

浙江华正新材料股份有限公司

公开发行可转换公司债券

# 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(2022)100020】

评级对象: 浙江华正新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券

华正转债

主体/展期/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA+/2022年5月16日

首次评级: AA/稳定/AA+/2021年4月16日

### 主要财务数据及指标

项 目	2019年	2020年	2021年	2022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	1.21	2.24	2.44
刚性债务	6.96	8.19	13.62	17.18
所有者权益	5.44	11.88	13.02	13.66
经营性现金净流入量	0.55	0.37	4.60	-1.42
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	24.11	34.67	50.98	54.28
总负债	16.58	20.01	34.27	36.75
刚性债务	11.54	13.51	25.49	29.58
所有者权益	7.53	14.66	16.71	17.53
营业收入	20.26	22.84	36.20	8.37
净利润	1.03	1.26	2.40	0.32
经营性现金净流入量	1.25	1.65	2.75	-0.67
EBITDA	1.96	2.38	3.89	-
资产负债率[%]	68.78	57.72	67.22	67.70
权益资本与刚性债务 比率[%]	65.21	108.49	65.54	59.27
流动比率[%]	94.29	118.85	95.65	113.61
现金比率[%]	12.05	32.30	16.72	29.17
利息保障倍数[倍]	3.74	4.95	6.77	-
净资产收益率[%]	14.19	11.36	15.32	-
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	8.88	10.16	11.94	-
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-2.29	-22.71	-24.16	-
EBITDA/利息支出[倍]	5.31	7.02	8.68	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.19	0.20	-
<b>担保方数据</b>				
	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
所有者权益	64.89	70.06	79.09	82.66
权益资本与刚性债务 余额比率[%]	91.89	98.41	96.45	99.16
担保比率	1.41	2.69	0.06	0.05

注:根据发行人华正新材经审计的2019-2021年度及未经审计的2022年第一季度财务数据,担保方华立集团经审计的2018-2020年度及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

熊祥 xh@shxsj.com

翁斯喆 wsz@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)对浙江华正新材料股份有限公司(简称华正新材、发行人、该公司或公司)及其发行的“华正转债”的跟踪评级反映了2021年以来华正新材在主导产品市场空间、经营规模、融资渠道、债项增信等方面继续保持优势,同时也反映了公司在市场竞争、债务负担加重、技术研发投入及产品升级、原材料价格波动、新建项目产能释放等方面面临压力。

#### 主要优势:

- **主导产品市场空间较大。**华正新材的主导产品覆铜板下游应用领域广泛,有望随着我国电子信息制造业的发展,叠加国产化替代需求,而继续具有较大市场空间,尤其是高等级覆铜板领域。
- **经营规模显著扩大。**华正新材覆铜板业务在细分领域具有一定的市场竞争力。跟踪期内青山湖基地覆铜板二期项目投产,公司产能进一步扩大且总体产能释放情况较好,经营规模显著扩大。
- **融资渠道畅通。**作为上市公司,华正新材直接和间接融资渠道均较为畅通。
- **担保增信。**控股股东华立集团为华正转债提供全额无条件不可撤销连带保证责任担保,跟踪期内继续增强了债券偿付保障。

#### 主要风险:

- **行业集中扩产或将导致市场竞争进一步加剧。**华正新材主业所处覆铜板细分行业正处于新一轮产能扩张期,随着后续行业产能集中释放,或将导致市场竞争进一步加剧。
- **资本性支出较集中并导致债务规模继续扩大。**跟踪期内,华正新材继续推进产能扩张,资本

性支出较集中，且公司大量通过债务融资满足资金需求，导致债务规模继续扩大，跟踪期内负债经营程度明显上升。需关注公司后续债务负担控制情况。

- **技术研发投入及产品升级压力较大。**华正新材投入较多资源跟踪市场，开发客户所需产品，进行后续发展产品储备，持续存在较大技术研发投入压力。此外，国内高端覆铜板产品仍主要依靠进口，细分市场主要由外资厂商主导，国内企业产品亟待往中高端突破，相应面临产品升级压力。
- **后续产能释放压力。**华正新材持续推进覆铜板等产品新增产能建设，在建项目规划总投资规模较大，且行业发展存在一定波动性，需关注后续产能建设节奏以及新增产能释放压力。
- **主要原材料价格波动风险。**原材料在华正新材主业成本中占比较大。原材料市场价格大幅上涨会导致企业面临较大的成本控制及价格转移压力。同时原材料价格上涨也会造成经营环节占款的进一步增加。

## ➤ 未来展望

通过对华正新材及其发行的华正转债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持华正新材 AA-主体信用等级，评级展望为稳定；认为经担保增信后的华正转债还本付息安全性很强，并维持华正转债 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 浙江华正新材料股份有限公司

## 公开发行可转换公司债券

## 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照浙江华正新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券（简称“华正转债”或“可转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据浙江华正新材料股份有限公司（简称“华正新材”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2021 年财务数据、未经审计的 2022 年一季度财务数据及相关经营数据，对华正新材的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证监会证监许可[2021]2508 号文核准，该公司于 2022 年 1 月 24 日公开发行 5.70 亿元可转换公司债券，期限为 6 年；票面利率设定为：第一年 0.20%、第二年 0.40%、第三年 0.60%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。公司本次可转债募集资金扣除发行费用后将投资于“年产 2400 万张高等级覆铜板富山工业园制造基地项目”及补充流动资金。跟踪期内募投项目仍在建中。

图 1. 本次债券募集资金拟使用项目概况

项目名称	计划总投资 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)
年产 2400 万张高等级覆铜板富山工业园制造基地项目	20.49	4.00
补充流动资金	--	1.70
合计	20.49	5.70

资料来源：华正新材

截至本评级报告日，该公司无其它存续期债券。

## 业务

## 1. 外部环境

## (1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济

在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## （2）行业因素

覆铜板是印刷电路板的基板材料，广泛应用于各类电子产品和设备中。近年来随着信息化和智能化的不断发展，全球覆铜板需求持续增长。我国已成为全球最大的印刷电路板制造国，预计在下游需求带动下，叠加国产替代，未来仍有较大发展空间。但覆铜板市场竞争激烈，主要原材料价格波动较为频繁，成本控制压力较大，且内资企业在中高端产品领域仍有较大的技术提升压力。

### A. 行业概况

覆铜板全称为“覆铜箔层压板”，是将电子玻纤布或其它增强材料浸以树脂，一面或双面覆以铜箔并经热压而制成的一种板状材料，主要用于制作印制电路板（简称“PCB<sup>1</sup>”），起互连导通、绝缘和支撑作用。覆铜板对电路中信号的传输速度、能量损失和特性阻抗等影响很大，PCB的性能、品质、工艺、以及成本在很大程度上取决于覆铜板。而PCB作为重要的电子部件，是电子元器件的支撑体和相互连接的载体，广泛应用于各类电子电气产品和设备中。

在下游新能源汽车、5G通讯、智能家居市场旺盛需求带动下，PCB及覆铜板基材需求量持续增长。根据Prismark数据，2020年全球PCB产值为652亿美元，较2019年增长6.4%；其预测2021年全球PCB市场容量将达799亿美元，较2020年继续增长22.6%，行业保持较快发展。

随着电子信息制造业向亚太尤其是中国大陆地区转移，我国已成为全球最大的PCB制造国和消费国，在全球PCB产值中占比超过50%，覆铜板的全球产值占比则超过66%。经过多年发展，我国已形成完整的电子电气产品制造产业链体系，产业配套日趋完善，相对成本优势突出。未来随着5G、大数据、云计算、人工智能、物联网等行业的快速发展，加之国产替代需求，预计我国覆铜板行业仍有较大的发展空间。

行业产能方面，受下游需求推动，国内覆铜板行业扩产力度加大。根据中国电子材料行业协会统计数据，2021年我国覆铜板企业立项项目15个、开工建设项目26个、投产项目8个。其中立项项目计划总投资128.65亿元，新增覆铜板产能约16,484万平米/年；开工建设项目新增覆铜板产能约23,386万平

<sup>1</sup> PCB为Printed Circuit Board的缩写。

米/年，产能预计在 2022-2025 年释放。

覆铜板主要直接原材料为铜箔、玻纤和树脂，三者合计在覆铜板制造成本中占比达到 70-90%。2021 年以来，国内经济持续恢复，新能源汽车、5G 通讯等下游市场需求旺盛；同时全球范围内新冠疫情反复，冲击供应链，导致大宗商品价格飙升，以上因素共同推动覆铜板原材料价格上涨。四季度开始，随着供应链的恢复，原材料供应得到缓解，价格出现回落。总体来看，原材料价格的剧烈波动会使行业内企业面临较大的成本控制压力。

## B. 政策环境

电子信息制造业是我国重点发展的战略性、基础性和先导性支柱产业，而覆铜板和 PCB 是现代电子设备中必不可少的基础组件。近年来，我国政府和行业主管部门推出了一系列产业扶持和鼓励政策，引导行业健康发展。

**图表 2. 近年来我国 PCB 行业主要相关政策一览**

时间	文件名称	主要内容
2017 年 2 月	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	将“高密度互连印刷电路板、柔性多层印制电路板、特种印制电路板”作为电子核心产业列入指导目录；将“高密度互连积层板、多层挠性板、刚挠印刷电路板”列入鼓励外商投资产业目录
2018 年 11 月	《战略性新兴产业分类》	对 PCB 企业现有最低人均产值、新建项目的规模与产出投入比、关键技术指标与加工能力、智能制造、质量管理、节能节地等若干维度形成了明确、可量化的标准体系
2019 年 1 月	《印刷电路板行业规范条件》、《印刷电路板行业规范管理暂行办法》	推动印刷电路板行业优化布局、产品结构调整和转型升级，鼓励建设一批具有国际影响力、技术领先、专精特新 PCB 企业，为 PCB 行业的进一步壮大提供政策支持
2019 年 11 月	《产业结构调整目录（2019 年）》	将高密度印刷电路板、柔性电路板、高频微波印制电路板、高速通信电路板、高性能覆铜板等纳入国家重点鼓励项目
2020 年 11 月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	要坚定不移建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国，推进产业基础高级化、产业链现代化，提高经济质量效益和核心竞争力。要提升产业链供应链现代化水平，锻造产业链供应链长板，立足我国产业规模优势、配套优势和部分领域先发优势，打造新兴产业链，推动传统产业高端化、智能化、绿色化。补齐短板实施产业基础再造工程，加大重要产品和关键核心技术攻关力度，发展先进适用技术，推动产业链供应链多元化。
2021 年 1 月	《基础电子元器件产业发展行动计划（2021-2023 年）》	到 2023 年，优势产品竞争力进一步增强，产业链安全供应水平显著提升，面向智能终端、5G、工业互联网等重要行业，推动基础电子元器件实现突破，增强关键材料、设备仪器等供应链保障能力，提升产业链供应链现代化水平。 实施重点产品高端提升行动，面向电路类元器件等重点产品，突破制约行业发展的专利、技术壁垒，补足电子元器件发展短板，保障产业链供应链安全稳定。重点产品高端提升行动包括重点发展高频高速、低损耗、小型化的光电连接器，超高速、超低损耗、低成本的光纤光缆，耐高压、耐高温、高抗拉强度电气装备线缆，高频高速、高层高密度印制电路板、集成电路封装基板、特种印制电路板。

数据来源：公开资料整理

## C. 竞争格局

从全球范围来看，我国覆铜板产品主要为附加值较低的普通覆铜板，高端覆铜板则大量依赖进口，并导致覆铜板国际贸易持续处于逆差状态，2021 年为 7.18 亿美元。高端覆铜板具有工艺复杂、材料及加工认证周期长、下游需求多样并要求专有配方等特点，进入门槛较高，目前主要由美日等国及我国台湾地区厂商主导，国内市场进口替代前景十分广阔。

**图表 3. 2018-2021 年我国覆铜板进出口情况（万美元、万美元/吨）**

年度	出口金额	出口均价	进口金额	进口均价	贸易逆差
2018	59,418.45	0.63	111,479.14	1.40	52,060.69
2019	52,491.38	0.60	122,406.19	1.76	69,914.81
2020	51,131.90	0.59	128,517.88	1.95	77,385.98
2021	76,193.75	0.82	147,994.42	2.19	71,800.67

数据来源：公开资料整理

我国覆铜板制造企业以台商投资企业为主，但近年来内资覆铜板企业发展较快。目前除公司外，国内主要覆铜板上市公司还包括广东生益科技股份有限公司、金安国纪科技股份有限公司、南亚新材料科技股份有限公司等，在行业内排名靠前。

**图表 4. 国内覆铜板行业典型上市公司数据概览（单位：亿元，%）**

企业名称	核心经营指标（合并口径）			核心财务数据（合并口径）		
	营业收入	毛利率	净利润	总资产	资产负债率	经营性净现金流
广东生益科技股份有限公司	202.74	26.82	29.25	244.31	39.15	17.76
金安国纪科技股份有限公司	58.91	22.68	7.01	68.65	46.62	7.42
南亚新材料科技股份有限公司	42.07	17.89	3.99	50.62	42.83	0.49
浙江华正新材料股份有限公司	36.20	16.51	2.40	50.98	67.22	2.75

数据来源：新世纪评级根据公开资料整理；数据口径为 2021 年。

#### D. 风险关注

覆铜板行业主要风险关注点有：1）内资企业与国际先进技术企业的技术差距仍较大，内资企业产品主要集中在中低端市场，而高端产品仍由外资厂商主导，易受到地缘政治环境变化影响；2）原材料价格波动导致行业内企业面临较大的成本控制及价格转移压力；3）随着下游市场需求的持续旺盛，覆铜板行业开始了新一轮的产能扩张周期，未来市场竞争将加剧。

## 2. 业务运营

该公司自成立以来主要从事覆铜板和复合材料的研发、生产和销售，主业较为突出，并已在细分领域形成一定的市场竞争力。2021 年，公司产能释放良好，且产品售价在主要原材料价格上涨传导下得到提高，当期收入及利润规模增长。后续来看，随着行业扩产和竞争的加剧，预计公司经营压力或将加大，2022 年一季度，公司业绩同比有所弱化。需持续关注原材料价格波动带来的成本控制压力，以及公司在建项目后续产能释放情况。

该公司是我国覆铜板行业较具竞争力的内资企业之一，自成立以来一直从事覆铜板、复合材料等的研发、生产和销售。公司目前产品包括覆铜板（含半固化片）、复合材料（含功能性复合材料和交通物流用复合材料）、锂电池软包用铝塑膜等，产品广泛应用于 5G 通讯、数据交换、新能源汽车、智慧家电、医疗设备、轨道交通、绿色物流等领域。公司在覆铜板领域发展多年，主要产



品已初步切换到高等级覆铜板<sup>2</sup>，近年新建产能均是高等级覆铜板的扩产，已在细分领域具有一定的市场竞争力。

**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
覆铜板	电子信息制造业	全国/PCB 制造商	横向规模化	技术/成本等
复合材料	新材料	华东/消费电子产品制造商、新能源汽车制造商	横向规模化	技术/成本/渠道等

资料来源：华正新材

2019-2021 年和 2022 年第一季度该公司分别实现营业收入 20.26 亿元、22.84 亿元、36.20 亿元和 8.37 亿元。受主要原材料供应趋紧及价格上涨传导影响，2021 年以来公司覆铜板等核心产品售价提高，同时新增覆铜板产能释放情况良好带动销量增长，使得当年营业收入同比大幅增长 58.47%。2022 年一季度公司收入继续同比增长 8.76%。

从产品收入构成来看，2021 年核心板块覆铜板（包含导热材料）业务收入合计为 29.14 亿元，同比增长 67.14%，占当年营业收入的比重为 80.51%。同时，当年受市场需求变化影响，占收入比重仍较低的交通物流复合材料和功能性复合材料板块收入同比分别增加 52.01%和减少 1.24%。

**图表 6. 公司营业收入构成及变化情况（单位：亿元）**

主导产品或服务		2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一季度
营业收入合计		20.26	22.84	36.20	8.37
其中：覆铜板	金额	14.07	15.04	26.93	6.54
	占比	69.45%	65.85%	74.40%	78.11%
导热材料	金额	1.58	2.40	2.21	0.40
	占比	7.80%	10.51%	6.11%	4.79%
功能性复合材料	金额	1.35	1.74	1.71	0.42
	占比	6.66%	7.62%	4.74%	5.07%
交通物流复合材料	金额	2.56	2.19	3.33	0.83
	占比	12.64%	9.59%	9.20%	9.95%
其他	金额	0.70	1.47	2.01	0.17
	占比	3.46%	6.44%	5.55%	2.08%

资料来源：华正新材

注：若出现总数与各分项数值之和的尾数不一致的情况，为四舍五入原因所致。

### （1）主业运营状况/竞争地位

该公司核心产品为覆铜板，同时还生产和销售导热材料、功能性复合材料和交通物流复合材料等产品。公司覆铜板产品已初步切换到高等级覆铜板，近年新建产能均为高等级覆铜板；导热材料产品主要为高导热散热材料，应用于

<sup>2</sup> 包括但不限于环保型无卤素覆铜板、环保型无铅化覆铜板、高 Tg 高耐热覆铜板、高导热散热基材、高频高速覆铜板等。

LED 照明、背板显示、功率器件和新能源汽车电气零件等领域；功能性复合材料产品为主要绝缘层压板及制品，在消费电子产品和医疗器械等产品中起到绝缘、支撑的作用，同时可有效降低结构件的重量；交通物流用复合材料主要产品为热塑性和热固性板材，主要用于制造商用车车厢，相比传统金属车厢，具有重量更轻、成本更低、保温效果更好等优点。

该公司生产基地主要位于杭州，其中覆铜板业务已在未来科技城和青山湖科技城设立了生产基地；此外，位于珠海的富山工业园区新厂区也正在建设中。公司产品以自产为主，少量通过外协加工。公司覆铜板产品具有多批次、多品种的特点，采用以销定产模式，接到订单后通过 ERP 系统排定生产计划，以实现生产线的高效使用；产品从订单接收到生产结束需经过销售、工艺、计划、物控等部门评审，若为特殊规格或新产品，先由工艺部门审核，评估生产能力及设计生产工艺后安排生产；同时会为战略性客户保留一定的产能余量，确保优先生产供货。在生产质量控制方面，公司通过了 ISO9001、ISO14001、ISO45001、QC080000、IATF16949 等质量管理体系认证。

2021 年以来，随着年产 650 万平方米高频高速覆铜板青山湖制造基地二期项目于 6 月投入试运行，该公司覆铜板产品设计产能进一步提升。得益于下游需求较旺盛，公司 2021 年总体产能利用率继续超过 100%，处于满产状态。

**图表 7. 公司覆铜板（含半固化片及导热材料）业务产能利用率情况**

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一季度
设计产能（万平米）	2,008.20	2,008.20	2,271.45	644.55
实际产量（万平米） <sup>3</sup>	1,980.66	2,210.22	2,695.68	725.99
产能利用率（%）	98.63	110.06	118.68	112.64

资料来源：华正新材

采购方面，该公司生产主要原材料为铜箔、玻纤布、树脂、铝板和复合纱等，生产成本中直接材料占比 80% 以上。公司实行以产定采模式，根据订单情况编制月度原材料进货计划表，经采购总监及总裁批准后实施，研发中心或生产工艺部门负责制定所采购材料的技术参数要求，品质部门负责对采购材料的品质进行管控。公司通常与主要原材料供应商签订长期供货协议，主要原材料库存基本可满足 1-3 个月生产需要。从采购集中度来看，2021 年前五大供应商合计采购额 12.02 亿元，占年度采购总额的 41.41%。公司主要采用票据与银行转账相结合的结算方式，结算账期一般为 60-90 天。

**图表 8. 公司 2021 年前五大供应商情况（单位：万元）**

供应商名称	采购金额	采购占比
供应商 1	34,202.92	11.78%
供应商 2	31,909.62	10.99%
供应商 3	27,650.34	9.52%
供应商 4	16,631.89	5.73%

<sup>3</sup> 不含外协。

供应商名称	采购金额	采购占比
供应商 5	9,845.56	3.39%
<b>合计</b>	<b>120,240.33</b>	<b>41.41%</b>

资料来源：华正新材

注：供应商按同一控制下企业合并口径统计

从采购价格来看，2021 年电子材料行业主要原材料供应趋紧、价格大幅上涨，推动产业链各环节价格提升。受此影响，该公司当年主要原材料中除复合纱外，铜箔、玻纤布、树脂、铝板的采购价格普遍上涨，且同比涨幅均在 40% 以上。2022 年一季度，铝板采购价格继续大幅上涨，而铜箔、玻纤布等采购价格则均出现下行。

销售方面，该公司产品销售以直销为主，代销、经销为辅。公司不断深化以产品线为主，市场、技术、销售、交付全面服务客户的营销体系，通过深入终端客户，挖掘终端客户的需求和技术趋势，以终端认证带动产品销售。覆铜板产品方面，公司已与 PCB 行业前 100 强企业中的 50% 以上客户建立了业务关系；复合材料领域，公司目前已成为德邦、顺丰、中国邮政等大型物流企业的供应商。公司以销售产品等级、合作稳定性、客户规模等多维要素将客户进行等级分类。结算方式上，公司根据客户等级不同给予不同的账期和现金结算比率，一般客户的账期为月结 90 天左右。2021 年，公司覆铜板、交通物流用复合材料销量继续实现增长，功能性复合材料销量略有下滑，产销率总体保持在良好水平。

**图表 9. 公司主要产品产销情况**

产品	项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
覆铜板（含导热材料）	产量（万平方米）	1,980.66	2,400.14	2,816.14	726.00
	销量（万平方米）	1,979.32	2,407.18	2,846.61	715.85
	产销率（%）	99.93	100.29	101.08	98.60
功能性复合材料	产量（吨）	1,679.13	2,233.86	2,369.48	307.82
	销量（吨）	1,904.97	2,388.04	2,352.37	288.39
	产销率（%）	113.45	106.90	99.28	93.69
交通物流用复合材料	产量（万平方米）	163.86	205.73	270.94	50.93
	销量（万平方米）	170.11	200.74	262.20	52.01
	产销率（%）	103.81	97.57	96.77	102.13

资料来源：华正新材

销售价格方面，受主要原材料供应趋紧及价格上涨传导影响，2021 年该公司产品售价大多也相应有所提高，其中覆铜板销售价格同比涨幅较明显，在 46% 左右；交通物流用复合材料同比上涨 16% 左右，功能性复合材料略有上涨。2022 年第一季度，受原材料价格变动影响，公司产品售价变动存在差异，其中核心产品覆铜板价格存在下跌。

该公司产品以内销为主，同时通过在日本等地设立的境外子公司或营销网络，开拓海外市场。2021 年公司主营业务收入中境外销售收入为 6.34 亿元，

同比增长 28.52%。公司通过远期结售汇、灵活制定海外产品价格策略等方式降低汇率波动影响。从客户集中度来看，2021 年公司前五大客户合计销售占比为 25.57%，客户集中度不高。

**图表 10. 公司 2021 年前五大客户情况（单位：万元）**

客户名称	销售金额	销售占比
客户 1	24,799.35	7.08%
客户 2	18,678.65	5.33%
客户 3	16,574.68	4.73%
客户 4	16,426.92	4.69%
客户 5	13,140.44	3.75%
合计	89,620.03	25.57%

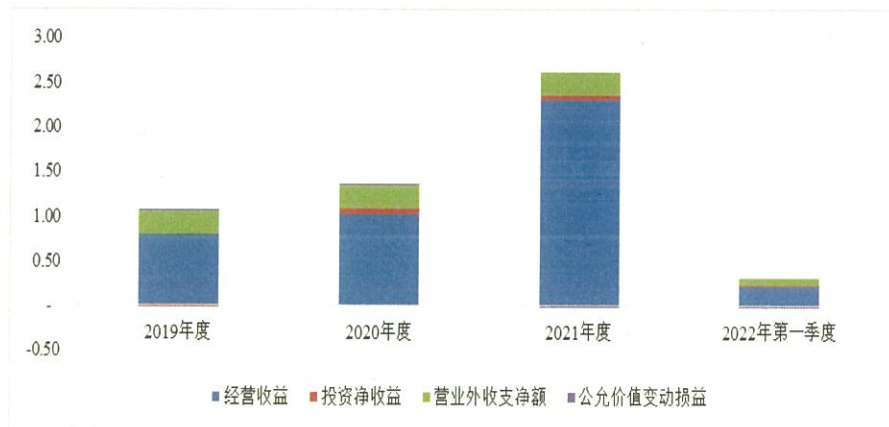
资料来源：华正新材

注：客户按同一控制下企业合并口径统计

研发方面，该公司及多家下属企业被认定为高新技术企业，研发中心已获得国家企业技术中心认证。公司重视研发能力的开发和研发成果的转化，每年投入较多资源跟踪市场，开发客户所需产品，进行后续发展产品储备，持续存在较大技术研发投入需求。2019-2021 年公司研发投入总额分别为 1.26 亿元、1.23 亿元和 1.59 亿元，研发投入占营业收入的比重为 6.22%、5.39%和 4.39%。

## （2）盈利性

**图表 11. 公司盈利来源结构（单位：亿元）**



资料来源：根据华正新材所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2019-2021 年该公司营业收入分别为 20.26 亿元、22.84 亿元和 36.20 亿元；同期毛利率分别为 20.46%、18.92%和 16.51%，2021 年公司毛利率同比减少 2.41 个百分点。当年公司生产用原材料价格普遍上涨，但价格转移到销售端不同产品售价涨幅不同，其中公司核心产品覆铜板价格转移较好，当期毛利率相对稳定，同比略有上升；功能性复合材料等部分产品售价上涨幅度跟不上原材料涨幅，导致毛利率出现较明显降幅。总体来看，在覆铜板产品新增产能释

放的带动下，公司 2021 年实现毛利为 5.98 亿元，同比增长 38.28%。

2019-2021 年，该公司期间费用分别为 3.11 亿元、3.05 亿元和 3.86 亿元，期间费用率分别为 15.35%、13.34%和 10.65%，期间费用率控制较好。同时，公司盈利主要来自经营收益，同期分别为 0.80 亿元、1.02 亿元和 2.30 亿元，总体盈利实现质量较好。

**图表 12. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一季度
营业收入合计（亿元）	20.26	22.84	36.20	8.37
毛利率（%）	20.46	18.92	16.51	15.27
分板块：覆铜板	17.50	15.48	15.60	14.12
导热材料	24.86	20.76	16.00	18.93
功能性复合材料	33.45	41.51	25.22	17.29
交通物流用复合材料	21.02	22.17	15.50	11.84
毛利（亿元）	4.15	4.32	5.98	1.28
分板块：覆铜板	2.46	2.33	4.20	0.92
导热材料	0.39	0.50	0.35	0.08
功能性复合材料	0.45	0.72	0.43	0.07
交通物流用复合材料	0.54	0.49	0.52	0.10
期间费用率（%）	15.35	13.34	10.65	12.15
其中：财务费用率（%）	1.73	2.03	1.64	2.04
全年利息支出总额（万元）	3,281.71	3,146.57	4,238.86	-
其中：资本化利息数额（万元）	413.66	239.67	249.93	-

资料来源：根据华正新材所提供数据整理。

除经营收益外，其他收益等也能为该公司利润提供补充。2019-2021 年公司其他收益分别为 0.27 亿元、0.28 亿元和 0.27 亿元，主要为增值税退税、各类专项资金等。

2019-2021 年该公司分别实现净利润 1.03 亿元、1.26 亿元和 2.40 亿元，2021 年随着覆铜板新增产能的释放，公司净利润同比增长 90.63%。

2022 年第一季度，该公司营业收入同比增长 8.76%至 8.37 亿元，但当期受市场竞争、核心产品售价下跌等影响，公司毛利率继续收窄，当期 15.27%，当期净利润为 0.32 亿元，同比减少 50.15%。

### **(3) 运营规划/经营战略**

该公司的发展战略是在电子基础材料和复合材料领域深耕，根据市场需求，提升研发和设计新材料新产品的能力，并成为细分领域总体解决方案的最佳提供商。

该公司近年来资本性支出规模较大，主要在建项目包括青山湖基地二期年产 650 万平方米高频高速覆铜板项目和珠海富山工业园区年产 2,400 万张高等

级覆铜板项目，其中青山湖基地覆铜板二期项目已于 2021 年 6 月投入试运行；珠海项目跟踪期仍在建。珠海项目计划总投资 20.49 亿元，规划分三期建设，一期项目总投资 8.20 亿元，建成后可形成年产 960 万张高等级覆铜板的生产能力<sup>4</sup>，截至 2022 年 3 月末已投资 6.78 亿元；二、三期项目将视一期项目建设情况、投产及效益情况进行建设。此外，公司还于 2021 年启动了青山湖基地年产 3,600 万平方米铝塑膜扩产项目，总投资 4.38 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 1.80 亿元。公司在建项目规划总投资规模较大，需关注后续产能建设节奏以及新增产能释放压力。

**图表 13. 公司跟踪期主要在建项目（单位：亿元）**

项目名称	计划投资	截至 2022 年 3 月末累计已投资	（计划）建成时间	资金来源
青山湖基地二期年产 650 万平方米高频高覆铜板建设项目（简称“青山湖基地覆铜板二期项目”）	5.97	4.72	2022 年 3 月	自筹及融资
珠海富山工业园区年产 2400 万张高等级覆铜板项目（简称“珠海项目”）	20.49	6.78	2024 年 12 月	自筹及融资
年产 3600 万平方米铝塑膜临安青山湖基地项目	4.38	1.80	2022 年 6 月	自筹及融资
合计	30.84	13.30	--	--/

资料来源：华正新材

## 管理

**该公司为民营上市公司，跟踪期内继续加强了内部制度建设，公司股权结构、董监高等保持稳定。**

截至 2022 年 3 月末，该公司控股股东仍为华立集团股份有限公司（简称“华立集团”），持股比例为 40.07%，其持有的公司股份均未质押；公司实际控制人仍为自然人汪力成。

华立集团系投资控股型企业，该公司与其及其下属其他子公司存在少量的关联交易情况，2021 年度公司主要是向关联方采购商品与劳务产生的关联交易金额为 0.05 亿元。

2021 年以来，该公司董监高层面保持稳定；管理方面，公司加强了制度建设，出台或修订了《采购管理制度》《安全生产管理制度》《固体废物管理实施细则》等一系列经营管理制度。

根据公开信息查询及该公司提供的资料，公司跟踪期内无重大不良行为。

**图表 14. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）**

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信中心	2022.1.7、2022.1.5、	无	无	无

<sup>4</sup> 一期项目产能主要生产无卤无铅等环保型覆铜板、高多层互联用中高 Tg 覆铜板等，以批量化、标准化的生产为主，应用范围为相对基础的产业，包括通信、家电、汽车、工业等。该项目的建设有助于提升公司对华南地区客户的响应速度及服务水平。

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司
		2022.1.10、 2021.6.14			
各类债券还本付息	公开信息披露	2022.4.30	正常	正常	不涉及
重大诉讼	公开信息披露	2022.4.30	无	无	无
工商	公开信息披露	2022.4.30	无	无	无
质量	公开信息披露、公司说明	2022.4.30	无	无	无
安全	公开信息披露、公司说明	2022.4.30	无	无	无

资料来源：根据华正新材所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

## 财务

跟踪期内，随着业务规模的扩大和在建项目的持续投入，该公司资金需求增加，债务规模尤其是刚性债务规模进一步扩大，负债经营程度明显上升，且即期偿债压力较大。但公司经营环节能实现一定现金净流入，且外部融资渠道较畅通，能为债务偿付提供基本保障。公司规划扩产力度较大，后续需持续关注项目推进节奏及资金平衡情况。

### 1. 数据与调整

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021 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。公司按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”），以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的披露规定编制财务报表。公司自 2021 年 1 月 1 日起执行新租赁准则。同时，为了更准确的对金融工具中应收款项进行后续计量，更加客观公允的反映公司的财务状况和经营成果，公司根据《企业会计准则 28 号——会计政策、会计估计变更和差错更正》规定，并参考同行业上市公司对金融工具应收款项的预期信用损失的计量方法，公司对计量应收账款、其他应收款的预期信用损失的会计估计进行变更（见下表），对此项会计估计变更采用未来适用法。

**图表 15. 公司 2021 年重要会计估计变更**

账龄	变更前		变更后	
	应收账款计提比例（%）	其他应收款计提比例（%）	应收账款计提比例（%）	其他应收款计提比例（%）
1 年以内	5.00	5.00	0.50	0.50

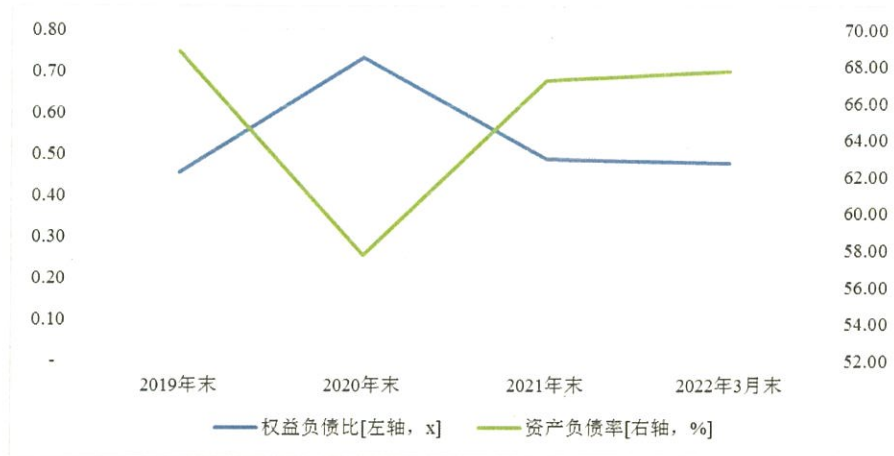
账龄	变更前		变更后	
	应收账款计提比例 (%)	其他应收款计提比例 (%)	应收账款计提比例 (%)	其他应收款计提比例 (%)
1-2 年	10.00	10.00	20.00	20.00
2-3 年	30.00	30.00	50.00	50.00
3-4 年	80.00	80.00	80.00	80.00
4 年以上	80.00	80.00	100.00	100.00

资料来源：华正新材。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 16. 公司财务杠杆水平变动趋势



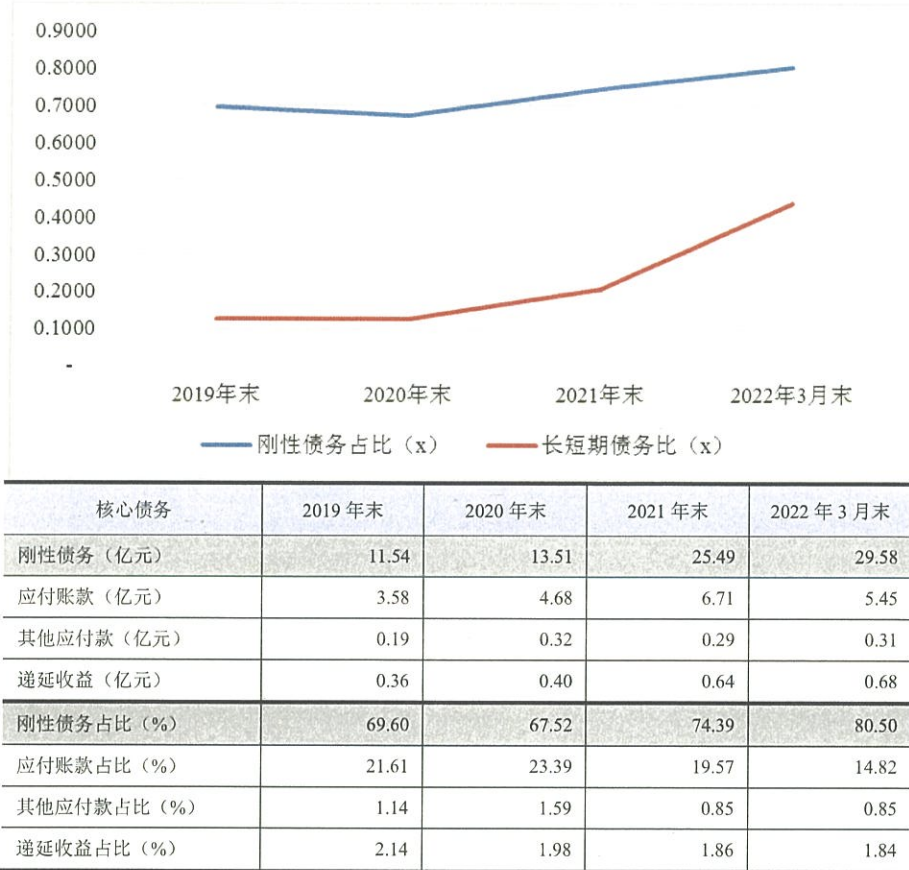
资料来源：根据华正新材所提供数据绘制。

2019-2021 年末和 2022 年 3 月末，该公司负债总额分别为 16.58 亿元、20.01 亿元、34.27 亿元和 36.75 亿元。2021 年以来受扩产项目持续投入、青山湖基地覆铜板二期项目投产以及主要原材料与产品价格上涨等因素影响，公司投资环节资金需求显著增大且运营环节占款增多，导致融资需求增加，债务规模进一步扩大。2019-2021 年末和 2022 年 3 月末公司资产负债率分别为 68.78%、57.72%、67.22%和 67.70%，其中 2020 年成功实施非公开发行股票事项后资产负债率一度明显降低，但 2021 年以来随着债务融资规模扩大而显著回升至偏高水平。关注公司珠海项目等在建工程的后续投资节奏，若集中资本性投入预计会导致债务规模进一步扩大，推高财务杠杆水平。



## (2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务 (单位: 亿元)



资料来源: 根据华正新材所提供数据绘制。

从债务期限来看, 该公司债务仍较集中于短期, 2021 年末长短期债务比为 20.73%; 2022 年一季度随着本次可转债的发行, 公司期末长短期债务比升至 43.61%。从债务构成来看, 2021 年末刚性债务和应付账款仍是公司最主要的负债, 分别为 25.49 亿元和 6.71 亿元, 占负债总额的比重分别为 74.39% 和 19.57%, 刚性债务和应付账款的规模随着业务规模的扩大而扩大。2021 年末公司其他主要负债还有其他应付款 0.29 亿元和递延收益 0.64 亿元, 主要为押金保证金、内外销运保费佣金、限制性股票回购义务和政府相关补助等。2022 年 3 月末, 公司债务构成变化不大。

## (3) 刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	10.23	11.86	20.49	19.44
其中: 短期借款	6.01	6.55	9.69	9.07
一年内到期的长期借款	0.49	0.35	0.99	2.05
应付票据	3.70	4.97	9.80	8.31

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
其他短期刚性债务	0.03	--	--	--
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>1.32</b>	<b>1.65</b>	<b>5.01</b>	<b>10.14</b>
其中：长期借款	1.32	1.65	5.01	5.00
应付账款	--	--	--	5.15

资料来源：根据华正新材所提供数据整理。

该公司刚性债务较集中于短期，2021 年末占刚性债务的比重为 85.27%，面临较大的即期刚性债务偿付压力。公司短期刚性债务以短期借款和应付票据为主，2021 年末分别为 9.69 亿元和 9.80 亿元，占比分别为 47.30% 和 47.85%。同期末短期借款方式主要为信用和保证方式；应付票据全部为银行承兑汇票，保证金比例为 21%。此外，2021 年末公司中长期刚性债务全部为长期借款，为 5.01 亿元，主要用于在建项目投资，年末长期借款方式主要为保证、保证+抵押及信用借款。保证借款担保方均为公司并表范围内的企业。

2022 年 3 月末，随着可转债的发行，该公司中长期刚性债务增至 10.14 亿元，短期刚性债务略降至 19.44 亿元。

2021 年和 2022 年一季度，该公司综合融资成本分别为 4.13% 和 4.04%，公司融资成本相对较低。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

**图表 19. 公司经营环节现金流量状况**

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
营业周期（天）	182.29	182.92	154.62	--
营业收入现金率（%）	73.11	75.48	78.47	102.61
业务现金收支净额（亿元）	2.59	2.42	2.78	-0.37
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.34	-0.77	-0.03	-0.30
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.25	1.65	2.75	-0.67
EBITDA（亿元）	1.96	2.38	3.89	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.18	0.19	0.20	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	5.31	7.20	8.68	--

资料来源：根据华正新材所提供数据整理。

注：业务收支现金净额是指剔除“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。

2019-2021 年和 2022 年第一季度，该公司营业收入现金率分别为 73.11%、75.48%、78.47% 和 102.61%，跟踪期内波动较大，主要是公司票据结算比例较高，部分票据会被用于背书及贴现，故营业收入现金率指标会受其影响。但公司经营创现能力尚好，随着业务规模扩大，2021 年以来经营环节现金流量净额增长较明显。2019-2021 年公司经营环节现金流量净额分别为 1.25 亿元、

1.65 亿元和 2.75 亿元，能够为债务偿付提供一定支撑。2022 年第一季度，公司经营现金流量净额为-0.67 亿元，主要是当期支付较多应付材料款。

该公司 EBITDA 主要来源于利润总额和固定资产折旧，2021 年随着利润增加，EBITDA 为 3.89 亿元，同比增长 63.82%。公司当年 EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数为 0.20 倍，可为刚性债务的偿付提供一定保障；对全部利息支出的覆盖倍数为 8.68 倍，对利息支出的覆盖程度继续处于较高水平。

## (2) 投资环节

**图表 20. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）**

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.15	--	0.03	--
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	-1.70	-4.02	-11.28	-1.94
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.06	-1.79	1.94	-0.59
投资环节产生的现金流量净额	-1.61	-5.81	-9.31	-2.53

资料来源：根据华正新材所提供数据整理。

近年来，覆铜板下游需求持续旺盛。为扩大市场份额，该公司维持了较大的产能扩张力度，导致其投资性现金流呈现净流出状态，2019-2021 年和 2022 年第一季度投资性现金流量净额分别为-1.61 亿元、-5.81 亿元、-9.31 亿元和-2.53 亿元。其中 2021 年净流出额进一步增加，主要是当年青山湖基地覆铜板二期项目、珠海项目等的投入力度较大所致。公司珠海项目及青山湖基地铝塑膜项目后续仍存在投入需求，预期投资环节现金流仍将呈现净流出状态。

## (3) 筹资环节

**图表 21. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）**

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
吸收投资收到的现金	--	6.44	--	--
取得借款及偿还债务净额	1.46	0.70	6.71	6.09
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0.55	0.57	0.87	0.21
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.71	-0.61	0.78	-0.00
筹资环节产生的现金流量净额	0.21	5.97	6.61	5.88

资料来源：根据华正新材所提供数据整理。

该公司融资渠道较为畅通，作为上市公司可通过直接和间接融资等多种渠道筹集资金。2019-2021 年和 2022 年第一季度其筹资性现金流量净额分别为 0.21 亿元、5.97 亿元、6.61 亿元和 5.88 亿元。随着在建项目的推进，公司于 2020 年通过定增融入较大额资金，2021 年以来则加大了债务融资力度。

#### 4. 资产质量

**图表 22. 公司主要资产的分布情况**

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	13.90	21.09	27.15	29.07
	57.65%	60.84%	53.26%	53.56%
其中：货币资金（亿元）	1.73	3.80	4.48	6.77
交易性金融资产（亿元）	0.01	1.92	0.01	0.60
应收账款（亿元）	7.68	8.83	13.62	13.69
应收款项融资（亿元）	1.48	3.03	3.37	2.63
存货（亿元）	2.38	2.79	4.07	3.65
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	10.21	13.58	23.83	25.21
	42.35%	39.16%	46.74%	46.44%
其中：固定资产（亿元）	6.40	7.68	11.65	12.90
在建工程（亿元）	1.48	1.98	7.22	8.92
无形资产（亿元）	1.54	1.98	2.06	2.41
其他非流动资产（亿元）	0.35	1.25	2.23	0.21

资料来源：根据华正新材所提供数据整理。

该公司 2019-2021 年末和 2022 年 3 月末资产总额分别为 21.63 亿元、24.11 亿元、50.98 亿元和 54.28 亿元。其中，随着业务运营规模扩大及项目投入推进，公司 2021 年末资产总额同比增长 47.02%。

该公司资产较集中于流动资产，2021 年末占比为 53.26%。公司 2021 年末流动资产主要由货币资金、应收账款（含应收款项融资）和存货构成，年末金额分别为 4.48 亿元、16.99 亿元和 4.07 亿元，受经营规模扩大影响，同比均有所增长。公司年末货币资金中，受限货币资金为 2.15 亿元，受限比例较高，主要是银行承兑汇票及信用证保证金等。应收账款和应收款项融资方面，公司在收到客户开具的银行承兑汇票后，会根据资金状况、贴现成本选择背书转让或贴现；应收账款期限方面，2021 年末公司账龄 1 年以内的应收账款占比为 98.77%，当年受应收账款会计估计变更影响，截至年末累计计提的坏账准备为 0.14 亿元。公司年末存货余额为 4.07 亿元，其中原材料及库存商品分别为 1.46 亿元和 1.51 亿元，累计计提存货跌价 0.03 亿元；存货周转速度由 2021 年 7.16 次加快至 2022 年 8.81 次。2022 年 3 月末，公司流动资产构成变动不大。

非流动资产方面，2021 年末该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成，年末账面金额分别为 11.65 亿元、7.22 亿元、2.06 亿元和 2.23 亿元。公司固定资产和在建工程规模随着扩产力度的增加而扩大。公司无形资产主要为土地使用权；其他非流动资产主要为预付的项目设备购置款。2022 年 3 月末，随着资产转入固定资产或在建工程，其他非流动资产较上年末明显减少。

截至 2021 年末，该公司受限资产合计为 9.28 亿元，占年末资产的比重为

18.20%。除受限货币资金外，还包括 0.26 亿元应收票据、2.14 亿元固定资产、1.44 亿元无形资产、0.18 亿元投资性房地产和 3.11 亿元在建工程，受限原因主要为开具银行承兑汇票保证金及银行授信抵押。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 23. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	94.29	118.85	95.65	113.61
速动比率 (%)	77.56	102.49	80.75	98.27
现金比率 (%)	12.05	32.30	16.72	29.17

资料来源：根据华正新材所提供数据整理。

2021 年末，该公司流动比率和现金比率分别为 95.65%和 16.72%，随着短期债务的扩大同比均有所降低；2022 年以来，公司债务结构有所调整，期末上述比率又分别升至 113.61%和 29.17%。公司生产经营设施投入大，财务杠杆水平偏高且债务融资中短期债务占比高，导致资产流动性总体仍偏弱。

## 6. 表外事项

截至 2022 年 3 月末，该公司无重大或有负债事项。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部除管理职能外，还从事一定覆铜板和复合材料的研发、生产和销售业务，是主要的经营实体之一，同时也是主要的承债主体。2021 年末母公司资产总额为 34.65 亿元，其中长期股权投资 11.34 亿元，主要是其它承担生产销售职能的子公司，其余占比较大的资产主要为应收账款 11.26 亿元、应收款项融资 2.70 亿元、其他应收款 3.31 亿元、存货 0.73 亿元和固定资产 1.57 亿元。债务方面，2021 年末母公司负债总额为 21.63 亿元，资产负债率为 62.42%，其中刚性债务规模为 13.62 亿元、应付账款 7.31 亿元，总体上看，母公司有较大的即期偿债压力。2021 年母公司实现营业收入 28.99 亿元，净利润为 1.48 亿元。总体上看，母公司自身经营业务较多，收入规模较大，且对下属子公司的控制力较强，自身偿债能力较有保障。

## 外部支持因素

### 1. 控股股东支持

该公司控股股东华立集团对公司支持力度较大，除为本次债券提供全额不可撤销连带保证责任担保外，2020 年度公司非公开发行股票华立集团认购 126.95 万股。

## 2. 国有大型金融机构支持

该公司历年来与银行等金融机构保持了良好的合作关系，并能持续获得金融机构一定规模的授信额度，截至 2021 年末，公司合并范围获得的银行综合授信总额为 48.40 亿元，尚余 24.63 亿元额度未使用，仍有一定的后续融资空间。

**图表 24. 来自大型国有金融机构的信贷支持**

机构类别	授信额度	已用额度	剩余额度	附加条件/增信措施
全部（亿元）	48.40	23.77	24.63	信用、抵押、担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	1.80	1.40	0.40	信用
工农中建交五大商业银行（亿元）	30.88	11.66	19.22	抵押、担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	67.52	54.93	79.68	--

资料来源：根据华正新材所提供数据整理（截至 2021 年末）。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

该公司发行的“华正转债”为可转换公司债券，期限为 6 年。“华正转债”设置了转股价格向下修正条款、赎回条款及回售条款。本次可转债转股期自 2022 年 7 月 28 日起，初始转股价格为 39.09 元。因公司实施 2021 年度利润分配，华正转债的转股价格从调整前的 39.09 元/股调整为 38.59 元/股，调整后的转股价格于 2022 年 4 月 27 日起生效。

华立集团为该公司本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

华立集团于 1999 年在浙江华立控股有限公司<sup>5</sup>整体改组的基础上成立，股东为杭州华立职工持股协会和俞自力等 129 名自然人，初始注册资本为 0.70 亿元。后经多次增资和股权转让，截至 2021 年 3 月末华立集团注册资本为 3.03 亿元，由浙江立成实业有限公司、汪力成先生及其他多位自然人股东共同持股，受汪力成先生实际控制。

华立集团已形成了以医药制造为核心，新材料和仪表为辅的多元化业务格局，同时涉足国际贸易、新能源、房地产等业务，旗下拥有医药上市公司两家，其中昆药集团股份有限公司（600422.SH，简称“昆药集团”）拥有国内较为完备的三七产品线，血栓通（冻干）的市场竞争力较强；健民药业集团股份有限公司（600976.SH，简称“健民集团”）核心产品龙牡壮骨颗粒的品牌认知度较高。此外，华正新材于 2017 年上市，主要产品覆铜板和新材料等均具有一定市场份额；仪器仪表业务主要由华立科技股份有限公司（简称“华立科技”）运营，近年来智能电表业务中标份额居国内市场前五，具有一定竞争优势。截

<sup>5</sup> 其前身为余杭镇竹器雨具厂，由三个生产合作社于 1970 年 9 月 28 日成立，1971 年生产出首批 DD16 型电表实现了手工业到工业产品的转型；1982 年获得仪表行业生产许可证并正式迈入工厂化时代；1993 年综合经济指标位列全国电工仪表行业第一。

至 2020 年末，华立集团资产总额为 221.93 亿元，负债总额为 142.83 亿元，所有者权益为 79.09 亿元，资产负债率 64.36%。2020 年度华立集团实现营业收入 277.58 亿元，净利润为 8.53 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 12.40 亿元。经本评级机构信用评级委员会评审，评定华立集团主体信用等级为 AA<sup>+</sup> 级，评级展望为稳定。详见《华立集团股份有限公司信用评级报告》[新世纪企评(2021)020348]。

总体上看，跟踪期内华立集团所提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保可继续有效提高本次债券本息偿付的安全性。

另外，2022 年 5 月 9 日，华立集团发布公告称，其及全资子公司华立医药集团有限公司（简称“华立医药”）于 2022 年 5 月 6 日与华润三九医药股份有限公司（简称“华润三九”）签订了《股份转让协议》，约定华立集团、华立医药将其合计持有的上市公司昆药集团 212,311,616 股股份（占昆药集团已发行股份总数的 28%）转让给华润三九，转让总价款为人民币 29.02 亿元，对应每股转让价格为人民币 13.67 元。本次股份转让完成后，华润三九将持有昆药集团 28% 的股份，成为昆药集团的控股股东；华立集团不再持有昆药集团股份，华立医药持有昆药集团股份比例将变为 3.42%。本评级机构将持续关注上述股份转让事项的进展及其对华立集团的影响。（详见《新世纪评级关于关注华立集团股份有限公司拟出售转让控股上市公司股权的公告》。）

## 跟踪评级结论

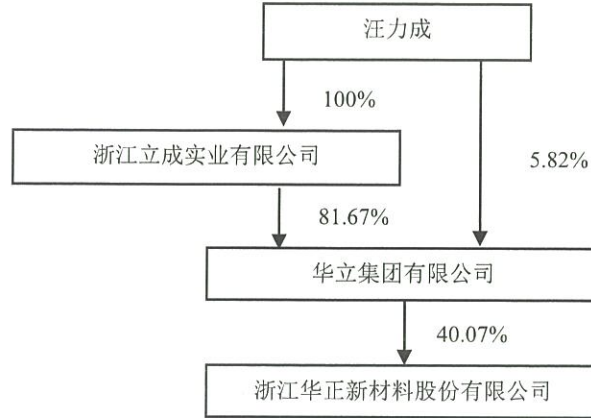
该公司为民营上市公司。自成立以来公司主要从事覆铜板和复合材料的研发、生产和销售业务，主业较为突出，并已在细分领域形成一定的市场竞争力。2021 年，公司产能释放良好，且产品售价在主要原材料价格上涨传导下得到提高，当期收入及利润规模增长。后续来看，随着行业扩产和竞争的加剧，预计公司经营压力或将加大，2022 年一季度，公司业绩同比有所弱化。需持续关注原材料价格波动带来的成本控制压力，以及公司在建项目后续产能释放情况。

跟踪期内，随着业务规模的扩大和在建项目的持续投入，该公司资金需求增加，债务规模尤其是刚性债务规模进一步扩大，负债经营程度明显上升，且即期偿债压力较大。但公司经营环节能实现一定现金净流入，且外部融资渠道较畅通，能为债务偿付提供基本保障。公司规划扩产力度较大，后续需持续关注项目推进节奏及资金平衡情况。

跟踪期内，华立集团为本次债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保可继续有效提高本次债券的本息偿付安全性。

附录一：

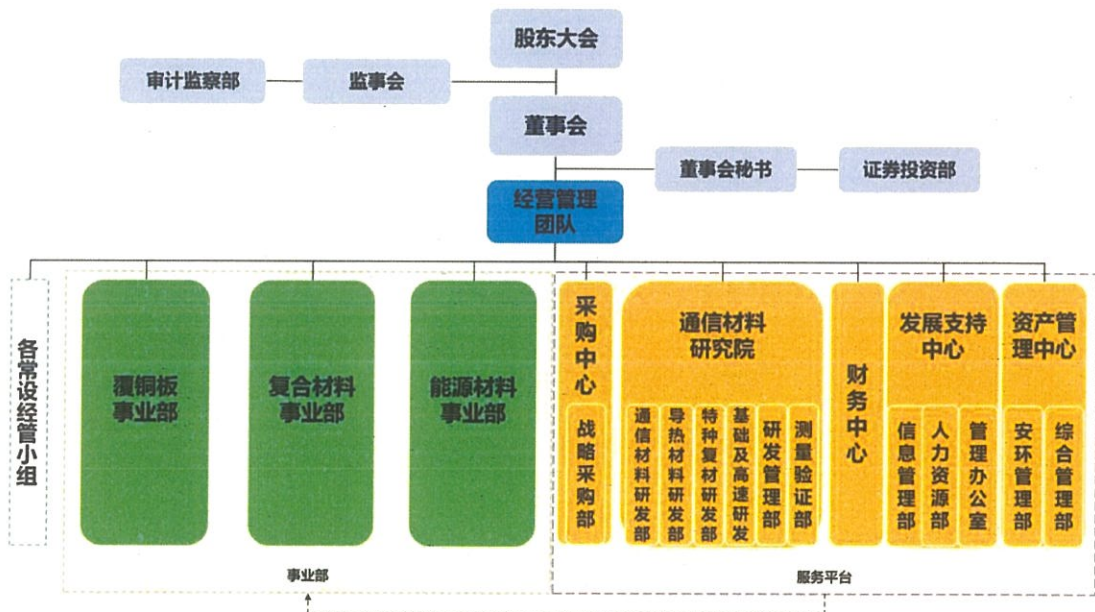
公司与实际控制人关系图



注：根据华正新材提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据华正新材提供的资料绘制（截至 2022 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	2021年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					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)	
浙江华正新材料股份有限公司(本部)	华正新材	本部	-	覆铜板材料、功能性复合材料、交通物流用复合材料和锂电池软包用树脂复合材料等产品的设计、研发、生产及销售	13.62	13.02	28.99	1.48	4.60	2.12	
杭州联生绝缘材料有限公司	联生绝缘	全资子公司	100%	覆铜板和绝缘材料在内的复合材料的生产及销售。	1.43	2.18	5.66	0.35	-0.22	0.50	
杭州华聚复合材料有限公司	华聚材料	全资子公司	100%	蜂窝复合材料研发、设计、生产、销售。	1.12	1.09	3.05	0.11	-0.23	0.23	
杭州华正新材料有限公司	杭州华正	全资子公司	100%	覆铜板生产、销售。	5.99	7.56	13.95	0.58	-1.21	1.04	

注：根据华正新材2021年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

## 附录四：

### 主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	24.11	34.67	50.98	54.28
货币资金 [亿元]	1.73	3.80	4.48	6.77
刚性债务[亿元]	11.54	13.51	25.49	29.58
所有者权益 [亿元]	7.53	14.66	16.71	17.53
营业收入[亿元]	20.26	22.84	36.20	8.37
净利润 [亿元]	1.03	1.26	2.40	0.32
EBITDA[亿元]	1.96	2.38	3.89	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.25	1.65	2.75	-0.67
投资性现金净流入量[亿元]	-1.61	-5.81	-9.31	-2.53
资产负债率[%]	68.78	57.72	67.22	67.70
权益资本与刚性债务比率[%]	65.21	108.49	65.54	59.27
流动比率[%]	94.29	118.85	95.65	113.61
现金比率[%]	12.05	32.30	16.72	29.17
利息保障倍数[倍]	3.74	4.95	6.77	—
担保比率[%]	--	--	--	--
营业周期[天]	182.29	182.92	154.62	—
毛利率[%]	20.46	18.92	16.51	15.27
营业利润率[%]	5.23	6.07	7.26	3.75
总资产报酬率[%]	6.04	5.70	7.09	—
净资产收益率[%]	14.19	11.36	15.32	—
净资产收益率*[%]	14.33	11.40	15.30	—
营业收入现金率[%]	73.11	75.48	78.47	102.61
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.88	10.16	11.94	--
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.29	-22.71	-24.16	--
EBITDA/利息支出[倍]	5.31	7.02	8.68	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.19	0.20	--

注：表中数据依据华正新材经审计的 2019-2021 年度及未经审计的 2022 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：

担保方主要财务数据及指标表

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]	187.62	198.27	221.93	226.97
货币资金 [亿元]	25.45	25.60	33.55	28.89
刚性债务[亿元]	70.61	71.19	82.00	83.37
所有者权益[亿元]	64.89	70.06	79.09	82.66
营业收入[亿元]	253.22	274.82	277.58	71.97
净利润[亿元]	5.84	7.48	8.53	3.94
EBITDA[亿元]	14.08	15.90	16.92	—
经营性现金净流入量[亿元]	7.01	9.69	12.40	-0.65
投资性现金净流入量[亿元]	0.48	-4.31	-10.51	-4.55
资产负债率[%]	65.42	64.66	64.36	63.58
权益资本与刚性债务比率[%]	91.89	98.41	96.45	99.16
流动比率[%]	105.66	109.98	119.31	121.94
现金比率[%]	31.93	38.07	48.27	44.23
利息保障倍数[倍]	3.11	3.54	4.27	—
担保比率[%]	1.41	2.69	0.06	0.05
营业周期[天]	83.91	81.79	88.55	—
毛利率[%]	20.98	22.50	21.46	23.78
营业利润率[%]	2.91	3.17	3.72	6.42
总资产报酬率[%]	5.97	6.40	6.23	—
净资产收益率[%]	9.29	11.09	11.43	—
净资产收益率*[%]	11.81	11.01	10.19	—
营业收入现金率[%]	104.29	99.57	102.13	99.01
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.23	9.92	11.90	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.83	7.72	9.15	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.01	4.55	5.52	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.21	0.22	0.22	—

注：表中数据依据华立集团经审计的 2018-2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

**附录六：**

**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。

附录七：

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	8
		盈利能力	6
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	2
		会计政策与质量	1
		现金流状况	6
		负债结构与资产质量	3
		流动性	5
	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>	

附录八：

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	2021年4月16日	AA <sup>+</sup> /稳定	陈思阳、李一	新世纪评级方法总论(2012) 电子信息制造行业信用评级方法(2018版) 工商企业评级模型(电子信息制造)MX-GS006	报告链接
	本次评级	2022年5月16日	AA <sup>+</sup> /稳定	熊桦、翁斯喆	新世纪评级方法总论(2012) 电子信息制造行业信用评级方法(2018版) 工商企业评级模型(电子信息制造)MX-GS006	-
债项评级 (华正转债)	历史首次评级	2021年4月16日	AA <sup>+</sup>	陈思阳、李一	新世纪评级方法总论(2012) 电子信息制造行业信用评级方法(2018版) 工商企业评级模型(电子信息制造)MX-GS006	报告链接
	本次评级	2022年5月16日	AA <sup>+</sup>	熊桦、翁斯喆	新世纪评级方法总论(2012) 电子信息制造行业信用评级方法(2018版) 工商企业评级模型(电子信息制造)MX-GS006	-

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

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。