

汕头万顺新材集团股份有限公司

及其发行的万顺转债与万顺转 2

# 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(2021)100155】

**评级对象:** 汕头万顺新材集团股份有限公司及其发行的万顺转债与万顺转2

	万顺转债	万顺转2
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
<b>本次跟踪:</b>	AA/稳定/AA/2021年6月7日	AA/稳定/AA/2021年6月7日
<b>前次跟踪:</b>	AA/稳定/AA/2020年4月22日	—
<b>首次评级:</b>	AA/稳定/AA/2018年4月16日	AA/稳定/AA/2020年4月22日

### 主要财务数据及指标

项 目	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	1.10	4.00	3.02	2.17
刚性债务	11.05	7.27	14.77	14.79
所有者权益	22.49	28.51	30.55	29.69
经营性现金净流入量	-0.73	1.39	1.44	1.44
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	62.71	69.19	82.80	82.90
总负债	35.13	34.73	45.90	46.90
刚性债务	28.02	29.37	40.26	41.20
所有者权益	27.58	34.46	36.90	36.00
营业收入	41.69	44.52	50.69	14.08
净利润	1.42	1.23	0.68	0.06
经营性现金净流入量	3.86	2.10	3.17	-1.32
EBITDA	4.25	4.03	3.25	—
资产负债率[%]	56.02	50.20	55.43	56.57
权益资本与刚性债务 比率[%]	98.43	117.32	91.66	87.39
流动比率[%]	132.99	128.43	141.98	140.40
现金比率[%]	44.74	45.65	63.23	54.41
利息保障倍数[倍]	3.09	2.66	1.81	—
净资产收益率[%]	5.09	3.97	1.90	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	14.99	7.46	9.93	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	5.75	-7.86	-7.45	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.15	4.71	3.96	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.14	0.09	—

注:根据万顺新材经审计的2018~2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

翁斯喆 wsz@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与万顺转2的跟踪评级反映了2020年4月以来万顺新材在业务多样性、研发能力、资本实力和融资渠道等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在项目投资及产能释放、贸易环境变化、经营业绩、成本控制、新业务开展、即期债务偿付、可转债转股等方面继续面临压力。

#### 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,公司产品种类较齐全,下游涉及烟草、食品、药品以及电子产品等行业,应用领域较为广泛。
- **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190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债完成转股,2020年末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,同时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

比进一步下降，另需关注欧美贸易环境变化对公司铝箔出口业务的影响。

- **经营业绩下滑及成本控制压力。**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。另外 2021 年以来纸价持续攀升，对公司纸包装材料业务利润影响较大。
- **功能性薄膜业务面临技术更替风险及市场前景不及预期的风险。**万顺新材将功能性薄膜作为未来发展重点，该业务科技含量较高，有一定的技术门槛，但面临技术更替风险，公司节能膜产品尚处于市场开发阶段，阻隔膜项目处于在建状态，膜业务未来前景存在不确定性。
- **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。
- **可转债转股不达预期风险。**万顺新材可转债转股情况需持续关注，若转股情况不理想，则需要偿还相关债券本息，将增加公司刚性债务负担。

## ➤ 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；本评级机构维持公司 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，并维持上述可转换公司债 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 及其发行的万顺转债与万顺转 2

# 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与万顺转 2 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 2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对万顺新材的财务状况、经营情况、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，2018 年 7 月公司发行本金为 9.50 亿元的万顺转债，期限 6 年，转股日期为 2019 年 1 月 28 日至 2024 年 7 月 20 日。截至 2021 年 3 月末，尚未转股的金额为 1.29 亿元，未转股比例为 13.57%，最新转股价为 5.27 元/股。此外，经中国证监会证监许可[2020]2844 号文核准，公司获准公开发行 9.00 亿元（900 万张）可转换公司债，2020 年 12 月 11 日公司发行本金为 9.00 亿元的万顺转 2，期限 6 年，转股日期为 2021 年 6 月 17 日至 2026 年 12 月 10 日，最新转股价为 6.20 元/股。截至 2021 年 3 月末，公司债券市场注册发行债务融资工具情况如图表 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）	发行利率 <sup>1</sup> （%）	起息日	本息兑付情况
万顺转债	9.50	1.29	6 年	0.40	2018.7.20	正常
万顺转 2	9.00	9.00	6 年	0.40	2020.12.11	正常

资料来源：万顺新材（截至 2021 年 3 月末）

万顺转债募集资金主要用于高阻隔膜材料生产基地建设项目及补充流动资金，截至 2021 年 3 月末已累计使用募集资金 7.24 亿元，募集资金均按照规定用途使用，其中高阻隔膜材料生产基地建设项目已使用募集资金 5.15 亿元。目前项目厂房建设基本完成，配套装修工程正在进行，办公楼、侯工楼主体结构封顶，正进行建筑内外墙砌筑及装饰、水电及消防安装；主设备电子束真空卷绕镀膜设备尚在进行调试，配套设备涂布机、分切机完成安装、正在调试。项目计划 2021 年 6 月 30 日达到预定可使用状态，目前主设备调试出现的问题尚需一段时间才能解决，公司持续积极与海外设备供应商沟通，争取国外专家来现场或通过线上方式增强调试精准度，但仍存在可能无法如期达到可使用状

<sup>1</sup> 第一年 0.40%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。

态的可能性，届时公司将根据相关法律法规、规范性文件及时履行相关延期申请程序并披露。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。

万顺转 2 募集资金主要用于年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目及补充流动资金，截至 2021 年 3 月末已累计使用募集资金 5.70 亿元，募集资金均按照规定用途使用，其中年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目使用募集资金 3.18 亿元。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，项目预计总投资 14.19 亿元，其中一期投资 9.25 亿元、二期投资 4.94 亿元，目前一期工程正在建设中，项目主体厂房已基本完工，配套地坪正在施工；成品库钢构基本完成；主设备五台铝箔轧机中一台轧机已完成无负荷调试进入有负荷调试阶段，一台轧机正在进行无负荷调试，剩余三台也将陆续安排调试；其他配套设备正在进行安装调试工作，计划 2021 年 6 月 30 日达到预定可使用状态，但仍存在可能无法如期达到可使用状态的可能性，届时公司将根据相关法律法规、规范性文件及时履行相关延期申请程序并披露。二期工程建设的具体启动时间根据一期项目投产后的实际运营情况决定。该项目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，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，该项目投资总回收期（税后）为 14.83 年，内部收益率（税后）为 6.58%。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。



2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好；消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续

但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## (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。

### 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（2019 年度）》<sup>2</sup>显示，2019 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 10,032.53 亿元，同比增长 1.06%，增速比去年同期降低了 5.47 个百分点；利润总额 526.76 亿元，同比增长 4.28%，增速比去年同期提高了 2.36 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 26.96%。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。

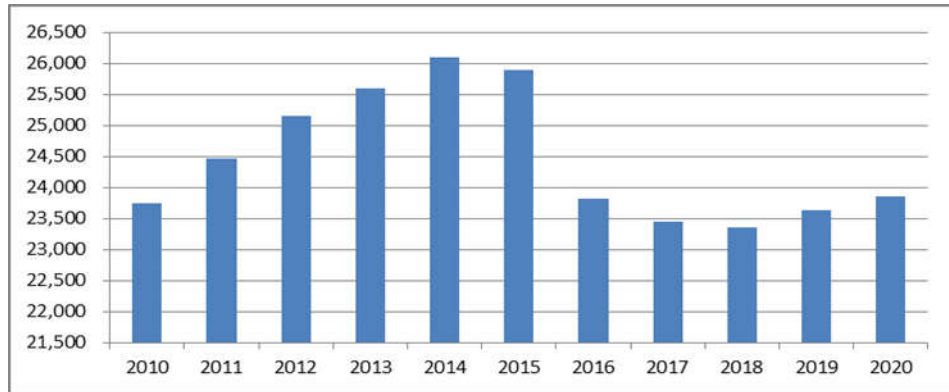
纸包装行业方面，根据中国包装联合会《纸和纸板容器行业经济运行简报》数据显示，2019~2020 年及 2021 年 1~3 纸和纸板容器制造行业实现营业收入分别为 2,897.17 亿元、2,884.74 亿元和 741.33 亿元，同比分别下降 3.15%、2.53% 和增长 34.78%；实现利润总额分别为 138.94 亿元、144.25 亿元和 29.06 亿元，同比分别下降 4.95%、增长 3.99% 和 45.67%。2019 年全国纸制品包装完成产量 7,219.16 万吨，同比增长 1.96%，箱纸板完成产量 1,301.56 万吨，同比增长 6.62%。纸包装行业内，中小企业较多，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

<sup>2</sup> 2020 年年度数据暂未公布。

亿支下降至 2018 年的 2.34 万亿支，2019 年起全国卷烟产量逐年小幅回升，2019~2020 年全年卷烟产量分别为 2.36 万亿支和 2.39 万亿支，同比分别上升 1.22%和 0.94%，关注后期行业变动情况。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，2018 年 9 月，国务院办公厅印发《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020 年）》，要求壮大绿色消费，推动绿色流通发展，倡导流通环节减量包装，使用可降解包装。2019 年 5 月国家发布《绿色包装评价方法与准则》，正式定义“绿色包装”的内涵，针对绿色包装产品低碳、节能、环保、安全的要求规定了绿色包装评价准则、评价方法、评价报告内容和格式。2020 年 1 月，国家发展改革委、生态环境部发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，提出到 2022 年底一次性塑料消费量明显减少。

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。根据中研普华产业研究院数据，2018~2020 年中国铝箔包装行业消费量分别约为 95 万吨、103 万吨和 108 万吨，从人均消费量来看，我国与发达国家相比还有很大差距，2020 年中国铝箔包装人均消费量约 0.77kg，西欧和美国地区人均消费量约 1.26kg 和 1.20kg，整体看我国包铝箔包装行业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。根据中研普华产业研究院数据，2020 年用于烟草包装的铝箔占包装用铝箔总量的约 24.10%，食品包装约占 21.90%，药品包装约占 16.70%。

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。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。

## 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波动，纸张等原材料价格上涨使得业务盈利能力下降；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，公司铝箔收入虽有所增长但毛利率同比出现下滑，需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，部分产品因产量较低导致收入成本出现倒挂。

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。铝加工业务是公司最主要的收入来源，但随着纸品贸易业务收入的逐渐增长，公司纸包装材料、铝加工业务和功能性薄膜业务收入占比均逐年下降。2020 年公司纸包装材料、铝加工业务、功能性薄膜业务和纸品贸易收入占营业收入比重分别为 10.00%、50.59%、0.99%和 34.25%。

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

### (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

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一 季度	2020 年第一 季度
营业收入合计（亿元）	41.69	44.52	50.69	14.08	10.68
其中：核心业务营业收入（亿元）	32.75	31.37	31.21	8.19	6.96

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一 季度	2020 年第一 季度
在营业收入中所占比重 (%)	78.56	70.47	61.58	58.18	65.23
其中：(1) 纸包装材料业务	5.91	5.44	5.07	1.12	0.91
在核心业务收入中所占比重 (%)	18.04	17.33	16.23	13.68	13.10
(2) 铝加工业务	26.09	25.10	25.64	7.02	6.00
在核心业务收入中所占比重 (%)	79.68	80.00	82.16	85.70	86.22
(3) 功能性薄膜业务	0.75	0.84	0.50	0.05	0.05
在核心业务收入中所占比重 (%)	2.28	2.66	1.61	0.62	0.68
其中：其他收入——纸品贸易业务	8.05	11.92	17.36	5.44	3.30
毛利率 (%)	13.55	12.26	9.56	7.68	6.83
其中：纸包装材料业务 (%)	21.60	23.82	22.30	20.23	22.29
铝加工业务 (%)	14.98	14.20	11.44	9.24	7.33
功能性薄膜业务 (%)	26.27	6.32	3.77	-32.85	-14.82
纸品贸易业务 (%)	1.06	2.45	2.08	2.10	1.09

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。2020 年因新冠肺炎疫情爆发，对公司一季度的生产销售产生负面影响，导致 2020 年全年纸包装材料业务收入下滑，并由于基数较低导致 2021 年第一季度收入同比上升，但由于原材料价格上涨，2020 年和 2021 年第一季度业务毛利率持续下降。2020 年和 2021 年第一季度公司纸包装材料业务实现收入分别为 5.07 亿元和 1.12 亿元，同比分别下降 6.85% 和增长 22.89%，实现毛利率分别为 22.30% 和 20.23%，同比分别减少 1.52 个百分点和 2.07 个百分点。

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。

跟踪期内，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 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，2020 年产销率为 103.41%。

**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
2018 年	8.00	4.28	4.41	102.99	53.56
2019 年	8.00	3.94	4.03	102.28	49.25
2020 年	8.00	3.98	4.12	103.41	49.74
2021 年第一季度	2.00	0.98	0.89	91.39	48.81

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。2020 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 48.65%，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 45-90 天，采用现金或票据结算。

原材料价格方面，2020 年因疫情影响，该公司烟包白卡纸价格出现下降，但 2021 年一季度由于造纸原材料价格上升导致烟包白卡纸价格反弹，预计后续价格将维持高位。原膜方面，2020 年以来由于铝价持续上升，导致原膜（铝箔）价格持续上升，目前处于较高水平，原膜（转移复合膜）价格略有下降。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，受全球新冠肺炎疫情影响，2021 年以来大宗商品价格持续增长，公司纸包装材料业务原材料采购价格上升趋势较明显，后续成本控制压力加大。

**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	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年第一季度	
	采购数量	采购单价	采购数量	采购单价	采购数量	采购单价	采购数量	采购单价
烟包白卡纸（吨）	42,868.67	7,713.40	35,496.50	7,629.48	38,709.35	7,204.57	7,190.78	7,586.27
原膜（铝箔）（吨）	575.36	26,413.00	708.96	21,758.13	597.87	23,934.40	145.29	26,264.11
原膜（镀铝膜）（吨）	45.83	18,458.50	95.29	15,616.47	37.21	20,013.15	—	—
原膜（转移/复合膜）（万米）	22,022.55	7,207.35	18,110.07	6,708.44	18,591.67	6,522.06	5,488.24	6,113.23

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，2020 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比重为 52.79%。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. 公司纸包装材料主要产品平均价格（单位：万元/吨，含税价）**

产品	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
转移纸	1.66	1.64	1.51	1.49
复合纸	1.22	1.22	1.08	1.12

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。自公司成立以来，未发生因环保导致的受处罚事件。

### 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>3</sup>承担，铝板带业务主要由江苏中基子公司江苏华丰铝业有限公司（简称“华丰铝业”）和安徽美信<sup>4</sup>承担。2020 年和 2021 年第一季度，公司铝加工业务实现收入分别为 25.64 亿元和 7.02 亿元，同比分别增长 2.16%和 16.96%，同期实现毛利率分别为 11.44%和 9.24%，同比分别减少 2.76 个百分点和增加 1.91 个百分点。其中 2020 年主要由于铝价国内外价差波动影响公司利润空间。

**图表 8. 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
2018 年	铝箔	19.60	17.44	3.17	26.80
	铝板带	5.30	100.00	0.74	428.57
2019 年	铝箔	17.21	-12.19	2.42	-23.66
	铝板带	6.38	20.38	1.14	54.05
2020 年	铝箔	16.09	-6.48	2.00	-17.29
	铝板带	8.44	32.20	0.48	-13.42
2021 年第一季度	铝箔	4.20	6.54	0.37	-8.47
	铝板带	2.62	40.06	0.17	1,252.71

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 2020 年末，公司铝箔设计年产能为 8.30 万吨，拥有 10 条生产线。2020 年和 2021 年第一季度，公司铝箔产量分别为 7.74 万吨和 1.84 万吨，销量分别为 7.91 万吨和 1.91 万吨，产销率保持较好水平，产能利用率整体尚可。

<sup>3</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，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>4</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 9. 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
2018 年	8.30	7.90	8.40	106.33	95.18
2019 年	8.30	7.70	7.83	101.69	92.77
2020 年	8.30	7.74	7.91	102.20	93.25
2021 年第一季度	2.08	1.84	1.91	103.80	88.46

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，2020 年，两家公司铝板带合计生产量分别为 11.43 万吨和 2.65 万吨，同比有所增长。公司铝板带首先向江苏中基供应，其余产品对外销售，同期铝板带内部供应量分别为 6.43 万吨和 1.68 万吨；外部销售量分别为 5.00 万吨和 0.97 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，2020 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 46.71%，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，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。2020 年由于国内外铝价价格波动大，对公司盈利产生一定影响。

**图表 10. 铝板带采购情况**

铝板带	2018 年	2019 年	2020 年
采购量（万吨）	7.88	8.52	8.65
采购单价（万元/吨） <sup>5</sup>	1.76	1.71	1.68

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，其余客户主要为铝箔、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

<sup>5</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。

箔出口占比较高，2020年出口占比为67.77%。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，2020年铝箔业务前五大客户销售额占铝箔销售总额的比重为23.36%，客户集中度尚不高。

**图表 11. 公司铝箔和铝板带销售情况（单位：万元/吨、万吨）**

产品		2018年	2019年	2020年
铝箔	出口数量	6.26	5.18	5.46
	其中：出口美国	0.92	0.18	0.16
	出口单价	2.36	2.20	2.00
	国内销售数量	2.14	2.65	2.45
	国内销售单价	2.25	2.18	2.12
铝板带	销售量	3.70	4.94	5.00
	销售单价	1.43	1.29	1.82

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20-30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，2020年8月公司收到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的相关文件，按上述反倾销保证金率、反补贴税率执行。2018-2020年公司铝箔产品出口美国的金额分别为2.28亿元、0.38亿元和0.32亿元，分别占当期公司铝箔产品销售总额的11.62%、2.24%和1.99%。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的影响。

**图表 12. 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
2018 年	14.77	6.26	2.28	0.92
2019 年	11.40	5.18	0.38	0.18
2020 年	10.90	5.46	0.32	0.16

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

### 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>6</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 2020 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。2020 年和 2021 年第一季度，公司功能性薄膜业务实现收入分别为 0.50 亿元和 0.05 亿元，同比分别下降 39.89%和增长 7.55%，实现毛利率分别为 3.77%和-32.85%，同比分别减少 2.55 个百分点和 18.04 个百分点，2020 年公司毛利率较高的智能光控隔热膜销量占比从 19.95%降至 6.39%，而低毛利率阻隔膜销售占比上升，导致当年毛利率下降；2021 年第一季度，公司因拓展“隐形车衣”产品需求，生产一批专用于汽车车窗隔热膜订单，原材料上涨以及低产量导致单位制造成本高于售价，另外公司生产的手机盖板膜订单减少导致产销量下降，综合上述原因导致当期成本和收入倒挂。

ITO 导电膜是该公司于 2010 年开始投资的项目，截至 2020 年末，公司 ITO 导电膜年设计产能为 300 万平方米。2020 年公司 ITO 导电膜销售额为 544.71 万元，同比下降 88.20%，销量 5.99 万平方米，同比下降 85.09%。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。

该公司节能膜于 2017 年全新投产，截至 2020 年末，节能膜年设计产能为 240 万平方米。2020 年和 2021 年第一季度公司节能膜销售额分别为 1,057.25 万元和 250.28 万元，同比分别下降 42.77%和增长 289.72%，销量分别为 20.59 万平方米和 7.14 万平方米，同比分别增长 24.74%和 1,153.14%，其中 2020 年

<sup>6</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。

主要是由于高价格的智能光控隔热膜销售占比从 2019 年 90%以上降至 57%导致销量大幅上升但销售额下降；2021 年第一季度，公司大量生产单价低的普通隔热窗膜（6.25 万平方米），导致销量同比大幅增长。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。公司目前利用现有的磁控溅射镀膜设备按高阻隔膜产品的要求进行预产及客户验证，高阻隔膜已量产供应纳晶科技股份有限公司、厦门俊轩隆电子有限公司、深圳扑浪创新科技有限公司等客户，2020 年高阻隔膜销量为 25 万吨。目前公司已获得国际知识产权局颁发的 14 项与项目相关的专利证书。

**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（%）
2018 年	540	83.92	70.92	84.51
2019 年	540	148.49	116.63	78.54
2020 年	540	122.68	86.83	70.78

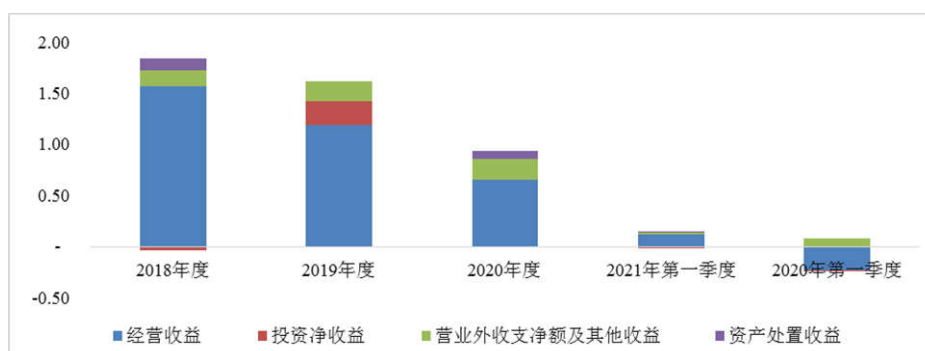
资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

#### 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。2020 年和 2021 年第一季度，公司实现纸品贸易业务收入分别为 17.36 亿元和 5.44 亿元，同比分别增长 45.62%和 64.83%，实现毛利率分别为 2.08%和 2.10%，同比分别减少 0.37 个百分点和增加 1.01 个百分点。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。公司贸易业务一般以销定购，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。

#### (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

该公司盈利主要来源于经营收益，投资净收益、营业外收支净额及其他收益、资产处置收益等非经常性损益对公司利润的贡献程度较小。2020年和2021年第一季度，公司实现营业收入分别为50.69亿元和14.08亿元，同比分别增长13.85%和31.93%，主要来自于纸品贸易业务的增长。同期公司实现毛利分别为4.84亿元和1.08亿元，同比分别下滑11.27%和增长48.36%，综合毛利率分别为9.56%和7.68%，较上年同期分别下滑2.70个百分点和增加0.85个百分点，其中2020年主要是铝加工业务毛利率下降，以及销售低毛利功能性薄膜产品较多所致，而2021年第一季度主要是纸包装材料、铝加工业务毛利率同比均提升所致，此外当期由于高阻隔膜用现有产线生产成本较高，致使功能性薄膜业务收入成本出现倒挂。

**图表 15. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2018年度	2019年度	2020年度	2021年 第一季度	2020年 第一季度
营业收入合计（亿元）	41.69	44.52	50.69	14.08	10.68
毛利率（%）	13.55	12.26	9.56	7.68	6.83
其中：纸包装材料业务（%）	21.60	23.82	22.30	20.23	22.29
铝加工业务（%）	14.98	14.20	11.44	9.24	7.33
功能性薄膜业务（%）	26.27	6.32	3.77	-32.85	-14.82
纸品贸易业务（%）	1.06	2.45	2.08	2.10	1.09
毛利（亿元）	5.65	5.46	4.84	1.08	0.73
其中：纸包装材料业务（亿元）	1.28	1.30	1.13	0.23	0.20
铝加工业务（亿元）	3.91	3.56	2.93	0.65	0.44
功能性薄膜业务（亿元）	0.20	0.05	0.02	-0.02	-0.01
纸品贸易业务（亿元）	0.09	0.29	0.36	0.12	0.04
期间费用率（%）	8.65	8.48	6.79	6.09	7.52
其中：财务费用率（%）	1.74	1.43	0.85	0.28	0.99
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>0.82</b>	<b>0.86</b>	<b>0.82</b>	—	—
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	<b>0.09</b>	<b>0.19</b>	<b>0.26</b>	—	—

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理。

2020年和2021年第一季度，该公司期间费用分别为3.44亿元和0.86亿元，期间费用率分别为6.79%和6.09%，同比均有所下降。其中，管理费用（含研发费用）分别为2.24亿元和0.57亿元，同比分别下降0.47%和增长11.11%，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1.34亿元和0.28亿元，截至2020年末公司拥有192项专利和多项非专利技术；销售费用分别为0.77亿元和0.25亿元，同比分别下降14.01%和增长34.77%；同期公司财务费用分别为0.43亿元和0.04亿元，同比分别下降31.89%和62.31%，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	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
投资净收益（亿元）	-0.04	0.24	-0.00	-0.02	-0.00
营业外收支净额及其他收益（亿元）	0.16	0.19	0.21	0.02	0.08
其中：政府补助（亿元）	0.08	0.16	0.17	—	—
资产处置收益（亿元）	0.12	-0.00	0.07	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，但由于 2020 年公司经营收益下降，上述非经常性损益对公司净利润影响变大。2020 年和 2021 年第一季度，公司营业外收支净额及其他收益分别为 0.21 亿元和 0.02 亿元，其中 2020 年政府补助 0.17 亿元。另外，2020 年和 2021 年第一季度，公司资产处置收益分别为 0.07 亿元和 0.01 亿元，主要为处置固定资产产生的收益。

2020 年主要受主业经营利润下降影响，该公司营业利润为 0.83 亿元，同比下滑 43.59%，净利润 0.68 亿元，同比下滑 45.12%。2021 年第一季度，主要因 2020 年一季度新冠肺炎疫情影响导致基数低，公司营业利润和净利润实现扭亏为盈，分别为 0.11 亿元和 0.06 亿元，同比分别增加 0.32 亿元和 0.17 亿元。

### (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。

该公司的在建项目主要为两期可转换公司债券的募投项目，后续项目建设进展及投产后经营效益需持续关注。

**图表 17. 公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

序号	项目名称	开工日期	规划总投资	设计产能	截至 2020 年末 投资额
1	广东万顺科技工程项目（即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	5.00
2	美信铝箔工程（即年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目）	2018 年	14.19	7.2 万吨高精度电子铝箔	4.83
合计		—	22.40	—	9.83

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理

## 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。公司建立了较为规范的公司治理结构，公司进一步完善内部治理和内控体系，并继续提高治理水平。公司高管团队总体保持稳定，保证了其发展规划的连贯性和战略执行的有效性。

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，2021年3月末公司实收资本增至6.75亿元。截至2021年3月末，杜成城共持有公司33.09%股权，其中被质押的股数为6,250万股，占其所持有的公司股份的28.00%，杜成城与公司第二大股东杜瑞凤为兄妹关系，两者共持有公司36.62%股权。

该公司建立了较为规范的治理结构，跟踪期内公司对公司章程进行了修订，进一步完善内部治理和内控体系。公司高管团队总体保持稳定，保证了其发展规划的连贯性和战略执行的有效性。

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

**图表 18. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）**

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东 (杜成城)	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2021.4.25/ 2021.4.27	不涉及	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2021.5.19	不涉及	无	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	2021.5.19	无	无	无	无
工商	国家工商总局企业信息公示系统	2021.5.19	不涉及	无	无	无

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

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和推进项目持续建设影响，公司负债规模持续增长，并推动资产负债率上升。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2020年财务报表进行了审计，并出

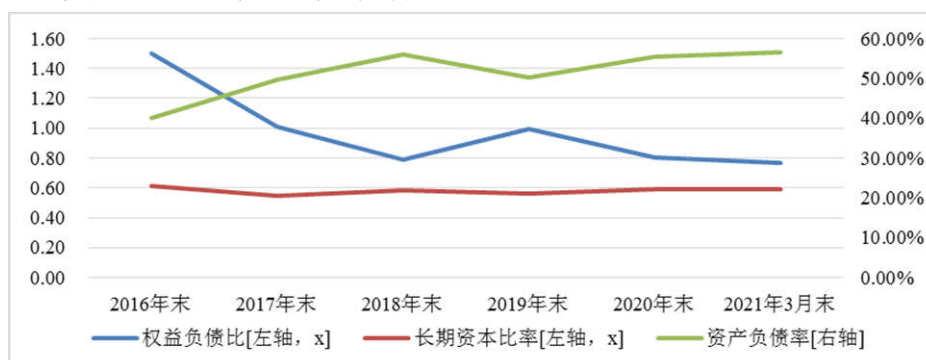
具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则—基本准则》(2006版)和财政部颁布的其他各项会计准则。

2020年该公司合并范围子公司10家,较2019年末没有变化。2021年第一季度未发生变化。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势

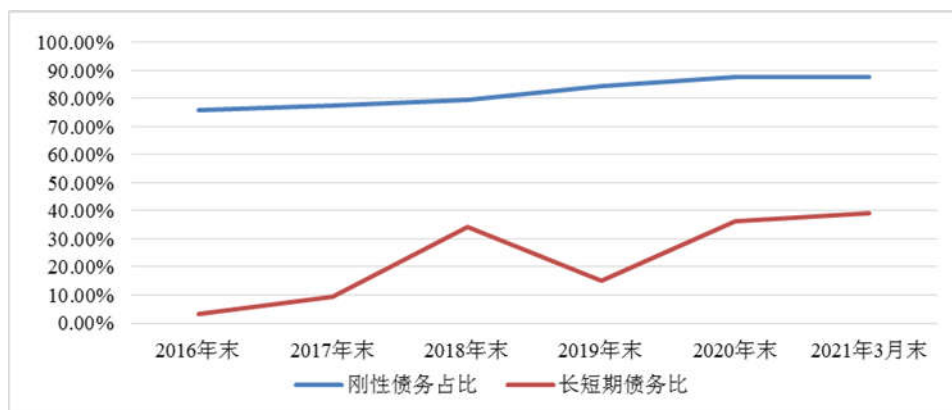


资料来源:根据万顺新材所提供数据绘制

跟踪期内,该公司持续推进项目建设并加大纸品贸易业务规模,导致负债规模维持较高水平,2020年末和2021年3月末,公司负债总额分别为45.90亿元和46.90亿元,较上年末分别增长32.14%和2.18%,并推动负债率上升,同期末分别为55.43%和56.57%,较上年末分别增加5.23个百分点和1.14个百分点。同期末,公司权益负债比分别为0.80倍和0.77倍,呈下降趋势。2020年末,公司所有者权益为36.90亿元,主要随着部分可转换公司债完成转股导致资本公积同比增长11.77%,另外公司自身经营积累导致未分配利润和盈余公积金均有约4%的增长;2021年3月末,公司所有者权益较上年末基本持平。

### (2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	13.91	21.56	28.02	29.37	40.26	41.20
应付账款 (亿元)	2.96	2.97	2.90	1.97	2.18	2.36
其他应付款 (亿元)	0.67	2.43	3.44	2.59	2.41	2.33
刚性债务占比 (%)	76.10	77.68	79.77	84.56	87.72	87.84
应付账款占比 (%)	16.22	10.70	8.25	5.66	4.76	5.03
其他应付款占比 (%)	3.68	8.75	9.78	7.47	5.26	4.97

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，2020 年末和 2021 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 36.36%和 39.20%，结构仍有待优化。

该公司债务主要体现为刚性债务、应付账款和其他应付款，2020 年末占比分别为 87.72%、4.76%和 5.26%。2020 年末和 2021 年 3 月末，公司应付账款余额分别为 2.18 亿元和 2.36 亿元，较上年末持续增长，主要是公司铝加工业务规模增长以及纸品贸易业务开展的影响；同期末公司其他应付款余额分别为 2.41 亿元和 2.33 亿元，主要为员工持股认购款。

### (3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成 (单位：亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>13.71</b>	<b>19.48</b>	<b>19.39</b>	<b>25.07</b>	<b>28.46</b>	<b>28.41</b>
其中：短期借款	8.82	9.21	7.25	9.81	12.30	10.30
一年内到期长期借款	0.35	0.55	0.55	0.97	0.93	0.66
应付票据	4.48	9.69	11.53	14.25	15.23	17.40
其他短期刚性债务	0.06	0.03	0.06	0.05	—	0.05
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>0.20</b>	<b>2.08</b>	<b>8.63</b>	<b>4.30</b>	<b>11.80</b>	<b>12.78</b>
其中：长期借款	0.20	2.08	1.53	3.24	3.96	4.80
应付债券	—	—	7.09	1.06	7.84	7.98
其他中长期刚性债务	—	—	0.01	0.00	—	—
<b>综合融资成本 (年化, %)</b>	<b>4.07</b>	<b>4.48</b>	<b>4.66</b>	<b>4.85</b>	<b>4.23</b>	<b>4.06</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，2020 年末和 2021 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 40.26 亿元和 41.20 亿元，较上年末分别增长 37.08%和 2.32%。公司刚性债务以短期刚性债务为主，同期末余额分别为 28.46 亿元和 28.41 亿元，即期偿债压力较大，其中短期借款分别为 12.30 亿元和 10.30 亿元；受纸品贸易业务多以票据结算的影响，公司应付票据<sup>7</sup>持续增长，同期分别为 15.23 亿元和 17.40 亿元。公司中长期刚性债务

<sup>7</sup> 公司信用证保证金比例为 0~20%，银行承兑汇票保证金为 20~50%，2020 年末货币资金中的其他货币资金 4.75 亿元均为票证保证金。

主要为长期借款和应付债券，同期末长期借款分别为 3.96 亿元和 4.80 亿元；应付债券为公司发行的“万顺转债”和“万顺转 2”，关注后续转股情况。

从银行借款方式看，该公司银行借款以保证借款、抵押借款和信用借款为主，2020 年末分别占比 49.62%、20.19%和 13.38%，其中保证借款主要是公司为子公司借款提供的保证担保。公司银行借款利率区间为 1.25%~4.75%。公司综合融资成本约保持在 4.06%~4.85%之间，2020 年以来呈下降态势，符合社会融资成本变动趋势。从债务期限结构和融资成本来看，公司银行借款期限以“1 年以内”为主，2021 年 3 月末占银行借款总额的 69.54%，融资成本集中在 4%~5%之间，融资成本尚可。

**图表 22. 公司 2021 年 3 月末银行借款综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：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)
3%以内	3.13	—	—	—
3%~4% (不含 4%)	1.50	—	—	—
4%~5% (不含 5%)	6.33	0.35	1.88	2.57
<b>合计</b>	<b>10.96</b>	<b>0.35</b>	<b>1.88</b>	<b>2.57</b>

资料来源：万顺新材

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. 现金流量

#### (1) 经营环节

**图表 23. 公司经营环节现金流量状况**

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第 一 季度
营业周期 (天)	49.75	42.19	36.45	33.39	30.09	—
营业收入现金率 (%)	108.48	100.55	107.83	104.27	108.58	102.65
业务现金收支净额 (亿元)	2.19	4.49	6.49	5.08	4.88	-0.10
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.93	-1.36	-2.62	-2.98	-1.71	-1.22
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	1.27	3.13	3.86	2.10	3.17	-1.32
EBITDA (亿元)	2.70	3.27	4.25	4.03	3.25	—
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.19	0.15	0.15	0.14	0.08	—
EBITDA/全部利息支出 (倍)	6.53	5.71	5.15	4.71	3.96	—

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，整体现金回笼能力较强，2020年及2021年第一季度公司营业收入现金率分别为108.58%和102.65%。经营活动现金流主要是日常购销活动产生，同期公司经营活动产生的现金流净额分别为3.17亿元和-1.32亿元，其中2020年有所增长，2021年呈净流出状态主要是当期支付外购物料及接受劳务支付现金较多所致。

2020年该公司营业周期为30.09天，营业周期缩短主要是贸易业务占比继续增高所致。当年公司EBITDA为3.25亿元，同比下降主要是利润总额减少所致。同期EBITDA对刚性债务的覆盖程度为0.08倍，EBITDA对利息支出的覆盖程度为3.96倍。

## (2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-2.22	-2.26	-0.05	-0.16	0.47	—
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	-1.28	-0.74	-2.00	-4.69	-6.64	-0.73
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	-0.00	-0.05
投资环节产生的现金流量净额	-3.52	-3.00	-2.06	-4.85	-6.17	-0.77

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。2020年和2021年第一季度，公司投资活动现金流净额分别为-6.17亿元和-0.77亿元，主要是在建项目持续推进所支出的现金。后续公司将持续在铝箔、铝板带及高阻隔膜等业务方向进行投入，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 25. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
权益类净融资额	-0.13	-0.14	-0.22	-0.54	-0.34	0.00
债务类净融资额	-1.37	1.18	-3.26	3.91	2.25	-1.60
其中：现金利息支出	0.39	0.64	0.64	0.76	0.72	0.18
筹资环节产生的现金流量净额	-0.39	0.59	2.75	2.71	10.92	-2.67

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理

该公司筹资活动主要是银行借款融资、债券融资及到期偿付相关的现金流，2020年和2021年第一季度公司筹资活动现金流净额分别为10.92亿元和-2.67亿元，2020年主要由于公司发行可转债以及加大银行借款融资力度，导致当年筹资活动现金流呈较大金额的净流入状态。

#### 4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月 末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	19.66	28.31	34.82	38.73	47.79	47.30
	43.00	50.67	55.52	55.98	57.71	57.06
其中：货币资金（亿元）	4.06	5.56	10.42	11.20	19.48	15.61
应收账款（亿元）	6.95	9.87	11.00	11.57	12.90	14.17
存货（亿元）	6.28	7.02	6.83	5.91	6.78	7.51
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	26.06	27.55	27.90	30.46	35.01	35.60
	57.00	49.33	44.48	44.02	42.29	42.94
其中：固定资产（亿元）	16.43	20.38	20.04	18.74	17.47	16.86
在建工程（亿元）	3.12	0.75	0.94	3.56	9.96	10.79
无形资产（亿元）	2.06	2.33	2.34	2.42	2.35	2.34
商誉（亿元）	3.49	3.32	3.20	3.12	2.78	2.78
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>5.31</b>	<b>6.35</b>	<b>6.85</b>	<b>7.67</b>	<b>8.39</b>	<b>9.28</b>
<b>期末抵质押融资余额（亿元）<sup>8</sup></b>	<b>2.90</b>	<b>3.50</b>	<b>2.78</b>	<b>4.58</b>	<b>4.98</b>	<b>4.97</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>11.60</b>	<b>11.37</b>	<b>10.13</b>	<b>11.09</b>	<b>10.13</b>	<b>11.19</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，该公司资产总额仍呈现增长态势。2020 年末，公司资产总额为 82.80 亿元，较上年末增加 19.67%。从资产构成来看，2020 年末公司流动资产占资产总额的比重为 57.71%，公司流动资产占比逐渐提高。

2020 年末，该公司流动资产总额为 47.79 亿元，较上年末增长 23.38%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款及存货构成，2020 年末占流动资产比例分别为 40.76%、26.99%和 14.19%。其中，公司货币资金余额为 19.48 亿元，较上年末增长 73.89%主要是发行债券资金到位所致，其中受限货币资金为 2.83 亿元，主要是信用证、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 12.90 亿元，较上年末增长 11.45%，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，期末纸品贸易业务应收账款占比 43.15%；同期末，公司存货余额为 6.78 亿元，较上年末增长 14.72%，主要为库存的商品和原材料等。此外，同期末公司其他应收款为 2.53 亿元，主要系公司应收的员工持股计划资金。

2020 年末，该公司非流动资产总额为 35.01 亿元，较上年末增长 19.67%。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 16.86 亿元，主要是厂房建筑及机器设备等，2020 年末余额较上年末减少 6.75%，主要计提折旧所致；同期末在建工程余额为 9.96 亿元，较上年末增长 179.80%，主要是公司高阻隔膜项目和

<sup>8</sup> 余额不包含一年内到期的非流动负债。

美信铝箔工程项目的持续投入；无形资产余额为 2.35 亿元，主要系公司拥有土地使用权、专利权等；商誉余额为 2.78 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，2020 年末较上年末减少 11.06% 主要因东通光电计提了 0.35 亿元的高誉减值准备<sup>9</sup>。

2021 年 3 月末，该公司资产总额为 82.90 亿元，较上年末基本持平，其中货币资金较上年末下降 19.85% 至 15.61 亿元主要是项目投入所致，其余科目虽有变化但影响较小。

2021 年 3 月末，该公司受限资产规模 9.28 亿元，占当期资产总额的 11.19%，其中受限货币资金 3.72 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 0.75 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 3.54 亿元和 1.27 亿元，均用于银行借款抵押。

## 5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率 (%)	111.03	111.57	132.99	128.43	141.98	140.40
速动比率 (%)	73.48	78.29	99.41	97.14	112.49	106.74
现金比率 (%)	26.65	27.19	44.74	45.65	63.23	54.41

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理。

2020 年末和 2021 年 3 月末，该公司流动比率分别为 141.98% 和 140.40%，速动比率分别为 112.49% 和 106.74%，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 63.23% 和 54.41%，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 2020 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。

<sup>9</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。

## 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。2020年末，公司本部资产总额为48.72亿元，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3.02亿元，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18.17亿元，负债率为37.29%，较上年末增长主要是发行“万顺转2”所致，其中刚性债务为14.77亿元。2020年，公司本部实现营业收入为3.99亿元，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0.28亿元。同期，公司本部实现经营活动现金流净额为1.44亿元。总体看，公司本部盈利较稳定，经营性现金流净额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2021年3月末，该公司获得的银行综合授信额度共计35.98亿元，尚有7.93亿元综合授信额度未使用，公司仍有后续融资空间。

图表 28. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用综合授信	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	35.98	28.05	2.50-4.785% <sup>10</sup>	信用、抵押、质押、保证
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）	20.18	15.10	3.85-4.785%	信用、抵押、质押、保证
其中：大型国有金融机构占比（%）	56.09	53.83	—	—

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理（截至2021年3月末）

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 1. 万顺转债、万顺转2：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”和“万顺转2”均为可转换公司债券，债券期限

<sup>10</sup> 包括几笔外币授信利率。

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。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。

“万顺转债”转股期始于 2019 年 1 月 28 日，截至 2021 年 3 月末尚有 128.87 万张尚未转股，剩余金额为 1.29 亿元，未转股比例为 13.57%，最新转股价为 5.27 元/股。“万顺转 2” 将于 2021 年 6 月 17 日起进入转股期，最新转股价为 6.20 元/股。上述债券后续转股情况需持续关注。

## 跟踪评级结论

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。公司建立了较为规范的公司治理结构，公司进一步完善内部治理和内控体系，并继续提高治理水平。公司高管团队总体保持稳定，保证了其发展规划的连贯性和战略执行的有效性。

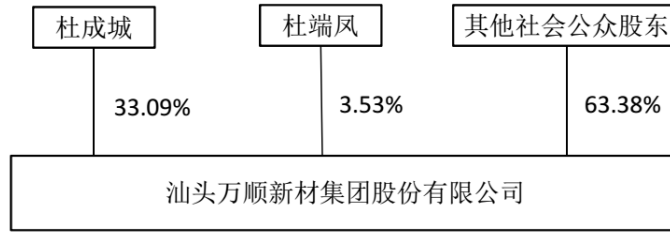
该公司主要从事纸包装材料、铝箔和功能性薄膜三大业务。跟踪期内，受人们健康意识提高及烟草行业政策等影响，公司纸包装业务收入略有波动，纸张等原材料价格上涨使得业务盈利能力下降；铝加工业务方面，受国外铝价下滑以及美国铝箔双反政策影响，跟踪期内公司铝箔收入虽有所增长但毛利率同比出现下滑，需关注国际贸易环境变化对公司铝箔业务的影响；功能性薄膜业务技术更迭较快，公司相关业务尚处于发展初期，收入及利润规模尚不大，部分产品因产量较低导致收入成本出现倒挂。

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和推进项目持续建设影响，公司负债规模持续增长，并推动资产负债率上升。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。



附录一：

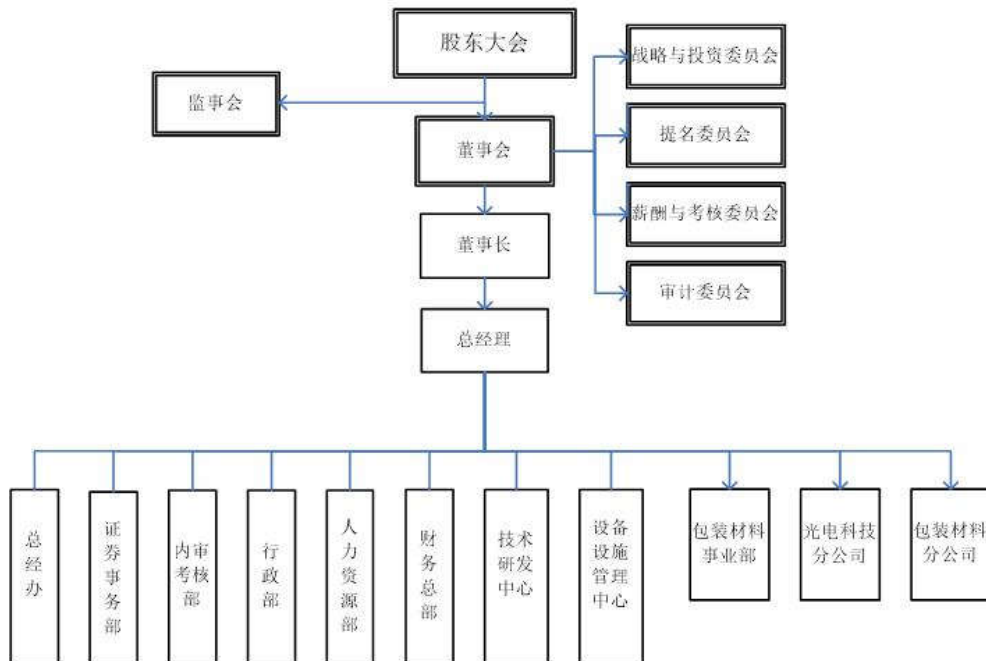
公司与实际控制人关系图



注：根据万顺新材提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据万顺新材提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）。

**附录三：**
**相关实体主要数据概览**

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例(%)	主营业务	2020年(末)主要财务数据					
					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	14.77	30.55	3.99	0.28	1.44	0.83
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	12.39	13.16	17.23	0.63	0.33	1.74
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	—	2.34	2.01	0.15	0.22	0.25
江苏华丰铝业有限公司	华丰铝业	孙公司	60.00% <sup>11</sup>	铝板带	0.20	1.27	6.30	-0.15	-0.13	0.21
安徽美信铝业有限公司	美信铝业	孙公司	100.00% <sup>12</sup>	铝板带	3.44	5.59	12.85	0.11	0.25	0.37
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	—	0.90	0.20	0.02	0.05	0.08

注：根据万顺新材 2020 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

<sup>11</sup> 子公司江苏中基对华丰铝业的持股比例为 60%。

<sup>12</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]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	62.71	69.19	82.80	82.90
货币资金 [亿元]	10.42	11.20	19.48	15.61
刚性债务[亿元]	28.02	29.37	40.26	41.20
所有者权益 [亿元]	27.58	34.46	36.90	36.00
营业收入[亿元]	41.69	44.52	50.69	14.08
净利润 [亿元]	1.42	1.23	0.68	0.06
EBITDA[亿元]	4.25	4.03	3.25	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.86	2.10	3.17	-1.32
投资性现金净流入量[亿元]	-2.06	-4.85	-6.17	-0.77
资产负债率[%]	56.02	50.20	55.43	56.57
权益资本与刚性债务比率[%]	98.43	117.32	91.66	87.39
流动比率[%]	132.99	128.43	141.98	140.40
现金比率[%]	44.74	45.65	63.23	54.41
利息保障倍数[倍]	3.09	2.66	1.81	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	36.45	33.39	30.09	—
毛利率[%]	13.55	12.26	9.56	7.68
营业利润率[%]	4.09	3.31	1.64	—
总资产报酬率[%]	4.29	3.45	1.96	—
净资产收益率[%]	5.09	3.97	1.90	—
净资产收益率*[%]	4.80	4.43	2.20	—
营业收入现金率[%]	107.83	104.27	108.58	102.65
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	14.99	7.46	9.93	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.75	-7.86	-7.45	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.15	4.71	3.96	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.14	0.09	—

注：表中数据依据万顺新材经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

**指标计算公式**

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

## 附录五：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

**附录六：**
**发行人本次评级模型分析表及结果**

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	3
		盈利能力	9
		公司治理	3
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	4
		负债结构与资产质量	5
		流动性	4
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA <sup>-</sup>

**附录七：**
**发行人历史评级情况**

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2018年4月16日	AA <sup>-</sup> /稳定	王婷亚、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年4月22日	AA <sup>-</sup> /稳定	王婷亚、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月7日	AA <sup>-</sup> /稳定	翁斯喆、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	-
万顺转债	历史首次评级	2018年4月16日	AA <sup>-</sup>	王婷亚、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年4月22日	AA <sup>-</sup>	王婷亚、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月7日	AA <sup>-</sup>	翁斯喆、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	-
万顺转2	历史首次评级	2020年4月22日	AA <sup>-</sup>	王婷亚、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月7日	AA <sup>-</sup>	翁斯喆、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。



## 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。