

汕头万顺新材集团股份有限公司

万顺转债

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100134】

评级对象: 汕头万顺新材集团股份有限公司万顺转债

万顺转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2019年6月5日

首次评级: AA/稳定/AA/2018年4月16日

主要财务数据及指标

项 目	2016年	2017年	2018年	2019 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.46	2.05	1.10	2.62
刚性债务	3.87	5.29	11.05	8.69
所有者权益	19.58	19.82	22.49	27.09
经营性现金净流入量	0.21	0.38	-0.73	0.31
合并口径数据及指标:				
总资产	45.72	55.86	62.71	64.95
总负债	18.28	27.76	35.13	32.61
刚性债务	13.91	21.56	27.99	26.95
所有者权益	27.45	28.10	27.58	32.34
营业收入	22.36	32.13	41.69	11.47
净利润	0.94	0.90	1.42	0.22
经营性现金净流入量	1.27	3.13	3.86	0.29
EBITDA	2.70	3.27	4.25	—
资产负债率[%]	39.97	49.70	56.02	50.21
权益资本与刚性债务 比率[%]	197.39	130.29	98.54	120.02
流动比率[%]	111.03	111.57	132.99	140.83
现金比率[%]	26.65	27.19	44.74	48.11
利息保障倍数[倍]	3.50	3.03	3.09	—
净资产收益率[%]	3.48	3.25	5.09	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	7.16	14.52	14.99	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-12.18	0.55	5.75	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.53	5.71	5.15	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.18	0.17	—

注:根据万顺新材经审计的2016~2018年及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对汕头万顺新材集团股份有限公司(简称万顺新材、发行人、该公司或公司)及其发行的万顺转债跟踪评级反映了2018年以来万顺新材在业务多样性、研发能力、融资渠道等方面保持的优势,同时也反映了公司在原材料价格波动、贸易环境变化、传统业务发展、债务规模增大、业务整合及新业务开展等方面继续面临压力或风险。

主要优势:

- **主业较为突出,多业态协同发展。**经过多年的经营,万顺新材已形成纸包装材料、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。**万顺新材生产设备较为先进,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。**2019年一季度末,随着万顺新材部分可转换公司债完成转股,万顺新材资本实力有所增强。此外,公司与银行保持较好的合作关系,作为深交所创业板上市公司,公司资本市场融资渠道也较为通畅。

主要风险:

- **原材料价格波动风险。**万顺新材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。
- **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。**万顺新材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,阻隔膜项目处于在建状态,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。

- 铝箔产品面临较大出口风险。万顺新材铝箔产品出口占比超过 60%，跟踪期内，美国对公司的铝箔产品分别征收 17.14%反补贴税和 37.99%反倾销税，公司已就上述事件对美国提起诉讼，需关注诉讼进展以及中美贸易环境变化对公司铝箔出口业务的影响。
- 刚性债务增长较快，面临一定的即期偿付风险。跟踪期内，万顺新材刚性债务规模上升较快，且以短期刚性债务为主，公司面临一定的即期偿付风险。
- 购销业务发展不及预期的风险。2017 年以来，万顺新材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

通过对万顺新材及其发行的本期可转换公司债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期可转换公司债还本付息安全性高，并维持本期可转换公司债 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



汕头万顺新材集团股份有限公司万顺转债

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照汕头万顺新材集团股份有限公司及其发行的万顺转债的跟踪评级安排，本评级机构根据万顺新材提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对万顺新材的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证监会证监许可[2018]835 号文核准，该公司获准公开发行 9.50 亿元（950 万张）可转换公司债，并于 2018 年 8 月 29 日在深圳证券交易所上市，转股日期自 2019 年 1 月 28 日至 2024 年 7 月 20 日。另外，由于公司于 2019 年 5 月 14 日（股权登记日）实施了 2018 年度权益分派方案，导致公司可转换公司债转股价格调整为 5.36 元/股。截至 2019 年 5 月 23 日，公司可转债累计 7,797,123 张转换成股票，转股股数累计为 120,510,833 股，公司最新总股本为 666,837,420 股，尚有 1,702,877 张可转债在市场流通，未转股比例为 17.93%。公司存续债券情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司存续债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情 况	已转股债券 数(张)	未转股比例 (%)
万顺转债	9.50	6 年	0.40	2018/8/29	正常	7,797,123	17.93

资料来源：万顺新材（截至 2019 年 5 月 23 日）

该公司发行的可转换公司债主要用于高阻隔膜材料生产基地建设项目及补充流动资金，截至评级报告日，募集资金均按照规定用途使用，截至 2019 年 3 月末募集资金已使用 3.50 亿元。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况

下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度

提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

(2) 行业因素

经过多年发展和并购，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，在现代社

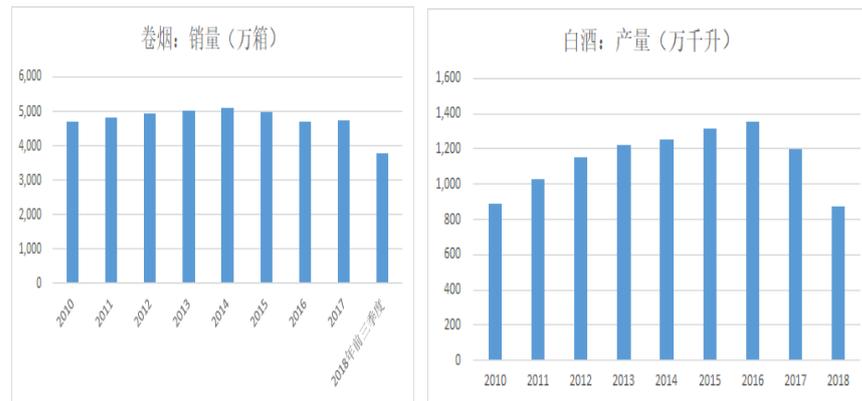
求、建设制造强国等方面，发挥着重要的作用与影响，国家“十二五”规划更是首次将包装列为重点产业。

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《中国包装行业年度运行报告（2018 年度）》显示，2018 年我国包装行业规模以上企业（年主营业务收入 2,000 万元及以上）累计完成主营业务收入 9,703.23 亿元，同比增长 6.53%，增速比去年同期降低了 2.85 个百分点，其中纸和纸板容器制造占整个包装业主营收入的 30.05%。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 年以来卷烟销量略有回升，2018 年前三季度卷烟销量达到了 3,763.07 万箱，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，2018 年以来随着宏观经济发展承压，2018 年产量明显下降，当年白酒产量下降 326.90 万千升至 871.20 万千升。但未来随着国民经济的增长，上述各行业有望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。

图表 2. 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”）¹。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。

¹ 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，全球铝箔消费量从 2009 年的 330 万吨增加到 2018 年的 570 万吨以上，其中中国市场消费量占了全球消费量的约 54%，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 导电膜和节能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 上市为爆发点，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投产时间不长，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聚乙烯醇共聚物(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。跟踪期内，公司纸包装材料业务经营相对稳定；铝加工业务受益于铝箔产品结构调整、铝板带产能释放，收入及毛利同比发生较大增长，但公司铝箔产品出口占比较高，国际贸易环境变化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，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，经营相对稳定；铝加工业务方面，随着铝板带产能释放、铝箔产品结构调整，公司收入及毛利同比快速增长；膜业务方面，ITO 导电膜下游需求逐渐减少，节能膜仍处于市场推广阶段，跟踪期公司功能性薄膜业务收入发生较大下滑。

此外，2017 年以来，该公司成立汕头万顺贸易有限公司（简称“万顺贸易”）²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，且贸易业务开展会占用部分公司资金。

图表 3. 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：万顺新材

从主营业务收入结构看，铝加工业务已经成为公司最主要的收入来源，2018 年及 2019 年第一季度分别占核心业务收入比重为 79.68%及 75.19%；纸包装材料业务收入小幅下降，但随着公司业务规模扩大，在主业中占比下降明显，2018 年及 2019 年第一季度分别占核心业务收入比重为 18.04%及 23.26%；由于导电膜在智能终端应用领域面临一定压力，公司膜业务收入下降明显，2018 年及 2019 年第一季度功能性薄膜业务分别占核心业务收入比重为 2.28%

² 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。

及 1.54%。跟踪期内，上述三种产品在公司总收入中的合计比重不断下降，主要由于纸品贸易业务收入规模的上升，但由于贸易业务毛利率较低，贡献的净利润水平较少。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 4. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计	22.36	32.13	41.69	11.47	9.14
其中：核心业务营业收入（亿元）	21.70	27.54	32.75	7.78	7.54
在营业收入中所占比重（%）	97.05	85.73	78.56	67.83	82.49
其中：（1）纸包装材料业务	5.99	6.12	5.91	1.81	1.44
在核心业务收入中所占比重（%）	27.61	22.21	18.04	23.26	19.10
（2）铝加工业务	14.81	20.30	26.09	5.85	6.00
在核心业务收入中所占比重（%）	68.25	73.69	79.68	75.19	79.58
（3）功能性薄膜业务	0.90	1.13	0.75	0.12	0.10
在核心业务收入中所占比重（%）	4.14	4.11	2.28	1.54	1.33
毛利率（%）	16.26	13.60	13.55	10.29	10.53
其中：纸包装材料业务（%）	21.86	20.84	21.60	23.12	20.72
铝加工业务（%）	13.38	12.98	14.98	12.58	10.30
功能性薄膜业务（%）	12.48	28.07	26.27	17.59	15.97

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

A. 纸包装材料业务

纸包装材料业务仍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。2018 年及 2019 年第一季度，公司纸包装材料业务实现收入分别为 5.91 亿元及 1.81 亿元，实现毛利分别为 1.28 亿元及 0.42 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，其中 2018 年上半年部分客户更换包装，导致当年收入略有下降。

规模因素

跟踪期，该公司纸包装业务产能保持稳定，截至 2019 年 3 月末，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）。公司生产的环保型包装材料主要有转移纸和复合纸两大类，主导产品为真空镀铝纸及高光玻璃卡纸等，终端客户为烟、酒、食品等生产企业。目前公司产品中 90% 被作为卷烟包装材料（烟标），剩余的 10% 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。跟踪期，受下游烟酒管控等因素影响，公司产销量同比均出现一定下滑；由于公司采用订单生产模式，因此产销率保持在较高水平。

图表 5. 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
2016 年	8.00	4.69	4.67	99.51	58.63
2017 年	8.00	4.50	4.47	99.38	56.26
2018 年	8.00	4.28	4.41	102.99	53.56
2019 年一季度	2.00	1.20	1.31	109.42	59.77

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

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--真空镀铝、复合、膜剥离、分切--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 59%，薄膜占成本比重约为 29%，辅料占成本比重约为 4.50%，其余为人工、能源成本和其他费用。公司原膜自产比例超过 60%，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。2018 年及 2019 年第一季度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 49.80% 及 61.46%，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，受上游原纸产品价格变化影响，跟踪期该公司烟包白卡纸价格整体仍处于高位。受原油价格影响，2018 年公司原膜采购单价均有所上升，其中原膜（镀铝膜）价格上涨最为明显，主要由于 2018 年以来公司购买的主要为高强度镀铝膜，与原来购买的普通镀铝膜相比，虽然价格更高，但高强度镀铝膜可以节省一道上水性清漆的工序，反映到毛利率上依然能有所改善。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，大宗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 6. 纸包装材料业务原材料采购情况（单位：元/吨、元/百米）

原材料	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年一季度	
	采购数量	采购单价	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）	4,1978.31	7,258.23	42,110.84	7,622.99	42,868.67	7,713.40	12,167.05	7,637.16
原膜（铝箔）（吨）	402.55	23943.01	634.73	25,942.84	575.36	26,413.00	137.57	25,692.00
原膜（镀铝膜）（吨）	734.82	10440.19	238.23	12,803.09	45.83	18,458.50	8.05	21,500.00
原膜（转移/复合膜）（百米）	16,320.83	7,585.79	20,044.42	7,038.87	22,022.55	7,207.35	5,755.13	7,180.93

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

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东莞智源彩印有限公司、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，2018年及2019年第一季度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分别为40.20%及53.48%。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 7. 2016 年以来公司纸包装材料主要产品平均价格³（单位：万元/吨）

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
转移纸	1.55	1.70	1.66	1.69
复合纸	1.40	1.41	1.22	1.20

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

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。

B. 铝加工业务

该公司铝加工业务主要包含铝箔和铝板带两部分，其中铝箔业务仍主要由下属子公司江苏中基⁴承担，铝板带业务主要由江苏华丰铝业有限公司（简称“华丰铝业”）⁵与安徽美信铝业有限公司（简称“安徽美信”）⁶承担。2018年及2019年第一季度公司铝加工业务分别实现收入26.09亿元及5.85亿元，同比分别增长28.57%和下降0.03%，同期分别实现毛利3.91亿元及0.74亿元，同比分别增长48.35%和19.08%。2018年，公司铝加工业务（含铝板带）实现销量11.77万吨，同比增长26.23%。

跟踪期，该公司通过调整铝箔产品结构、提高产品附加值等方式，公司铝箔业务收入及毛利同比均发生一定增长。铝板带业务方面，近年来通过对华丰铝业和安徽美信生产设备不断调试及技改等，跟踪期公司铝板带业务逐渐步入

³ 以含税价列示。

⁴ 2018年，公司以4.12亿元现金收购江苏中基31%股权，完成后公司持有其100%股权。

⁵ 2014年，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。

⁶ 2017年，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。

正轨，收入及毛利同比大幅增长。

图表 8. 2016 年以来江苏中基铝箔及铝板带收入及毛利情况（单位：亿元、%）

时间段	产品	收入		毛利	
		金额	增速	金额	增速
2016 年	铝箔	14.15	6.78	1.99	25.21
	铝板带	-	-	-	-
2017 年	铝箔	16.70	18.03	2.51	26.27
	铝板带	2.83	-	0.16	-
2018 年	铝箔	20.03 ⁷	19.98	3.39	34.73
	铝板带	5.48	93.66	0.52	221.40

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

规模及技术因素

该公司主要生产双零铝箔，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。截至 2018 年末，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。

跟踪期，该公司铝箔产能保持稳定，截至 2019 年 3 月末，公司铝箔设计年产能为 8.30 万吨，拥有 10 条生产线。2018 年，公司共生产铝箔 7.90 万吨，销售 7.85 万吨，同比均有一定增长，产销率达到 99.39%；2019 年第一季度，公司生产铝箔 1.87 万吨，销售 1.82 万吨，产能利用率整体处于较高水平。

图表 9. 2016 年以来江苏中基铝箔产销量情况（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
2016 年	8.30	6.96	7.01	100.68	83.86
2017 年	8.30	7.53	7.68	101.99	90.72
2018 年	8.30	7.90	7.85	99.39	95.18
2019 年一季度	2.075	1.87	1.82	97.70	90.12

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

铝板带方面，该公司收购华丰铝业和安徽美信时，两家公司主业均为生产销售铝板带，但由于资金、设备、渠道等原因，两家公司处于接近停产状态。近几年公司通过对其生产设备进行调试、技改等，两家公司铝板带业务逐渐恢复正常。目前华丰铝业与安徽美信铝板带产能合计 11 万吨/年，2018 年及 2019 年第一季度，两家公司铝板带合计生产量分别为 9.86 万吨和 2.56 万吨。公司铝板带首先向江苏中基供应，其余产品对外销售，2018 年及 2019 年第一季度，铝板带内部供应量分别为约 4.30 万吨及 0.99 万吨；外部销售量分别为 5.56 万吨和 1.57 万吨。

⁷ 包括安徽美信、江苏华丰的部分铝箔购销业务。

成本因素

该公司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。公司铝板带除内部供应的部分，其余主要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。公司外部供应商较为集中，2018 年及 2019 年第一季度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 57.44% 及 77.65%，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。

该公司铝板带生产的原材料主要是铝锭，铝锭的主要供应商是嘉能可、陕西领宸、重庆厚浦等，供应商集中度较高，公司铝锭的采购价是长江现货价，成本受铝价波动影响较大。此外 2016 年以来，公司针对铝价波动开展了套期保值业务，但规模一直较小，并未覆盖全部价格波动风险。

图表 10. 2016 年以来铝板带采购情况

铝板带	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
采购量（万吨）	7.96	8.33	7.88	1.73
采购单价（万元/吨）	1.51	1.76	1.76	1.67

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

渠道因素

该公司铝箔下游客户中，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。公司与安姆科（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。跟踪期，公司不断调整产品结构、提高产品附加值，提升优质产品占比，其中高端无菌包铝箔单品当年实现销量 1.05 万吨，同比增长 86%。

该公司铝箔出口占比较高，2016-2018 年及 2019 年第一季度出口占比分别为 67.10%、65.85%、71.43% 及 64.83%。对于出口产品，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，2018 年及 2019 年第一季度铝箔业务前五大客户销售额占铝箔销售总额的比重分别为 38.00% 及 38.38%，客户集中度尚不高。

图表 11. 2016 年以来公司高精度铝箔平均销售价格变动情况⁸（单位：万元/吨）

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
高精度铝箔	2.02	2.17	2.31	2.17

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

该公司铝板带的主要下游客户是铝箔制造企业，其中公司部分铝板带直接用于公司内部铝箔生产，未来公司计划通过技改提高铝板带质量，进一步提升

⁸ 以不含税价格列示。

内用比例。公司铝板带外部客户主要集中在杭州鼎福铝业有限公司、杭州鼎胜实业集团有限公司、江苏丰源铝材料科技有限公司等，集中度较高。公司铝板带销售价格为铝锭价格+加工费，其中加工费为 3,100-3,400 元/吨，铝板带销售价格受铝锭价格影响较大。

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，2018 年 3 月 5 日，美国商务部颁布反倾销、反补贴征税令，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%、18.62%、20.10% 和 80.52%，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；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 37.99%、73.66%、94.44% 及 95.15%，其中江苏中基出口美国的铝箔产品适用的反倾销幅度为 37.99%，属于最低的反倾销幅度。针对上述事件，公司及江苏中基在美国国际贸易法院对美国提起诉讼，目前美国国际贸易法院已受理该案件，本案件仍在审理过程中。2016-2018 年 2019 年第一季度，公司铝箔产品出口美国的金额分别为 2.82 亿元、2.06 亿元、2.28 亿元及 0.10 亿元，分别占当期公司铝箔产品销售总额的 19.91%、12.32%、10.99% 及 2.37%。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. 2016 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
2016 年	9.50	4.74	2.82	1.35
2017 年	10.99	5.09	2.06	0.90
2018 年	14.77	6.26	2.28	0.92
2019 年一季度	2.75	1.24	0.10	0.04

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

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，目前仍在办理过程中⁹，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司

⁹ 根据“固定污染源排污许可分类管理名录(2017 年版)”，“有色金属压延加工 325”的排污许可办证时间为 2020 年。公司目前处于准备材料上报阶段。

司（简称“东通光电”）¹⁰承担。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，2018 年及 2019 年第一季度，公司功能性薄膜业务实现收入分别为 0.75 亿元及 0.12 亿元，其中 2018 年同比下降 33.88%，2019 年第一季度同比上升 20.00%，实现毛利分别为 0.20 亿元及 0.02 亿元，同其中 2018 年同比下降 38.12%，2019 年第一季度同比上升 32.17%，2018 年由于导电膜在智能终端应用领域面临一定压力，导致当期公司功能性薄膜业绩有所下降。

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。截至 2018 年末，公司 ITO 导电膜年设计产能为 300 万平方米；节能膜年设计产能为 240 万平方米（2017 年投产）；高阻隔膜项目的厂房建设已经接近尾声，正在进行设备的采购，预计明年投产。截至 2018 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。

2018 年，该公司 ITO 导电膜和节能膜销售额分别为 3,063.59 万元和 3,897.79 万元，同比分别减少 60.50% 和增长 77.75%；销量分别为 38.42 万平方米和 28.48 万平方米，同比分别减少 57.36% 和增长 20.73%。目前 ITO 导电膜作为是公司功能性薄膜业务的主要产品之一，下游客户主要是各类光电、科技公司，终端客户的品牌包括联想、华为、酷派等。2018 年度及 2019 年第一季度，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分别为 58.82% 及 59.01%，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，但是跟踪期 ITO 导电膜业务受下游智能手机市场饱和、价格竞争激烈等因素影响销售同比发生较大下滑，同时节能膜还在推广阶段，导致跟踪期膜业务整体发生较大下滑。针对 ITO 导电膜，公司已开始调整策略，拓展液晶调光膜、电子黑板、车载触控等其它应用领域市场；节能膜方面，公司于 2018 年收购控股了江苏万顺新富瑞科技有限公司（简称“万顺新富瑞”）¹¹、成立广东万顺金辉业节能科技有限公司（简称“顺金辉业”）¹²，旨在推动智能光控节能玻璃市场的发展，同时带动智能光控隔热膜的市场销量；高阻隔膜产

¹⁰ 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 2018 年东通光电实现净利润 1,605.73 万元，实现扣非后净利润 1,592.07 万元，达成相应年度的业绩承诺水平。

¹¹ 2018 年 12 月，公司以自有资金人民币 818 万元购买北京众智同辉科技股份有限公司所持有的江苏新富瑞节能玻璃有限公司（简称“新富瑞公司”）51% 股权，并将新富瑞公司改名为万顺新富瑞，万顺新富瑞主要进行玻璃产品的加工业务。2018 年，万顺新富瑞实现营业收入 0.27 亿元，净利润-0.04 亿元。

¹² 2018 年 12 月，公司与罗燕虹、黄进盛、蒋鹏辉、李楠共同投资设立控股子公司顺金辉业，其中公司以自有资金出资人民币 3,500.00 万元，持股 70.00%，顺金辉业主要从事智能光控节能玻璃等的加工和销售业务。

品方面，公司可转债募投项目“高阻隔膜材料生产基地建设项目”正在有序推进中，截至 2019 年 3 月末该项目已累计投资 1.13 亿元，其中厂房建设已经接近尾声，正在进行设备的采购，预计明年投产。同时公司利用现有的设备和技术成功开发了量子点高阻隔膜、电器封装用高阻隔膜、柔性光伏高阻隔膜等产品，其中量子点高阻隔膜终端应用于品牌量子点电视，目前主要通过小批量生产开拓下游客户¹³，已获得南通惟怡新材料科技有限公司、致晶科技（北京）有限公司、纳晶科技股份有限公司等多家公司小批量订单，2018 年实现不含税销售收入 142 万元，目前产生收入较少，仍处于前期市场开拓阶段。

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 (%)
2016 年	250	87.05	86.44	99.30
2017 年	430 ¹⁴	142.41	131.67	92.46
2018 年	540	83.92	70.92	84.51
2019 年一季度	135	16.12	19.11	118.55

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

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，但高阻隔膜项目还在建设期，未来市场前景等尚不明朗。

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。2018 年及 2019 年第一季度，公司实现纸品贸易业务收入分别为 8.05 亿元及 3.53 亿元，其中 2018 年同比上升 108.54%，实现毛利分别为 0.09 亿元及 0.04 亿元，毛利水平低。

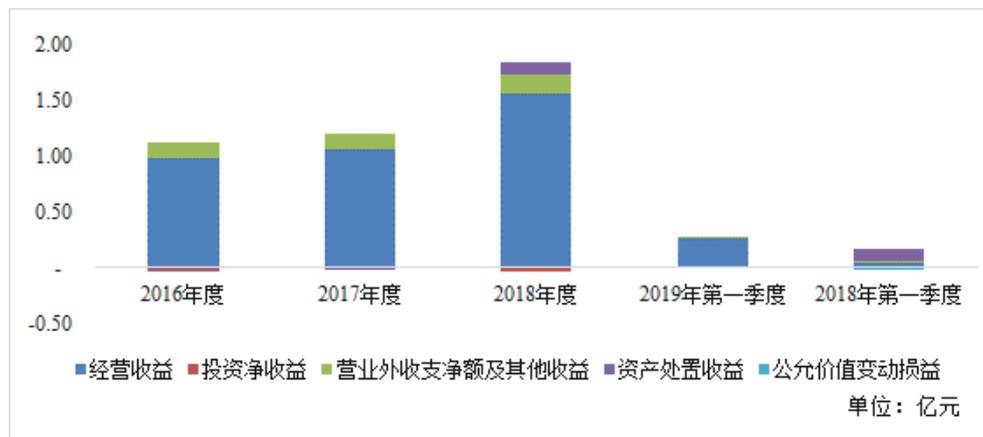
凭借多年以来与纸品生产商建立的良好合作关系，该公司在纸品采购方面具备一定优势，能以较优惠的价格取得纸及纸制品，下游客户主要集中在华南地区。公司纸品贸易业务开展会有一定的资金需求，目前业务规模尚不大，对公司营运资金的占用规模较小，需持续关注贸易业务的开展情况及对公司流动性的影响。

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。

¹⁴ 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。

(2) 盈利能力

图表 14. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据万顺新材所提供数据绘制。

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。受铝加工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, 2018年及2019年第一季度公司实现营业收入分别为41.69亿元及11.47亿元, 同比增长29.76%及25.42%; 同期公司营业毛利分别为5.65亿元和1.18亿元, 同比分别增长29.29%和22.58%; 同期公司综合毛利率分别为13.55%和10.29%, 总体呈现下降态势, 主要是卡纸贸易业务及铝板带加工业务整体毛利率较低, 同时功能性薄膜业务受下游需求减少及行业竞争等因素影响, 毛利率有所下滑所致。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016年度	2017年度	2018年度	2019年第一季度	2018年第一季度
营业收入合计 (亿元)	22.36	32.13	41.69	11.47	9.14
毛利率 (%)	16.26	13.60	13.55	10.29	10.53
其中: 纸包装材料业务 (%)	21.86	20.84	21.60	23.12	20.72
铝加工业务 (%)	13.38	12.98	14.98	12.58	10.30
功能性薄膜业务 (%)	12.48	28.07	26.27	17.59	15.97
毛利 (亿元)	3.64	4.37	5.65	1.18	0.96
其中: 纸包装材料业务 (亿元)	1.31	1.27	1.28	0.42	0.30
铝加工业务 (亿元)	1.98	2.63	3.91	0.74	0.62
功能性薄膜业务 (亿元)	0.11	0.32	0.20	0.02	0.02
期间费用率 (%)	10.80	9.58	8.65	7.36	9.30
其中: 财务费用率 (%)	1.12	2.36	1.74	1.48	3.12
全年利息支出总额 (亿元)	0.41	0.57	0.82	-	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.08	0.02	0.09	-	-

资料来源: 根据万顺新材所提供数据整理。

2018年及2019年第一季度, 该公司期间费用分别为3.61亿元及0.84亿元,

期间费用率分别为 8.65% 及 7.36%；同期管理费用（含研发费用）分别为 2.10 亿元及 0.44 亿元，分别同比增长 30.18% 及 12.48%，主要由于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，其中同期研发费用分别为 1.14 亿元及 0.22 亿元。此外，跟踪期公司财务费用分别为 0.72 亿元及 0.17 亿元，主要系利息费用及汇兑损益，由于公司出口产品多以外汇结算，面临一定的汇率波动风险。

图表 16. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
投资净收益（亿元）	-0.01	-0.01	-0.04	0.00	-0.00
营业外收支净额及其他收益（亿元）	0.15	0.15	0.16	0.01	0.02
其中：政府补助（亿元）	0.06	0.12	0.08	-	-
资产处置收益（亿元）	-0.01	-0.02	0.12	-	0.12

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理。

跟踪期内，该公司营业外收支净额及其他收益、资产处置收益金额均不大，对公司整体净利润水平影响较小。其中 2018 年及 2019 年第一季度公司营业外收支净额及其他收益分别为 0.16 亿元及 0.01 亿元。另外，公司 2018 年资产处置收益 0.12 亿元，主要是出售汕头保税区 A01-2 地块 1,2,3 座全部土地以及地上建筑物（原来用作仓库）获得的收益。

总体来看，受益于铝加工业务发展，跟踪期该公司盈利同比发生一定增长，2018 年及 2019 年第一季度公司营业利润分别为 1.70 亿元和 0.27 亿元，同比分别增长 52.96% 和 47.15%；净利润分别为 1.42 亿元及 0.22 亿元，同比分别增长 56.73% 和 43.03%。

(3) 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、铝加工及功能性薄膜三大业务为主导的多元化发展战略，在纸包装材料稳定发展的同时，适当扩大铝加工业务，并布局功能性薄膜业务的发展。针对铝箔业务，公司将调整产品结构，提高产品附加值，加大液体包、无菌包、锂电池铝箔等高附加值产品的推广力度；针对功能性薄膜业务，公司将拓展节能膜、节能玻璃产品市场，同时积极拓展高阻隔膜、纳米银膜、装饰防爆膜等新材料产品市场。

图表 17. 公司 2018 年~2020 年投融资规划

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度
资本性支出计划（亿元）	3.90	6.70	0.80
其中：高阻隔膜材料生产基地建设项目（亿元）	2.70	4.20	-
美信公司铝箔生产线建设项目（亿元）	1.20	2.50	0.80
营运资金需求（净额，亿元）	8.94	10.01	11.32
融资安排（净额，亿元）	1.50	1.50	-

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度
其中：权益类融资（亿元）	-	-	-
债务类融资（亿元）	1.50	1.50	-

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理

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、长葛市厂房工程、美信铝箔工程及 ITO 项目（导电膜），截至 2019 年 3 月末，ITO 项目（导电膜）、华丰二期工程、节能膜项目、长葛市厂房工程已基本完成，大部分转入固定资产，后续投入不大。另外，高阻隔膜材料生产基地建设项目为公司此前发行的可转换公司债券的募投项目，计划产能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 1,200 吨，截至 2019 年 3 月末累计投资 1.13 亿元，其中厂房建设已经接近尾声，正在进行设备的采购，预计明年投产；美信铝箔工程项目于 2018 年开始建设，计划产能 4.20 万吨/年，截至 2019 年 3 月末已累计投资 0.05 亿元，预计明年开始陆续将有产线投产。

图表 18. 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	设计产能	截至 2019 年 3 月末投资额
1	长葛市厂房工程	2010 年	0.91	-	0.82
2	华丰二期工程	2008 年	2.31	5 万吨铝板带	2.46
3	节能膜项目	2014 年	3.89	240 万平方米节能膜	3.30
4	高阻隔膜材料生产基地建设项目	2017 年	8.21	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 1,200 吨	1.13
5	美信铝箔工程	2018 年	8.70	4.20 万吨铝箔	0.05
6	ITO 项目（导电膜）	2012 年	3.00	300 万平方米 ITO 导电膜	2.87
合计		-	27.02	-	10.63

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理（截至 2019 年 3 月末）

管理

跟踪期内，随着部分可转债转股完成，该公司控股股东持股比例有所下降，但实际控制人仍为杜成城。

跟踪期内，该公司控股股东及实际控制人仍为杜成城。随着部分可转换公司债完成转股，2019 年 3 月末，公司实收资本增长至 5.33 亿元。截至 2019 年 5 月末，杜成城持有公司股份 2.23 亿股，占公司总股本的 33.47%，其所持有的公司股份累计质押 6043.64 万股，占其所持公司股份的 31.36%，占公司总股本的 10.56%。另外，2019 年 5 月 18 日起公司已更名为“汕头万顺新材集团股份有限公司”。

跟踪期内，根据公开信息查询及公司提供的资料显示，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 19. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

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	2019/4	正常	正常	正常	正常
各类债券还本付息	公开信息披露	2019/5/15	不涉及	正常	不涉及	不涉及
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台	2019/5/15	正常	正常	正常	正常
工商	国家工商总局企业信息公示系统	2019/5/15	不涉及	正常	正常	正常

资料来源：根据万顺新材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

跟踪期内，得益于该公司的经营积累，并随着部分可转换公司债完成转股，公司资本实力有所增强，但受公司业务规模扩展、开展纸品贸易业务的影响，公司负债规模较前几年明显上升。同时，公司债务以刚性债务为主，且流动负债占比高，面临较大的即期偿付压力。但公司现金类资产规模尚可，且现金回笼情况较好，能对即期债务的偿付提供一定的保障。

1. 数据与调整

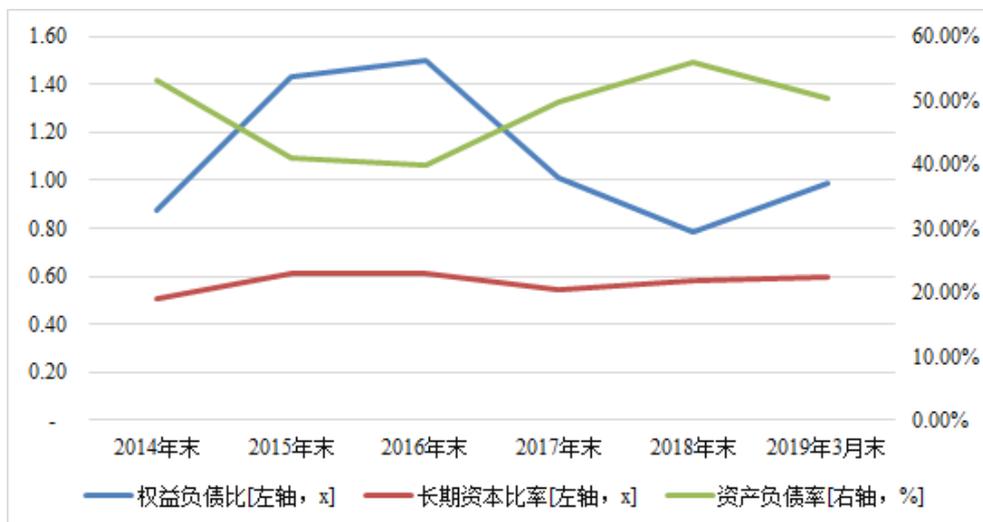
大信会计师事务所有限公司对该公司 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2019 年第一季度财务报表未经审计。公司执行《企业会计准则—基本准则》（2006 版）和财政部颁布的其他各项会计准则。其中 2017 年，公司采用了财政部对政府补助、资产处置损益会计处理的最新规定，对当年公司的营业外收入、营业外支出、资产处置收益等会计科目按照最新规定进行了重分类调整。另外，2018 年，根据《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》，公司对相关会计政策内容再次进行调整。

2018 年，该公司合并报表范围增加 2 家子公司，分别为万顺新富瑞（收购 51% 股权）和万顺金辉业（新设），另外跟踪期内公司完成江苏中基剩余 31% 股权的收购，江苏中基成为公司全资子公司。上述合并范围的变化对公司影响较为有限。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势

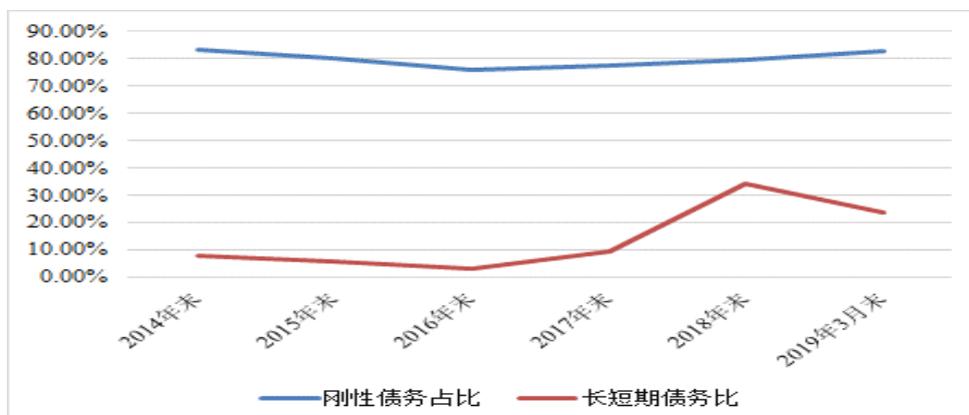


资料来源：根据万顺新材所提供数据绘制

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司负债总额分别为 35.13 亿元及 32.61 亿元，相较 2017 年末的 27.76 亿元继续增加，主要是跟踪期公司推进功能性薄膜业务、扩大铝加工业务规模以及新开展纸品贸易业务等，公司经营性负债及对外融资力度有所增长所致。同期末，公司资产负债率分别为 56.02% 及 50.21%，权益负债比分别为 0.79 倍、0.99 倍，均有所波动，主要是受可转换公司债发行及转股变化影响。另外，得益于公司的经营积累，并随着部分可转换公司债完成转股，2019 年以来公司资本实力有所增强，2018 年末及 2019 年 3 月末，公司所有者权益分别为 27.58 亿元及 32.34 亿元。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	19.98	14.98	13.91	21.56	27.99	26.95

核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
应付账款（亿元）	3.22	2.42	2.96	2.97	2.90	2.48
其他应付款（亿元）	0.03	0.67	0.67	2.43	3.44	2.36
刚性债务占比（%）	83.35	80.25	76.10	77.68	79.68	82.64
应付账款占比（%）	13.44	12.97	16.22	10.70	8.25	7.62
其他应付款占比（%）	0.13	3.58	3.68	8.75	9.78	7.22

资料来源：根据万顺新材所提供数据绘制

从债务期限结构看，该公司主要以流动负债为主，2018 年末及 2019 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 34.19% 及 23.86%。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等。2018 年末及 2019 年 3 月末，上述四项合计占流动负债总额的比重分别为 95.93% 及 95.22%。

2018 年末，该公司短期借款余额为 7.25 亿元，包括抵质押借款（2.30 亿元）、保证借款（2.67 亿元）和信用借款（2.28 亿元）；应付票据和应付账款分别为 11.53 亿元和 2.90 亿元，其中应付票据较上年末增长 18.99%，应付账款较上年末减少 2.44%，主要系公司日常经营活动产生的应付供应商的货款，受公司铝加工业务规模增长以及纸品贸易业务开展的影响，公司应付票据较以前年度有所增长；其他应付款为 3.44 亿元，较上年末增长 41.40%，主要是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 2.32 亿元。2019 年 3 月末，其他应付款余额 2.36 亿元，较上年末下降 31.43%，主要由于 2019 年 1 月份支付了江苏中基股权转让款 10,590 万元，其他科目较上年末变化不大。

该公司非流动负债主要为长期借款及应付票据。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司长期借款余额分别为 1.53 亿元及 3.35 亿元，2019 年 3 月末长期借款余额明显增长，主要由于为了调整债务结构，公司增加长期借款所致；公司长期借款主要为质押借款和保证借款，其中 2019 年 3 月末质押借款和保证借款分别为 2.30 亿元和 1.05 亿元，担保借款主要是以子公司为主体进行融资时由公司作为担保人的情况，质押借款质押物为公司所持江苏中基及东通光电相关股权。另外，2018 年末公司应付债券余额 7.09 亿元，主要由于 2018 年公司成功发行 9.50 亿规模的可转换公司债（“万顺转债”），而 2019 年第一季度，部分可转换公司债已经完成转股，当期末公司应付债券余额下降至 2.61 亿元。

总体看，该公司负债以流动负债为主，且集中于刚性债务，虽然公司通过发行长期债券等方式调整债务结构，但随着可转换公司债转股的进行，流动负债依然是公司债务的主要组成部分，公司仍面临较大的即期偿付压力。

(3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	18.59	14.33	13.71	19.48	19.37	20.99
其中: 短期借款	13.20	9.14	8.82	9.21	7.25	7.74
一年内到期长期借款	0.40	-	0.35	0.55	0.55	0.75
应付短期债券	-	-	-	-	-	-
应付票据	4.93	5.16	4.48	9.69	11.53	12.46
其他短期刚性债务	0.06	0.04	0.06	0.03	0.04	0.04
中长期刚性债务合计	1.39	0.65	0.20	2.08	8.62	5.96
其中: 长期借款	1.39	0.65	0.20	2.08	1.53	3.35
应付债券	-	-	-	-	7.09	2.61
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	-	-
综合融资成本 (年化, %)	4.87	3.91	4.07	4.48	4.66	-

资料来源: 根据万顺新材所提供数据整理, 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、应付票据及应付债券构成, 2018 年末及 2019 年 3 月末, 公司刚性债务余额分别为 27.99 亿元及 26.95 亿元。其中, 同期末公司短期刚性债务余额分别为 19.37 亿元及 20.99 亿元, 即期偿付压力较大。随着经营规模不断扩大, 公司银行融资规模维持较高水平, 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, 2017 年以来, 公司应付票据规模大幅上升。另外, 2018 年公司成功发行 9.50 亿规模的可转换公司债“万顺转债”, 而 2019 年第一季度, 随着部分可转换公司债完成转股, 当期末公司应付债券余额下降至 2.61 亿元。

图表 23. 截至 2018 年末公司银行借款明细 (单位: 亿元)

借款银行	信用借款	保证借款	抵质押借款	合计
短期借款	2.28	2.67	2.30	7.25
长期借款	-	1.05	0.48	1.53
一年内到期的长期借款	-	0.35	0.20	0.55
合计	2.28	4.07	2.98	9.33

资料来源: 万顺新材

融资成本方面, 该公司与金融机构建立了良好的合作关系, 截至 2019 年 3 月末, 公司大部分银行借款的利率区间为 4%-6%, 有少量的银行借款利率在 3% 以内。

图表 24. 公司 2018 年末银行借款综合融资成本/利率区间与期限结构 (亿元)

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内 (含 1 年)	1~2 年 (不含 2 年)	2~3 年 (不含 3 年)	3~5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
3% 以内	0.76	0.40			
3%~4% (不含 4%)	-				
4%~5% (不含 5%)	1.37	0.58	1.55	0.95	2.63
5%~6% (不含 6%)	2.71	0.90			
6%~7% (不含 7%)					
7% 及以上					
合计	4.84	1.88	1.55	0.95	2.63

资料来源：万顺新材

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季
营业周期 (天)	47.11	48.72	49.75	42.19	36.45	-
营业收入现金率 (%)	101.67	112.25	108.48	100.55	107.83	96.08
业务现金收支净额 (亿元)	2.20	4.31	2.19	4.49	6.49	1.18
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.68	-0.73	-0.93	-1.36	-2.62	-0.89
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	1.52	3.58	1.27	3.13	3.86	0.29
EBITDA (亿元)	4.02	2.36	2.70	3.27	4.25	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.23	0.14	0.19	0.18	0.15	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	6.15	4.53	6.53	5.71	5.15	-

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理

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”因素所形成的收支净额。

该公司主营业务结算以现金和票据相结合，2018 年及 2019 年第一季度公司营业收入现金率分别为 107.83% 及 96.08%，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，贷款的回收有一定的保障。2018 年及 2019 年第一季度公司经营环节产生的现金流净额分别为 3.86 亿元及 0.29 亿元，其中业务收支净额分别为 6.49 亿元及 1.18 亿元，均呈现净流入状态，且净流入规模总体呈扩大趋势。

2018 年该公司营业周期为 36.45 天，主要是随着贸易业务占比增高所致。2018 年公司 EBITDA 为 4.25 亿元，同比增长 30.10%，主要由于利润总额增加所致。同年公司 EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度分别为 0.15 倍和 5.15 倍，EBITDA 对债务的覆盖程度一般。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.09	-	-2.22	-2.26	-0.05	-
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	-1.21	-1.64	-1.28	-0.74	-2.00	-0.94
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-0.01	-0.00	-0.00	0.00
投资环节产生的现金流量净额	-1.29	-1.64	-3.52	-3.00	-2.06	-0.93

资料来源: 根据万顺新材所提供数据整理

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。2018 年及 2019 年第一季度, 公司投资活动现金流净额分别为-2.06 亿元及-0.93 亿元, 主要是功能膜项目的持续推进, 以及公司收购万顺新富瑞 51% 股权及江苏中基剩余 31% 股权等支出。

(3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一 季度
权益类净融资额	-0.03	5.15	-0.13	-0.18	-3.28	-1.05
其中: 永续债及优先股	-	-	-	-	-	-
债务类净融资额	-1.11	-5.21	-0.26	0.77	6.03	1.72
其中: 现金利息支出	0.66	0.58	0.39	0.64	0.64	0.19
筹资环节产生的现金流量净额	-1.14	-0.06	-0.39	0.59	2.75	0.67

资料来源: 根据万顺新材所提供数据整理

该公司筹资活动主要是银行借款融资及到期偿付相关的现金流, 此外 2018 年公司完成 9.50 亿元“万顺转债”的发行, 当年筹资活动现金流净额呈现较大金额的净流入状态, 2018 年及 2019 年第一季度公司筹资活动现金流净额分别为 2.75 亿元及 0.67 亿元。

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 2019 年 3 月末, 公司获得的银行综合授信额度共计 30.52 亿元, 尚有 10.59 亿元额度未使用, 仍有一定的后续融资空间。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	21.96	21.89	19.66	28.31	34.82	37.08
	48.82%	48.26%	43.00%	50.67%	55.52%	57.08%

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
其中：货币资金（亿元）	7.03	8.51	4.06	5.56	10.42	11.54
应收账款（亿元）	5.85	5.72	6.95	9.87	11.00	12.95
存货（亿元）	6.40	5.46	6.28	7.02	6.83	6.05
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	23.02	23.47	26.06	27.55	27.90	27.88
	51.18%	51.74%	57.00%	49.33%	44.48%	42.92%
其中：固定资产（亿元）	15.22	14.97	16.43	20.38	20.04	19.43
在建工程（亿元）	3.52	3.75	3.12	0.75	0.94	1.40
无形资产（亿元）	1.46	1.42	2.06	2.33	2.34	2.22
商誉（亿元）	2.51	2.51	3.49	3.32	3.20	3.04
期末全部受限资产账面金额（亿元）	6.40	6.93	5.31	6.35	6.85	-
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） ¹⁵	4.34	3.04	2.90	3.50	2.78	-
受限资产账面余额/总资产（%）	14.23	15.29	11.60	11.37	10.13	-

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理。

跟踪期内，随着经营规模的扩大及对外股权并购，该公司资产总额仍呈现增长态势。2018 年末及 2019 年第一季度，公司资产总额分别为 62.71 亿元及 64.95 亿元。从资产构成来看，流动资产占比略高于非流动资产，2018 年末及 2019 年第一季度末，公司流动资产分别占资产总额的 55.52% 及 57.08%。

2018 年末及 2019 年第一季度，该公司流动资产总额分别为 34.82 亿元及 37.08 亿元。从流动资产构成来看，公司流动资产主要由货币资金、应收账款及存货构成。同期末，公司货币资金余额分别为 10.42 亿元及 11.54 亿元，其中 2018 年末受限货币资金余额为 1.77 亿元，占当期货币资金总额的 16.94%，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。同期末，公司应收账款分别为 11.00 亿元及 12.95 亿元，较 2017 年末的 9.87 亿元进一步增长，主要系应收下游客户的货款，账龄集中于一年以内，其中 2018 年末及 2019 年 3 月末贸易业务相关的应收账款分别为 2.07 亿元及 3.83 亿元，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。同期末，公司存货余额分别为 6.83 亿元及 6.05 亿元，主要为库存的商品和原材料等（无贸易业务相关的存货）。此外，同期末公司其他应收款为 2.60 亿元及 2.93 亿元，主要系公司应收的员工持股计划资金。

2018 年末及 2019 年第一季度，该公司非流动资产总额分别为 27.90 亿元及 27.88 亿元。从构成来看，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。同期末，公司固定资产余额分别为 20.04 亿元及 19.43 亿元，主要是厂房建筑及机器设备等；在建工程余额分别为 0.94 亿元及 1.40 亿元，随着公司高阻隔膜项目建设的持续推进，在建工程余额有所上升；无形资产余额分别为 2.34 亿元及 2.22 亿元，主要系公司拥有的土地使用权、专

¹⁵ 余额不包含一年内到期的非流动负债。

利权等；商誉余额分别为 3.20 亿元及 3.04 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，其中 2018 年因东通光电计提了 0.12 亿元的商誉减值准备。

2018 年末，该公司受限资产规模 6.85 亿元，占当期资产总额的 10.13%，其中受限货币资金 1.77 亿元，主要系各类保证金及代收的员工持股计划认购款等；受限应收票据为 0.56 亿元，主要系银行借款、银行承兑汇票保证金；受限固定资产和无形资产分别为 3.48 亿元和 1.04 亿元，均用于银行借款抵押。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一季度末
流动比率 (%)	98.69	123.89	111.03	111.57	132.99	140.83
速动比率 (%)	68.82	91.32	73.48	78.29	99.41	113.26
现金比率 (%)	40.04	56.19	26.65	27.19	44.74	48.11

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理

2018 年及 2019 年 3 月末，该公司流动比率分别为 132.99% 及 140.83%，速动比率分别为 99.41% 及 113.26%，现金比率分别为 44.74% 及 48.11%，均明显上升，主要因跟踪期公司发行“万顺转债”募集较多资金所致。

6. 表外事项

截至 2018 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¹⁶。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，公司启动对反担保人沛县房地产的诉讼追偿程序，2018 年 10 月 16 日一审判决，判令沛县房地产赔偿江苏中基 1000 万元，江苏中基对沛县房地产持有的华丰铝业 20% 的股权在 1000 万元范围内享有优先受偿权，江苏中基已申请进入强制执行程序，目前强制执行仍在进行中。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部是纸包装业务主要的经营主体之一，同时对下属生产性的主

¹⁶ 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。

要子公司进行经营管理，公司本部拥有相当部分的资产和负债。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司本部资产总额分别为 37.94 亿元及 39.32 亿元，主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货、长期股权投资、固定资产等构成。同期末公司货币资金余额分别为 1.10 亿元及 2.62 亿元，长期股权投资余额分别为 16.86 亿元及 16.26 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。同期末，公司本部负债总额分别为 15.44 亿元及 12.22 亿元，其中刚性债务分别为 11.05 亿元及 8.69 亿元。同期末，公司本部的资产负债率分别为 40.71% 及 31.09%，本部负债经营程度不高。

2018 年及 2019 年第一季度，该公司本部实现营业收入分别为 4.88 亿元及 1.40 亿元，实现净利润分别为 0.56 亿元及 0.07 亿元。同期，公司本部实现经营活动现金流净额分别为 -0.73 亿元及 0.31 亿元，其中 2018 年由于当年支付到期票据款较多，经营活动现金流转为净流出。总体看，公司本部能维持较稳定的盈利能力，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。

外部支持因素

1. 国有大型金融机构支持

截至 2019 年 3 月末，该公司获得的银行综合授信额度共计 30.52 亿元，尚有 10.59 亿元综合授信额度未使用，公司仍有一定的后续融资空间。

图表 30. 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	已使用综合授信	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	30.52	11.24	19.93	4%-6% ¹⁷	-
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）	17.38	6.90	10.66	4%-6%	-
其中：大型国有金融机构占比（%）	56.95	61.39	53.49	-	-

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理（截至 2019 年 3 月末）

¹⁷ 此为人民币授信贷款利率区间，公司另有几笔外币授信，其中苏州银行无锡分行的欧元贷款利率为 0.5%，另外银行要依据贷款金额的 0.8% 收取手续费；华夏银行江阴支行的美元贷款利率为 3.0% 或 3.5%。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 万顺转债：可转换公司债，附赎回条款及回售条款

该公司发行的“万顺转债”为可转换公司债券，债券期限为6年，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，目前已处于转股期。本次债券设置了赎回条款及回售条款，其中赎回条款规定，在本次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；在本次债券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本次可转债。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。

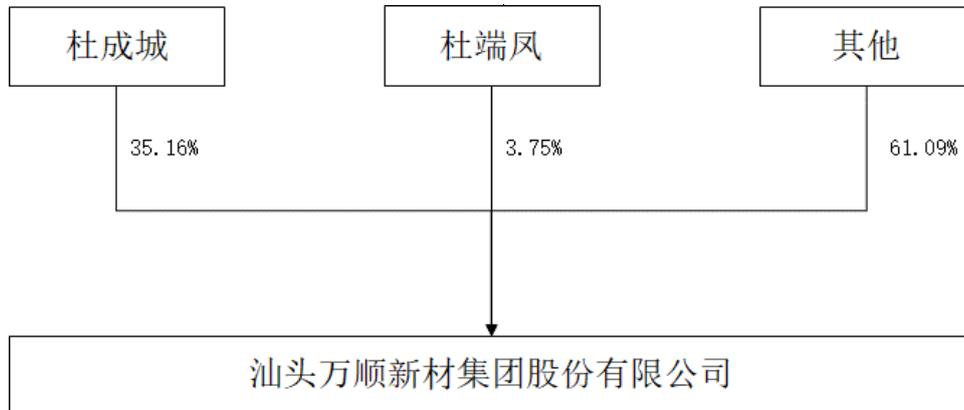
跟踪评级结论

该公司主要从事纸包装材料、铝箔和功能性薄膜三大业务。跟踪期内，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，纸包装材料业务近年来收入贡献有所波动；随着铝板带产能释放及铝箔产品结构调整，公司铝加工业务逐渐增长，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，国外相关政策变化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加工业务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，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。

跟踪期内，得益于该公司的经营积累，并随着部分可转换公司债完成转股，公司资本实力有所增强，但受公司业务规模扩展、开展制品贸易业务的影响，公司负债规模较前几年明显上升。同时，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。公司现金类资产规模尚可，且资金回笼能力较强，能对即期债务的偿付提供一定的保障。另外，随着公司购销业务的开展，公司面临一定的资金占用压力，同时购销业务发展不及预期的风险也需持续关注。

附录一：

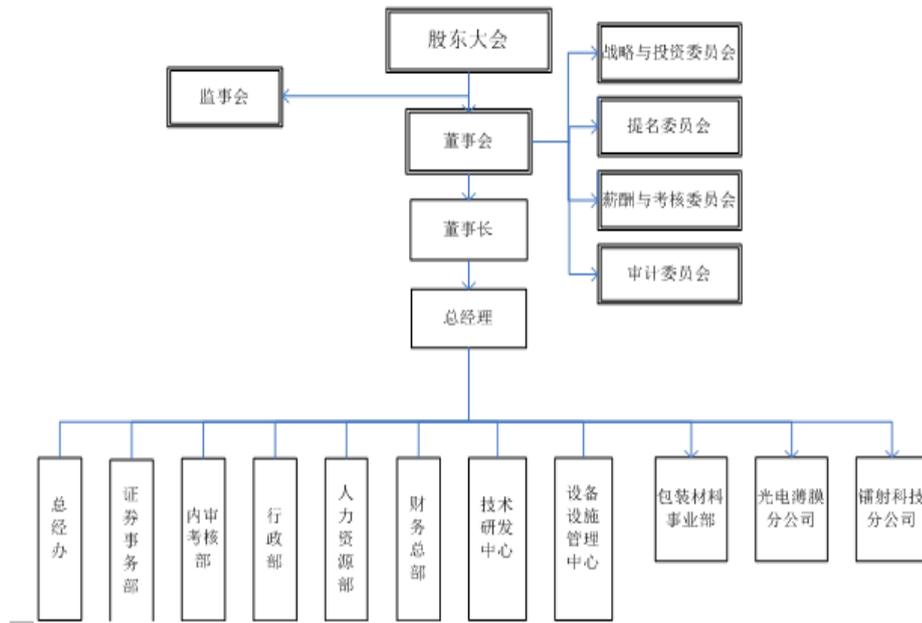
公司与实际控制人关系图



注：根据万顺新材提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据万顺新材提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

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	2018 年 (末) 主要财务数据 (亿元)					
					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)
汕头万顺新材集团股份有限公司	万顺新材	本级	-	纸包装材料	11.05	22.49	4.88	0.56	-0.73	1.23
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	12.41	12.82	20.72	1.49	3.31	2.81
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	-	2.16	2.07	0.07	0.21	0.15
江苏华丰铝业有限公司	华丰铝业	孙公司	60.00% ¹⁸	铝板带	0.00	1.59	6.02	-0.27	0.26	0.11
安徽美信铝业有限公司	美信铝业	孙公司	100.00% ¹⁹	铝板带	-	2.85	8.42	0.16	0.30	0.36
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	-	0.89	0.45	0.21	0.05	0.29

注：根据万顺新材 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

¹⁸ 子公司江苏中基对华丰铝业的持股比例为 60%。

¹⁹ 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]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	45.72	55.86	62.71	64.95
货币资金 [亿元]	4.06	5.56	10.42	11.54
刚性债务[亿元]	13.91	21.56	27.99	26.95
所有者权益 [亿元]	27.45	28.10	27.58	32.34
营业收入[亿元]	22.36	32.13	41.69	11.47
净利润 [亿元]	0.94	0.90	1.42	0.22
EBITDA[亿元]	2.70	3.27	4.25	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.27	3.13	3.86	0.29
投资性现金净流入量[亿元]	-3.52	-3.00	-2.06	-0.93
资产负债率[%]	39.97	49.70	56.02	50.21
权益资本与刚性债务比率[%]	197.39	130.29	98.54	120.02
流动比率[%]	111.03	111.57	132.99	140.83
现金比率[%]	26.65	27.19	44.74	48.11
利息保障倍数[倍]	3.50	3.03	3.09	—
担保比率[%]	0.36	—	—	—
营业周期[天]	49.75	42.19	36.45	—
毛利率[%]	16.26	13.60	13.55	10.29
营业利润率[%]	4.29	3.47	4.09	2.38
总资产报酬率[%]	3.18	3.42	4.29	—
净资产收益率[%]	3.48	3.25	5.09	—
净资产收益率*[%]	3.53	3.72	4.80	—
营业收入现金率[%]	108.48	100.55	107.83	96.08
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.16	14.52	14.99	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.18	0.55	5.75	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.53	5.71	5.15	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.18	0.17	—

注：表中数据依据万顺新材经审计的2016~2018年度及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、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]} +365/{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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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之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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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》（发布于2014年06月）
- 《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。