.55
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.96	7.16	14.52
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	9.12	-12.18	0.55
EBITDA/利息支出[倍]	4.53	6.53	5.71
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.19	0.18

注：表中数据依据万顺股份经审计的2015~2017年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的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本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》
- 《信用评级业务指南——调整因素：级别的调整的基本逻辑与规则》

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。



营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180125

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
 类型 有限责任公司(国内合资)
 住所 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22
 法定代表人 朱荣恩
 注册资本 人民币3000.0000万元整
 成立日期 1992年7月30日
 营业期限 1992年7月30日至不约定期限
 经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。
 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

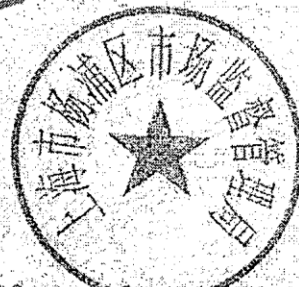
仅限评级项目使用

仅限评级项目使用

年报提示
 请于每年1月1日至6月30日
 申报年报, 逾期
 将列入经营异常名录



登记机关



2016年08月18日

企业名称变更核准通知书

沪工商注名变核字第01200407260808号

上海新世纪投资服务有限公司

根据《企业名称登记管理规定》、《企业名称登记管理实施办法》等规定，同意变更企业名称为：

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

该企业的注册资本为：1000.0000 万元（人民币）

该企业名称保留期至2005年01月26日。在保留期内，企业名称不得用于经营活动，不得转让。经企业登记机关变更登记，颁发营业执照后企业名称正式生效。

上海市工商行政管理局 上海市工商行政管理局
浦东分局档案室 材料证明
2004年07月27日

附承诺书

许可企业名称：

上海新世纪资产评估有限责任公司/上海新世纪财务管理有限公司

注：1、变更核准的企业名称未到企业登记机关完成变更登记的，通知书规定的有效期满后自动失效。有正当理由的，可延长变更核准名称有效期的，申请人应在有效期满前1个月内申请延期。有效期延长时间不得超过1个月。

2、名称变更核准时不审查投资人资格和企业变更条件，投资人资格和企业变更条件在企业登记时审查。申请人不得以企业名称已核为由抗辩企业登记机关对投资人资格和企业变更条件的审查。企业登记机关也不得以企业名称已核为由不予审查就准予企业变更登记。

3、根据《企业名称登记管理规定》第五、二十五条规定：登记主管机关有权纠正已登记注册的不适宜的企业名称；两个以上的企业因已登记注册的企业名称相同或者近似而发生争议时，登记主管机关依照注册在先原则处理。

4、变更核准的企业名称中如果含有法律、行政法规规定禁止的内容，该企业变更登记时，必须提交有关批准文件。如不能提交，不得以本通知核准的企业名称办理变更登记，不得再行申请变更企业名称。

5、企业变更登记后，企业登记机关应将本通知书原件存入企业档案。

签收人：[Signature]

签收日期：2004年8月2日

中国人民银行文件

银发[1997]547号

关于中国诚信证券评估有限公司等机构从事企业债券信用评级业务资格的通知

中国人民银行各省、自治区、直辖市分行，深圳经济特区行：

为了加强企业债券资信评级工作，总行初步确定以下机构的企业债券资信评级资格：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限公司、深圳资信评估公司、大公公国际资信评估有限公司、长城资信评估有限公司、上海远东资信评估公司、上海新世纪投资服务公司、辽宁省资信评估公司、福建省资信评级委员会。有关事项如下：

一、除中国人民银行总行认可具有企业债券资信评级

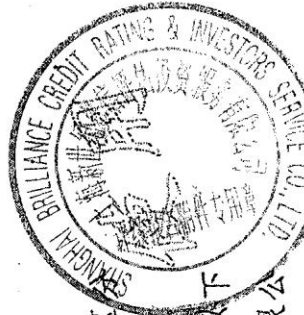
资格的机构外，其他机构所进行的企业债券信用评级人民银行不予承认。

二、企业债券发行前，必须经人民银行总行认可的企业债券信用评级机构进行信用评级。

三、取得企业债券资信评级资格的评级机构可以在全国范围内从事企业债券信用评级。任何地区和部门不得阻挠其开展工作。

四、总行将另行制定包括企业债券在内的证券评级业务的管理办法。

以上通知，请严格遵照执行。



主题词：金融市场管理 企业债券 通知

抄送：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限公司、人民银行、非银行司、稽核局、法规司

打字：刘焱 校对：卢志城 谢金荣
中国人民银行办公厅

一九九七年十二月十七日印发

中国人民银行

THE PEOPLES BANK OF CHINA

征信管理局

Credit Information System Bureau

信总公升

信总公升

信总公升

信总公升

信总公升

信总公升

信总公升

信总公升

信总公升

信总公升

信总公升

信总公升

信总公升

信总公升

信总公升

信总公升

信总公升

信总公升

信总公升

信总公升

首页

公告

公告

公告

公告

公告

公告

公告

评级结果可以在银行间债券市场使用的评级机构名单

信用评级项目使用

信用评级项目使用

大公国际资信评估有限公司

中诚信国际信用评级有限公司

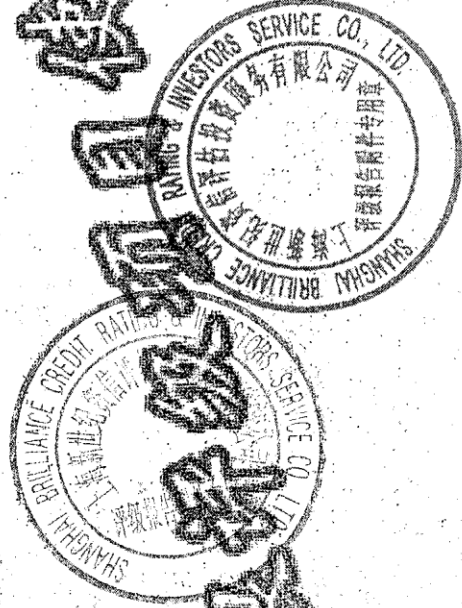
联合资信评估有限公司

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

鹏元资信评估有限公司

2011-07-15 17:22:40

信用评级 信用评级



打印本页

返回首页

信用评级

中国证券监督管理委员会

《信用评级项目使用
权限升级项目使用

关于核准上海新世纪资信评估投资服务有限公司关于
有限公司从事证券市场资信评级业务审批的批复

上海新世纪资信评估投资服务有限公司：

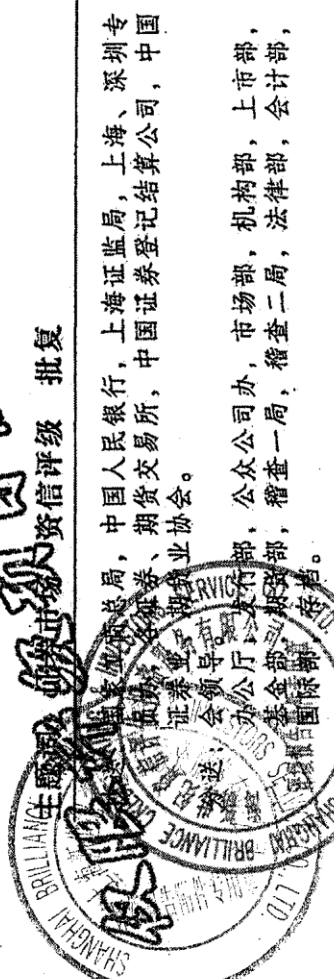
你公司报送的《上海新世纪资信评估投资服务有限公司关于
证券市场资信评级业务许可的申请》（沪新信评（总）[2007]19号）
及相关文件收悉。根据《证券法》、《证券市场资信评级业务管理
暂行办法》（证监会令第50号）的有关规定，经审核，现批复如
下：

- 一、核准你公司从事证券市场资信评级业务。
- 二、你公司应当严格按照《证券法》、《证券市场资信评级业
务管理暂行办法》的规定，开展证券市场资信评级业务。

三、你公司应当自本批复下发之日起30个工作日内，到我会
领取《证券市场资信评级业务许可证》，并依法办理工商变更登记。

四、你公司应当依据《公司法》及本批复修改公司章程，并
报我会备案。

五、你公司在开展证券市场资信评级业务过程中，遇到重大
问题，应当及时向我会报告。



打字：昶晓光

校对：张倩

共印40份

2007年10月9日印发

项级信用

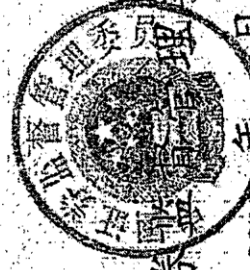
中华人民共和国信用

证券市场资信评级业务许可证

公司名称: 上海新世纪资信评级投资咨询有限公司
业务许可种类: 证券市场资信评级
法定代表人: 朱荣恩

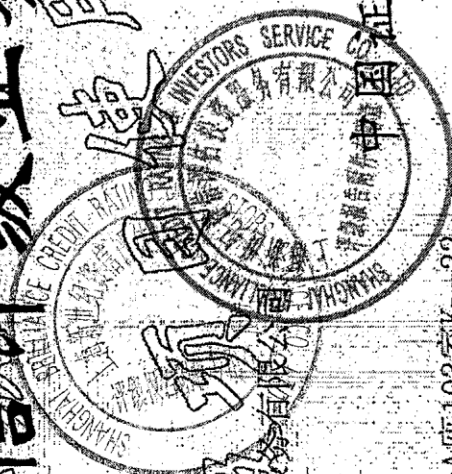
注册地址: 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K—22

编号: ZPJ003



2012年11月2日

中国证券监督管理委员会(公章)



中国保险监督管理委员会文件

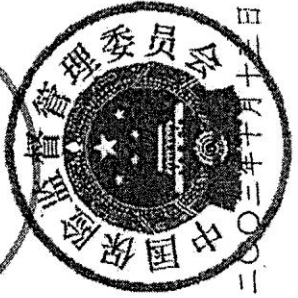
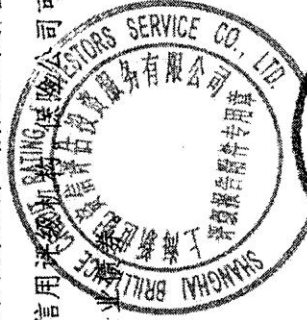
保监发[2003]133号

关于增加认可企业债券信用评级机构的通知

各保险公司、保险资产管理公司：

根据《保险资金运用管理暂行办法》（保监发[2003]74号）第二十一条的规定，增加上海新世纪资信评估和评级有限公司、上海新世纪资信评估和评级有限公司信用评级在AA级以上的企业债券，经研究决定，增加上海新世纪资信评估和评级有限公司信用评级在AA级以上的企业债券。

特此通知



二〇〇三年十月十三日

关于认可7家信用评级机构能力备案的公告

发布日期: 2013-10-17 分享到: 打印 大小: 小

信用评级机构能力备案公告(2013)9号

根据《中国保监会关于加强保险资金投资债券使用外部信用评级监管的通知》(保监发〔2013〕9号)中国保监会对下列7家信用评级机构能力认可的备案材料进行了评估, 现予以公告。

具体名单如下(按公司名称字母顺序排列):

- 大公国际资信评估有限公司
- 东方金城国际信用评级有限公司
- 联合信用评级有限公司
- 联合资信评估有限公司
- 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
- 中诚信国际信用评级有限责任公司
- 中诚信证券评估有限公司

上述信用评级机构承诺接受中国保监会的持续监管及行业协会的自律管理, 配合中国保监会对相关信用评级业务的询问和检查, 依规履行报告义务。

中国保险监督管理委员会

二〇一三年十月九日

中国保险监督管理委员会 评级机构信用评级能力备案申请表

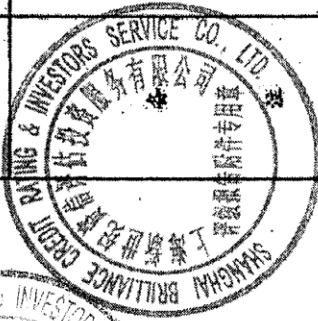
上海新世纪资信评估投资服务有限公司



报告单位 (加盖公章)	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	材料报送	公司报送
报告事项	评级机构信用评级能力认可材料	1. 书面报告	√
报告日期	2013年8月25日	2. 承诺函	√
		3. 组织架构及核心团队说明	√
		4. 业绩情况说明	√
		5. 证明文件	√
		7. 报送材料电子文档光盘	√

公司报告

信用评级机构



中国保监会资金运用
备案管理
2013年10月9日第157号

注: 文件齐全日期及备案号, 由中国保监会填写。



中国银行业间市场交易商协会
National Association of Financial Market Institutional Investors

地址: 北京市西城区金融大街甲9号金融街中心16层(100033)
Address: 16/F, Financial Street Center, 9A Financial Street, Xicheng
District, Beijing, 100033, P.R.China
电话: 86 10 66539000 传真/Fax: 86 10 66539100
网站: www.nafmi.org.cn

仅限评级项目使用

中国银行业间市场交易商协会
2016年度会员会费缴纳通知

各常务理事会员单位:

协会2016年度会费收缴工作现已开始。根据《中国银行业间市场交易商协会章程》、《中国银行业间市场交易商协会会员管理规则》及第二届会员代表大会第二次会议相关决议(见附件1), 协会决定自2016年起对会费标准及会费收缴工作机制作适当调整。贵单位是协会金融机构常务理事会员, 会费标准由55万元/年调整为63万元/年, 请于2016年4月30日前缴纳本年度会费陆拾叁万元正。缴费后请登录协会会员信息管理系统(<http://huiyuan.nafmi.org.cn>)填写会费缴纳回执。如有疑问, 可参阅《会费缴纳常见问题》(见附件2)。

账户名称: 中国银行业间市场交易商协会
开户银行: 招商银行北京金融街支行
账号: 866580226510001

联系人: 吕晗冰 010-66538386
蔡阳子 010-66538379

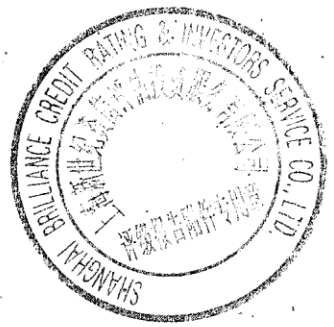


附件：1. 第二届会员代表大会第二次会议决议

2. 会费缴纳常见问题

仅限评级项目使用

中国银行业协会
二〇一六年二月二十六日



全国统一票据

国财 01403

电子票号

1600272492

发票日期

2016年08月03日

000E19C731A1AB838E

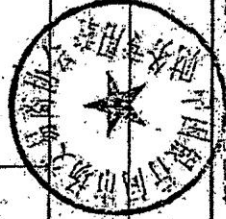
数字指纹

No.1600272492

收款单位或开票人 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

第二联 收据

项目编码	项目名称	单位	标准	数量	金额(元)
050001	会费		630,000元	1	630,000.00
金额合计(大写)					639,000.00



收款单位(盖章)

管理(章)

文票号

签名

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 王婷亚

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

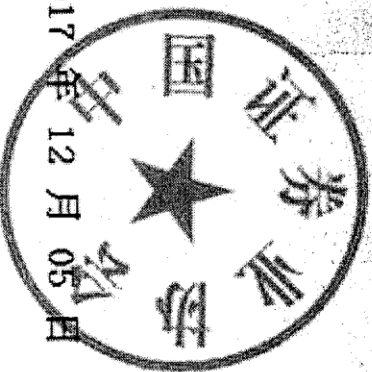
执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070215060002



证书有效截止日期: 2019-12-31

2017年12月05日



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



仅用于出具评级报告

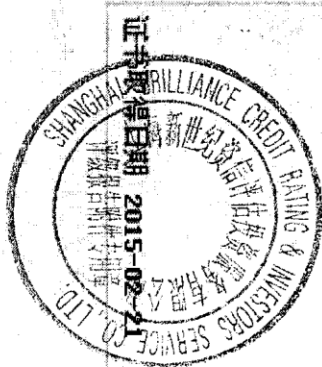
姓名：贾飞宇

性别：男

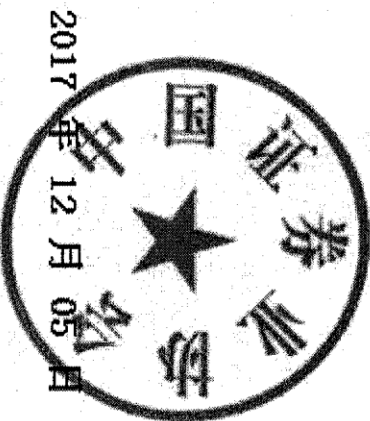
执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号：R0070215020004



证书有效截止日期 2019-12-31



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。