



2020年上海永冠众诚新材料科技(集团)股份有限公司公开发行可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2020年上海永冠众诚新材料科技(集团)股份有限公司 公开发行可转换公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-06-21	2020-05-22

债券概况

债券简称: 永冠转债

债券剩余规模: 5.20 亿元

债券到期日期: 2026-12-08

偿还方式: 对未转股债券按年计息, 每年付息一次, 附债券赎回及回售条款

增信方式: 自有资产(设备、房产和土地等)抵押担保

联系方式

项目负责人: 毕柳
bil@cspengyuan.com

项目组成员: 顾春霞
guchx@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对上海永冠众诚新材料科技(集团)股份有限公司(以下简称“永冠新材”或“公司”, 股票代码: 603681.SH)及其2020年12月8日发行的可转换公司债券(以下简称“本期债券”)的2021年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为AA-, 发行主体长期信用等级维持为AA-, 评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到: 公司在国内胶带行业处于领先地位, 客户质量较好, 产销规模提高带动营业收入稳步增长, 且资产抵押担保一定程度上提高了本期债券的安全性; 同时中证鹏元也关注到, 未来公司新增产能能否快速消化存在不确定性, 公司面临一定的汇率波动风险, 且偿债压力明显加大。

未来展望

- 公司业务规模持续扩大, 营业收入保持增长, 经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑, 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标(单位: 亿元)

项目	2021年3月	2020年	2019年	2018年
总资产	33.98	33.95	18.58	13.17
归母所有者权益	16.18	15.57	13.65	8.97
总债务	14.50	15.00	2.51	1.82
营业收入	7.10	24.14	21.44	17.01
净利润	0.60	1.76	1.48	1.31
经营活动现金流净额	-0.97	2.15	2.01	1.72
销售毛利率	13.21%	14.41%	17.10%	17.57%
EBITDA 利润率	-	10.50%	11.40%	13.58%
总资产回报率	-	8.15%	10.83%	12.90%
资产负债率	52.39%	54.14%	26.52%	31.92%
净债务/EBITDA	-	1.19	-1.08	0.13
EBITDA 利息保障倍数	-	12.38	45.25	35.60
总债务/总资本	47.27%	49.06%	15.54%	16.90%
FFO/净债务	-	57.36%	-67.17%	620.99%
速动比率	1.32	1.43	2.17	1.59
现金短期债务比	1.21	1.42	2.38	1.35

资料来源: 公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年一季报, 中证鹏元整理

优势

- **公司处于国内胶带行业领先地位。**公司是国内胶带系列产品规模最大的生产企业之一，已成为国内为数不多的具备丰富产品种类、全产业链供应能力的综合性胶带企业，主要产品中民用胶粘产品产销量处于行业领先水平。2020年各产品产销量均有增长，营业收入稳步提高。
- **公司客户质量较好，未来业务规模或将进一步增长。**公司已经进入 3M 等国际知名客户供应商体系，且与其保持稳定的合作关系，有利于业务的持续拓展。未来随着产能扩张，收入规模或将进一步增长。
- **资产抵押担保一定程度上提高了本期债券的安全性。**公司以评估价值 5.51 亿元的自有资产（国有土地使用权、房屋、机器设备等）为本期债券提供抵押担保，一定程度上提高了本期债券的安全性。

关注

- **需关注新增产能消化风险。**目前公司正扩建江西抚州生产基地、新建山东临沭生产基地和越南海防生产基地，胶带市场竞争较为激烈，未来公司产能扩张项目陆续建成投产后，新增产能能否快速消化并实现预期经营效益存在不确定性。
- **公司面临汇率波动风险。**公司出口外销业务规模较大，2020年占主营业务收入的比重达 66.28%，外销主要采用美元结算，汇率波动对公司产品销售规模、经营效益均存在一定影响，公司面临一定的汇率波动风险。
- **偿债压力明显加大。**2020年随着有息债务快速增长，公司资产负债水平大幅提高，总债务占总资本的比重明显上升；且有息债务中短期债务占比较高，公司偿债压力明显加大。

同业比较（单位：亿元）

指标	永冠新材	晶华新材
总资产	33.95	16.51
营业收入	24.14	10.39
净利润	1.76	1.53
销售毛利率	14.41%	19.06%
资产负债率	54.14%	41.73%

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年12月8日发行6年期5.20亿元可转换公司债券，募集资金计划用于线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目、山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目、江西永冠智能制造产业升级一期技改项目和补充流动资金。截至2020年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为3.96亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均无变化。截至2021年3月末，公司注册资本为16,659.16万元，控股股东、实际控制人为吕新民与郭雪燕夫妇，合计持有公司股份10,493.44万股，占公司总股本的62.99%³。公司股权结构及实际控制关系见附录二。

2020年公司主营业务未发生变化，仍主要从事各类胶带产品的研发、生产和销售业务，经营范围新增“民用（非医用）口罩生产及进出口业务”。2020年公司合并报表范围新增2家子公司，减少3家子公司，具体情况见表1所示。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
永冠新材料科技(山东)有限公司	100%	10,000	制造业	新设
江西永冠胶粘制品有限公司	100%	5,000	制造业	新设
2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入的原因
上海寰羽实业有限公司	100%	100	贸易	注销
上海腾革电子商务有限公司	100%	100	贸易	注销
上海翰革文体用品有限公司	100%	100	贸易	注销

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

³ 吕新民、郭雪燕夫妇直接持有公司合计55.83%股份，通过永献(上海)投资管理中心(有限合伙)（以下简称“永献投资”）、连冠(上海)投资管理中心(有限合伙)（以下简称“连冠投资”）、永爱(上海)投资管理中心(有限合伙)（以下简称“永爱投资”）分别间接持有公司3.36%、2.01%、1.80%股份。公司未提供控股股东征信报告。

四、运营环境

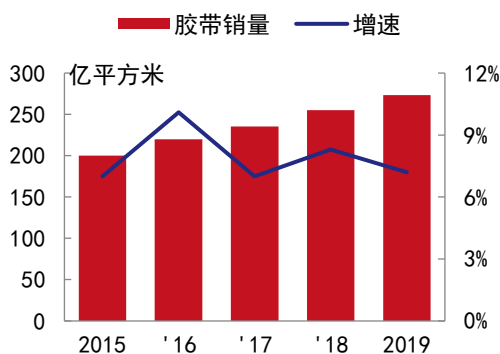
胶带产品市场需求旺盛，行业规模持续增长；国内快递行业的高速发展为胶带产品需求带来较大增量机会，建筑装饰行业持续增长及汽车消费回暖亦有助于提升胶带市场需求

胶带是以布、纸、膜等为基材，通过将胶粘剂均匀涂布于各类基材上加工成带状并制成卷盘供应的产品。作为常规消费品，胶带应用范围广泛，民用胶带可用于装修、包装、办公等；医用胶带可用于包扎、固定、辅助治疗等；工业用胶带可用于封装、捆扎、保护、绝缘、遮蔽等。广泛和多样的市场需求为胶带行业发展奠定了坚实基础。

近年胶带市场规模持续增长。从全球范围来看，根据全球知名胶粘带咨询公司AWA（Alexander Watson Associates）的数据，2018-2019年全球胶带销量分别为453亿平方米、468亿平方米。以销量计，亚洲占比约45%，是占比最大的地区。根据Marketsand Markets发布的报告显示，全球范围胶带市场规模预计将在2016-2021年按5.5%的年复合增长率增长，预计全球胶带市场规模将从2016年的473.3亿美元增长到2021年618.6亿美元。假设未来四年间的复合增长率为5%，预计2025年全球胶带市场有望达到750亿美元，胶带行业未来全球市场空间巨大。

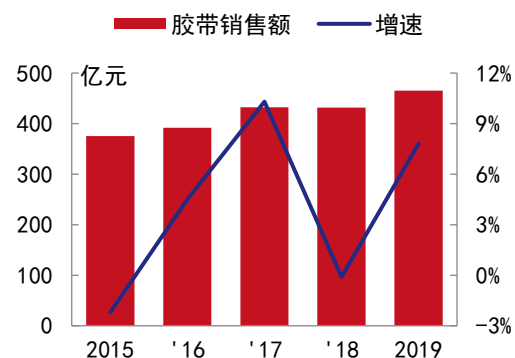
我国胶带行业规模稳定增长。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会的统计数据，2009年到2019年，国内胶带销量从125.0亿平方米增长至271.8亿平方米，复合增长率为8.08%；市场规模从244.7亿元增长至465.5亿元，复合增长率为6.64%。根据我国胶粘剂和胶粘带行业“十四五”规划，“十四五”期间胶带发展目标是产量年均增长率4.5%，销售额年均增长率4.2%。细分来看，OPP胶带是占比最大的种类（销量占56%、销售额占22%），其次是标签及广告贴、双面胶带、PVC胶带、保护膜胶带等。

图 1 近年我国胶带销量逐年增长



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，财通证券研究所，中证鹏元整理

图 2 近年我国胶带销售额呈持续增长趋势



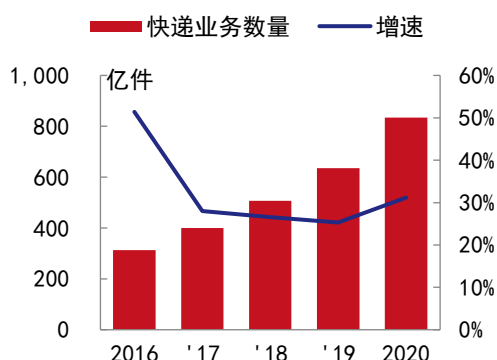
资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，财通证券研究所，中证鹏元整理

从胶带行业产业链下游来看，我国快递行业的高速发展为胶带需求带来较大的增量机会。受益于我国电商行业的蓬勃发展和巨大红利，以及2020年在疫情影响下，购物需求由线下向线上转移，物流行业

维持了较快的增长态势。根据国家邮政局发布的《2020年邮政行业发展统计公报》，2020年我国快递服务企业完成业务量833.6亿件，同比增长31.2%；快递业务收入完成8,795.4亿元，同比增长17.3%。胶带产品中产销量占比最大的OPP（BOPP）包装胶带主要应用于普通商品包装、封箱粘接等环节，快递行业的高速发展将有效带动OPP胶带未来需求增长。

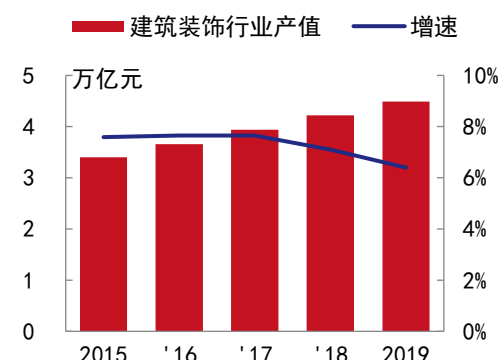
建筑装饰行业持续增长，汽车消费需求回暖，为胶带需求提供有力支撑。建筑装饰中使用的胶带主要是美纹纸胶带，该类胶带因其粘着力强、容易剥离、易于手撕、耐高温、防水等特性适用于室内装修喷漆遮蔽，轻便物包扎等。随着经济增长和城镇化程度不断提高，我国建筑装饰行业产值由2010年的2.10万亿元增至2019年的4.49万亿元，复合增长率达9.96%。虽然2020年初，受新冠疫情影响，建筑装饰行业生产经营活动放缓，但全年房地产投资规模仍保持增长，且下半年二手房交易面积实现增长，将带动家装新增需求和改造需求同步提升。同时，随着工业4.0的到来，汽车行业对水性PVC汽车线束胶带、水性美纹纸等高性能环保型胶带的需求量与日俱增。2020年下半年以来，受益于国内经济恢复，汽车出口市场整体回暖，叠加新车型投放速度加快，以及促销费政策驱动，汽车消费需求逐步回暖，均有助于提升胶带市场需求。

图 3 近年我国快递业务量快速增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 近年我国建筑装饰行业规模持续增长

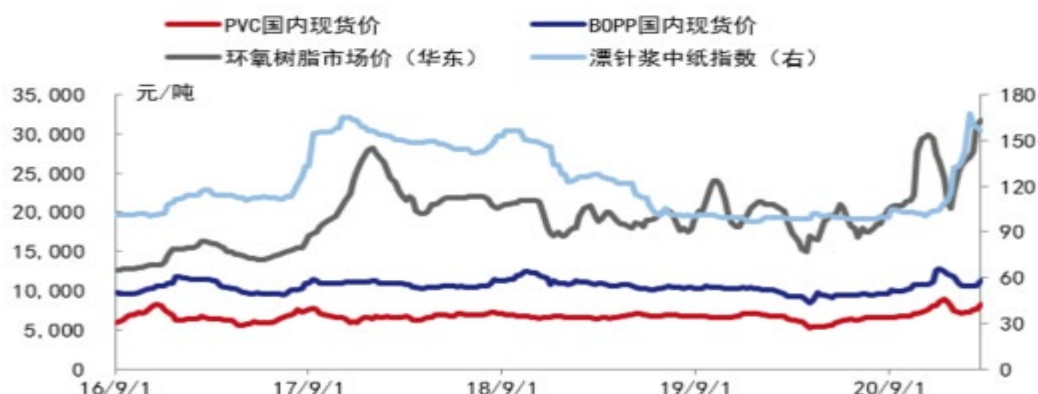


资料来源：2012-2019年度中国建筑装饰行业发展报告，中证鹏元整理

2020年以来胶带行业部分原材料价格波动较大，需关注原材料价格的波动对胶带企业成本控制造成的压力；国内胶粘企业规模普遍偏小，且主要生产价格较低的中低端产品，竞争日益激烈；环保政策日趋严格将推动行业集中度提升，同时带动胶带行业产品结构升级

胶带行业产业链上游主要为树脂、橡胶行业，还包括以纸、布、薄膜为代表的基材制备行业。2020年PVC、BOPP等塑料类材料价格波动相对较小，而部分化工原材料价格（如环氧树脂）波动较大；纸浆价格自2019年年中下降以来，2020年整体比较稳定，但2021年初出现大幅上涨。因产品生产周期的存在，原材料价格的上涨无法即时传导至产成品价格，期间对胶带生产企业利润将形成一定挤占，需关注原材料价格的波动对其生产经营情况产生的影响。

图 5 2020 年以来胶带行业部分原材料价格波动较大



注：漂针浆中纸指数：2013 年 1 月 1 日=100。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

行业格局方面，目前胶带行业的基本特点是行业内企业多、规模小、产业集中度低、经营两极分化趋势明显。目前行业具有规模化生产能力的企业不多，大部分系从规模生产厂家购买母卷，经过简单的裁切和包装对外出售的裁切商。行业高端产品供应仍被3M、汉高、德莎、日东电工等国际巨头垄断。国内厂商凭借成本优势，快速发展壮大，占领了大部分中低端市场。总体而言，胶带行业呈现出中高端市场产品主要被国际领先企业占领，中低端市场竞争激烈的竞争格局。在我国产业结构调整 and 升级的大背景下，胶带行业整合和升级也将提速，对于规范化运转、环保投入到位、能够持续研发新技术新产品、具有工艺先进性和较强的生产成本控制能力的企业将会成为行业龙头，技术实力弱的中小厂商将被市场淘汰。

随着国家环保监管力度的持续加大，2019年以来，生态环境部、市场监管总局针对胶粘行业相继出台了一系列治理方案和更加严格的环保标准，未来还将出台强制性国标《食品接触材料及制品用粘合剂》；GB/T33372-2016《胶粘剂挥发性有机化合物限量》拟由推荐性标准改为强制性标准；《胶粘带制造业大气污染物排放标准》(包含VOCs排放控制要求)，2019年7月已被生态环境部列入标准制定计划中。胶带制造行业面临的环保压力日益增加，环保投入不足、生产工艺落后、生产效率低下的中小型企业将逐渐被淘汰，订单越来越向实力雄厚、管理规范的大企业转移，未来规模生产效应更强的龙头胶粘制品企业竞争优势将更加明显，行业集中度将提升，同时带动胶带行业产品结构升级。

五、经营与竞争

公司主营业务为各类胶带产品的研发、生产和销售，2020年公司布基胶带、纸基胶带销售收入相对稳定，膜基胶带受益于疫情影响下市场需求旺盛、产能扩张推动销量上升，收入同比增长26.92%，带动公司营业收入同比增长12.58%至24.14亿元，其中布基胶带、纸基胶带和膜基胶带占比分别为20.55%、25.82%和44.65%。

毛利率方面，受执行新收入准则，将出口代理费、运输费等由销售费用重分类至营业成本影响，同时毛利率较低的膜基胶带收入占比提高，公司整体销售毛利率同比有所下降。此外，纸基胶带受益于纸浆价格下降，毛利率小幅上升；膜基胶带因产品结构变化（毛利率较低的OPP胶带收入占比提高），毛利率同比下降3.64个百分点。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
布基胶带	49,598.38	30.43%	50,376.90	31.35%
纸基胶带	62,339.16	15.34%	61,914.09	13.88%
膜基胶带	107,793.80	6.70%	84,933.12	10.34%
其他	19,593.14	13.78%	16,977.04	20.09%
主营业务小计	239,324.48	14.45%	214,201.15	17.08%
其他业务	2,083.34	9.75%	224.58	40.87%
合计	241,407.82	14.41%	214,425.73	17.10%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司处于国内胶带行业领先地位，受益于膜基胶带销量增长，2020年公司销售收入稳步增长，产销率仍保持较高水平；公司与国际知名企业建立稳定的合作关系，客户质量较好，但面临一定汇率波动风险

公司是国内胶带系列产品规模最大的生产企业之一，已成为国内为数不多的具备丰富产品种类、全产业链供应能力的综合性胶带企业，主要产品分为布基胶带、纸基胶带（如美纹纸胶带）和膜基胶带（如PVC胶带、OPP胶带）三大类，广泛应用于民用、工业用、医用等领域，其中民用胶粘产品产销量处于行业领先水平，具有较强品牌影响力。公司主要通过大型展会、招标、客户推荐、网站等多种途径拓展业务，已相继在越南、日本、美国等国家设立子公司或办事机构，以拓展营销渠道。2020年公司销售模式未发生变化，外销仍主要是ODM的销售模式，对个别客户采用OEM模式，或者直接出售母卷；内销主要采用直销的方式，辅以网络销售及经销商模式销售。从销售情况看，2020年公司布基胶带、纸基胶带销量和单价整体保持稳定；受益于市场需求旺盛、公司产能扩张并得到快速释放，膜基胶带销量快速增长，受产品结构变化影响（单价较低的OPP胶带占比有所提高），膜基胶带单价有所下降，但销售金额仍同比增长26.92%。总体来看，2020年公司主要产品销量和销售收入分别同比增长34.50%、11.41%，受产品结构变化影响，销售单价有所下滑，产销率仍保持较高水平。

表3 公司主要产品产销情况（单位：万平方米，元/平方米，万元）

年份	产品	产量	销量	销售单价	销售收入	产销率
2020年	布基胶带	14,031.76	13,519.85	3.67	49,598.38	96.35%
	纸基胶带	48,754.76	46,523.13	1.34	62,339.16	95.42%
	膜基胶带	199,898.49	195,143.59	0.55	107,793.80	97.62%

	合计	262,685.01	255,186.57	0.86	219,731.35	97.15%
2019年	布基胶带	13,935.57	13,480.94	3.74	50,376.90	96.74%
	纸基胶带	45,160.34	45,143.44	1.37	61,914.09	99.96%
	膜基胶带	133,954.95	131,110.97	0.65	84,933.12	97.88%
	合计	193,050.86	189,735.35	1.04	197,224.11	98.28%

资料来源：公司提供

从产品销售区域来看，公司产品以外销为主，目前销售市场已遍布全球60多个国家和地区，近两年外销比例相对稳定，占比约66%左右。其中欧洲、东南亚、南美、日本等地区销售金额有所增长，受中美贸易摩擦影响，美国销售金额同比下降24.20%，规模占比由上年9.50%下滑至6.45%。为减少中美贸易摩擦对公司带来的不利影响，2019年公司在越南设立子公司并投资建设生产基地，主要用于生产销售往美国的各类胶带产品，计划于今年下半年实现投产⁴。随着越南生产基地陆续投产销售，预计公司美国地区的销售金额将实现增长。

表4 公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
内销	80,691.53	33.72%	73,269.26	34.21%
外销	158,632.95	66.28%	140,931.89	65.79%
其中：欧洲	42,343.45	17.69%	39,254.13	18.33%
东南亚	36,613.79	15.30%	23,293.55	10.87%
美国	15,431.25	6.45%	20,358.26	9.50%
南美	15,065.26	6.29%	9,071.91	4.24%
印度	13,141.34	5.49%	19,393.34	9.05%
中东	10,336.87	4.32%	10,004.18	4.67%
日本	9,114.58	3.81%	8,462.74	3.95%
澳大利亚	3,311.89	1.38%	2,608.45	1.22%
北美	1,016.10	0.42%	940.27	0.44%
其他	12,258.42	5.12%	7,545.05	3.52%
合计	239,324.48	100.00%	214,201.15	100.00%

资料来源：公司提供

从主要客户情况来看，公司已经进入3M等国际知名客户供应商体系，销售商品多为终端商品，国内客户以包装商（如顺丰）、母卷加工商和零售消费者为主。公司与主要客户建立了稳定的合作关系，2020年前五名客户较为稳定，其中3M已连续多年成为公司第一大客户，但受中美贸易摩擦影响，销售金额和占比均有所下降，当期前五大客户销售占比下降为16.52%，公司客户集中度较低，不存在对单一客户的依赖风险。截至2020年末，公司在手订单金额为4.47亿元，业务持续性较好。

⁴ 公司越南基地目标产值为2,000万元/月。

表5 公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占营业收入比例
2020年	第一名	15,565.59	6.45%
	第二名	7,156.32	2.97%
	第三名	6,287.17	2.60%
	第四名	5,439.56	2.25%
	第五名	5,427.66	2.25%
	合计	39,876.30	16.52%
2019年	第一名	17,679.23	8.24%
	第二名	10,153.27	4.74%
	第三名	4,076.96	1.90%
	第四名	3,668.91	1.71%
	第五名	3,594.53	1.68%
	合计	39,172.90	18.27%

资料来源：公司提供

销售结算方面，公司客户一般使用银行转账和承兑汇票方式，账期在30-90天不等。公司外销主要采用美元结算，美元兑人民币汇率变动对公司产品销售规模、经营效益均存在一定影响。受汇率变动影响，2020年公司发生汇兑损失2,621.46万元，同比波动较大⁵；同时，公司运用远期外汇合约等衍生金融工具进行锁汇对冲风险，同期产生公允价值变动收益3,241.40万元。虽然公司已建立与汇率波动相关的调整机制，当汇率出现大幅变动时，公司可与客户协商，通过调价方式解决，还可通过衍生金融工具进行对冲，但仍面临一定的汇率波动风险，且存在一定的操作风险。

2020年，公司通过扩建和技术改造实现产能增长，产能利用率保持在较好水平；目前在建项目规模较大，随着陆续建成投产，可为公司收入增长提供一定保障，但需关注新增产能消化风险，且存在一定的资金支出压力

公司目前拥有江西抚州、上海青浦、越南海防三个生产基地，其中以江西抚州生产基地为主，近年通过扩建和技术改造不断扩大产能。2020年公司江西抚州生产基地新增胶带涂布生产线6条，其中OPP胶带涂布生产线3条，美纹纸胶带涂布生产线1条，布基胶带涂布生产线1条，双面胶胶带涂布生产线1条。2020年末，公司布基胶带、纸基胶带和膜基胶带产能分别同比增长2.08%、13.75%和65.71%。2020年公司生产模式未发生变化，普通业务仍实行“以销定产加安全库存”的生产模式，进料加工业务实行“以销定产”的生产模式，随着订单和产能增长，2020年公司产品产量均保持增长，但产能利用率有所下降，主要系2020年初新冠疫情导致公司停产所致；当期布基胶带、纸基胶带和膜基胶带产能利用率分别为95.45%、89.29%和85.43%，整体仍处于较好水平。

⁵ 2019年公司获得汇兑收益299.37万元。

表6 公司产品产能产量情况（单位：万平方米）

年份	产品	产能	产量	产能利用率
2020年	布基胶带	14,700.00	14,031.76	95.45%
	纸基胶带	54,600.00	48,754.76	89.29%
	膜基胶带	233,980.00	199,898.49	85.43%
	合计	303,280.00	262,685.01	86.61%
2019年	布基胶带	14,400.00	13,935.57	96.77%
	纸基胶带	48,000.00	45,160.34	94.08%
	膜基胶带	141,200.00	133,954.95	94.87%
	合计	203,600.00	193,050.86	94.82%

资料来源：公司提供

为满足持续增长的市场需求，扩大业务规模，充分发挥规模效应，同时进一步开发高附加值产品，完善产品结构和全国产业基地布局，近年公司积极投资扩大生产，主要包括扩建江西抚州生产基地、新建山东临沭生产基地和越南海防生产基地，截至2020年末年产7,380万平方米水性PVC胶带建设项目已完工，主要在建项目总投资规模为15.01亿元，已投资6.40亿元，项目预计将于未来1-3年内陆续完工投产，届时公司产品产能将持续增长，为公司营业收入增长提供一定保障。公司在建项目中包含四条BOPP拉膜线项目，随着项目逐渐完工投产，有利于进一步降低公司BOPP胶带产品成本，提升供货能力，增加公司在OPP胶带市场的竞争力，进一步提升公司盈利能力。需要注意的是，截至2020年末，公司主要在建项目（剔除投资进度超过100%的项目）尚需投资规模达8.62亿元，扣除拟使用的IPO募集资金和本期债券募集资金金额，尚需投入5.40亿元，公司持续大规模的资本性支出带来一定的资金压力。同时，胶带市场竞争较为激烈，公司新增产能能否快速消化并实现预期经济效益存在不确定性，需关注项目投产后的产能消化风险。

表7 截至2020年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目类型	总投资	已投资	完工时间
1	年产7,000万平方米水性美纹纸胶带胶粘制品生产线建设项目	IPO募投项目	11,996.07	12,028.96	预计2021年投产
2	年产4,200万平方米无溶剂天然橡胶布基胶带胶粘制品生产线建设项目	IPO募投项目	10,649.12	10,795.56	预计2021年投产
3	研发总部建设项目	IPO募投项目	6,329.02	2,561.01	预计2022年建成
4	山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目	可转债募投项目	37,693.68	6,044.61	预计2022年投产
5	江西永冠智能制造产业升级一期技改项目	可转债募投项目	13,121.03	5,581.17	预计2022年投产
6	线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设	可转债募投项目	10,297.45	533.92	预计2023年建成
7	三条BOPP拉膜线自筹项目	自筹项目	60,000.00	26,478.51	一线已于2021年1月投产，三线、四线预计于2022年投产
合计			150,086.37	64,023.74	-

注：（1）公司目前共有四条在建BOPP拉膜线项目，其中一条包含在上表序号4项目中；（2）公司将闲置募集资金进行现金管理取得的收益用于募集资金投资项目，故序号1、2项目截至2020年末投入进度超过100%。

资料来源：公司提供

公司成本构成中原材料占比较大，纸浆价格下降一定程度上提高了纸基胶带的毛利水平；公司与主要供应商保持良好合作关系，供应商集中度仍不高；公司注重技术研发，研发投入持续增长

近年原材料成本占公司主营业务成本的比重持续上升，2020年占比超过80%，其价格波动对公司产品成本的影响较大。公司产品的主要原材料包括OPP膜、纸浆、PVC粉等基材材料和树脂、SIS橡胶、其他橡胶等粘胶剂制备材料，2020年各主要原材料价格涨跌互现，其中纸基胶带主要原材料纸浆价格同比下降13.63%，一定程度上提高了纸基胶带的毛利水平。需要注意的是，2021年以来纸浆价格迅猛上涨，对公司成本控制形成一定压力。

表8 公司主要原材料采购情况（单位：元/千克）

原材料名称	2020年采购均价	2019年采购均价	同比变化
OPP膜	8.58	9.02	-4.88%
丁酯	7.14	7.56	-5.56%
树脂	11.79	11.35	3.88%
粒子	7.78	7.59	2.50%
纸浆	4.12	4.77	-13.63%
PVC粉	6.03	6.06	-0.50%
SIS橡胶	11.60	12.86	-9.80%
其他橡胶	13.35	12.91	3.41%

资料来源：公司提供

采购对象方面，公司与主要供应商建立了长期良好的合作关系，2020年前五大供应商采购金额占比合计28.73%，同比小幅提高，公司供应商集中度仍不高。货款结算方面，公司采用预付款、现金结算、承兑汇票等多种方式，账期在30-60天不等。随着业务规模扩大，采购需求增加，公司加大了商业信用的利用，大幅增加银行承兑汇票结算，以提高资金使用效率。

表9 公司前五大供应商采购占比情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占营业收入比例
2020年	第一名	13,628.01	6.75%
	第二名	12,257.88	6.07%
	第三名	11,493.59	5.69%
	第四名	10,627.96	5.26%
	第五名	10,030.21	4.96%
	合计	58,037.64	28.73%
2019年	第一名	14,014.57	8.25%
	第二名	12,985.39	7.65%
	第三名	8,176.85	4.82%
	第四名	5,416.56	3.19%
	第五名	4,916.58	2.90%
	合计	45,509.95	26.81%

资料来源：公司提供

作为高新技术企业、上海市科技小巨人企业、上海市企业技术中心企业，公司具备一定技术实力，对研发较为注重。公司拥有规模较大的技术研发团队，截至2020年末，研发人员数量为172人，同比增长19人，占公司总人数的9.54%。近年公司研发费用投入持续增长，2020年研发费用金额达10,686.40万元，占当期营业收入的比例为4.43%，同比有所提高。

表10 公司研发投入情况

项目	2020年	2019年
研发人员数量（人）	172	153
研发人员数量占比	9.54%	10.22%
研发费用金额（万元）	10,686.40	9,045.28
研发费用占营业收入比例	4.43%	4.22%

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告和未经审计的2021年一季报，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并报表范围新增2家子公司，减少3家子公司，详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模快速增长，资产质量较好，流动性充沛；但应收账款和存货规模增长，对营运资金形成一定占用

2020年公司外部融资力度加大，资产规模快速增长。公司资产结构仍以流动资产为主，但随着在建工程项目持续投入，非流动资产占比有所提高。

2020年公司成功发行本期债券，新增银行借款规模较大，货币资金大幅增长，期末占总资产的36.24%，且受限规模较小。报告期内，公司应收账款随着收入规模扩大呈波动增长趋势，2020年末账龄在6个月以内的应收账款占比为92.81%；前五大应收对象均为国际知名企业，信誉度较高，且大部分客户与公司保持长期合作关系，形成坏账的可能性较小。公司主要实行以销定产的生产模式，随着业务规模扩大，在手订单较多，备货增加使得存货规模快速增长。应收账款和存货规模有所增长，对营运资金形成一定占用。

公司固定资产为生产所需的厂房建筑物及机器设备等经营性资产，规模小幅增长。公司在建工程主要为IPO募投项目和本期债券募投项目，主要建设内容为厂房、生产线和研发大楼，随着项目建设持续

推进，投资快速增长。由于预付在建项目所需生产设备的采购款增加，其他非流动资产规模快速增长。

整体上看，公司资产规模快速增长，货币资金规模较大，资产质量较好；但应收账款和存货规模有所增长，对营运资金形成一定占用。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.82	28.90%	12.30	36.24%	4.61	24.80%
应收账款	3.53	10.38%	2.99	8.80%	3.25	17.50%
存货	4.86	14.31%	3.90	11.49%	2.62	14.09%
流动资产合计	19.93	58.66%	20.97	61.76%	12.30	66.19%
固定资产	5.03	14.80%	5.01	14.77%	4.70	25.29%
在建工程	6.27	18.45%	4.92	14.49%	0.54	2.89%
其他非流动资产	1.94	5.71%	2.32	6.84%	0.58	3.11%
非流动资产合计	14.05	41.34%	12.98	38.24%	6.28	33.81%
资产总计	33.98	100.00%	33.95	100.00%	18.58	100.00%

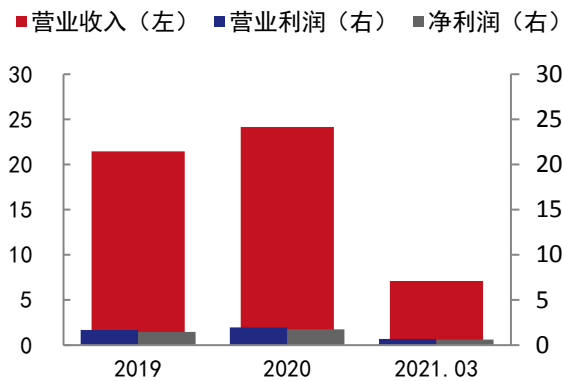
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

盈利能力

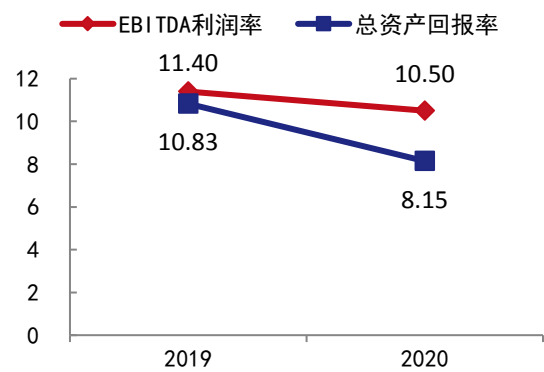
2020年公司营业收入稳步增长，盈利表现仍较好

2020年，公司布基胶带、纸基胶带整体运营比较平稳，销量和单价均较为稳定，收入基本与上年持平；受益于下游需求旺盛，新增产能快速释放，膜基胶带销量快速上升，带动收入提高，全年公司实现营业收入24.14亿元，同比增长12.58%，利润总额1.96亿元，同比增长17.49%，公司整体盈利表现仍较好。

2020年公司息税折旧及摊销前利润增长幅度小于营业收入增幅，EBITDA利润率小幅下滑。同期公司外部融资力度加大使得资产规模快速增长，总资产回报率下降至8.15%。目前公司处于业务规模快速扩张阶段，在建生产基地、生产线投资规模较大，未来随着IPO募集资金、本期债券募集资金用于项目建设，完工投产后产能扩张并逐步消化，公司收入规模或将进一步增长。

图 6 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度，中证鹏元整理

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）


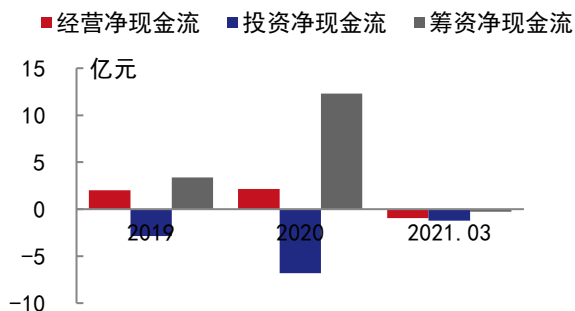
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

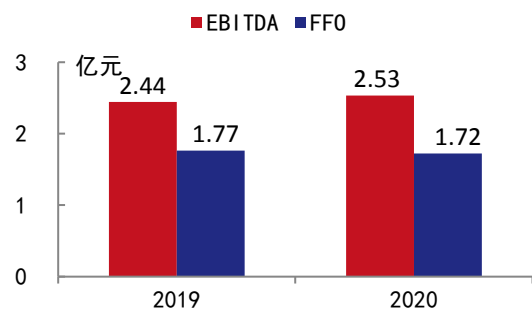
2020 年公司经营活动现金流表现较好，现金生产能力尚可，业务快速发展使得资本性支出持续进行，在建项目尚需投资规模较大，未来主要资本性支出仍将依赖筹资活动

公司产品销售回款情况较好，应收账款整体账龄较短；随着业务规模扩大，存货、应收账款及应付账款均有所增长，基本与业务扩张水平相匹配，经营活动现金流表现较好。2021 年一季度，由于备货增加，经营活动现金流小幅净流出。近年公司处于业务快速扩张期，持续进行较大规模资本性投入，投资活动现金流量净额持续为负，其中 2020 年随着项目建设投资规模大幅增长，投资活动净流出规模达 6.81 亿元。2020 年公司成功发行本期债券，且新增银行借款规模较大，使得筹资活动现金流量净额大幅增长。

2020 年，随着利润规模扩大，公司 EBITDA 有所增长，但存货和经营性应收项目增加占用一定的营运资金，FFO 基本与上年保持一致，公司经营活动现金生成能力尚可。但目前公司在建项目尚需投资规模较大，未来主要资本性支出仍将依赖筹资活动。

图 8 公司现金流结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度，中证鹏元整理

图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况


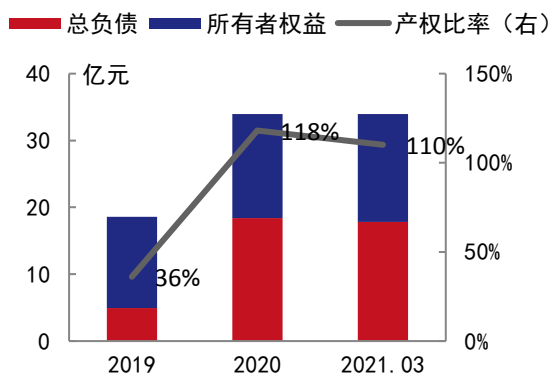
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

2020年公司资产负债水平大幅提高，有息债务快速增长，偿债压力明显加大

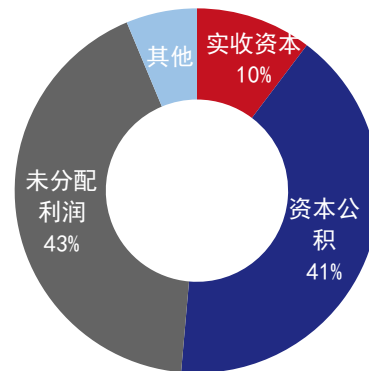
公司资本性支出持续进行，主要通过筹资活动满足在建项目支出需求，负债规模快速增长，使得产权比率上升，所有者权益对负债的保障程度减弱。

图 10 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

图 11 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

公司负债结构仍以流动负债为主，2020年本期债券成功发行使得非流动负债占负债总额的比重大幅提升。

公司短期借款主要为信用借款（占比80.52%）和保证借款（占比19.42%），随着业务规模扩张快速增长。公司在手订单增加，采购规模扩大使得应付账款有所增长，账龄集中在一年以内。为满足工程建设资金需要，公司新增银行长期借款，主要为抵押兼保证借款（占比70.85%）和信用借款（占比29.15%）。随着本期债券成功发行，应付债券规模大幅增长，有助于缓解公司资本性支出的资金压力。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

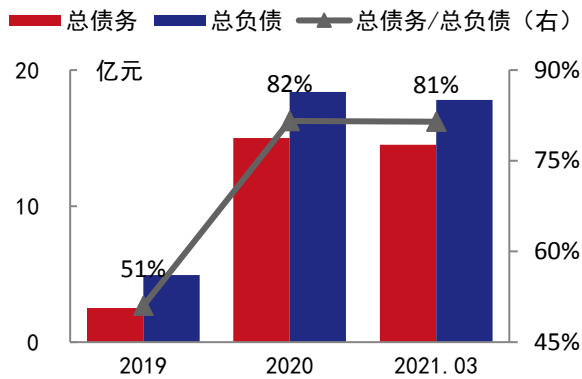
项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.43	41.73%	7.73	42.03%	1.50	30.42%
应付账款	2.19	12.31%	2.45	13.32%	1.57	31.83%
流动负债合计	11.37	63.90%	11.96	65.09%	4.46	90.62%
长期借款	1.37	7.71%	1.41	7.68%	0.00	0.00%
应付债券	4.76	26.73%	4.70	25.56%	0.00	0.00%
非流动负债合计	6.43	36.10%	6.42	34.91%	0.46	9.38%
负债合计	17.80	100.00%	18.38	100.00%	4.93	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

2020年公司有息债务快速增长，期末规模为15.00亿元，同比大幅增长4.98倍，占负债总额的比重为

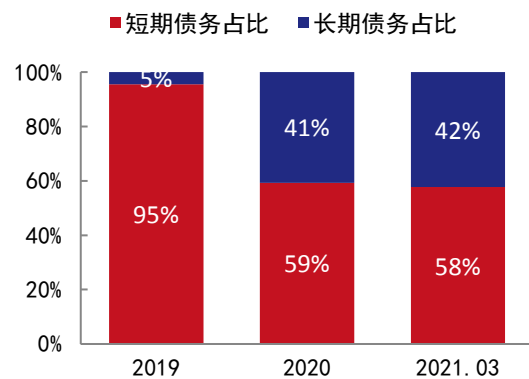
82%，公司偿债压力明显加大，其中短期债务规模为8.89亿元，占总债务的59%，公司短期债务占比较高。

图 12 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

图 13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

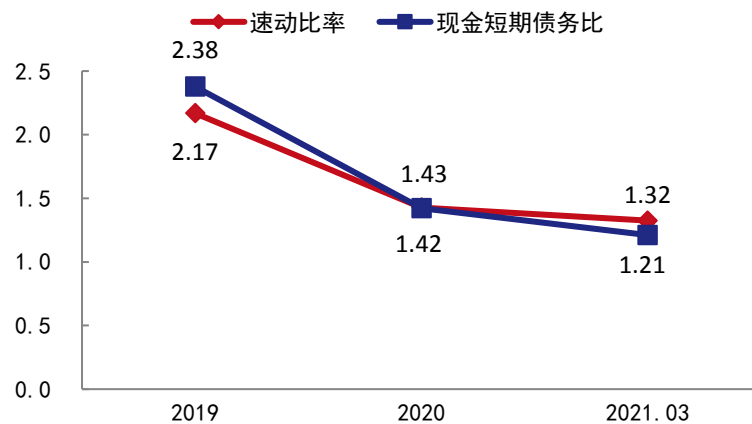
随着有息债务的快速增长，公司资产负债水平大幅提高，2021年3月末资产负债率为52.39%，较2019年末上升25.87个百分点。2020年公司净债务由负转正，EBITDA对净债务和利息的保障程度下降。公司经营活动现金生成能力尚可，2020年FFO与净债务的比值为57.36%，期末总债务占总资本的49.06%，同比大幅提高，公司整体偿债压力加大。

表13 公司杠杆状况指标

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	52.39%	54.14%	26.52%
净债务/EBITDA	-	1.19	-1.08
EBITDA 利息保障倍数	-	12.38	45.25
总债务/总资本	47.27%	49.06%	15.54%
FFO/净债务	-	57.36%	-67.17%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

随着短期借款的快速增长，公司现金短期债务比和速动比率均持续下降，现金类资产对短期有息债务的保障程度减弱。截至2020年末，公司银行授信规模为22.61亿元，剩余未使用规模为13.29亿元，外部融资渠道较为通畅。整体来看，公司获取流动性资源的能力尚可。

图 14 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月24日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、本期债券偿还保障分析

公司以其合法持有的国有土地使用权、房屋、机器设备等资产为本期债券提供抵押担保，一定程度上提高了本期债券的安全性

根据公司提供的《上海永冠众诚新材料科技（集团）股份有限公司公开发行可转换公司债券之抵押合同》，公司及子公司江西永冠科技发展有限公司将其合法持有的国有土地使用权、房屋、机器设备等资产为本期债券提供抵押担保。根据天源资产评估有限公司于2020年5月15日出具的《上海永冠众诚新材料科技（集团）股份有限公司拟公开发行可转换公司债券涉及的抵押物市场价值资产评估报告》（天源评报字〔2020〕第0212号），截至评估基准日2020年3月31日，本期债券抵押物的资产评估价值为55,117.88万元。本期债券抵押物的抵押担保范围为本期债券所产生的全部债务，包括但不限于本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、债权人为了实现债权而产生的一切合理费用。截至2021年5月31日，相关抵押登记手续已办理完毕。跟踪期内公司未对抵押资产价值进行重新评估。

表14 公司抵押资产情况（单位：万元）

抵押资产名称	账面价值	评估价值	评估基准日	是否办妥抵押登记手续
机器设备	26,624.20	29,935.03	2020年3月31日	是
房屋建筑物	13,254.13	18,665.54	2020年3月31日	是
土地使用权	2,260.40	6,517.31	2020年3月31日	是
合计	42,138.73	55,117.88	2020年3月31日	是

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

中证鹏元认为，公司以其合法持有的资产为本期债券提供的抵押担保，可为本期债券的偿付提供进一步的保障，一定程度上提高了本期债券的安全性。但我们注意到，抵押资产规模较大，未来能否集中变现，以及变现金额存在一定的不确定性。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

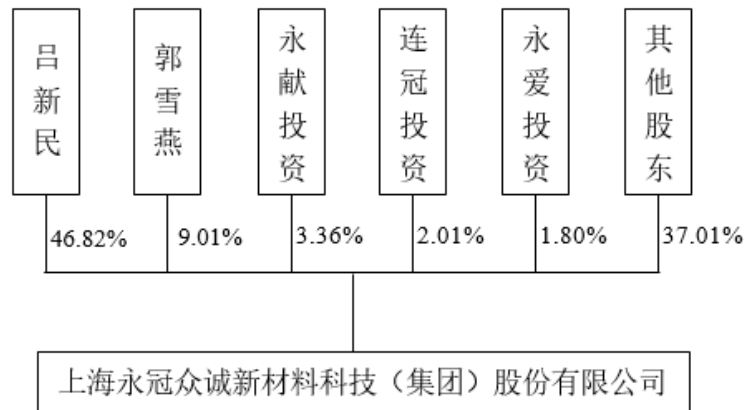
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	9.82	12.30	4.61	1.96
应收票据及应收账款	3.53	2.99	3.25	2.97
应收账款	3.53	2.99	3.25	2.96
存货	4.86	3.90	2.62	2.49
流动资产合计	19.93	20.97	12.30	7.97
固定资产	5.03	5.01	4.70	4.72
1.固定资产	5.03	5.01	4.70	4.72
在建工程	6.27	4.92	0.54	0.09
1.在建工程	6.27	4.92	0.54	0.09
非流动资产合计	14.05	12.98	6.28	5.20
资产总计	33.98	33.95	18.58	13.17
短期借款	7.43	7.73	1.50	1.15
应付账款	2.19	2.45	1.57	1.41
一年内到期的非流动负债	0.05	0.07	0.00	0.00
流动负债合计	11.37	11.96	4.46	3.44
长期借款	1.37	1.41	0.00	0.00
应付债券	4.76	4.70	0.00	0.00
长期应付款	0.02	0.02	0.21	0.50
非流动负债合计	6.43	6.42	0.46	0.76
负债合计	17.80	18.38	4.93	4.21
总债务	14.50	15.00	2.51	1.82
归属于母公司的所有者权益	16.18	15.57	13.65	8.97
营业收入	7.10	24.14	21.44	17.01
净利润	0.60	1.76	1.48	1.31
经营活动产生的现金流量净额	-0.97	2.15	2.01	1.72
投资活动产生的现金流量净额	-1.21	-6.81	-2.85	-1.13
筹资活动产生的现金流量净额	-0.27	12.29	3.36	-0.29
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	13.21%	14.41%	17.10%	17.57%
EBITDA 利润率	--	10.50%	11.40%	13.58%
总资产回报率	--	8.15%	10.83%	12.90%
产权比率	110.03%	118.07%	36.09%	46.89%
资产负债率	52.39%	54.14%	26.52%	31.92%
净债务/EBITDA	--	1.19	-1.08	0.13
EBITDA 利息保障倍数	--	12.38	45.25	35.60
总债务/总资本	47.27%	49.06%	15.54%	16.90%

FFO/净债务	--	57.36%	-67.17%	620.99%
速动比率	1.32	1.43	2.17	1.59
现金短期债务比	1.21	1.42	2.38	1.35

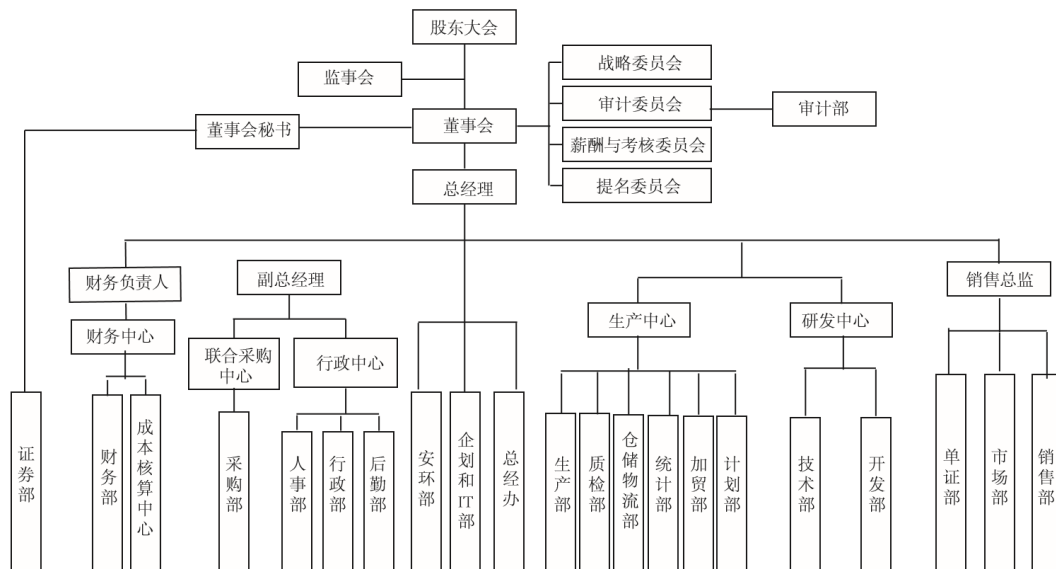
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供



附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质
上海重发胶粘制品有限公司	100.00%	制造业
江西永冠科技发展有限公司	100.00%	制造业
永康市泽冉家居用品有限公司	100.00%	贸易
云诺国际贸易有限公司	100.00%	贸易
上海冠革实业有限公司	100.00%	贸易
江西八福科技发展有限公司	100.00%	制造业
越南 Adhes 包装技术有限公司	100.00%	制造业
永冠新材料科技(山东)有限公司	100.00%	制造业
江西永冠胶粘制品有限公司	100.00%	制造业

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。