

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(2020) 100026】

**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/2020年4月22日

**前次跟踪:** 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	2017年	2018年	2019年
金额单位:人民币亿元			
<b>母公司口径数据:</b>			
货币资金	2.05	1.10	4.00
刚性债务	5.29	11.05	7.27
所有者权益	19.82	22.49	28.51
经营性现金净流入量	0.38	-0.73	1.39
<b>合并口径数据及指标:</b>			
总资产	55.86	62.71	69.19
总负债	27.76	35.13	34.73
刚性债务	21.56	28.02	29.37
所有者权益	28.10	27.58	34.46
营业收入	32.13	41.69	44.52
净利润	0.90	1.42	1.23
经营性现金净流入量	3.13	3.86	2.10
EBITDA	3.27	4.25	4.03
资产负债率[%]	49.70	56.02	50.20
权益资本与刚性债务比率[%]	130.29	98.43	117.32
流动比率[%]	111.57	132.99	128.43
现金比率[%]	27.19	44.74	45.65
利息保障倍数[倍]	3.03	3.09	2.66
净资产收益率[%]	3.25	5.09	3.97
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	14.52	14.99	7.46
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.55	5.75	-7.86
EBITDA/利息支出[倍]	5.71	5.15	4.71
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.17	0.14

注:根据万顺新材经审计的2017~2019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>

### 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的跟踪评级反映了2019年以来万顺新材在产品多样性、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项目投资、原材料价格波动、贸易环境变化、刚性债务规模增大及新业务开展等方面继续面临压力或风险。

#### 主要优势:

- **产品应用领域广泛。**万顺新材已形成纸包装材料、铝加工与功能性薄膜三大主业,公司产品种类丰富,下游应用涉及烟草、食品、药品的包装以及电子产品显示、封装等,涉及领域较为广泛。
- **技术研发优势。**万顺新材为国家级高新技术企业,经过多年发展,公司已拥有超过160项专利技术,具备较强的技术创新和产品研发能力。
- **资本实力增强,融资渠道畅通。**随着经营积累及部分可转换公司债完成转股,跟踪期内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:

- **投资风险及产能释放压力。**万顺新材的高阻隔膜项目及高精度电子铝箔项目后续均需较大的资金投入,且相关产品的应用领域与公司现有产品差异较大,需关注项目投资风险及市场开拓情况。
- **铝箔产品面临较大出口风险。**万顺新材铝箔产品大部分出口,其中2019年受美国反倾销和反补贴政策影响,公司铝箔对美国的销售

量及占比均出现大幅下降，受此影响，公司铝箔出口总量同比发生一定下滑。另需关注欧美贸易环境变化对公司铝箔出口业务的影响。

- **成本控制压力。**万顺新材铝加工业务的铝锭成本占比较高，而产品价格一般参考订单交付当期铝价，因此铝价下行期公司较难将前期高价原料成本转移至下游，导致公司成本控制方面面临较大压力。
- **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，膜业务未来前景存在一定的不确定性。
- **即期债务偿付压力。**跟踪期内万顺新材刚性债务规模继续增加，且以短期刚性债务为主，公司面临一定的即期债务偿付压力。

## 关注

- **新冠疫情的影响。**2020年以来，新冠肺炎疫情在国内爆发，受此影响万顺新材复工晚于原计划，且由于上下游复工推迟以及交通管制等原因，公司业务受到一定影响，一季度公司预计业绩预亏。公司于2月下旬以来陆续复工，经营逐渐趋于正常，但目前疫情在全球不断蔓延，需关注新冠疫情发展变化对公司主业尤其是出口业务的影响。

## ➤ 未来展望

通过对万顺新材及其发行的上述可转换公司债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。认为上述可转换公司债还本付息安全性很强，并给上述可转换公司债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 2019 年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 2020 年 3 月末，“万顺转债”累计 8,206,682 张转换成股票，转股股数累计为 128,151,673 股，尚有 1,293,318 张可转债在市场流通，未转股比例为 13.61%。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)	当前余额 (亿元)	期限 (天/年)	已转股债券 数(张)	未转股比例 (%)	发行利率 (%)	起息日	本息兑付情况
万顺转债	9.50	1.29	6 年	8,206,682	13.61	0.40	2018.7.20	正常

资料来源：万顺新材（截至 2020 年 3 月末）

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（7.13 亿元）及补充流动资金（2.37 亿元），截至评级报告日，募集资金均按照规定用途使用，截至 2019 年末募集资金已使用 5.16 亿元，其中高阻隔膜材料生产基地建设项目直接投入 3.07 亿元<sup>1</sup>，厂房主体已建设完成，其他配套建筑在建，主生产设备预计 4 月从德国发出 5 月到港，受主生产设备到货时间较最初计划有所延迟的影响，高阻隔膜材料生产基地建设项目进度整体有所调整，预计今年下半年投产。该项目产能完全释放后，可生产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。

<sup>1</sup> 此为直接投入该项目的金额，其中已取得发票且计入在建工程科目的金额为 2.50 亿元。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再

贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

近年来随着经济的发展，包装材料行业收入规模不断上升，但行业内中小企业较多，竞争较充分。铝箔消费量整体呈增长态势，但行业出现结构性产能过剩情况，高端产品市场发展空间较好；铝箔原材料的成本占比高且国内铝箔出口量较大，企业经营情况易受到铝价波动及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。此外，新冠疫情的爆发短期内对上述行业的出货量、现金流均产生较大影响，需持续关注。

### 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，在现代社会得到越来越广泛的应用。近年来，我国的包装材料行业获得了长足发展，据中国包装联合会《中国包装行业年度运行报告（2018 年度）》<sup>2</sup>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

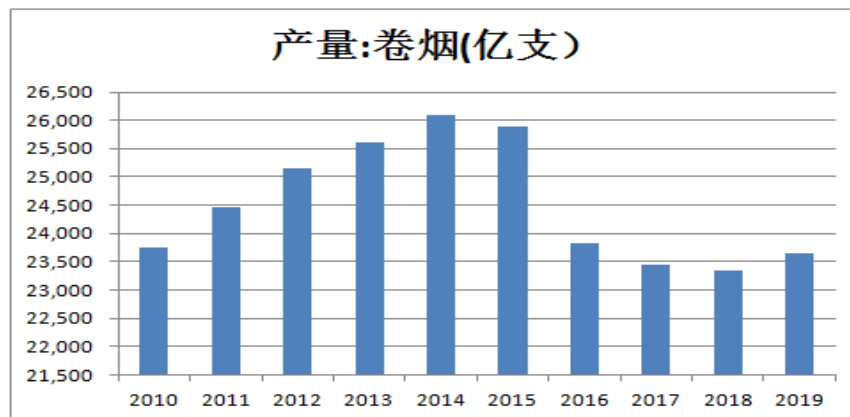
<sup>2</sup> 2019 年年度数据暂未公布。

国的包装材料行业已经成为一个体量大、门类全的现代工业体系，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。

纸包装行业方面，2018年全国纸制品包装完成产量5,578.49万吨，同比增长2.42%，箱纸板完成产量1,147.60万吨，同比增长6.70%。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。

随着人口基数的扩大以及经济增长，我国卷烟产销量在2014年以前呈现逐年增长趋势，并在2014年达到峰值，但随着人们健康意识的提升、烟草行业调控以及卷烟消费税政策调整等，卷烟消费市场环境发生变化，2015年以来，全国卷烟产销量呈现大幅下降的趋势，卷烟产量由2014年峰值的2.61万亿支下降至2018年的2.34万亿支。2019年全年卷烟产量2.36万亿支，同比上升1.22%，全国卷烟产量小幅回升，关注后期行业波动情况。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亦有一定的发展空间。

图表 2. 2010 年以来我国卷烟产量情况（单位：亿支）



资料来源：Wind

从行业政策支持方面看，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。

整体而言，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%，同时 CRU 预计，2020 年全球铝箔产销量将会超过 600 万吨。但我国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传输产业（包括家用空调、中央空调和汽车空调）、包装行业（包括食品包装、药品包装、烟草包装、日化包装和瓶装啤酒标）、电力电子行业（包括电力电容器、电解电容器及电缆），其中热交换器是铝箔最大的市场，据前瞻产业研究院发布的报告显示，我国铝箔用于热交换器的消费量占比约为 36%，包装领域的铝箔消费量占比约为 24%，电力电子领域的铝箔消费量占比约为 19%。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约 36%，食品包装约占 27%，药品包装约占 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一定的市场空间。

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结构性过剩现象，但总体供求仍较为平衡。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

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 导电膜主要应用于触控面板。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、触摸超级本、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，同时随着技术不断进步以及新进入者增多，以及技术更新换代速度较快，行业竞争压力较大。

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。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。该公司节能膜产品目前仍在市场推广期，未来市场情况仍待关注。

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。阻隔膜属于新材料，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。

#### **D. 新冠疫情影响**

2020 年初以来，我国爆发新冠肺炎疫情，针对人口聚集带来疫情扩散的问题，政府采取了延长春节假期、复工时间推迟等一系列防控措施。疫情的蔓延以及较强度的人员流动管控都可能对经济运行的各个方面产生较大影响。该公司所处的纸包装材料行业、铝箔行业和功能性薄膜行业具有人员、资金密集型特征。由于人员返岗时间推迟、原材料供应不足等因素影响，行业内相关企业复工情况、出货量等均受到一定影响。短期看对企业现金流形成较大冲击，但随着上下游逐渐开工、供应链体系恢复常态后，预计这一情况将逐渐好转。此外，受国外疫情日益严峻的影响，部分行业的出口业务预计受到较大影响，需重点关注。

## 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，受人们健康意识提高及烟草行业政策等影响，公司纸包装业务收入略有下滑；铝加工业务方面，受国外铝价下滑以及美国铝箔双反政策影响，跟踪期内公司铝箔出口量及铝箔收入均有所下滑，另外公司铝箔产品出口占比较高，关注国际贸易环境变化对公司铝箔业务的影响；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。此外，2020 年以来受新冠疫情爆发，公司产品的生产、上游原材料供应、物流等方面均受到一定影响，2020 年第一季度公司业绩预亏。

该公司主要从事纸包装材料、铝加工及功能性薄膜的生产与销售，位于广东省汕头市保税区。2017 年公司成立汕头市万顺贸易有限公司（简称“万顺贸易”）<sup>3</sup>新增纸品购销业务，随着纸品购销业务规模扩大，公司收入结构有所调整。

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
铝加工	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，铝加工业务是该公司最主要的收入来源，2019 年占核心业务收入比重为 80.00%，比重逐年上升；纸包装材料业务收入小幅下降，同时随着公司业务规模扩大，在主业中占比下降明显，同期占核心业务收入比重为 17.33%；由于导电膜在智能终端应用领域面临一定压力，同时公司节能膜、高阻隔膜等新产品还处于市场拓展阶段或项目建设阶段，公司膜业务收入有所波动，同期功能性薄膜业务占核心业务收入比重为 2.66%。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规模的扩大，但由于贸易业务毛利率较低，贡献的净利润水平较少。

2020 年第一季度，新冠疫情对该公司主业，尤其是纸包装材料和功能性薄膜业务影响较大。受新冠疫情影响，员工复工、物流运输等受到限制，虽然公司及下属子公司已于 2 月中下旬陆续复工复产，但受上下游产业链复工滞后、订单延后及大宗商品价格下跌等因素影响，公司一季度业绩承压。根据公司发布的 2020 年第一季度业绩预告，公司 2020 年第一季度归母净利润亏损 400.00-850.00 万元。

<sup>3</sup> 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。

## (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	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计	32.13	41.69	44.52
其中：核心业务营业收入（亿元）	27.54	32.75	31.37
在营业收入中所占比重（%）	85.73	78.56	70.47
其中：（1）纸包装材料业务	6.12	5.91	5.44
在核心业务收入中所占比重（%）	22.21	18.04	17.33
（2）铝加工业务	20.30	26.09	25.10
在核心业务收入中所占比重（%）	73.69	79.68	80.00
（3）功能性薄膜业务	1.13	0.75	0.84
在核心业务收入中所占比重（%）	4.11	2.28	2.66
其中：其他收入——纸品贸易业务	3.86	8.05	11.92
毛利率（%）	13.60	13.55	12.26
其中：纸包装材料业务（%）	20.84	21.60	23.82
铝加工业务（%）	12.98	14.98	14.20
功能性薄膜业务（%）	28.07	26.27	6.32
纸品贸易业务（%）	1.02	1.06	2.45

资料来源：万顺新材

### 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包装材料有限公司（简称“河南万顺”）承担，为公司成立以来的传统主业。2019 年公司纸包装材料业务实现收入 5.44 亿元，同比下降 7.98%，实现毛利 1.30 亿元，同比上升 1.54%。

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 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。近年来，随着下游烟草行业调整，公司产销量同比均出现一定下滑；但由于公司采用订单生产模式，因此产销率保持在较高水平。

跟踪期，该公司纸包装业务产能保持稳定，目前公司纸包装材料设计年产能能为 8 万吨（汕头本部 6 万吨，河南万顺 2 万吨）。公司实际产量与销量基本能匹配，2019 年产销率能达到 102.28%。

**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
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	8.00	3.94	4.03	102.28	49.25

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

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。公司原膜自产比例约一半，另有部分对外采购，原纸主要向汕头市永嘉有限公司、万国纸业太阳白卡纸有限公司、郑州世纪中联纸业有限公司等进行采购。2019 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 56.95%，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，合作时间较长。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、行业竞争等因素影响，该公司烟包白卡纸价格整体仍处于高位。原膜方面，2019 年以来，国际石油价格总体趋于下降，当年公司原膜采购价均有所下滑。公司拥有较大的仓库，最多能提前囤积 3 万吨左右的原材料（约 5-6 个月使用量），能够在一定程度上缓解原材料价格波动压力。采购部门在年初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，总体看，公司纸包装材料业务原材料采购价格波动压力基本可控。

**图表 6. 纸包装材料业务原材料采购情况（单位：元/吨、元/万米）**

原材料	2017 年		2018 年		2019 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）	42,110.84	7,622.99	42,868.67	7,713.40	35,496.50	7,629.48
原膜（铝箔）（吨）	634.73	25,942.84	575.36	26,413.00	708.96	21,758.13
原膜（镀铝膜）（吨）	238.23	12,803.09	45.83	18,458.50	95.29	15,616.47
原膜（转移/复合膜）（万米）	20,044.42	7,038.87	22,022.55	7,207.35	18,110.07	6,708.44

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、许昌永昌印务有限公司、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，2019 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 55.36%。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. 2017 年以来公司纸包装材料主要产品平均价格<sup>4</sup>（单位：万元/吨）**

产品	2017 年	2018 年	2019 年
转移纸	1.70	1.66	1.64
复合纸	1.41	1.22	1.22

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。

2020 年以来，受新冠疫情的影响，汕头本部和河南万顺的生产基地均出现延迟复工的情况，其中汕头本部复工时间为 2020 年 2 月 10 日，河南万顺的复工时间为 2020 年 2 月 18 日，此外由于上游供应商和下游客户的复工时间不同，加上 2 月份物流受阻，2020 年 2 月该公司纸包装材料业务产销受到较大的影响。2020 年 3 月份以来，上游供货、生产基地的生产、物流等方面均已逐渐恢复正常，客户订单交付未受到影响。受疫情影响，2020 年第一季度纸包装材料业务收入预计同比下滑超过 30%。现金流方面，因下游客户复工延迟，2 月份客户回款受到一定影响，3 月份已恢复正常。

## 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，其中铝箔业务主要由下属子公司江苏中基复合材料有限公司（简称“江苏中基”）<sup>5</sup>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”）<sup>6</sup>与安徽美信<sup>7</sup>承担。2019 年公司铝加工业务实现收入 25.10 亿元，同比下降 3.81%，同年实现毛利 3.56 亿元，同比下降 8.81%。跟踪期内，受反补贴、反倾销政策执行的影响，公司铝箔出口美国数量大幅下降；同时由于国外铝价下降，铝箔出口价格下滑明显，导致当期铝加工收入水平有所下滑。

<sup>4</sup> 以含税价列示。

<sup>5</sup> 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。2018 年，公司以 4.12 亿元现金收购江苏中基剩余 31% 股权，完成后公司持有其 100% 股权。

<sup>6</sup> 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。

<sup>7</sup> 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。

**图表 8. 2016 年以来公司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	16.69	17.95	2.50	25.63
	铝板带 <sup>8</sup>	2.66	-	0.06	-
2018 年	铝箔	19.60	17.44	3.17	26.80
	铝板带	5.30	100.00	0.29	383.33
2019 年	铝箔	17.21	-12.19	2.42	-23.66
	铝板带	6.38	20.38	0.55	89.66

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

该公司主要生产双零铝箔，跟踪期内，公司铝箔产能保持稳定，截至 2019 年末，公司铝箔设计年产能为 8.30 万吨，拥有 10 条生产线。2019 年，公司铝箔产量为 7.70 万吨，销售 7.83 万吨，产销率 101.69%，产能利用率整体处于较高水平。

**图表 9. 2017 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
2017 年	8.30	7.53	7.68	101.99	90.72
2018 年	8.30	7.90	8.40	106.33	95.18
2019 年	8.30	7.70	7.83	101.69	92.77

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，收购时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，2019 年，两家公司铝板带合计生产量为 11.14 万吨。公司铝板带首先向江苏中基供应，其余产品对外销售，2019 年，铝板带内部供应量为 6.20 万吨；外部销售量为 4.94 万吨。

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，2019 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 75.12%，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。铝板带的原材料主要是铝锭，公司铝锭的主要供应商是嘉能可有限公司、烟台南山铝业新材料有限公司、龙口南山铝压延新材料有限公司、陕西领宸新能源有限公司、重庆厚浦金属材料有限公司等，供应

<sup>8</sup> 此处铝板带仅统计对外部客户销售的收入和毛利。

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. 2017 年以来铝板带采购情况**

铝板带	2017 年	2018 年	2019 年
采购量（万吨）	8.33	7.88	8.52
采购单价（万元/吨） <sup>9</sup>	1.76	1.76	1.71

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

该公司铝箔下游客户，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。公司铝箔出口占比较高，2019 年出口占比为 66.36%。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，2019 年铝箔业务前五大客户销售额占铝箔销售总额的比重为 22.00%，客户集中度尚不高。

**图表 11. 2017 年以来公司铝箔和铝板带销售情况（单位：万元/吨、万吨）**

产品		2017 年	2018 年	2019 年
铝箔	出口数量	5.09	6.26	5.18
	其中：出口美国	0.90	0.92	0.18
	出口单价	2.16	2.36	2.20
	国内销售数量	2.59	2.14	2.65
	国内销售单价	2.20	2.25	2.18
铝板带	销售量	1.96	3.70	4.94
	销售单价	1.36	1.43	1.29

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，其中较高品质铝板带优先供应内部生产，其余对外销售。公司铝板带对外销售的结算方式为现金和票据，结算周期为 30-60 天。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，

<sup>9</sup> 江苏中基采购的铝板带价格高于华丰铝业和安徽美信铝板带对外销售价格，主要系铝板带性能存在差异。江苏中基对铝板带质量要求较高，华丰铝业和安徽美信生产的较高性能的铝板带直接供江苏中基。

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保证金率分别为 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保证金率为 37.99%，属于最低的反倾销幅度；中国铝箔生产企业对出口美国的铝箔产品适用的倾销幅度分别为 48.64%、84.76% 和 105.80%，其中江苏中基为 48.64%。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，2019 年 11 月及 2020 年 3 月，美国商务部分别公布根据美国国际贸易法院判决重新裁决的结果，裁决江苏中基的倾销幅度由原裁决的 48.64% 降至 48.30%，补贴率由原裁决的 17.14% 降至 6.46%，美国国际贸易法院的判决均对美国商务部的重新裁决予以支持。根据上述江苏中基倾销幅度、补贴率重新裁决的判决结果，美国商务部将指导美国海关和边境保护局调整江苏中基的反倾销保证金率及反补贴税率，具体调整幅度还未公布。2017-2019 年公司铝箔产品出口美国的金额分别为 2.06 亿元、2.28 亿元及 0.38 亿元，分别占当期公司铝箔产品销售总额的 12.32%、11.62% 及 2.24%。2019 年以来，受反补贴、反倾销政策执行的影响，公司铝箔出口美国数量大幅下降，未来仍需继续关注反补贴、反倾销政策变化对公司铝箔出口美国的影响。

**图表 12. 2017 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
2017 年	10.99	5.09	2.06	0.90
2018 年	14.77	6.26	2.28	0.92
2019 年	11.40	5.18	0.38	0.18

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

由于铝箔加工生产线的特殊性，春节及疫情期间该公司铝箔生产线的主设备仍在运转；华丰铝业和安徽美信的部分生产线春节期间后也分别于 2020 年 2 月 11 日和 2 月 3 日复工，目前生产均已恢复正常。铝箔出口方面，由于下游应用以食品、药品包装等领域，相关客户并未停工，因此一季度公司铝箔出口受疫情影响不大（2020 年第一季度公司铝箔出口收入约 2.81 亿元，同比增长约 4.49%）。此外安徽美信被纳入市级重点保障企业，并获得徽商银行 8,000 万元融资，期限 1 年，利率 3.05%<sup>10</sup>。

### 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（简称“东通光电”）<sup>11</sup>承担。公司功能性薄膜主要分为 ITO 导电膜、节能膜、高阻隔膜、纳米炫光膜、纳米银膜等，其中 ITO 导电膜主要用于触控面板，节

<sup>10</sup> 同期基准利率 4.35%。

<sup>11</sup> 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。2019 年 1 月 15 日，东通光电与北京载诚科技有限公司（简称“载诚科技”）签订了《合作经营协议》，东通光电向载诚科技有偿提供在合作期间的全部基础设施、磁控溅射设备及辅助设备，载诚科技每年向东通光电支付相关费用 800 万元。东通光电不再进行功能性薄膜的生产，收入主要来自于载诚科技的租金收入以及利用自身营销平台进行的功能性薄膜销售业务。



能膜主要用于汽车玻璃与建筑玻璃，高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，纳米炫光膜主要应用于 5G 手机后盖剥离装饰等领域，纳米银膜主要应用于大尺寸、柔性显示触摸屏等领域。截至 2019 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。2019 年，公司功能性薄膜业务实现收入 0.84 亿元，同比上升 11.71%，实现毛利 0.05 亿元，同比下滑 73.12%，2019 年以来，随着公司加大功能性薄膜业务的拓展力度，导电膜的销量有所提高，纳米炫光膜等新产品也取得一定收入，当年功能性薄膜收入有所上升，但公司销售的低毛利导电膜产品较多，同时高阻隔膜处于亏损状态导致公司膜业务毛利下滑较为明显。

ITO 导电膜是该公司于 2010 年开始投资的项目，截至 2019 年末，公司 ITO 导电膜年设计产能为 300 万平方米。2019 年公司 ITO 导电膜销售额为 4,617.43 万元，同比上升 50.72%，销量 40.18 万平方米，同比上升 4.58%。近年来受下游智能手机市场饱和、价格竞争激烈等因素影响，ITO 导电膜业务存在一定压力，对此，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。2019 年公司获得了部分双面功能导电膜订单，相比于以前的单面功能导电膜价格更高，致使当年公司 ITO 导电膜收入明显增长，后续导电膜订单的获取情况还需要根据市场需求和客户技术路线的选择而定。

该公司节能膜于 2017 年全新投产，截至 2019 年末，节能膜年设计产能为 240 万平方米。2019 年公司节能膜销售额为 1,847.38 万元，同比下滑 52.60%，销量 16.51 万平方米，同比下滑 42.03%，公司主要依靠经销商模式拓展节能膜，近年市场拓展情况一般。

高阻隔膜产品方面，该公司前次可转债募投项目“高阻隔膜材料生产基地建设项目”正在推进中，截至 2019 年末该项目已累计投资 2.50 亿元，厂房主体已建设完成，其他配套建筑在建，主生产设备预计 4 月从德国发出 5 月到港，受主生产设备到货时间较最初计划有所延迟的影响，高阻隔膜材料生产基地建设项目进度整体有所调整，预计今年下半年投产。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量子点电视，目前主要通过小批量生产开拓下游客户<sup>12</sup>，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 年和 2019 年分别实现销售收入 142 万元和 590.23 万元，但因目前生产效率较低，高阻隔膜处于亏损状态，2019 年毛利率约-140%。

<sup>12</sup> 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。

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 (%)
2017 年	430 <sup>13</sup>	142.41	131.67	92.46
2018 年	540	83.92	70.92	84.51
2019 年	540	148.49	116.63	78.54

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

2020 年以来，受新冠疫情影响，该公司功能性薄膜生产基地延迟复工，于 2 月 10 日正式复工，目前生产已恢复正常。受公司及下游客户普遍开工延迟的影响，公司功能性薄膜 2020 年一季度产销量受到一定影响，但经与客户沟通，订单可延时交付。受疫情影响，预计 2020 年第一季度公司功能性薄膜收入同比下降超 30%。

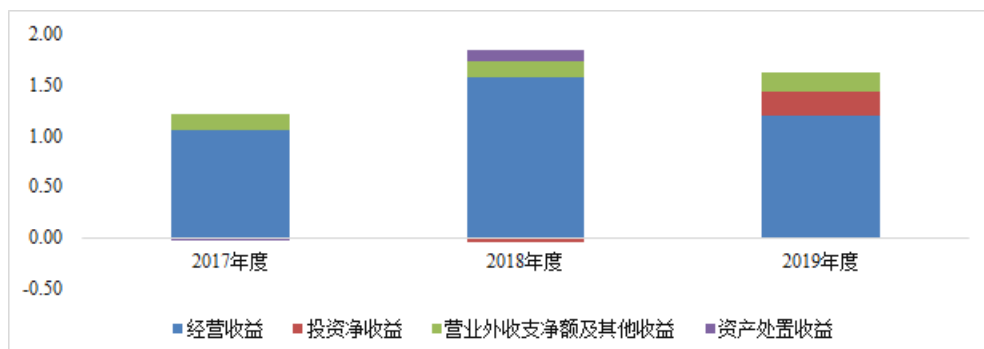
#### D. 纸品贸易业务

该公司贸易业务由全资子公司万顺贸易运营，目前主要为卡纸购销业务。2019 年，公司实现纸品贸易业务收入 11.92 亿元，同比增长 48.01%，实现毛利 0.29 亿元，同比增长 241.82%。凭借多年以来与纸品生产商建立的良好合作关系，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。公司贸易业务上下游客户集中度均较高，其中上游主要为大型造纸厂，采用票据结算，账期一般为 6 个月；公司对下游客户筛选较为严格，采用现金或票据结算，结算周期为 3-4 个月，且需要支付 20% 的预付款。

2020 年以来新冠疫情爆发，对该公司贸易业务的影响主要体现在上游供应商复工延迟以及物流受阻，且影响主要集中在 2 月份，3 月份已经全面恢复，整体看，疫情对公司贸易业务影响不大。

### (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。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

<sup>13</sup> 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。

该公司盈利主要来源于经营收益，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。2019 年公司实现营业收入 44.52 亿元，同比增长 6.80%，主要来自于纸品贸易业务的增长。同期公司实现毛利 5.46 亿元，同比下滑 3.40%，综合毛利率 12.26%，较上年同期下滑 1.29 个百分点，主要是卡纸贸易业务毛利率较低，同时 2019 年公司销售的低毛利导电膜产品较多，高阻隔膜用现有产线生产成本较高，致使 2019 年功能性薄膜业务毛利率大幅下降。

**图表 15. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计（亿元）	32.13	41.69	44.52
毛利率（%）	13.60	13.55	12.26
其中：纸包装材料业务（%）	20.84	21.60	23.82
铝加工业务（%）	12.98	14.98	14.20
功能性薄膜业务（%）	28.07	26.27	6.32
纸品贸易业务（%）	1.02	1.06	2.45
毛利（亿元）	4.37	5.65	5.46
其中：纸包装材料业务（亿元）	1.27	1.28	1.30
铝加工业务（亿元）	2.63	3.91	3.56
功能性薄膜业务（亿元）	0.32	0.20	0.05
纸品贸易业务（亿元）	0.04	0.09	0.29
期间费用率（%）	9.58	8.65	8.48
其中：财务费用率（%）	2.36	1.74	1.43
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>0.57</b>	<b>0.82</b>	<b>0.86</b>
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	<b>0.02</b>	<b>0.09</b>	<b>0.19</b>

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理。

2019 年，该公司期间费用为 3.78 亿元，期间费用率为 8.48%；同期管理费用（含研发费用）为 2.25 亿元，同比增长 8.78%，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所致，同期研发费用为 1.29 亿元。同期，公司财务费用为 0.64 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	2017 年度	2018 年度	2019 年度
投资净收益（亿元）	-0.01	-0.04	0.24
营业外收支净额及其他收益（亿元）	0.15	0.16	0.19
其中：政府补助（亿元）	0.12	0.08	0.16
资产处置收益（亿元）	-0.02	0.12	-0.00

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。2019 年公司营业外收支净额及其他收益为

0.19 亿元，其中政府补助 0.16 亿元。另外，2019 年公司投资净收益 0.24 亿元，主要为处置子公司广东东通文具有限公司（简称“东通文具”）100% 股权获得的投资收益。

受上述因素共同影响，2019 年该公司营业利润为 1.47 亿元，同比下滑 13.58%，净利润 1.23 亿元，同比下滑 12.97%，2019 年公司收入增长主要来自于毛利率较低的贸易业务，公司综合毛利率有所下降，致使净利润同比有所下滑。

### (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、纳米炫光膜等新材料产品市场。

**图表 17. 公司 2020 年~2022 年投融资规划**

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度
资本性支出计划（亿元）	6.00	2.44	1.05
其中：高阻隔膜材料生产基地建设项目（亿元）	3.00	1.06	-
美信公司铝箔生产线建设项目（亿元）	3.00	1.38	1.05
营运资金需求（净额，亿元）	8.18	9.17	10.27
融资安排（净额，亿元）	4.00	9.00	-
其中：权益类融资（亿元）	-	-	-
债务类融资（亿元）	4.00	9.00	-

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华丰二期工程<sup>14</sup>、节能膜项目、长葛市厂房工程<sup>15</sup>、安徽美信铝箔工程及高阻隔膜材料生产基地建设项目，截至 2019 年末，节能膜项目已经全部转入固定资产；华丰二期工程、长葛市厂房工程已基本完成，后续投入不大。未来投资主要集中在安徽美信铝箔工程及高阻隔膜材料生产基地建设项目。其中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 年末累计投资 2.50 亿元，厂房主体已建设完成，其他配套建筑在建，预计今年下半年投产。安徽美信铝箔工程项目即为本次债券募投项目，项目总投资 14.19 亿元，建成后年产 7.20 万吨高精度电子铝箔。

<sup>14</sup> 收购华丰铝业时已在建的项目，2017 年以来已逐渐贡献铝板带产能。

<sup>15</sup> 河南万顺厂区内 5-9 号厂房建设项目，2017 年已基本建设完成投入使用，因项目部分尚未完成结算，故仍记在在建工程项目。

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 年末投资额 <sup>16</sup>
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	2.51
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	2.50
5	美信铝箔工程	2018 年	14.19	7.20 万吨高精度电子铝箔	0.75
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 年末公司实收资本增长至 6.74 亿元。截至 2019 年末，杜成城共持有公司 33.13% 股权，其中被质押的股数为 9,760.13 万股，占其所持有的公司股份的 43.73%，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 36.66% 股权。

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 19. 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	2020.1.13/ 2020.2.26/ 2020.3.10	正常	正常	正常	正常
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.3.13	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	2020.3.13	正常	正常	正常	正常
工商	国家工商总局企业信息公示系统	2020.3.13	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。

<sup>16</sup> 以已取得发票且计入在建工程科目为标准统计。

## 财务

跟踪期内，得益于该公司的经营积累，以及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、加大对外投资力度的影响，公司负债规模维持较高水平。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

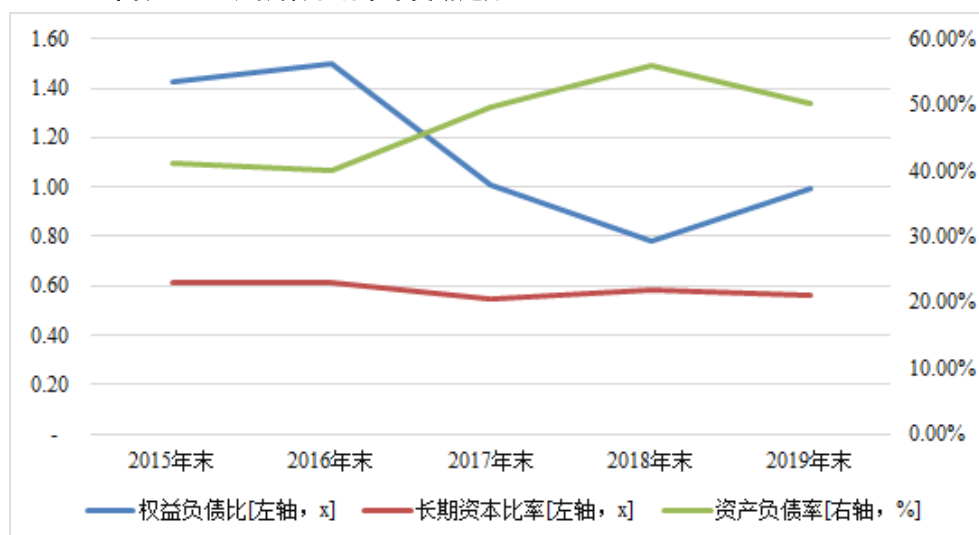
大信会计师事务所有限公司对该公司 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则—基本准则》(2006 版)和财政部颁布的其他各项会计准则。

2019 年该公司收购汕头市光彩新材料科技有限公司(简称“光彩新材料”)17100%股权，同时处置东通文具 100%股权。截至 2019 年末，公司合并报表范围共有 10 家子公司。

### 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

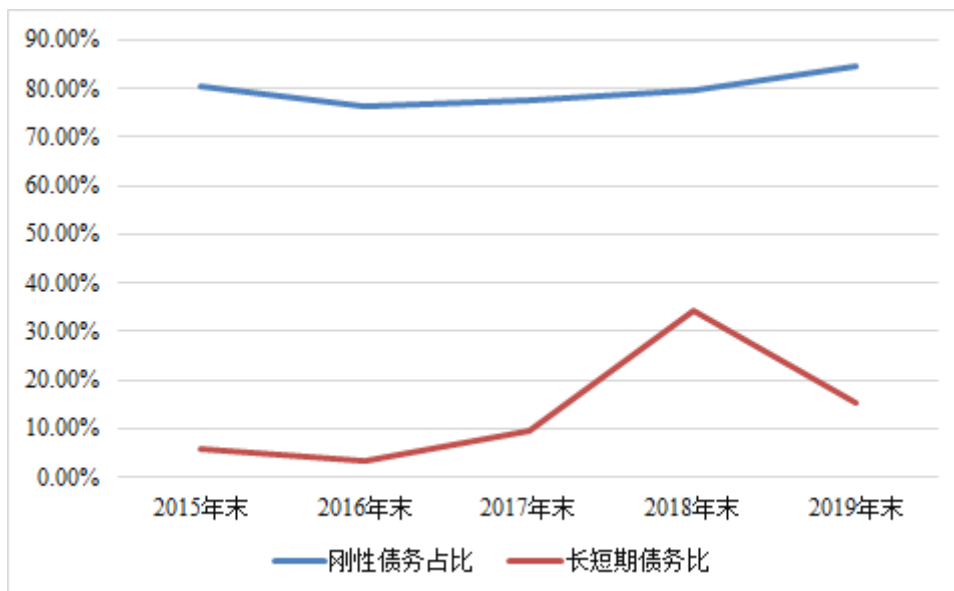
跟踪期内，该公司持续推进功能性薄膜业务、铝箔项目建设、加大投资力度以及新开展纸品贸易业务，导致负债规模维持较高水平，2019 年末公司负债总额为 34.73 亿元，较上年末减少 1.13%，同期末，公司权益负债比为

<sup>17</sup> 2019 年，公司以自有资金 0.70 亿元收购汕头市派亚油墨有限公司 100%股权，后将其更名为汕头市光彩新材料科技有限公司。

0.99 倍，受可转换公司债发行及转股的影响，较上年末有所上升。2019 年末公司所有者权益为 34.46 亿元，较上年末增长 24.92%，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 年末公司资本实力有所增强。

## (2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
刚性债务 (亿元)	14.98	13.91	21.56	28.02	29.37
应付账款 (亿元)	2.42	2.96	2.97	2.90	1.97
其他应付款 (亿元)	0.67	0.67	2.43	3.44	2.59
刚性债务占比 (%)	80.25	76.10	77.68	79.77	84.56
应付账款占比 (%)	12.97	16.22	10.70	8.25	5.66
其他应付款占比 (%)	3.58	3.68	8.75	9.78	7.47

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，2019 年末，公司长短期债务比为 15.18%，2019 年以来随着部分可转债完成转股，当期末长短期债务比有所下降。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。2019 年末，上述四项合计占流动负债总额的比重为 94.90%。其中同期末，公司短期借款余额为 9.81 亿元，主要为抵质押借款、保证借款和信用借款（2019 年末分别为 2.64 亿元、4.87 亿元和 2.30 亿元），其中保证借款为子公司为主体进行融资时由母公司担保；同期末，公司应付票据余额 14.25 亿元，较上年末增长 23.57%，应付账款余额为 1.97 亿元，较上年末减少 32.15%，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，公司应付票据增长明显，其中 2019 年末纸品贸易产生的应付票据 7.55 亿元；同期末公司其他应付款余额为 2.59 亿元，较上年末减少 24.50%，主要系 2019

年1月公司支付了江苏中基的股权转让款10,590万元。

该公司非流动负债主要为长期借款及应付债券。2019年末，公司长期借款余额为3.24亿元，公司长期借款主要为保证借款和质押借款，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、房产等；2019年末长期借款利率约为4.75%。另外，2018年公司成功发行9.50亿元的可转换公司债（“万顺转债”），而2019年以来，部分可转换公司债已经完成转股，2019年末公司应付债券余额下降至1.06亿元。

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

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
<b>短期刚性债务合计</b>	14.33	13.71	19.48	19.39	25.07
其中：短期借款	9.14	8.82	9.21	7.25	9.81
一年内到期长期借款	-	0.35	0.55	0.55	0.97
应付短期债券	-	-	-	-	-
应付票据	5.16	4.48	9.69	11.53	14.25
其他短期刚性债务	0.04	0.06	0.03	0.06	0.05
<b>中长期刚性债务合计</b>	0.65	0.20	2.08	8.63	4.30
其中：长期借款	0.65	0.20	2.08	1.53	3.24
应付债券	-	-	-	7.09	1.06
其他中长期刚性债务	-	-	-	0.01	0.00
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>3.91</b>	<b>4.07</b>	<b>4.48</b>	<b>4.66</b>	<b>4.85</b>

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理。

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，2019年末，公司刚性债务余额为29.37亿元，较上年末增长4.81%。其中，同期末公司短期刚性债务余额为25.07亿元，较上年末增加29.29%，主要系短期借款以及应付票据的增加，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。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年以来，随着部分可转换公司债完成转股，当期末公司应付债券下降至1.06亿元。

图表 23. 截至 2019 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	2.30	4.87	2.64	9.81



借款银行	信用借款	保证借款	抵质押借款	合计
长期借款	-	1.30	1.94	3.24
一年内到期的长期借款	-	0.35	0.62	0.97
<b>合计</b>	<b>2.30</b>	<b>6.52</b>	<b>5.19</b>	<b>14.02</b>

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 2019 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	1.01	-	-	-	-
3%~4% (不含 4%)	0.24	-	-	-	-
4%~5% (不含 5%)	6.59	0.54	0.35	2.35	-
5%~6% (不含 6%)	2.94	-	-	-	-
<b>合计</b>	<b>10.79</b>	<b>0.54</b>	<b>0.35</b>	<b>2.35</b>	<b>-</b>

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业周期 (天)	48.72	49.75	42.19	36.45	33.39
营业收入现金率 (%)	112.25	108.48	100.55	107.83	104.27
业务现金收支净额 (亿元)	4.31	2.19	4.49	6.49	5.08
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.73	-0.93	-1.36	-2.62	-2.98
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	3.58	1.27	3.13	3.86	2.10
EBITDA (亿元)	2.36	2.70	3.27	4.25	4.03
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.16	0.19	0.15	0.15	0.14
EBITDA/全部利息支出 (倍)	4.53	6.53	5.71	5.15	4.71

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，2019 年公司营业收入现金率为 104.27%，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，货款的回收较及时。2019 年公司经营活动产生的现金流净额为 2.10 亿元，净流入规模有所下降，主要系当年外购物料及劳务支付的现金较多，同时支付的票证保证金较多所致。

2019 年该公司营业周期为 33.39 天，营业周期缩短主要是贸易业务占比增高所致。同期公司 EBITDA 为 4.03 亿元，同比减少 5.10%，主要受 2019 年利润总额减少所致。同期 EBITDA 对刚性债务的覆盖程度为 0.14 倍，EBITDA 对利息支出的覆盖程度为 4.71 倍。

## (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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
回收投资与投资支付净流入额	-	-2.22	-2.26	-0.05	-0.16
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	-1.64	-1.28	-0.74	-2.00	-4.69
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	-1.64	-3.52	-3.00	-2.06	-4.85

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和铝加工业务的投资，公司投资活动现金流净额均为净流出状态。2019 年，公司投资活动现金流净额为-4.85 亿元，主要是功能膜项目和美信铝箔项目的持续推进所支出的现金。

依据业务规划，未来该公司将持续在铝箔、铝板带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 27. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
权益类净融资额	5.15	-0.13	-0.18	-3.28	-1.59
其中：永续债及优先股	-	-	-	-	-
债务类净融资额	-5.21	-0.26	0.77	6.03	4.30
其中：现金利息支出	0.58	0.39	0.64	0.64	0.76
筹资环节产生的现金流量净额	-0.06	-0.39	0.59	2.75	2.71

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、债券融资及到期偿付相关的现金流，2019 年公司筹资活动现金流净额为 2.71 亿元，由于 2019 年公司加大银行借款融资力度，当年筹资活动现金流净额仍维持较大金额的净流入状态。

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 2019 年末，公司获得的银行综合授信额度共计 31.15 亿元，尚有 5.52 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，公司未来拟继续采取发行债券等方式对外融资。

#### 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	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	21.89	19.66	28.31	34.82	38.73
	48.26	43.00	50.67	55.52	55.98
其中：货币资金（亿元）	8.51	4.06	5.56	10.42	11.20
应收账款（亿元）	5.72	6.95	9.87	11.00	11.57
存货（亿元）	5.46	6.28	7.02	6.83	5.91
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	23.47	26.06	27.55	27.90	30.46
	51.74	57.00	49.33	44.48	44.02
其中：固定资产（亿元）	14.97	16.43	20.38	20.04	18.74
在建工程（亿元）	3.75	3.12	0.75	0.94	3.56
无形资产（亿元）	1.42	2.06	2.33	2.34	2.42
商誉（亿元）	2.51	3.49	3.32	3.20	3.12
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>6.93</b>	<b>5.31</b>	<b>6.35</b>	<b>6.85</b>	<b>7.67</b>
<b>期末抵质押融资余额（亿元）<sup>18</sup></b>	<b>3.04</b>	<b>2.90</b>	<b>3.50</b>	<b>2.78</b>	<b>4.58</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>15.29</b>	<b>11.60</b>	<b>11.37</b>	<b>10.13</b>	<b>11.09</b>

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理。

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。2019 年末，公司资产总额为 69.19 亿元，较上年末增加 10.33%。从资产构成来看，2019 年末公司流动资产分别占资产总额的比重为 55.98%，公司流动资产占比逐渐提高。

2019 年末，该公司流动资产总额为 38.73 亿元，较上年末增长 11.25%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款及存货构成，2019 年末占流动资产比例分别为 28.92%、29.88% 和 15.26%。2019 年末，公司货币资金余额为 11.20 亿元，其中受限货币资金 2.53 亿元，主要为信用证、银行承兑汇票和借款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。同期末，公司应收账款为 11.57 亿元，较上年末增长 5.19%，主要系应收客户的货款，账龄集中于一年以内，受公司经营规模扩大以及新开展纸品贸易业务的影响，公司应收账款规模持续增长，2019 年末因纸品贸易业务产生的应收账款为 3.59 亿元。同期末，公司存货余额为 5.91 亿元，较上年末减少 13.51%，主要为库存的商品和原材料等（其中 2019 年末贸易业务相关的存货 0.11 亿元）。此外，同期末，公司其他应收款分别为 3.19 亿元，主要系公司应收的员工持股计划资金，其中 2019 年末较上年末增加 22.86%，主要系应收东通文具<sup>19</sup>的部分股权转让款。

<sup>18</sup> 余额不包含一年内到期的非流动负债。

<sup>19</sup> 公司以 0.97 亿元的价格将东通文具 100%股权转让给李伟明先生，截至 2019 年末，尚有 0.47 亿元的股权转让款未收到。

2019 年末，该公司非流动资产总额为 30.46 亿元，较上年末增长 9.18%。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，公司固定资产余额为 18.74 亿元，主要是厂房建筑及机器设备等，2019 年末余额较上年末减少 6.51%，主要系子公司东通文具的转让及计提折旧所致；同期末在建工程余额为 3.56 亿元，较上年末增加 279.25%，主要系公司高阻隔膜项目和美信铝箔工程项目的持续投入；无形资产余额为 2.42 亿元，主要系公司拥有的土地使用权、专利权等；商誉余额为 3.12 亿元，较上年末减少 2.39%，主要系公司收购江苏中基、东通光电及光彩新材料等形成的商誉<sup>20</sup>，2019 年因东通光电计提了 0.07 亿元的商誉减值准备<sup>21</sup>。

2019 年末，该公司受限资产规模 7.67 亿元，占当期资产总额的 11.09%，其中受限货币资金 2.53 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 0.65 亿元，主要系票据质押借款；受限固定资产和无形资产分别为 3.39 亿元和 1.10 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	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率 (%)	123.89	111.03	111.57	132.99	128.43
速动比率 (%)	91.32	73.48	78.29	99.41	97.14
现金比率 (%)	56.19	26.65	27.19	44.74	45.65

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理。

2019 年末，该公司流动比率为 128.43%，速动比率为 97.14%，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，同期末，公司现金比率为 45.65%，公司现金类资产能对即期债务的偿付提供一定的保障。

## 6. 表外事项

截至 2019 年末，该公司的重大未决诉讼主要系子公司江苏中基诉沛县房

<sup>20</sup> 近年来，公司进行了多次收购。2012 年，公司收购江苏中基和江阴中基铝业有限公司（简称“江阴中基”）各 75% 股权，分别形成 2.02 亿元和 0.49 亿元的商誉，2013 年江苏中基吸收合并江阴中基，当期末江苏中基商誉变为 2.51 亿元，其中 2017 年公司对江苏中基计提 0.17 亿元商誉减值准备；2016 年公司收购东通文具 100% 股权，形成 0.16 亿元的商誉，东通文具 2016 及 2018 年均完成业绩承诺，2017 年业绩承诺未完成，目前公司已出售东通文具 100% 股权；2016 年，公司收购东通光电 100% 股权，形成 0.82 亿元商誉，东通光电 2016 及 2017 年均未完成业绩承诺，仅 2018 年完成业绩承诺，已累计计提商誉减值准备 0.19 亿元；2018 年，公司收购万顺新富瑞 51% 股权，万顺新富瑞未完成 2019 年业绩承诺；2019 年，公司收购光彩新材料 100% 股权，形成 0.15 亿元商誉，光彩新材料已完成 2019 年业绩承诺。

<sup>21</sup> 2019 年 1 月 15 日，东通光电与载诚科技签订了《合作经营协议》，东通光电向载诚科技有偿提供在合作期间的全部基础设施、磁控溅射设备及辅助设备，载诚科技每年向东通光电支付相关费用 800 万元。东通光电不再进行功能性薄膜的生产，收入主要来自于载诚科技的租金收入以及利用自身营销平台进行的功能性薄膜销售业务，考虑东通光电运作模式的变化对其后续经营的影响，对其计提商誉减值准备，后续仍存在商誉减值风险。

地产开发有限公司股权转让纠纷案，涉案金额 1,000 万元，2018 年 10 月 16 日，江苏省沛县人民法院做出一审判决，被告沛县华丰房地产开发有限公司于判决生效后十日内赔偿原告江苏中基 1,000 万元；原告江苏中基对被告沛县华丰房地产开发有限公司持有的第三人华丰铝业 20% 的股权在 1,000 万元的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。此外，公司另有未达到重大诉讼披露标准的其他诉讼 5 起，涉案金额合计 196.69 万元，均在审理过程中。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部是纸包装业务和功能膜业务主要的经营主体之一，同时对下属生产性的主要子公司进行经营管理，公司本部拥有一定比例的资产和负债。2019 年末，公司本部资产总额为 38.96 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。同期末公司本部货币资金余额为 4.00 亿元，长期股权投资余额为 18.74 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，公司本部负债总额为 10.46 亿元，其中刚性债务为 7.27 亿元。同期末，公司本部的资产负债率为 26.84%，本部负债经营程度不高。

2019 年，该公司本部实现营业收入为 4.44 亿元，公司本部收入主要来自于纸包装材料业务及光电薄膜分公司的功能性薄膜业务；同期公司本部实现净利润为 0.37 亿元。同期，公司本部实现经营活动现金流净额为 1.39 亿元。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 年末，该公司获得的银行综合授信额度共计 31.15 亿元，尚有 5.52 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）	31.15	13.39	25.63	0.50-5.22% <sup>22</sup>	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-	-

<sup>22</sup> 包括几笔外币授信利率。

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
工农中建交五大商业银行（亿元）	15.88	7.41	13.50	4.50-5.00%	-
其中：大型国有金融机构占比（%）	50.99	55.32	52.66		-

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理（截至 2019 年末）

## 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

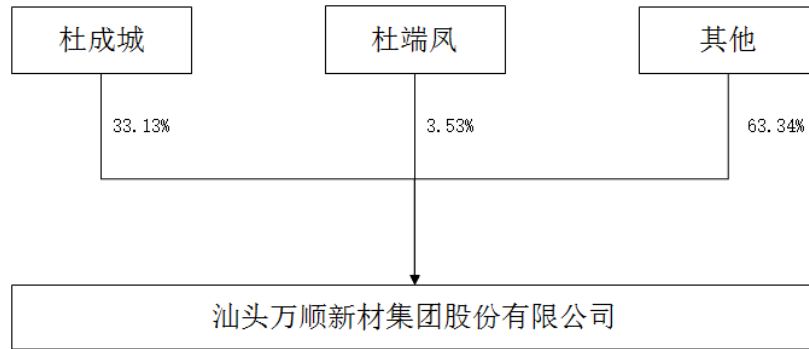
该公司主要从事纸包装材料、铝箔和功能性薄膜三大业务。跟踪期内，受人们健康意识提高及烟草行业政策等影响，公司纸包装业务收入略有下滑；铝加工业务方面，受国外铝价下滑以及出口政策对美国铝箔销量的影响，跟踪期内铝箔收入下滑明显，另外公司铝箔产品出口占比较高，国际贸易环境变化对公司铝箔业务影响较大；功能性薄膜业务技术更迭较快，公司相关业务尚处于发展初期，收入及利润规模尚不大。

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，同时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 导电膜项目下游智能终端市场逐渐饱和，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。此外，2020 年以来受新冠疫情爆发，公司产品的生产、上游原材料供应、物流等方面均受到一定影响，根据 2020 年第一季度业绩预告，公司 2020 年第一季度归母净利润亏损 400.00-850.00 万元。

跟踪期内，得益于该公司的经营积累，以及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、加大对外投资力度的影响，公司负债规模维持较高水平。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。

附录一：

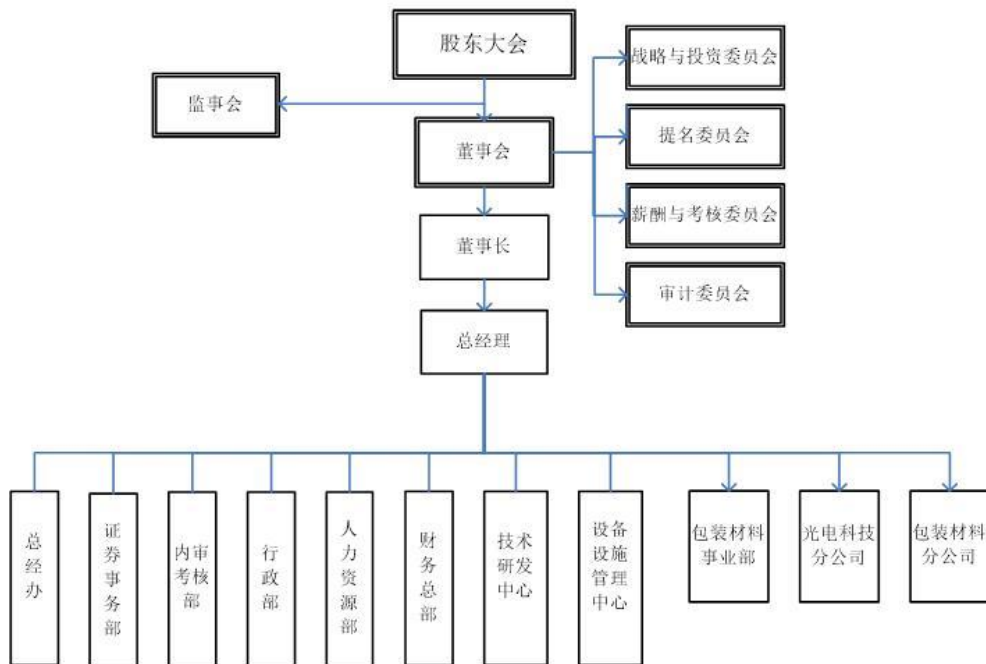
公司与实际控制人关系图



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	2019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	7.27	28.51	4.44	0.37	1.39	1.04
江苏中基复合材料有限公司	江苏中基	核心子公司	100.00%	铝箔	14.51	13.25	18.25	0.84	1.06	2.00
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	-	2.19	1.94	0.13	0.02	0.22
江苏华丰铝业有限公司	华丰铝业	孙公司	60.00% <sup>23</sup>	铝板带	0.00	1.22	5.08	-0.15	0.24	0.25
安徽美信铝业有限公司	美信铝业	孙公司	100.00% <sup>24</sup>	铝板带	0.60	4.38	8.81	0.19	-0.52	0.52
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	-	0.95	0.49	0.07	0.09	0.11

注：根据万顺新材 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

<sup>23</sup> 子公司江苏中基对华丰铝业的持股比例为 60%。

<sup>24</sup> 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]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	55.86	62.71	69.19
货币资金 [亿元]	5.56	10.42	11.20
刚性债务[亿元]	21.56	28.02	29.37
所有者权益 [亿元]	28.10	27.58	34.46
营业收入[亿元]	32.13	41.69	44.52
净利润 [亿元]	0.90	1.42	1.23
EBITDA[亿元]	3.27	4.25	4.03
经营性现金净流入量[亿元]	3.13	3.86	2.10
投资性现金净流入量[亿元]	-3.00	-2.06	-4.85
资产负债率[%]	49.70	56.02	50.20
权益资本与刚性债务比率[%]	130.29	98.43	117.32
流动比率[%]	111.57	132.99	128.43
现金比率[%]	27.19	44.74	45.65
利息保障倍数[倍]	3.03	3.09	2.66
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	42.19	36.45	33.39
毛利率[%]	13.60	13.55	12.26
营业利润率[%]	3.47	4.09	3.31
总资产报酬率[%]	3.42	4.29	3.45
净资产收益率[%]	3.25	5.09	3.97
净资产收益率*[%]	3.72	4.80	4.43
营业收入现金率[%]	100.55	107.83	104.27
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	14.52	14.99	7.46
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.55	5.75	-7.86
EBITDA/利息支出[倍]	5.71	5.15	4.71
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.17	0.14

注：表中数据依据万顺新材经审计的 2017~2019 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]} +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）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 06 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。