

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(2022)100077】

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
本次跟踪：	AA/稳定/AA/2022 年 5 月 27 日	AA/稳定/AA/2022 年 5 月 27 日
前次跟踪：	AA/稳定/AA/2021 年 6 月 7 日	AA/稳定/AA/2021 年 6 月 7 日
首次评级：	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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	4.00	3.02	1.90	2.38
刚性债务	7.27	14.77	14.26	14.63
所有者权益	28.51	30.55	29.39	29.48
经营性现金净流入量	1.39	1.44	2.11	0.81
合并口径数据及指标：				
总资产	69.19	82.80	77.64	81.72
总负债	34.73	45.90	42.39	45.93
刚性债务	29.37	40.26	36.20	40.12
所有者权益	34.46	36.90	35.25	35.79
营业收入	44.52	50.69	54.37	13.37
净利润	1.23	0.68	-0.47	0.53
经营性现金净流入量	2.10	3.17	1.44	-1.75
EBITDA	4.03	3.25	2.15	—
资产负债率[%]	50.20	55.43	54.60	56.21
权益资本与刚性债务比率[%]	117.32	91.66	97.37	89.21
流动比率[%]	128.43	141.98	131.53	128.95
现金比率[%]	45.65	63.23	52.27	42.53
利息保障倍数[倍]	2.66	1.81	0.30	—
净资产收益率[%]	3.97	1.90	-1.30	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.46	9.93	3.26	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.86	-7.45	-6.45	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.71	3.96	1.75	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.09	0.06	—

注：根据万顺新材经审计的 2019~2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

王婷亚 wty@shxsj.com

黄梦姣 hmj@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 的跟踪评级反映了跟踪期内万顺新材在业务多样性、研发能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 220 项专利技术，具备较强的技术创新和产品研发能力。
- **融资渠道畅通。**万顺新材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：

- **经营亏损风险。**万顺新材的功能性薄膜技术更替较快，公司单一产品薄膜产品供应量小且不稳定，跟踪期内因薄膜产品市场推广不及预期，公司计提了较多存货跌价准备，导致业绩亏损，且未来经营不确定性仍较大；铝加工业务的铝锭成本占比较高，铝价快速上行但价格传导不及时导致公司盈利空间收窄，公司已对铝产品定价期作出相应调整，后续盈利情况待观察；跟踪期内公司纸包装业务受纸价上行影响，毛利也出现较大下滑。综合情况下，公司 2021 年经营亏损，面临一定业绩压力。

- **产能释放压力及投资风险。**跟踪期内，万顺新材的高阻隔膜项目及高精度电子铝箔项目（部分）相继投产，针对铝加工业务公司还有在建、拟建等多个项目推进中，相关项目产能落地后，公司铝加工产品产能规模将进一步增大，但是相关产品的应用领域与公司现有产品差异较大，需关注投资风险及市场开拓情况。
- **铝箔产品面临出口风险。**万顺新材铝箔产品出口占比较大，跟踪期，受美国、欧盟双反政策及国内外铝价倒挂影响，公司铝箔对出口销量及占比进一步下降。
- **即期债务偿付压力。**跟踪期内，万顺新材刚性债务规模仍较高，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，则公司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 2021 年及未经审计的 2022 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、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证监会证监许可[2018]835 号文核准，该公司获准公开发行 9.50 亿元（950 万张）可转换公司债券（“万顺转债”），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 2022 年 3 月末尚有 122.38 万张尚未转股，剩余金额为 1.22 亿元，未转股比例为 12.88%，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）可转换公司债券，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，截至 2022 年 3 月末尚有 851.07 万张尚未转股，剩余金额为 8.51 亿元，未转股比例为 94.56%，最新转股价为 6.20 元/股。截至 2022 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 ¹ (%)	起息日	本息兑付情况
万顺转债	9.50	1.22	6 年	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%。	2018.7.20	正常
万顺转 2	9.00	8.51	6 年	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%。	2020.12.11	正常

资料来源：万顺新材（截至 2022 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 年末，高阻隔膜材料生产基地建设项目已使用募集资金 5.23 亿元，项目已建成投产；直接及结余永久补充流动资金 3.81 亿元，外加利息等收益，年末募集资金余额 0.30 亿元。

¹ 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%。

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 年末，公司直接投入年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目的募集资金 4.00 亿元，直接投入补充流动资金 2.53 亿元，累计已投入合计 6.53 亿元，募集资金余额 2.36 亿元。其中年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目的一期项目已于 2021 年底投产，二期项目已启动建设，预计 2023 年投产。

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

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

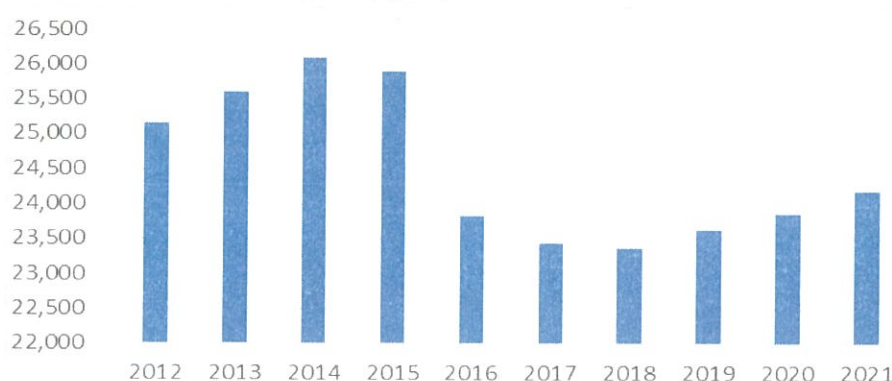
包装材料具备产品保护、附加值提升、便于推广促销等多重功能，在现代得到越来越广泛的应用。近年来，我国的包装材料行业获得了长足发展，根据中国包装联合会数据，2021年我国包装行业规模以上企业（年主营业务收入2,000万元及以上）累计完成营业收入12,041.81亿元，同比增长16.39%，

增速比去年同期提高了 17.56 个百分点；累计完成利润总额 710.56 亿元，同比增长 13.52%，增速比上年同期下降了 11.38 个百分点。其中纸和纸板容器制造累计完成主营业务收入 3,192.03 亿元（占整个包装业主营收入的 26.51%），同比增长 13.56%。目前，我国的包装材料行业已经成为一个体量大、门类全的现代工业体系，从总量上讲，我国已是世界第二大包装材料生产国。在我国经济发展的带动下，包装材料的应用范围会越来越广泛，环保型包装材料、新型防伪包装材料等细分子行业占比也将不断提高，未来仍具有较大的发展空间。

纸包装行业方面，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，2019~2021 年，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 3,192.03 亿元，同比分别下降 3.15%、2.53%和增长 13.56%；实现利润总额分别为 138.94 亿元、144.25 亿元和 132.29 亿元，同比分别下降 4.95%、增长 3.99%和下降 5.33%。2021 年，我国纸和纸板容器行业规模以上企业（年营业收入 2000 万元及以上全部工业法人企业）2517 家，纸包装行业内，中小企业较多，属于充分竞争行业，整体而言集中度较低。该公司主要产品为用作烟标、酒标等方面的转移纸、复合纸。

随着人口基数的扩大以及经济增长，我国卷烟产销量在 2014 年以前呈现逐年增长趋势，并在 2014 年达到峰值，但随着人们健康意识的提升、烟草行业调控以及卷烟消费税政策调整等，卷烟消费市场环境发生变化，2015 年以来，全国卷烟产销量呈现大幅下降的趋势，卷烟产量由 2014 年峰值的 2.61 万亿支下降至 2018 年的 2.34 万亿支，2019 年起全国卷烟产量逐年小幅回升，2019~2021 年全年卷烟产量分别为 2.36 万亿支、2.39 万亿支和 2.42 万亿支，同比分别上升 1.22%、0.94%和 1.34%，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. 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。

2021年，我国将碳达峰碳中和纳入生态文明建设整体布局，提出力争2030年前实现碳达峰、2060年前实现碳中和，上述背景下，2021年，相关部门发布多项政策措施推进包装行业绿色转型。2021年2月，国务院印发《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》，指出要壮大绿色环保产业，构建绿色供应链，鼓励企业开展绿色设计、选择绿色材料、实施绿色采购、打造绿色制造工艺、推行绿色包装、开展绿色运输、做好废弃产品回收处理，实现产品全周期的绿色环保。2021年7月，国家发展改革委印发《“十四五”循环经济发展规划》，鼓励公众减少使用一次性塑料制品，并提出要因地制宜，积极稳妥推广可降解塑料，健全标准体系，提升检验检测能力，规范应用和处置。

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。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。根据中研普华产业研究院数据，2017-2021年，我国铝箔产量从365万吨提升至438.9万吨。

包装用铝箔是铝箔市场最重要的消费增长点之一，目前我国铝箔包装行业消费量超过100万吨/年，但从人均消费量来看，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，整体看我国铝箔包装行业具有广阔的发展空间。该公司的包装箔产品主要是规格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。目前公司包装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。

近几年，受益于全球新能源汽车的快速发展，动力电池进入快速成长期，

上游材料电池铝箔市场的需求也随之快速增长。电池铝箔主要应用于动力、储能等离子电池的正极集流体材料，是国家重点支持的产业发展方向。相比普通的铝箔，作为电池集流体铝箔要求较高，其中厚度要求控制在 10-50 微米，部分电池厂甚至使用 8 微米的铝箔。同时电池集流体还要求具有较低的粗糙度、更好的导电性、拉伸强度、伸长率，此外对产品的一致性和稳定性也有较高的要求。因此，电池铝箔对设备和工艺的要求较高，具有一定的进入壁垒。但由于电池铝箔附加值较高，原其他领域铝箔企业（如该公司）及铝加工企业（如南山铝业）等相继投产该产品，近年我国电池箔产能不断增加中。目前代表性企业包含鼎胜集团、南山铝业、万顺新材等。

铝价变化对铝箔业务盈利影响较大，近两年，随着我国供给侧改革以及铝的应用范围扩大，我国铝价整体呈上升趋势。2021 年，铝价前期经过短暂回调后上行，8 月份煤炭价格上涨推动电价上涨，同时各地取消电解铝优惠电价政策推行，电解铝电力成本显著提升，继续快速上行，第四季度，前期因限电停工的加工企业订单集中开工，铝价逐渐有所回落，但随后由于电解铝北方主产区如河南、山东受环保、冬奥会等因素影响，运行产能出现下滑，推动铝价进一步上扬。预计未来，考虑到国内铝的总产能扩大空间有限，而需求仍有一定支撑，预计铝价随供需关系有所波动，但整体将处于较高水平。

图表 3. 我国铝价变化情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

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、铝加工和功能性薄膜三大业务。跟踪期内，公司纸包装业务产销量相对稳定，但原纸等原材料价格导致毛利率仍有所下滑。铝加工业务方面，受铝价上涨影响，公司铝加工产品毛利率 2021 年整体处于较低水平，但随着与下游客户结算定价期的调整，2022 年以来铝加工毛利率已逐渐回升；此外，公司部分电池铝箔产能 2021 年底投产，并陆续与电池厂商接洽，目前已陆续取得包含宁德时代在内的部分电池企业订单，但电池箔后续产能释放及市场开拓情况尚有待观察；除上述产能外，公司还有较大的铝箔及原料项目建设规划，若相关项目实施，公司铝箔业务规模将进一步扩大，但由于投资规模很大，公司也将面临很大的投资压力。业务经营方面，未来仍

需关注铝价波动情况、铝箔双反政策、国际贸易环境变化等对公司铝箔业务的影响。功能性薄膜技术更迭较快，公司原导电膜市场空间逐渐收窄，新产品则处于发展初期，部分产品因产量较低导致收入成本存在倒挂情况。跟踪期内，公司薄膜产品计提较多跌价准备外加薄膜原材料价格上涨，导致薄膜业务明显亏损；此外，公司高阻隔膜项目于 2021 年底投产，薄膜产品进一步丰富，但后续业务开展情况仍具有不确定性。

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。2021 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 9.32%、52.40%、0.61%和 34.02%。其中纸包装业务相对平稳，但跟随烟草行业需求情况及原纸价格变化等有所波动。铝加工业务方面，2021 年由于原材料铝价上涨，公司铝加工业务收入同比增长 11.12%，但当年订单包含较多前期已签约订单价格未能同步跟涨，因此铝加工业务毛利率同比减少 1.59 个百分点，为近年来较低水平。为缓解铝价上涨压力，公司积极与客户协商调整铝箔的结算定价期，并于 2021 年第四季度以来逐步落实，2022 年第一季度，公司铝加工业务毛利率同比增加 10.08 个百分点至 19.32%。功能性薄膜业务方面，公司原导电膜产品市场空间收窄，新产品种类较多，但大多处于市场开拓及培育阶段，单一产品规模小且不稳定，部分甚至存在成本倒挂情况，跟踪期内，公司对薄膜产品计提较多存货跌价准备，外加薄膜原材料价格上涨，公司功能性薄膜业务毛利大幅亏损，此外，公司高阻隔膜项目于 2021 年底投产，未来其经营情况尚有待观察。

图表 4. 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 5. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一 季度	2021 年第一 季度
营业收入合计（亿元）	44.52	50.69	54.37	13.37	14.08
其中：纸包装材料业务	5.44	5.07	5.07	0.99	1.12
铝加工业务	25.10	25.64	28.49	7.94	7.02
功能性薄膜业务	0.84	0.50	0.33	0.08	0.05
纸品贸易业务	11.92	17.36	18.50	3.80	5.44
毛利率（%）	12.26	9.56	7.69	13.39	7.68

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一 季度	2021 年第一 季度
其中：纸包装材料业务 (%)	23.82	22.30	15.34	17.91	20.23
铝加工业务 (%)	14.20	11.44	9.85	19.32	9.24
功能性薄膜业务 (%)	6.32	3.77	-30.79	5.59	-32.85
纸品贸易业务 (%)	2.45	2.08	1.23	1.20	2.10

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。2021 年及 2022 年第一季度，公司纸包装业务实现收入分别为 5.07 亿元和 0.99 亿元，同比略小幅下降，实现毛利率分别为 15.34%和 17.91%，其中 2021 年由于上游原材料上涨较多，导致当年毛利率同比减少 6.96 个百分点，后续随着原材料价格回落，毛利率亦逐渐回升。

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、日化等生产企业。目前公司产品中大部分应用于卷烟包装材料（烟标），少量用于酒类包装材料（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，公司产销量有所波动；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，2021 年产销率为 100.14%。

图表 6. 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
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	8.00	3.99	4.00	100.14	49.89
2022 年第一季度	2.00	0.90	0.78	86.62	44.88

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 60%，薄膜占成本比重约为 29%，辅料占成本比重约为 4%，其余为人工、能源成本和其他费用。2021 年，公司原膜自产比例约 28%，其余对外采购，原纸主要向大型纸厂及

其代理商如汕头市永嘉有限公司、太阳纸业等相关公司等进行采购。2021 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 52.40%，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 30-90 天，采用现金或票据结算。

原材料价格方面，烟包白卡纸采购单价先上升后下降，基本跟随行业价格波动趋势。原膜方面，2021 年以来由于铝价上升，导致原膜（铝箔）价格持续上升且处于较高水平，原膜（转移复合膜）价格亦小幅上升。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 7. 纸包装材料业务原材料采购情况（单位：元/吨、元/万平米）

原材料	2019 年		2020 年		2021 年		2022 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）	35,496.50	7,629.48	38,709.35	7,204.57	38,960.76	7,653.45	10,269.09	7,521.99
原膜（铝箔）（吨）	708.96	21,758.13	597.87	23,934.40	786.08	29,188.26	227.22	33,760.28
原膜（镀铝膜）（吨）	95.29	15,616.47	37.21	20,013.15	5.32	21,500.00	-	-
原膜（转移/复合膜）（万平米）	18,110.07	6,708.44	18,591.67	6,522.06	19,600.46	6,676.23	3,455.75	6,669.35

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。2021 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 50.86%。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 8. 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
转移纸	1.64	1.51	1.51	1.51
复合纸	1.22	1.08	1.23	1.32

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由下属子公司江苏中基复合材料有限公司（简称“江苏中基”）及其子公司承担，2021 年和 2022 年第一季度，分别实现营业收入 28.49 亿元和 7.94 亿元，同比分别增长 11.12%和 13.11%，同期毛利率分别为 9.85%和 19.32%，同比分别减少 1.59 个和增加 10.08 个百分点，其中由于

2021 年原材料价格上涨较快，铝箔等产品价格存在时间差，导致毛利率同比有所下降。细分产品方面，2021 年及 2022 年第一季度，公司铝箔收入分别为 18.89 亿元和 7.43 亿元²，同比分别增长 17.41%和 85.01%，其中 2022 年第一季度受益于电池箔产能投产以及原包装箔价格上涨，铝箔业务同比发生较大增长；同期铝板带收入下滑则主要由于内部供应增加、外销相应减少所致。

图表 9. 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
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	铝箔	18.89	17.41	2.17	7.76
	铝板带	8.25	-2.21	1.06	121.70
2022 年第一季度	铝箔	7.43	85.01	1.33	289.46
	铝板带	0.13	-95.16	0.01	-95.96

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

该公司铝加工业务包含铝箔和铝板带两部分，其中铝板带为铝箔的主要原材料，公司铝板带首先满足内部供应，其余产品对外销售。截至 2022 年 3 月末，公司铝板带产能 11 万吨/年（含江苏 6 万吨/年、安徽 5 万吨/年），其中 2021 年及 2022 年第一季度生产量分别为 10.33 万吨和 2.42 万吨，同比分别减少 1.10 万吨和 0.23 万吨，其中内部供应量分别为 6.90 万吨和 1.71 万吨（上期分别为 6.43 万吨和 1.68 万吨）。为了满足铝箔扩产后的铝板带需求，公司于 2021 年启动“四川 13 万吨高精铝板带项目”，包含 8 万吨锂电池正极用铝箔坯料和 5 万吨双零铝箔坯料板卷的产能。四川项目规划总投资 11.92 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 0.20 亿元（年内预计尚需投资约 4-5 亿元），正在进行土建工程，预计将于 2023 年投产，项目投产后公司铝板带规模将有所增大。

2021 年以前，该公司铝箔产品主要用于包装领域，随着 2021 年底公司一期年产 4 万吨高精度电子铝箔生产项目部分投产，公司铝箔产品增加电池铝箔。目前公司铝箔包含江苏和安徽两个生产基地，其中江苏基地以包装箔为主（主要是双零铝箔，也生产少量电池软包箔），安徽生产基地主要生产电池正极材料箔，两个基地产能分别为 8.30 万吨/年和 4 万吨/年。除上述产能之外，公司安徽美信铝箔工程（即年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目）二期项目已于 2021 年底启动，二期项目设计产能 3.2 万吨电池箔，计划 2023 年初建成投产，目前正在等待设备进驻，项目建成后，公司电池箔产能将进一步增大。此外，公司计划向特定对象发行股票募集资金不超过 17 亿元，相关募集资金将主要用于投资建设“年产 10 万吨动力及储能电池箔项目”。上述项目建成后，公司铝箔业务规模将得到较大提升。但相关项目还处于前期，发行股票相关事

² 其中江苏基地收入为 5.91 亿元，同比增加 1.89 亿元；安徽基地收入为 1.52 亿元，去年无。

宜也尚未通过监管部门审核，后续具有不确定性。

铝箔产销方面，2021年和2022年第一季度，该公司铝箔产量分别为7.72万吨和2.44万吨（第一季度江苏基地和安徽基地产量分别为1.86万吨和0.58万吨），销量分别为7.83万吨和2.37万吨（第一季度江苏基地和安徽基地销量分别为1.85万吨和0.52万吨），其中2021年产销量同比略有下滑，2022年第一季度因电池箔投产，公司铝箔产销量出现明显上升。

图表 10. 公司铝箔产销量情况（单位：万吨/年、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	8.30	7.72	7.83	101.37	93.01
2021年第一季度	2.08	1.84	1.91	103.80	88.46
2022年第一季度	3.08	2.44	2.37	97.07	79.22

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制（表中数据已剔除内部交易）

该公司铝箔生产的主要原料为铝板带和能源动力等，其中铝板带成本占铝箔成本的85%左右。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。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等。跟踪期，公司铝板带采购价格随市场情况明显上涨，2021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65.93%，供应商集中度较高。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，铝锭的采购价上海期货或长江有色铝锭交易价格为基准，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，但规模有限，并未覆盖全部价格波动风险。

图表 11. 铝板带采购情况

铝板带	2019年	2020年	2021年
采购量（万吨）	8.52	8.65	8.02
采购单价（万元/吨） ³	1.71	1.68	2.13

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

该公司铝加工业务一般采用原材料+加工费的模式，产品销售价格整体跟随原材料价格波动。通常合同签订至交货存在1.5-2个月周期，但2021年以来，由于铝箔供应紧张，公司接单较为集中，部分订单周期有所拉长。由于一般合同签订时，铝箔定价参考当时铝价已基本确定，因此铝价上涨将压缩公司铝箔盈利，订单周期拉长后这一现象将更加加剧。为缓解铝价上涨压力，公司积极与客户协商调整结算定价期，并于第四季度陆续与大部分客户就调整结算定价

³ 江苏中基采购的铝板带价格高于华丰铝业和安徽中基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，华丰铝业和安徽中基生产的较高性能的铝板带直接供江苏中基。

期达成一致，将大部分订单调整为按发货前一个月平均铝价作为定价依据。预计未来，铝价仍为影响公司业务的重要因素，但铝价波动相关的成本控制压力得到一定缓解。

该公司包装铝箔下游客户，80%为食品生产企业，其余主要为烟箔、医药箔等其他生产企业。公司已与安姆科（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。公司包装铝箔出口占比较高，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，2021年铝箔业务前五大客户销售额占铝箔销售总额的比重为19.12%，客户集中度不高。

图表 12. 公司铝箔和铝板带销售情况（单位：万元/吨、万吨）

产品		2019年	2020年	2021年
铝箔	出口数量	5.18	5.46	4.15
	其中美国及欧盟	1.68	2.12	1.24
	出口单价	2.20	2.00	2.32
	国内销售数量	2.65	2.45	3.67
	国内销售单价	2.18	2.12	2.52
铝板带	销售量	4.94	5.00	4.53
	销售单价	1.29	1.82	1.82

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

图表 13. 公司铝箔出口情况

项目	2019年	2020年	2021年
出口额（亿元）	11.40	10.90	9.62
出口占比（%）	66.36	67.77	50.92

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

该公司包装铝箔业务出口占比较高，受国外商业政策的影响较大。近年来，美国及欧盟相继对进口自中国的铝箔作出反倾销和反补贴征税令⁴，外加2021年国内外铝价倒挂，导致公司近年来铝箔出口收入及占比均呈现下滑态势。由于欧盟相关政策公布时间较晚（2021年12月），未来公司铝箔出口或仍将受到一定影响⁵。

电池铝箔方面，由于投产时间较短，该公司电池箔业务尚处于客户开拓和产能爬坡期。公司正积极与电池厂商进行接洽，并已进入宁德时代等头部电池企业供应链体系，目前公司电池正极箔下游客户包括宁德博发、优箔良才、瑞浦能源、湖州天丰等公司。2022年1-3月，电池箔销售量约0.52万吨。截至2022年3月末，公司正在履行的或向客户做出供货承诺的电池箔数量为1.75万吨。预计未来，随着更多客户认证的通过，以及公司电池箔项目工艺度的不

⁴ 江苏中基出口美国的铝箔适用的倾销幅度为48.30%，反补贴税率为6.46%；

⁵ 2021年公司铝箔向欧盟的出口额约2.4亿元。

断提升，公司电池箔业务将逐渐放量。

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承担。2021年及2022年第一季度，公司功能性薄膜业务分别实现营业收入0.33亿元和0.08亿元，同比分别减少0.17亿元和增加0.03亿元；同期毛利率分别为-30.79%和5.59%。由于原导电膜产品市场逐渐收缩，节能膜、纳米炫光膜、高阻隔膜等产品尚在市场拓展中未形成稳定的客户需求，叠加原材料上涨以及低产量导致单位制造成本较高等因素，2021年，公司功能性薄膜收入规模进一步下降，且出现成本倒挂情况。

图表 14. 公司膜业务收入情况（单位：万元）

产品	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度
ITO 导电膜	4617.43	544.71	672.72	234.40
节能膜	1847.38	1057.25	856.36	194.01
车衣膜	18.74	1106.98	1118.65	308.71
纳米炫光膜	1029.64	1446.32	161.78	53.20
高阻隔膜	590.23	773.54	273.00	8.75
功能性薄膜总收入	8354.24	5022.00	3338.48	791.62

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

功能性薄膜产品的主要生产工艺流程包括磁控溅射、真空蒸镀、涂布复合、精密切割等，其中磁控溅射和涂布复合为两项关键工艺（截至2021年末，该公司共拥有7条磁控溅射设备及6条精密涂布线，上述两项关键步骤基本决定功能性薄膜的产能）。该公司大部分的功能性薄膜产品基于上述关键技术生产，生产设备及生产线能够通用，并根据公司战略规划和市场及时调控生产，此类产品包含ITO导电膜、节能膜、车衣膜、纳米炫光膜、纳米银膜等（本部分统称为传统功能膜）。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，公司ITO导电膜业务逐渐下滑，尽管公司已经拓展液晶调光膜、电子黑板、车载触控等其它应用领域市场，亦围绕关键工艺开发出节能膜、车衣膜等其他产品，但相关产品市场开展情况尚不理想，订单尚不稳定，目前公司单一功能膜产品产量较小，需不断进行产能切换并承担较高的单位制造成本，因此公司功能膜业务细分产品收入构成变化较大，且整体业务收入呈下降状态。预计短期内，上述传统功能膜业务较难得以有效改善。

图表 15. 公司传统功能膜产销情况

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（%）
2019年	540	148.49	116.63	78.54
2020年	540	122.68	86.83	70.78
2021年	540	86.52	74.54	86.15

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

此外，该公司投资 8.21 亿元⁶用于高阻隔膜材料生产基地建设项目（即“万顺转债”募投项目）建设，在原功能膜技术基础上，结合电子束蒸镀、等离子体增强化学气相沉积等技术，研发形成新产品高阻隔膜，进一步丰富了功能性薄膜产品。但受疫情影响，高阻隔膜项目的主要进口设备安装调试等推迟，公司高阻隔膜项目直至 2021 年 12 月初才投产，产能包含光电领域新型显示元器件用高阻隔膜材料 600 万平方米/年及食品医药包装用高阻隔膜材料 1200 吨/年。2021 年及 2022 年第一季度，公司高阻隔膜实现收入分别为 273 万元和 8.75 万元，同比均出现较大下滑，主要是由于此前为开拓及维系客户关系，公司使用原磁控溅射镀膜设备按高阻隔膜产品的要求进行预产⁷及客户验证，导致高阻隔膜产销量均处于较低水平，2021 年产销量分别为 20.19 万平方米和 17.40 万平方米（全部为光电领域显示元器件用高阻隔膜），考虑到新项目将投产，公司逐渐减少用于原磁控溅射设备生产的高阻隔膜订单，但新设备投产后由于客户需重新认证，因此公司高阻隔膜业务下滑比较明显。后续项目投产后，设备磨合、客户认证等还需要一定时间，因此公司高阻隔膜业务开展情况及相关项目的产能释放情况仍存在不确定性。

D. 纸品贸易业务

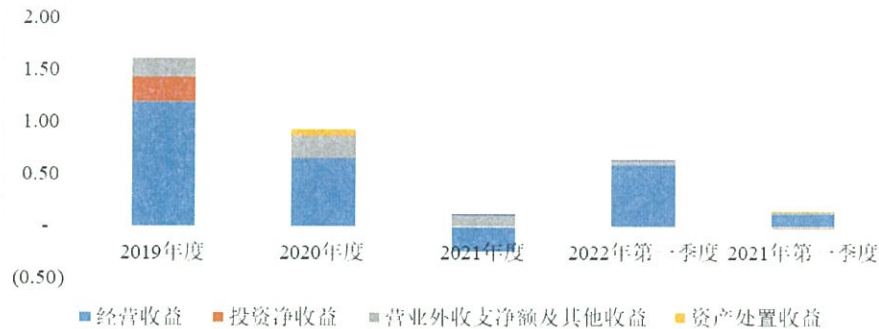
该公司贸易业务由全资子公司万顺贸易运营，目前主要为卡纸购销业务。2021 年和 2022 年第一季度，公司实现纸品贸易业务收入分别为 18.50 亿元和 3.80 亿元，同比分别增长 6.57%和减少 30.17%（2022 年一季度，广州、深圳地区客户受新冠疫情影响，业务规模有所减小），实现毛利率分别为 1.23%和 2.10%，同比分别减少 0.85 个百分点和 0.90 个百分点。凭借多年以来与纸品生产商建立的良好合作关系，公司在纸品采购方面具备一定优势，能以较优惠的价格取得纸及纸制品，下游客户主要集中在华南地区。公司贸易业务一般以销定购，上游主要为大型造纸厂，采用票据结算，账期一般为 6 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。

⁶ 规划总投资 8.21 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 5.49 亿元。

⁷ 高阻隔膜项目投产后，将主要使用新设备生产此类产品。

(2) 盈利能力

图表 16. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据万顺新材所提供数据绘制。

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益

跟踪期内, 该公司盈利情况出现较大波动, 其中 2021 年公司经营亏损, 2022 年第一季度快速回升, 此外营业外收支净额及其他收益、资产处置收益等也对利润形成少量补充。

2021 年, 该公司营业毛利为 4.19 亿元, 同比减少 0.65 亿元, 其中纸包装材料业务因原纸价格上涨导致毛利同比减少 0.35 亿元, 功能性薄膜业务因存货跌价、原材料价格上涨等原因, 毛利为负; 2022 年第一季度, 公司毛利 1.79 亿元, 同比大幅增加 0.71 亿元, 主要是铝加工业务与下游客户结算定价期调整后, 盈利回升所致。

图表 17. 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	2021 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	44.52	50.69	54.37	13.37	14.08
毛利 (亿元)	5.46	4.84	4.19	1.79	1.08
其中: 纸包装材料业务 (亿元)	1.30	1.13	0.78	0.18	0.23
铝加工业务 (亿元)	3.56	2.93	2.81	1.53	0.65
功能性薄膜业务 (亿元)	0.05	0.02	-0.10	0.004	-0.02
纸品贸易业务 (亿元)	0.29	0.36	0.23	0.05	0.12
期间费用率 (%)	8.48	6.79	6.21	8.02	6.09
其中: 财务费用率 (%)	1.43	0.85	0.64	1.54	0.28
全年利息支出总额 (亿元)	0.86	0.82	1.22	—	—
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.19	0.26	0.73	—	—

资料来源: 根据万顺新材所提供数据整理。

2021 年和 2022 年第一季度, 该公司期间费用为分别为 3.38 亿元和 1.07 亿元, 期间费用率分别为 6.21%和 8.02%, 其中 2021 年公司期间费用和期间费用率同比分别下降 0.06 亿元和 0.58 个百分点, 主要是当年公司依据新收入准则

将销售产品相关的运输费用⁸计入营业成本导致销售费用同比减少 0.39 亿元至 0.37 亿元所致，若不考虑该因素，公司期间费用同比仍为增长。同期，公司管理费用（含研发费用）分别为 2.66 亿元和 0.69 亿元，同比分别增长 18.66%和 21.70%，主要是职工薪酬、材料费增长所致；财务费用分别为 0.35 亿元和 0.21 亿元，同比分别减少 20.15%和增长 413.78%，其中 2021 年汇兑损失同比减少至 0.04 亿元（上年为 0.15 亿元），由于公司出口产品多以外汇结算，仍面临一定的汇率波动风险。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.24	-0.00	0.00	0.00	-0.02
营业外收支净额及其他收益（亿元）	0.19	0.21	0.10	0.04	0.02
其中：政府补助（亿元）	0.16	0.17	0.02	—	—
资产处置收益（亿元）	-0.00	0.07	0.01	0.00	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。2021 年和 2022 年第一季度，公司营业外收支净额及其他收益分别为 0.10 亿元和 0.04 亿元。

2021 年主要受主业经营亏损影响，该公司营业亏损和净亏损分别为 0.17 亿元和 0.47 亿元；2022 年第一季度，受益于铝加工业务情况好转，公司实现扭亏，当期实现营业利润和净利润分别为 0.63 亿元和 0.53 亿元，同比分别增长 460.07%和 802.10%。公司电池箔及高阻隔膜项目均于 2021 年底投产，未来经营状况还有待观察，经营业绩亦或存在较大的不确定性。

（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等新材料产品市场。

该公司的在建项目主要为安徽美信铝箔工程二期项目及四川万顺高精铝板带项目，其中安徽美信铝箔工程二期正在等待设备入场，项目达产后将为公司带来 3.2 万吨/年铝箔产能；四川万顺高精铝板带项目正在进行土建作业，达产后产能为 13 万吨/年高精铝板带。后续需持续关注项目投资、建设进展及达产后经营效益等。

此外，该公司规划中的“年产 10 万吨动力及储能电池箔项目”预计总投资

⁸ 2020-2021 年，公司计入销售费用的运输费分别为 0.50 亿元和 0.07 亿元。

资 20.82 亿元，根据公司测算，项目达产后，每年预计实现营业收入 20.25 亿元，净利润 2.10 亿元，内部收益率为 12.28%（所得税后）。若上述项目落地，公司铝箔业务规模将进一步增大。但该项目投资拟以向特定对象发行股票募集的资金为主，目前还处于前期阶段，未来还具有较大不确定性。

图表 19. 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 2022 年 3 月末投资额
1	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	6.52
2	四川万顺高精铝板带项目	2021 年	11.92	13 万吨高精铝板带	0.20
合计		—	26.11	—	6.72

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，2022 年 3 月末，公司实收资本增至 6.84 亿元，杜成城共持有公司 32.65% 股权，均未质押，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 36.13% 股权。

该公司建立了较为规范的治理结构，跟踪期内，公司内部治理和内控体系未发生变化。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。

2021 年，该公司向关联方湖南裕同印刷包装有限公司销售转移产品（纸包装材料业务的一种产品）1191 万元，相关交易参照市场价格协商确定。公司与其他关联方的交易规模较小。

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 20. 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	2022.4.11	不涉及	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2022.5.11	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	2022.5.11	无	无	无	无

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
	人信息查询平台					
工商	国家工商总局企业信息公示系统	2022.5.11	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，由于业绩变化，该公司所有者权益先下降后小幅回升。公司资产负债率尚可，但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。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。此外，公司计划向特定对象发行股票（募集资金不超过17亿元）申请已获得深交所受理，若成功发行，未来公司所有者权益或得到增厚。

1. 数据与调整

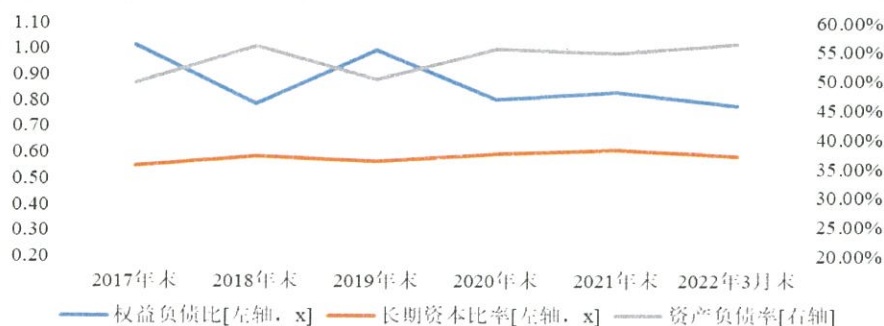
大信会计师事务所有限公司对该公司2021年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则等规定。公司2022年第一季度财务数据未经审计。

2021年末该公司合并范围子公司10家，较2020年末没有变化。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



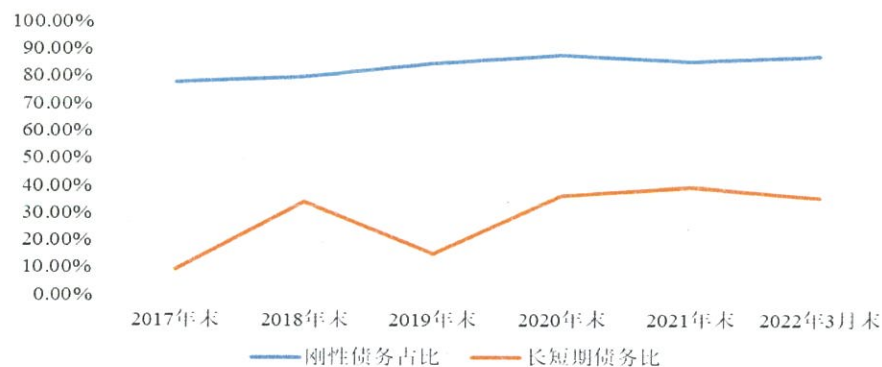
资料来源：根据万顺新材所提供数据绘制

跟踪期内，该公司持续推进项目建设导致负债规模维持较高水平，2021年末和2022年3月末，公司负债总额分别为42.39亿元和45.93亿元，分别较上年末减少7.64%和增长8.35%，负债率波动上升，同期末分别为54.60%

和 56.21%，分别较上年末减少 0.83 个百分点和增加 1.61 个百分点。同期末，公司权益负债比分别为 0.83 倍和 0.78 倍，呈下降趋势。2021 年末，公司所有者权益为 35.25 亿元，较上年末减少 4.48%，主要是当年公司业绩亏损，未分配利润较上年末减少 8.07% 至 7.98 亿元所致，另外公司其他综合收益为 -0.15 亿元，为参股公司北京众智同辉科技有限公司累计公允价值变动损益以及外币报表折算差额等；同年末，由于可转债转股，公司实收资本小幅增加至 6.84 亿元；江苏中基购买子公司少数股东股权导致公司资本公积增加 0.64 亿元至 20.94 亿元。2022 年 3 月末，公司所有者权益较上年末基本持平。此外，公司计划向特定对象发行股票募集资金不超过 17 亿元，若成功发行，公司所有者权益将得到一定增厚，关注相关发行情况。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	21.56	28.02	29.37	40.26	36.20	40.12
应付账款 (亿元)	2.97	2.90	1.97	2.18	2.54	2.20
其他应付款 (亿元)	2.43	3.44	2.59	2.41	2.27	2.21
刚性债务占比 (%)	77.68	79.77	84.56	87.72	85.41	87.35
应付账款占比 (%)	10.70	8.25	5.66	4.76	6.00	4.80
其他应付款占比 (%)	8.75	9.78	7.47	5.26	5.36	4.81

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，2021 年末和 2022 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 39.31% 和 35.70%，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，2021 年末占比分别为 85.41%、6.00% 和 5.36%。2021 年末和 2022 年 3 月末，公司应付账款余额分别为 2.54 亿元和 2.20 亿元，主要是纸品、铝锭等原材料价格均发生一定上涨，公司采购额增长所致；同期末公司其他应付款余额分别为 2.27 亿元和 2.21 亿元，主要为员工持股认购款。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	19.48	19.39	25.07	28.46	24.94	28.72
其中: 短期借款	9.21	7.25	9.81	12.30	11.42	14.26
一年内到期长期借款	0.55	0.55	0.97	0.93	1.20	0.87
应付票据	9.69	11.53	14.25	15.23	12.33	13.59
其他短期刚性债务	0.03	0.06	0.05	—	—	—
中长期刚性债务合计	2.08	8.63	4.30	11.80	11.26	11.40
其中: 长期借款	2.08	1.53	3.24	3.96	3.35	3.35
应付债券	—	7.09	1.06	7.84	7.91	8.05
其他中长期刚性债务	—	0.01	0.00	—	—	—
综合融资成本 (年化, %)	4.48	4.66	4.85	4.23	3.98	3.37

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, 2021 年末和 2022 年 3 月末, 公司刚性债务余额分别为 36.20 亿元和 40.12 亿元, 较上年末分别减少 10.08% 和增长 10.81%, 虽有所波动, 但维持在较高水平。公司刚性债务以短期刚性债务为主, 同期末余额分别为 24.94 亿元和 28.72 亿元, 即期偿债压力较大, 其中短期借款分别为 11.42 亿元和 14.26 亿元; 受纸品贸易业务多以票据结算的影响, 公司应付票据持续较高, 同期末分别为 12.33 亿元和 13.59 亿元。公司中长期刚性债务主要为长期借款和应付债券, 同期末长期借款均为 3.35 亿元, 利率 4.35%~4.75%, 主要是公司本部担保借款及质押借款; 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, 2021 年末分别大约占比分别为 32.59%、41.36% 和 15.88%, 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 1.80%~4.75%。公司综合融资成本约保持在 3.37%~4.85% 之间, 2021 年以来呈下降态势。

图表 24. 公司 2022 年 3 月末银行借款成本/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)	5 年以上
3% 以内	3.43	-	-	-
3%~4% (不含 4%)	1.60	-	-	-
4%~5% (不含 5%)	8.00	-	0.39	2.96
合计	13.03	-	0.39	2.96

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 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
营业周期(天)	42.19	36.45	33.39	30.09	28.77	—
营业收入现金率(%)	100.55	107.83	104.27	108.58	108.90	101.60
业务现金收支净额(亿元)	4.49	6.49	5.08	4.88	2.40	-1.01
其他因素现金收支净额(亿元)	-1.36	-2.62	-2.98	-1.71	-0.96	-0.75
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	3.13	3.86	2.10	3.17	1.44	-1.75
EBITDA(亿元)	3.27	4.25	4.03	3.25	2.15	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.15	0.15	0.14	0.08	0.06	—
EBITDA/全部利息支出(倍)	5.71	5.15	4.71	3.96	1.75	—

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，2021年及2022年第一季度公司营业收入现金率分别为108.90%和101.60%。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1.44亿元和-1.75亿元，其中2021年同比减少1.73亿元，主要是当年原纸、铝锭等原材料价格上涨导致购买商品、接受劳务现金支出较多，2022年第一季度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。

2021年该公司营业周期为28.77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2.15亿元，同比下降主要是利润总额亏损所致。同期EBITDA对刚性债务的覆盖程度为0.06倍，EBITDA对利息支出的覆盖程度为1.75倍，亦持续下降。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况(单位：亿元)

主要数据及指标	2017年	2018年	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	-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	-0.74	-2.00	-4.69	-6.64	-4.09	-0.79
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.20	0.20

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年第一 季度
投资环节产生的现金流量净额	-3.00	-2.06	-4.85	-6.17	-4.29	-0.59

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。2021年和2022年第一季度，公司投资活动现金流净额分别为-4.29亿元和-0.59亿元，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 27. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年第一 季度
权益类净融资额	-0.14	-0.22	-0.54	-0.34	-0.26	0.00
债务类净融资额	1.18	-3.26	3.91	2.25	-2.37	2.29
其中：现金利息支出	0.64	0.64	0.76	0.72	0.78	0.20
筹资环节产生的现金流量净额	0.59	2.75	2.71	10.92	-3.87	2.30

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，2021年和2022年第一季度公司筹资活动现金流净额分别为-3.87亿元和2.30亿元，2021年主要由于因银行借款到期还款较多，当年筹资活动现金流为净流出状态。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017年末	2018年末	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%）	28.31	34.82	38.73	47.79	40.02	43.65
	50.67	55.52	55.98	57.71	51.55	53.41
其中：货币资金（亿元）	5.56	10.42	11.20	19.48	12.58	12.55
应收账款（亿元）	9.87	11.00	11.57	12.90	11.75	13.37
存货（亿元）	7.02	6.83	5.91	6.78	6.36	7.73
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	27.55	27.90	30.46	35.01	37.62	38.07
	49.33	44.48	44.02	42.29	48.45	46.59
其中：固定资产（亿元）	20.38	20.04	18.74	17.47	22.06	23.39
在建工程（亿元）	0.75	0.94	3.56	9.96	9.08	7.58
无形资产（亿元）	2.33	2.34	2.42	2.35	2.45	2.43
商誉（亿元）	3.32	3.20	3.12	2.78	2.49	2.49
期末全部受限资产账面金额（亿元）	6.35	6.85	7.67	8.39	8.10	8.16

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月 末
期末抵质押融资余额 (亿元) ⁹	3.50	2.78	4.58	4.98	9.25	8.62
受限资产账面余额/总资产 (%)	11.37	10.13	11.09	10.13	10.43	9.99

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理。

跟踪期内，该公司资产总额有所波动，2021 年末及 2022 年 3 月末，公司资产总额分别为 77.64 亿元和 81.72 亿元。从资产构成来看，2021 年末公司流动资产占资产总额的比重为 51.55%，公司流动资产占比略高。

2021 年末，该公司流动资产总额为 40.02 亿元，较上年末减少 16.25%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款及存货构成，2021 年末占流动资产比例分别为 31.44%、29.35%和 15.90%。其中，公司货币资金余额为 12.58 亿元，较上年末减少 35.40%，主要是上期末公司发行债券资金到位导致货币资金较多所致，其中受限货币资金为 2.62 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 11.75 亿元，较上年末减少 8.92%，主要系应收客户的货款，账龄集中于一年以内，年末纸品贸易业务应收账款占比 38.26%；存货余额为 6.36 亿元（传统功能性薄膜约 0.40 亿元），较上年末减少 6.12%，主要为库存的商品和原材料等，需关注本年由于功能性薄膜类相关产品销售不及预期，公司计提存货跌价准备 0.53 亿元。此外，同期末公司其他应收款为 2.29 亿元，主要系公司应收的员工持股计划资金。

2021 年末，该公司非流动资产总额为 37.62 亿元，较上年末增长 7.44%。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，年末占非流动资产比例分别为 58.63%、24.13%、6.51%和 6.63%。2021 年末，公司固定资产余额为 22.06 亿元，主要是厂房建筑及机器设备等，年末固定资产同比增长 26.23%，主要是本年高阻隔膜项目和铝箔工程项目均有部分完工转入所致；在建工程余额为 9.08 亿元，较上年末减少 8.90%，其中部分高阻隔膜项目和美信铝箔工程项目完工结转至固定资产，部分项目仍在建设中；无形资产余额为 2.45 亿元，主要系公司拥有的土地使用权、专利权等；商誉余额为 2.49 亿元，主要系公司收购江苏中基、光彩新材料等形成的商誉，本年公司因东通光电计提减值准备 0.29 亿元¹⁰，关于东通光电的减值准备已全部计提完毕。

2022 年 3 月末，该公司资产总额为 81.72 亿元，较上年末增长 5.25%，其中流动资产增长 9.05%至 43.65 亿元，其中应收账款增长至 13.37 亿元，主要是铝加工业务规模增大，应收客户货款增多所致；预付款项增长至 4.58 亿

⁹ 余额不包含一年内到期的非流动负债。

¹⁰ 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。

元，主要是铝锭、纸张等采购预付款；其余科目虽有变化但影响较小。

2022年3月末，该公司受限资产规模8.16亿元，占当期资产总额的9.99%，其中受限货币资金2.63亿元，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0.91亿元，主要系票据质押借款；受限固定资产和无形资产分别为3.39亿元和1.22亿元，均用于银行借款抵押。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
流动比率（%）	111.57	132.99	128.43	141.98	131.53	128.95
速动比率（%）	78.29	99.41	97.14	112.49	102.24	92.58
现金比率（%）	27.19	44.74	45.65	63.23	47.97	42.53

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理。

2021年末和2022年3月末，该公司流动比率分别为131.53%和128.95%，速动比率分别为102.24%和92.58%，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，但公司总体流动性尚好。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47.97%和42.53%，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

2018年，该公司使用自有资金人民币3500万元与罗燕虹等四人共同投资设立控股子公司广东万顺金辉业节能科技有限公司（简称“万顺金辉业”）从事智能光控节能玻璃等产品市场拓展，并与罗燕虹等四人签订投资合作协议，罗燕虹等四人承诺万顺金辉业2019-2021年净利润分别不低于500万元、800万元和1200万元。若未实现，四人应将未实现部分以股权方式无偿补偿给公司。万顺金辉业2021年度净亏损775万元，根据业绩承诺，罗燕虹等四人应补偿给公司万顺金辉业的股权数量1500万（其所持万顺金辉业全部股权），但认缴出资期限均已经届满四人尚未履行出资义务。2022年1月，万顺金辉业向汕头市濠江区人民法院提起诉讼，请求判令罗燕虹等四人履行出资义务并共同承担全部诉讼费用。濠江区人民法院已于2022年3月作出一审判决，判决四人向万顺金辉业履行出资义务，但四人尚未履行。公司其余未决诉讼金额不大，对公司影响较小。

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。2021年末，公司本部资产总额为47.72亿元，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。同年末公司本部货币

资金余额为 1.90 亿元，长期股权投资余额为 21.43 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 18.34 亿元，负债率为 38.42%，较上年末小幅上升 1.13 个百分点，其中刚性债务为 14.26 亿元。2021 年，公司本部实现营业收入为 3.47 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；由于薄膜业务成本倒挂、计提存货减值等因素影响，当年公司本部净亏损 0.21 亿元。同期，公司本部实现经营活动现金流净额为 2.11 亿元。总体看，公司本部受薄膜业务拖累业务亏损，债务压力亦较大。

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 2022 年 3 月末，该公司获得的银行综合授信额度共计 32.96 亿元，尚有 5.08 亿元综合授信额度未使用，公司仍有后续融资空间。

图表 30. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用综合授信	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	32.96	27.88	1.8-4.75% ¹¹	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）	17.08	14.46	3.85-4.75%	信用、抵押、质押、保证
其中：大型国有金融机构占比（%）	51.82	51.87	—	—

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理（截至 2022 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

¹¹ 包括几笔外币授信利率。

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”转股期为 2019 年 1 月 28 日至 2024 年 7 月 20 日，截至 2022 年 3 月末尚有 122.38 万张尚未转股，剩余金额为 1.22 亿元，未转股比例为 12.88%，最新转股价为 5.27 元/股。“万顺转 2”转股期为 2021 年 6 月 17 日至 2026 年 12 月 10 日，截至 2022 年 3 月末尚有 851.07 万张尚未转股，剩余金额为 8.51 亿元，未转股比例为 94.56%，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

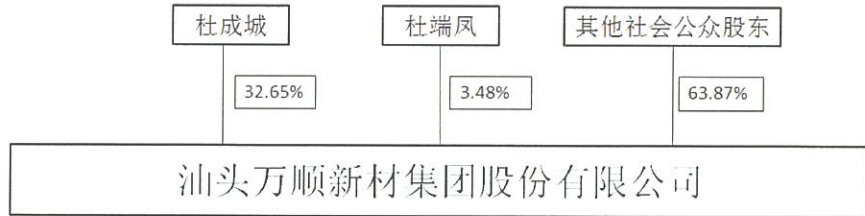
跟踪期内，随着部分可转债转股完成，该公司控股股东持股比例有所下降，但实际控制人仍为杜成城。公司建立了较为规范的公司治理结构，公司进一步完善内部治理和内控体系，并继续提高治理水平。公司高管团队总体保持稳定，保证了其发展规划的连贯性和战略执行的有效性。

该公司主要从事纸包装材料、铝加工和功能性薄膜三大业务。跟踪期内，公司纸包装业务受纸张等原材料价格上涨使得业务盈利能力有所下降；铝加工业务方面，跟踪期内公司电池铝箔项目投产，目前处于市场开拓和产能爬坡阶段，后续经营情况尚待观察，传统的包装箔业务受铝价变化以及公司后续定价期的调整等因素影响，公司铝箔毛利率先下降后上升，此外需关注政策及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，公司多数产品尚处于发展初期，市场拓展情况不理想，跟踪期内公司薄膜业务收入成本倒挂现象加剧，外加计提存货跌价准备等，薄膜整体亏损较严重；高阻隔膜项目为新投产产品，未来经营情况亦存在较大的不确定性。

跟踪期内，由于业绩亏损，公司所有者权益有所下降。公司资产负债率尚可，但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。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：

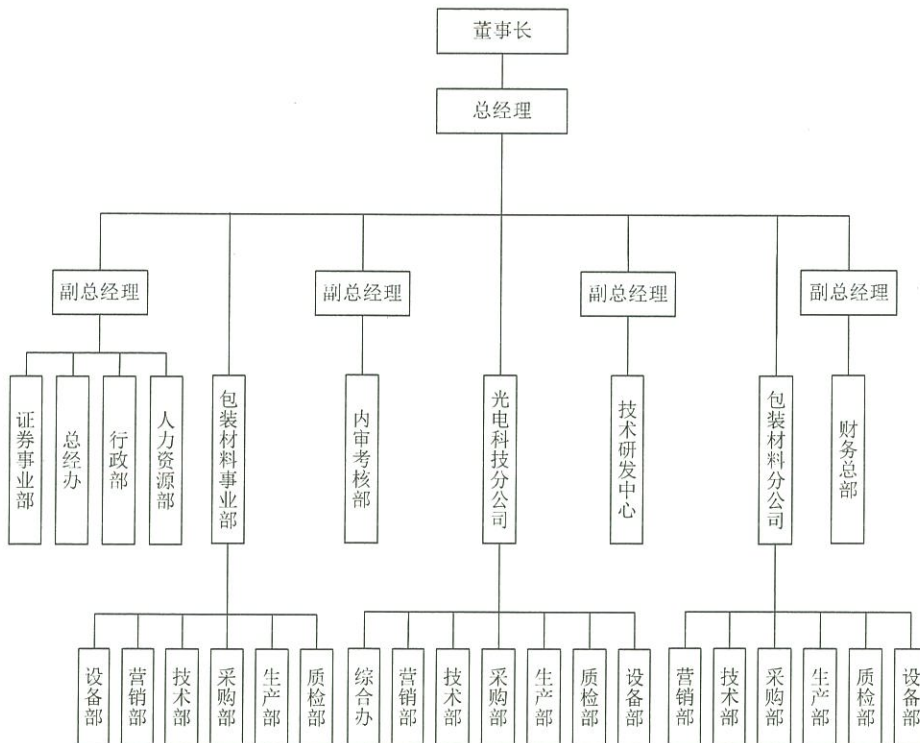
公司与实际控制人关系图



注：根据万顺新材提供的资料绘制（截至 2022 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 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					
					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、 功能膜	14.26	29.39	3.47	-0.21	2.11	0.32
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	10.64	13.70	21.13	0.63	1.11	1.70
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	-	2.29	2.28	0.15	0.26	0.22
江苏华丰铝业有限公司	华丰铝业	孙公司	100.00% ¹²	铝板带	0.34	0.84	6.50	-0.25	-0.01	0.27
安徽中基电池箔科技有限公司 ¹³	安徽中基	孙公司	100.00% ¹⁴	铝板带、铝箔	4.09	5.28	11.78	0.24	-1.39	0.47
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	0.12	0.01	-0.05	0.05

注：根据万顺新材2021年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

¹² 子公司江苏中基对华丰铝业的持股比例为100%。

¹³ 原安徽美信铝业有限公司于2021年更名为安徽中基电池箔科技有限公司。

¹⁴ 子公司江苏中基对安徽中基的持股比例为100%。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	69.19	82.80	77.64	81.72
货币资金 [亿元]	11.20	19.48	12.58	12.55
刚性债务[亿元]	29.37	40.26	36.20	40.12
所有者权益 [亿元]	34.46	36.90	35.25	35.79
营业收入[亿元]	44.52	50.69	54.37	13.37
净利润 [亿元]	1.23	0.68	-0.47	0.53
EBITDA[亿元]	4.03	3.25	2.15	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.10	3.17	1.44	-1.75
投资性现金净流入量[亿元]	-4.85	-6.17	-4.29	-0.59
资产负债率[%]	50.20	55.43	54.60	56.21
权益资本与刚性债务比率[%]	117.32	91.66	97.37	89.21
流动比率[%]	128.43	141.98	131.53	128.95
现金比率[%]	45.65	63.23	52.27	42.53
利息保障倍数[倍]	2.66	1.81	0.30	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	33.39	30.09	28.77	—
毛利率[%]	12.26	9.56	7.69	13.39
营业利润率[%]	3.31	1.64	-0.31	—
总资产报酬率[%]	3.45	1.96	0.46	—
净资产收益率[%]	3.97	1.90	-1.30	—
净资产收益率*[%]	4.43	2.20	-1.23	—
营业收入现金率[%]	104.27	108.58	108.90	101.60
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.46	9.93	4.49	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.86	-7.45	-6.45	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.71	3.96	1.75	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.09	0.06	—

注：表中数据依据万顺新材经审计的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：

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	6
		盈利能力	9
		公司治理	3
	财务风险	财务政策风险	2
		会计政策与质量	1
		现金流状况	4
		负债结构与资产质量	6
		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 ⁺

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 ⁺ 稳定	王婷亚、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年6月7日	AA ⁺ 稳定	翁斯喆、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年5月27日	AA ⁺ 稳定	王婷亚、黄梦姣	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
万顺转债	历史首次评级	2018年4月16日	AA ⁺	王婷亚、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年6月7日	AA ⁺	翁斯喆、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年5月27日	AA ⁺	王婷亚、黄梦姣	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
万顺转2	历史首次评级	2020年4月22日	AA ⁺	王婷亚、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2021年6月7日	AA ⁺	翁斯喆、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年5月27日	AA ⁺	王婷亚、黄梦姣	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-

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。