

汕头万顺新材集团股份有限公司

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(2020) 010567】

评级对象: 汕头万顺新材集团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<sup>-</sup>

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA<sup>-</sup>

计划发行: 不超过(含)9亿元

本期发行: 不超过(含)9亿元

存续期限: 6年

增级安排: 无

评级时间: 2020年4月22日

发行目的: 项目建设及补充流动资金

偿还方式: 每年付息一次, 到期归还本金和最后一年利息

### 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			
母公司口径数据:			
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
合并口径数据及指标:			
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

### 评级观点

#### 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, 万顺新材资本实力有所增强。此外, 公司与银行保持良好的合作关系, 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。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债务偿付压力。

### 评级关注

- 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很强，并给予本次债券 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

### 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

汕头万顺新材集团股份有限公司（简称“万顺新材”、“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”<sup>1</sup>，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。2019年5月，公司更名为“汕头万顺新材集团股份有限公司”，股票简称变更为“万顺新材”；同年由于实施权益分派方案及部分“万顺转债”完成转股，公司总股本有所增加。截至2019年末，公司股本增至6.74亿股，其中杜成城及其妹妹杜端凤分别持股33.13%和3.53%，杜成城为公司实际控制人。

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。

<sup>1</sup> 2019年5月，公司更名后，股票简称变更为“万顺新材”

## 2. 债项概况

### (1) 债券条款

本次债券发行经该公司 2020 年 3 月 2 日召开的第五届董事会第二次会议审议通过，并经 2020 年 3 月 18 日召开的 2020 年第二次临时股东大会审议通过。公司拟发行规模不超过 9.00 亿元（含 9.00 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:	汕头万顺新材集团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 9.00 亿元（含 9.00 亿元）
本期发行规模:	不超过 9.00 亿元（含 9.00 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，到期归还本金和最后一年利息。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:	本次发行的可转债的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（不包括发行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（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）。
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。 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：万顺新材

目前该公司尚在存续期的债券仅为 2018 年 8 月发行的可转换公司债“万顺转债”，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%。

**图表 2. 公司已发行债券概况**

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）

## (2) 募集资金用途

### A. 项目投资

该公司拟将募集资金中的 6.30 亿元用于年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目的建设。

该项目投资总额为 14.19 亿元，其中一期投资 9.25 亿元，二期投资 4.94 亿元，拟使用募集资金 6.30 亿元。该项目由公司全资孙公司安徽美信铝业有限公司（简称“安徽美信”）实施，项目选址于安徽省濉溪经济开发区樱花西路安徽美信现有厂区，建设铝箔生产车间 35,000 平方米、成品库 10,000 平方米、办公研发楼 5,000 平方米、宿舍楼 5,000 平方米、购置高端生产设备，其中铝箔轧机、分卷机、轧辊磨床等核心设备采用国外引进方式，配套建设环保设施、公用工程等。项目分两期建设，其中一期建设周期 24 个月（2018 年 8 月至 2020 年 8 月），年产 4 万吨高精度电子铝箔；二期建设周期 12 个月（2022 年 8 月至 2023 年 8 月），年产 3.2 万吨高精度电子铝箔，二期项目建设的具体启动时间需根据一期项目投产后的实际运营情况决定。根据公司《年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目可行性研究报告》，一期项目建成达产进入稳定期后，公司预计将年新增营业收入 89,915.00 万元、新增净利润 4,910.00 万元，两期项目全部建成达产进入稳定期后，预计将新增营业收入 161,846.00 万元、新增净利润 10,648.00 万元。

目前公司铝箔生产基地基本处于满产状态，通过本次建设年产 7.2 万吨高精度电子铝箔项目，可以提高公司产能，满足公司业务的长远发展。同时公司目前生产的铝箔主要用于包装领域，而本次安徽美信的铝箔生产线聚焦高精度电子铝箔产品，主要应用于锂离子电池电极材料、片式铝电解电容器电极材料、印制电路板基片材料等新型电子元器件领域，有利于优化公司产品结构，提高高附加值产品比例及产品精细度，进一步提升产品竞争优势，增强公司盈利能力。截至 2019 年末，该项目已累计投入 0.75 亿元<sup>2</sup>，一期工程主厂房预计 4 月

<sup>2</sup> 0.75 亿元为已取得发票且计入在建工程的投入，公司实际已支付 2.13 亿元的项目投资款。

底前完工，其他配套建筑在建，主设备轧机、磨床各到厂 1 台，等其他设备到位后即可进行安装调试。

**图表 3. 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）
年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目	在濉溪县发展和改革委员会 (2018-340621-32-03-022759)	14.19	6.30

资料来源：万顺新材

### B. 补充营运资金

该公司拟将募集资金中的 2.70 亿元用于补充流动资金，以满足公司业务不断发展对营运资金的需求，促进主营业务持续稳健发展。

#### (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

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经济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

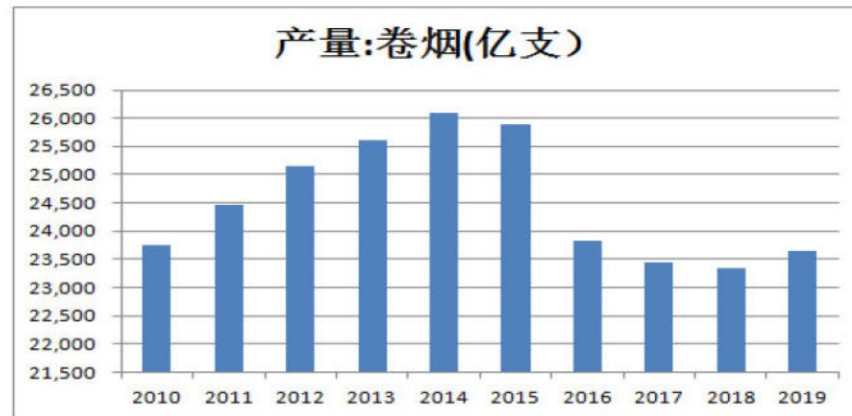
包装材料具备产品保护、附加值提升、便于推广促销等多重功能，在现代社会得到越来越广泛的应用。近年来，我国的包装材料行业获得了长足发展，据中国包装联合会《中国包装行业年度运行报告（2018 年度）》<sup>3</sup>显示，2018 年我国包装行业规模以上企业（年主营业务收入 2,000 万元及以上）累计完成主营业务收入 9,703.23 亿元，同比增长 6.53%，增速比去年同期降低了 2.85 个百分点，其中纸和纸板容器制造占整个包装业主营收入的 30.05%。目前，我国的包装材料行业已经成为一个体量大、门类全的现代工业体系，从总量上讲，我国已是世界第二大包装材料生产国。在我国经济发展的带动下，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。

<sup>3</sup> 2019 年年度数据暂未公布。

图表 4. 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合物蒸镀薄膜等，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、铝加工和功能性薄膜三大业务。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、物流等方面均受到较大影响，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>4</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 5. 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

<sup>4</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。

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
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，2017-2019 年分别占核心业务收入比重为 73.69%、79.68%和 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，同期分别占核心业务收入比重为 22.21%、18.04%和 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分别占核心业务收入比重为 4.11%、2.28%和 2.66%。近年来，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。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 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。2017-2019年，公司纸包装材料业务实现收入分别为6.12亿元、5.91亿元和5.44亿元，实现毛利分别为1.27亿元、1.28亿元和1.30亿元。

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。

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为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99%以上。

**图表 7. 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，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。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。公司拥有较大型的仓库，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 8. 纸包装材料业务原材料采购情况（单位：元/吨、元/万平米）**

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）（万平米）	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 9. 2017 年以来公司纸包装材料主要产品平均价格<sup>5</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。

<sup>5</sup> 以含税价列示。

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>6</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>7</sup>与安徽美信<sup>8</sup>承担。2017-2019年公司铝加工业务分别实现收入20.30亿元、26.09亿元和25.10亿元,同比分别增长37.02%、28.57%和下降3.81%,同期分别实现毛利2.63亿元、3.91亿元及3.56亿元,同比分别增长32.94%、48.35%和下降8.81%。其中,2018年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;同时铝板带业务方面,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,公司铝板带业务逐渐步入正轨,收入及毛利同比大幅增长。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;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。

图表 10. 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>9</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

<sup>6</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>7</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>8</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。

<sup>9</sup> 此处铝板带仅统计对外部客户销售的收入和毛利。



该公司主要生产双零铝箔，近年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。2017-2019 年，公司铝箔产量分别为 7.53 万吨、7.90 万吨和 7.70 万吨，销售分别为 7.68 万吨、8.40 万吨和 7.83 万吨，产销率保持在 100%左右的水平，产能利用率整体处于较高水平。

**图表 11. 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，2018 年及 2019 年，两家公司铝板带合计生产量分别为 9.86 万吨和 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，2018 年及 2019 年，铝板带内部供应量分别为 6.16 万吨及 6.20 万吨；外部销售量分别为 3.70 万吨和 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 12. 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>10</sup>	1.76	1.76	1.71

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

<sup>10</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。

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，2017-2019 年出口占比分别为 65.85%、75.42%和 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 13. 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，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 亿元和 0.38 亿元，分别占当期公司铝箔产品销售总额的 12.32%、11.62%和 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 14. 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>11</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>12</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。2017-2019 年，公司功能性薄膜业务实现收入分别为 1.13 亿元、0.75 亿元和 0.84 亿元，实现毛利分别为 0.32 亿元、0.20 亿元和 0.05 亿元，其中 2018 年以来，由于导电膜在智能终端领域应用减少，公司功能性薄膜收入及毛利均有所下滑；2019 年，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

<sup>11</sup> 同期基准利率 4.35%。

<sup>12</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。

导电膜年设计产能为 300 万平方米。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，2018 年以来 ITO 导电膜业务销售下滑明显 2017-2019 年公司 ITO 导电膜销售额分别为 7,755.33 万元、3,063.59 万元和 4,617.43 万元，销量分别为 90.10 万平方米、38.42 万平方米和 40.18 万平方米。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，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。2017-2019 年公司节能膜销售额分别为 2,190.24 万元、3,897.79 万元和 1,847.38 万元，销量分别为 23.59 万平方米、28.48 万平方米和 16.51 万平方米，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>13</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%。

**图表 15. 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>14</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。

<sup>13</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。

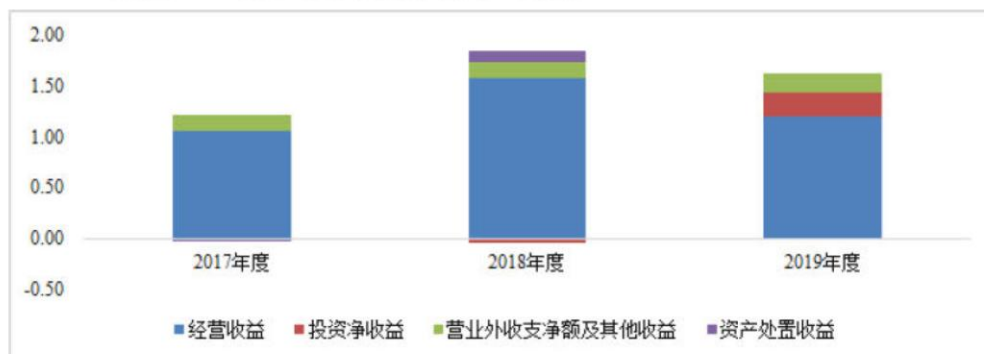
<sup>14</sup> 包括 ITO 导电膜及节能膜，但节能膜自 2017 年全新投产，2017 年内实际生产 9 个月，产能为 180 万平方米。

2017-2019年，公司实现纸品贸易业务收入分别为3.86亿元、8.05亿元和11.92亿元，实现毛利分别为0.04亿元、0.09亿元和0.29亿元。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 16. 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

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。受铝加工业务及纸品贸易业务的带动，公司收入规模呈现逐年增长态势，2017-2019年，公司实现营业收入分别为32.13亿元、41.69亿元和44.52亿元；同期公司实现毛利分别为4.37亿元、5.65亿元和5.46亿元，综合毛利率分别为13.60%、13.55%和12.26%，总体呈现下降态势，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 17. 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

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度
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。

2017-2019 年, 该公司期间费用分别为 3.08 亿元、3.61 亿元和 3.78 亿元, 期间费用率分别为 9.58%、8.65%和 8.48%; 同期管理费用 (含研发费用) 分别为 1.59 亿元、2.07 亿元和 2.25 亿元, 其中 2018 年同比增加 30.18%, 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, 其中同期研发费用分别为 0.78 亿元、1.14 亿元和 1.29 亿元。同期, 公司财务费用分别为 0.76 亿元、0.72 亿元和 0.64 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, 同期公司汇兑净损益分别为-0.18 亿元、0.06 亿元和 0.06 亿元, 面临一定的汇率波动风险。

**图表 18. 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。

近年来, 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 2017-2019 年公司营业外收支净额及其他收益分别为 0.15 亿元、0.16 亿元和 0.19 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。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, 2017-2019 年该公司营业利润分别为 1.11 亿元、1.70 亿元和 1.47 亿元, 净利润分别为 0.90 亿元、1.42 亿元和 1.23 亿元, 其中 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 19. 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>15</sup>、节能膜项目、长葛市厂房工程<sup>16</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，建成后可年产 7.20 万吨高精度电子铝箔。

**图表 20. 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>17</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

<sup>15</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>16</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。

<sup>17</sup> 以已取得发票且计入在建工程科目为标准统计。

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>17</sup>
5	美信铝箔工程	2018 年	14.19	7.20 万吨高精度电子铝箔	0.75
<b>合计</b>		-	<b>27.02</b>	-	<b>10.63</b>

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理（截至 2019 年末）

## 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。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 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。截至 2019 年末，公司共拥有 8 家全资子公司、2 家控股子公司。

除该公司外，杜成城个人还投资了普宁市麒麟万顺养殖场<sup>18</sup>及珠海汇智蓝健投资基金（有限合伙）<sup>19</sup>等公司，上述公司独立运营，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”）<sup>20</sup>、北京众智视创信息技术有限公司（简称“众智视创”）<sup>21</sup>和江苏同辉新材料有限公司（简称“同辉新材料”）<sup>22</sup>发生的功能膜购销业务。截至 2019 年末，公司应收众智同辉的关联方账款余额为 450.49 万元；应付众智同辉的采购款为 104.42 万元，应付众智视创的采购款为 5.05 万元。公司关联交易总

<sup>18</sup> 投资额 500 万元，主要从事生猪养殖业务，目前经营正常。

<sup>19</sup> 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。

<sup>20</sup> 众智同辉为公司参股子公司。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，众智同辉主要生产液晶调光玻璃、调光膜等产品。截至 2019 年末，公司持有众智同辉 19.13% 的股权

<sup>21</sup> 众智视创为众智同辉的子公司。

<sup>22</sup> 同辉新材料为众智同辉的子公司。



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。

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，严格监控呆滞贷款的产生，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 1,010 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；第二期员工持股计划通过二级市场竞价交易方式累计买入公司股票 1,838.01 万股，占公司总股本的 4.18%，成交均价为 11.53 元/股，2019 年 5 月 15 日，公司完成 2018 年年度权益分派，公司第二期员工持股计划持有公司股票的数量调整为 2,187.98 万股，截至评级报告发布日，公司第二期员工持股计划尚未出售任何股票。

### (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。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 21. 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/	正常	正常	正常	正常

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东 (杜成斌)	母公司	核心子公司	存在担保等风 险敞口的非核 心子公司
		2020.3.10				
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

## 财务

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，近年来，公司资本实力有所增强。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，公司负债规模较前几年明显上升，负债率波动上升。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 2017-2019 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。

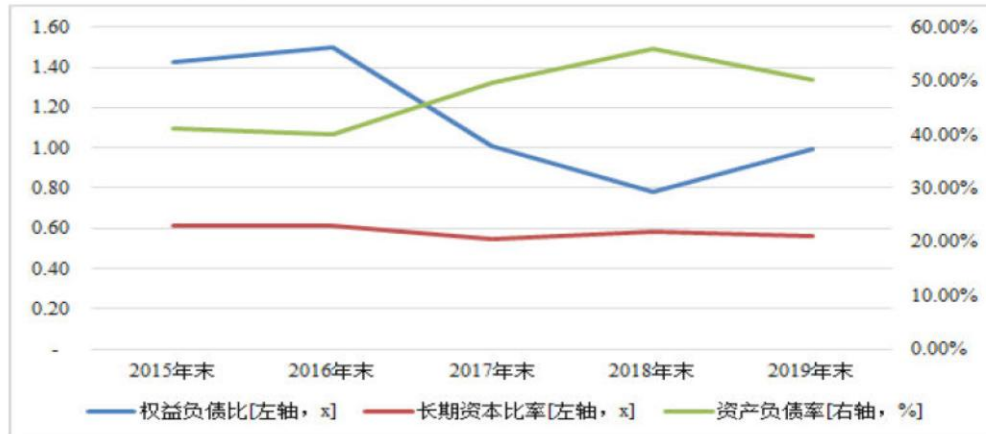
2017 年，该公司新设万顺贸易和上海绿想材料科技有限公司两家全资子公司，并收购安徽美信 100% 股权；2018 年，公司合并报表范围增加 2 家子公司，分别为万顺新富瑞（收购 51% 股权）和万顺金辉业（新设），另外 2018 年公司完成江苏中基剩余 31% 股权的收购，江苏中基成为公司全资子公司；2019 年公司收购汕头市光彩新材料科技有限公司（简称“光彩新材料”）<sup>23</sup>100% 股权，同时处置东通文具 100% 股权。截至 2019 年末，公司合并报表范围共有 10 家子公司。

<sup>23</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。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势

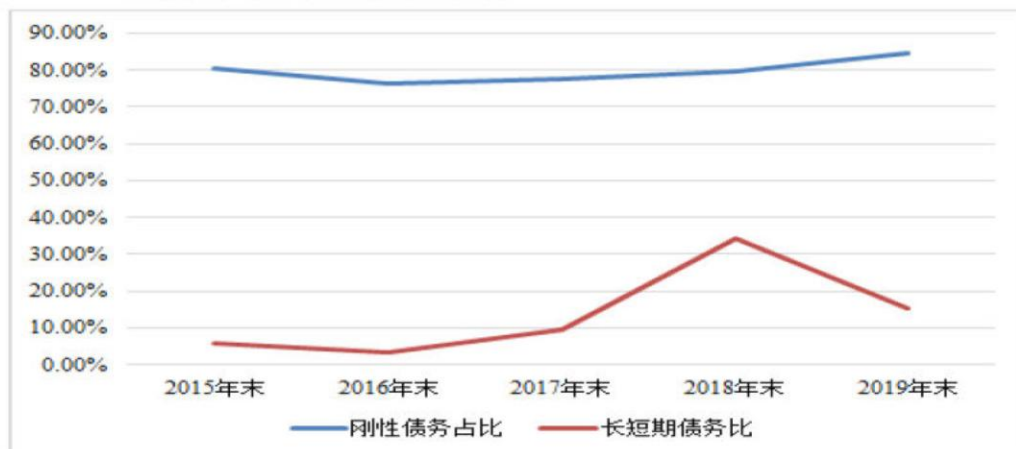


资料来源：根据万顺新材所提供数据绘制

2017年以来，该公司持续推进功能性薄膜业务、扩大铝加工业务规模、加大投资力度以及新开展纸品贸易业务，导致负债水平波动上升，2017-2019年末公司负债总额分别为27.76亿元、35.13亿元和34.73亿元，同期末公司资产负债率分别为49.70%、56.02%和50.20%。同期末，公司权益负债比分别为1.01倍、0.79倍和0.99倍，受可转换公司债发行及转股的影响，波动较大。2017-2019年末公司所有者权益分别为28.10亿元、27.58亿元和34.46亿元，其中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；同期，公司派发现金分红分别为0.22亿元、0.53亿元和0.34亿元。

### (2) 债务结构

图表 23. 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

核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
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，2017-2019 年末，公司长短期债务比分别为 9.43%、34.19%和 15.18%，其中 2018 年随着可转换公司债的成功发行，当期末非流动负债有所增加，导致当期末长短期债务比有所上升；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。2017-2019 年末，上述四项合计占流动负债总额的比重分别为 95.80%、95.93%和 94.90%。其中 2017-2019 年末，公司短期借款余额分别为 9.21 亿元、7.25 亿元和 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，公司应付票据余额分别为 9.69 亿元、11.53 亿元和 14.25 亿元，公司应付账款余额分别为 2.97 亿元、2.90 亿元和 1.97 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分别为 2.43 亿元、3.44 亿元和 2.59 亿元，主要系公司代收员工持股计划的认购款，其中 2018 年其他应付款较上年末增加 41.40%，主要系增加了购买江苏中基少数股权的应付股权款 10,590 万元，2019 年 1 月公司支付了江苏中基的股权转让款，致使 2019 年末公司其他应付款较上年末下降 24.50%。

该公司非流动负债主要为长期借款及应付债券。2017-2019 年末，公司长期借款余额分别为 2.08 亿元、1.53 亿元和 3.24 亿元，长期借款规模呈现波动态势，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 24. 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>	3.91	4.07	4.48	4.66	4.85

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，2017-2019 年末，公司刚性债务余额分别为 21.56 亿元、28.02 亿元和 29.37 亿元。其中，同期末公司短期刚性债务余额分别为 19.48 亿元、19.39 亿元和 25.07 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。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 25. 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
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 26. 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	-

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
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 27. 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，2017-2019年公司营业收入现金率分别为100.55%、107.83%和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，贷款的回收较及时。2017-2019年公司经营活动产生的现金流净额分别为3.13亿元、3.86亿元和2.10亿元，均呈现净流入状态。其中2019年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。

2017-2019年该公司营业周期分别为42.19天、36.45天和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分别为3.27亿元、4.25亿元和4.03亿元，随着利润总额的变化而有所波动。同期EBITDA对刚性债务的覆盖程度分别为0.18倍、0.15倍和0.14倍，EBITDA对利息支出的覆盖程度分别为5.71倍、5.15倍和4.71倍。

#### (2) 投资环节

图表 28. 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

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
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。纸包装材料业务方面，公司收购光彩新材料，向烟包业务的上游企业延伸；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、万顺新富瑞，投资参股众智同辉，丰富功能膜产品品种。2017-2019年，公司投资活动现金流净额分别为-3.00亿元、-2.06亿元和-4.85亿元。

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 29. 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，2017-2019年，公司筹资活动现金流净额分别为0.59亿元、2.75亿元和2.71亿元，其中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；2019年以来，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 30. 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>24</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。2017-2019 年末，公司资产总额分别为 55.86 亿元、62.71 亿元和 69.19 亿元。从资产构成来看，公司流动资产占比逐渐提高，同期末公司流动资产分别占资产总额的比重分别为 50.67%、55.52%和 55.98%。

2017-2019 年末，该公司流动资产总额分别为 28.31 亿元、34.82 亿元和 38.73 亿元。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%。同期末，公司货币资金余额分别为 5.56 亿元、10.42 亿元和 11.20 亿元，其中受限货币资金分别为 1.48 亿元、1.77 亿元和 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，公司应收账款分别为 9.87 亿元、11.00 亿元和 11.57 亿元，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，公司应收账款规模增长较快，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，公司存货余额分别为 7.02 亿元、6.83 亿元和 5.91 亿元，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 2.21 亿元、2.60 亿元和 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>25</sup>的部分股权转让款。

2017-2019 年末，该公司非流动资产总额分别为 27.55 亿元、27.90 亿元

<sup>24</sup> 余额不包含一年内到期的非流动负债。

<sup>25</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。

和 30.46 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 20.38 亿元、20.04 亿元和 18.74 亿元，主要是厂房建筑及机器设备等，其中 2019 年末余额有所减少，主要系子公司东通文具的转让及计提折旧所致；在建工程余额分别为 0.75 亿元、0.94 亿元和 3.56 亿元，其中 2019 年末在建工程大幅上升，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；无形资产余额分别为 2.33 亿元、2.34 亿元和 2.42 亿元，主要系公司拥有的土地使用权、专利权等；商誉余额分别为 3.32 亿元、3.20 亿元和 3.12 亿元，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>26</sup>，其中 2018 年和 2019 年因东通光电分别计提了 0.12 亿元和 0.07 亿元的商誉减值准备<sup>27</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 31. 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。

2017-2019 年末，该公司流动比率分别为 111.57%、132.99%和 128.43%，速动比率分别为 78.29%、99.41%和 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，公司现金比率分别为 27.19%、44.74%和 45.65%，其中 2018 年现金比率明显上升，主要因当年公司发行“万顺转债”募集较多资金所致，公司现金类资产能对即期债务的偿付提供一定的保障。

<sup>26</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>27</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。

## 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沛县房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。2017-2019 年末，公司本部资产总额分别为 29.14 亿元、37.94 亿元和 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分别为 2.05 亿元、1.10 亿元和 4.00 亿元，长期股权投资余额分别为 11.88 亿元、16.86 亿元和 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，公司本部负债总额分别为 9.31 亿元、15.44 亿元和 10.46 亿元，其中刚性债务分别为 5.29 亿元、11.05 亿元和 7.27 亿元。同期末，公司本部的资产负债率分别为 31.96%、40.71%和 26.84%，本部负债经营程度不高。

2017-2019 年，该公司本部实现营业收入分别为 6.29 亿元、4.88 亿元和 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，其中 2017 年公司本部收入规模较大，主要系万顺贸易成立于 2017 年 3 月，经营之初，贸易业务暂由本部承接经营，2017 年 10 月起才独立由万顺贸易对外开展，因此 2017 年公司本部收入包括部分贸易收入，2018 年以来本部未再开展贸易业务；同期公司本部实现净利润分别为 0.42 亿元、0.56 亿元和 0.37 亿元。同期，公司本部实现经营活动现金流净额分别为 0.38 亿元、-0.73 亿元和 1.39 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 32. 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>28</sup>	-
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）	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）

## 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。本次债券设置了赎回条款及回售条款，其中回售条款约定，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（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，2017-2019 年，公司实现营业收入分别为 32.13 亿元、41.69 亿元及 44.52 亿元，实现净利润分别为 0.90 亿元、1.42 亿元及 1.23 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。

<sup>28</sup> 包括几笔外币授信利率。

## (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，2017-2019 年公司营业收入现金率分别为 100.55%、107.83%及 104.27%，现金回笼能力较强。同期公司经营产生的现金流净额分别为 3.13 亿元、3.86 亿元及 2.10 亿元，近年来公司经营现金均呈现净流入状态，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、铝加工和功能性薄膜三大业务。纸包装业务为公司传统业务，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有所下滑；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，同时随着铝板带产能的释放，铝加工业务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。

近年来，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。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，公司负债规模明显上升公司债务以刚性债务为主，且流动负债占比高，债务结构不合理。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。

## 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，在本次公司债存续期（本次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，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。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。

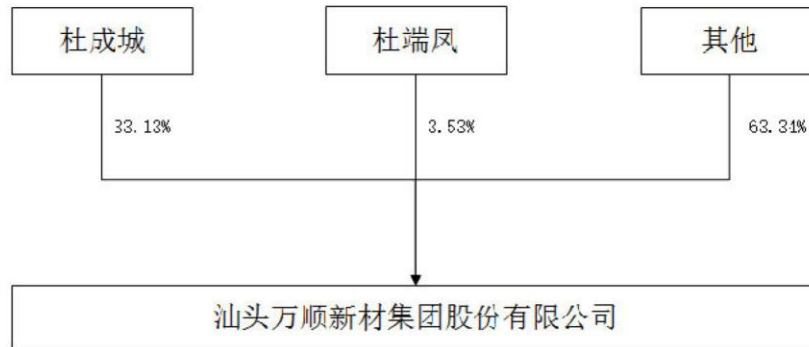
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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：

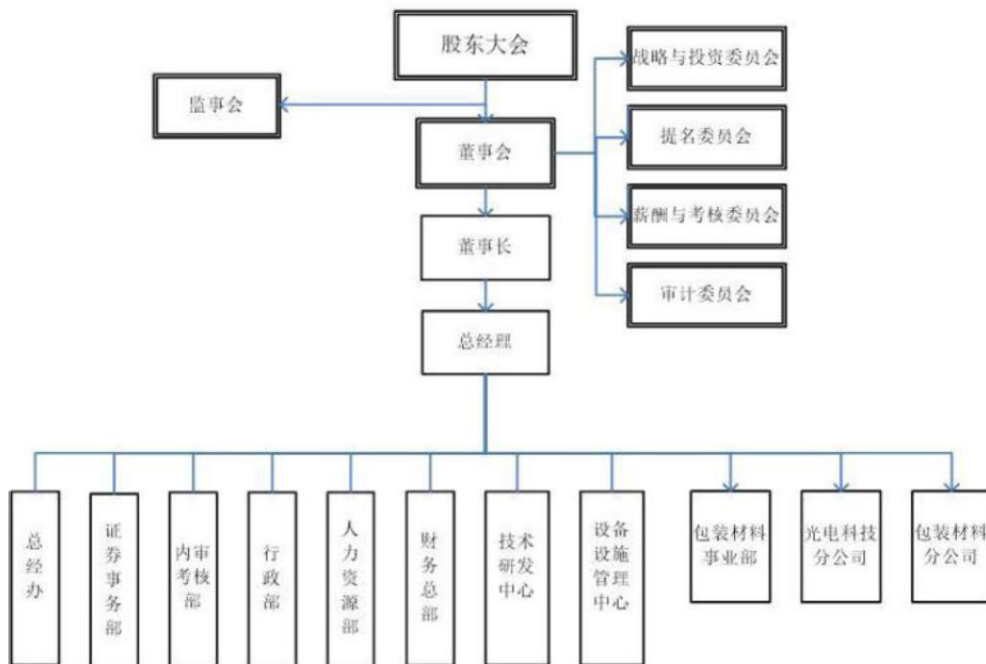
公司与实际控制人关系图



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>29</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>30</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>29</sup> 子公司江苏中基对华丰铝业的持股比例为 60%。

<sup>30</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)+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》（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。

## 关于认可7家信用评级机构能力备案的公告

发布时间: 2013-10-17 分享到: 【字体: 大 中 小】

保监公告〔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〕61号)的规定, 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
- 东方金诚国际信用评估有限公司
- 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 信用评级机构信用评级能力认可材料清单表

报告单位 (加盖公章)	报告事项	报告日期	材料清单	公司报送
上海新世纪资信评估投资服务有限公司	信用评级机构信用评级能力认可材料清单表	2013年8月25日	文件齐备日期	
公司	1. 书面报告			✓
报告	2. 承诺书			✓
材料	3. 组织架构及专业团队说明			✓
清单	4. 管理制度及信息系统说明			✓
	5. 操作规范说明			✓
	6. 证明文件			✓
	7. 报送材料电子文档光盘			✓
备注				

中国保监会基金运用  
备案印章  
2013年10月9日第157号

注: 文件齐备日期及备注栏, 由中国保监会填写。

# 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《保险公司投资企业债券管理暂行办法》（保监发[2003]74号）第二条的有关规定，经研究决定，增加上海新世纪投资服务有限公司为保监会认可的信用评级机构。保险公司可以买卖经该公司评级在AA级以上的企业债券。

特此通知



# 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。

经办人：



上海市工商行政管理局



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，需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。有效期延长时间不超过6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、行政法规规定需报经审批内容，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，应另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：

*张景荣*

签收日期：2004年8月2日

# 全国性社会统一票据

国财 01403

电子票号: 1600272492

财政部监制

交款单位或个人: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

票据编号: 000E19C731A1A1ABE38E  
No. 1600272492  
2016年08月03日



项目编码	项目名称	单位	标准	金额(元)
06001	会费		630,000.00	630,000.00
金额合计(小写)				630,000.00
金额合计(大写)				陆拾叁万元整

收款单位(盖章):

收款人(章):

管理员

支票号:

签名: \_\_\_\_\_

第二联 收据

日期: \_\_\_\_\_



# 中国银行间市场交易商协会

## 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/Tel: 86 10 66539000 传真/Fax: 86 10 66539100  
网址/Website: www.nafmii.org.cn

### 中国银行间市场交易商协会 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《中国银行间市场交易商协会章程》、《中国银行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整。缴费后请登录协会会员信息管理系统（<http://huiyuan.nafmii.org.cn>）填写会费缴纳回执。工作中如有疑问，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

中国银行间市场交易商协会  
二〇一六年二月二十六日





# 营业执照

(副本)

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】

## 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



# 营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180124

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】



登记机关

2016年08月18日



# 中国证券监督管理委员会

证监机构字[2007]250号

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

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。



主题词：证券市场 资信评级 批复

抄送：国家工商总局，中国人民银行，中国证监会，上海、深圳专员办，各证监局，期货交易所，中国证券投资基金业协会，中国

分送：证监会领导，国家工商总局，中国人民银行，中国证监会，上海、深圳专员办，各证监局，期货交易所，中国证券投资基金业协会，中国

证监办公厅，发行部，公众公司办，市场部，机构部，上市部，基金部，期货部，稽查一局，稽查二局，法律部，会计部，国际部，存档。

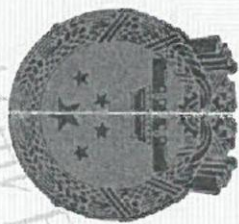
证监办公厅

打字：邹晓光

校对：张倩

共印40份

2007年10月9日印发



中华人民共和国

# 证券市场资信评级业务许可证



公司名称：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

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

中国证券监督管理委员会(公章)

2012年11月2日

信息公开

新闻发布 | 人民币 | 国际汇率 | 跨境贸易 | 跨境投融资 | 跨境支付 | 跨境征信

货币政策 | 货币市场 | 金融政策 | 金融创新 | 金融监管 | 金融统计 | 金融标准

金融稳定 | 信用评级 | 征信管理 | 市场动态 | 网上展厅 | 银行会计 | 支付体系

反洗钱 | 征信管理 | 征信管理 | 征信管理 | 征信管理 | 征信管理 | 征信管理

征信管理 | 征信管理 | 征信管理 | 征信管理 | 征信管理 | 征信管理 | 征信管理

征信管理 | 征信管理 | 征信管理 | 征信管理 | 征信管理 | 征信管理 | 征信管理

服务互动

公开目录 | 公告信息 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询

在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询

在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询

在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询

在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询

在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询 | 在线咨询

首页

2014年4月30日 星期三

当前位置: 首页 / 征信管理 / 征信管理 / 信用评级机构

搜索

系统控制

### 评级结果可以在银行间债券市场使用的评级机构名单



序号 六三六

名称来源: 征信管理局

2011-07-13 17:25:40

红红红

蓝蓝蓝

大公国际资信评估有限公司

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

联合资信评估有限公司

中诚信国际信用评级有限责任公司

东方金诚国际信用评级有限公司

Email: 投诉:

发送

打印本页 关闭窗口

# 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，深圳经济特区分行：

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责任公司、深圳市资信评估公司、云南资信评估事务所、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，请各机构遵照执行。



主题词：金融市场管理 企业债券 资信资格 通知

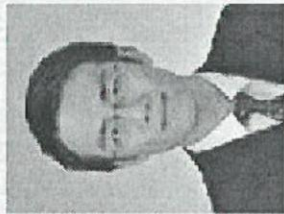
抄送：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限责任公司  
内部发送：办公厅、非银行司、银行司、稽核局、条法司

打字：刘 姝 校 对：卢志诚 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

# 中国证券业执业证书

执业注册记录



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



2018年11月19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



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



2018年11月19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。