



# 2022年杭州天地数码科技股份有限公司向 不特定对象发行可转换公司债券2022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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2022年杭州天地数码科技股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A	A
评级展望	稳定	稳定
天地转债	A	A

## 评级观点

- 中证鹏元维持杭州天地数码科技股份有限公司（以下简称“天地数码”或“公司”，股票代码：300743.SZ）主体信用等级为 A，维持评级展望为稳定；维持“天地转债”的信用等级为 A。
- 该评级结果是考虑到：公司作为细分行业龙头，高附加值产品收入增速较快；同时中证鹏元也关注到，公司营收仍以低附加值的蜡基产品为主，盈利表现趋弱，资金压力加大，股权结构分散、治理存在一定风险，面临一定的或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 公司是热转印碳带行业龙头企业，产品下游需求情况较好。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 评级日期

2022年6月22日

## 联系方式

项目负责人：谢海琳  
xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：何佳欢  
hejh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	8.48	6.51	5.82	5.20
归母所有者权益	4.38	3.90	3.93	3.90
总债务	3.44	2.02	1.43	0.96
营业收入	1.45	5.42	4.20	4.15
EBITDA 利息保障倍数	--	11.08	19.31	25.09
净利润	0.07	0.26	0.23	0.26
经营活动现金流净额	-0.16	-0.22	0.48	0.22
销售毛利率	23.47%	22.64%	26.85%	29.77%
EBITDA 利润率	--	8.38%	12.26%	11.30%
总资产回报率	--	5.02%	5.18%	6.47%
资产负债率	48.33%	40.18%	32.54%	24.90%
净债务/EBITDA	--	1.53	-1.41	-1.55
总债务/总资本	--	34.16%	26.68%	19.73%
FFO/净债务	--	42.25%	-48.44%	-44.20%
速动比率	--	1.20	1.81	2.24
现金短期债务比	--	0.84	1.59	1.88

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- 公司是热转印碳带行业龙头企业，混合基、树脂基等高附加值产品收入增速较快。公司是国内规模最大的热转印碳带生产企业，年产能超过 15 亿平方米、销售范围分布全球。2021 年公司积极调整高附加值产品销售占比，混合基和树脂基碳带销售收入同比分别增长 35.44% 和 47.12%，净利润同比小幅增加。

## 关注

- 公司主业盈利表现趋弱。低附加值的蜡基条码碳带形成的销售收入在公司营收中占比仍较高。受行业竞争、原材料成本上升、海运成本上涨等因素影响，公司 2021 年销售毛利率同比下降，盈利能力收窄，未来利润仍有较大波动的可能。且公司外销占比较高，面临一定的贸易和汇率波动的风险。
- 公司营运资金压力加大。受主要原材料涨价、订单增加导致的备货较多等因素影响，公司营运资金需求持续上升，2021 年以来公司经营净现金流表现不佳。
- 公司股权结构相对分散。公司目前无控股股东，截至 2022 年 3 月末前十大股东中有 9 位为自然人。分散的股权结构可能对公司治理效率产生不利影响。
- 公司面临一定的或有负债风险。截至 2021 年末，公司存在 1 笔对外担保，实际担保余额 2,600.10 万元，虽然设置反担保措施，但考虑被担保人为民企，未来机器设备等反担保标的可能折价，公司面临一定的或有负债风险。

## 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

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	较小
	经营状况	弱		净债务/EBITDA	6
	经营规模	2		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	3		总债务/总资本	6
	品牌形象和市场份额	2		FFO/净债务	6
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-2
	业务多样性	3		盈利状况	弱
			盈利趋势与波动性	表现不佳	
			盈利水平	3	
业务状况评估结果		弱	财务状况评估结果		中等
指示性信用评分			调整幅度		0
调整因素		无	独立信用状况		a
外部特殊支持调整			外部特殊支持调整		0
公司主体信用等级			公司主体信用等级		A

## 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
------	------	------	-------	-----------	------

---

A/稳定	A	2021-7-14	谢海琳、何佳欢	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
------	---	-----------	---------	--	----------------------

---

#### 本次跟踪债券概况

---

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
天地转债	1.72	1.72	2021-7-14	2028-3-13

---

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2022年3月发行6年期1.72亿元可转换公司债券，募集资金扣除发行费用后计划用于热转印涂布装备及产品技术升级项目、信息化和研发中心升级项目、安全环保升级项目和补充流动资金。截至2022年5月31日募集资金未使用金额1.17亿元，其中理财产品0.60亿元，募集资金专项账户余额0.57亿元。

## 三、发行主体概况

2021年，公司向7名激励对象授予预留部分限制性股票92,200股，回购注销限制性股票345,134股，并根据2020年年度权益分派方案，以资本公积金向全体股东每10股转增3.996274股，截至2021年末公司总股本变更为138,190,126股。2021年公司董监高人员发生变动，齐玲玲辞去公司副总经理、董事会秘书职务，公司聘任李滨为公司副总经理、董事会秘书；聘任刘建海为副董事长，刘建海不再担任副总经理职务；聘任董立奇为财务总监；聘任冯冬芹、师毅诚、张红艳为独立董事，傅颀、翁晓斌、苏宏业期满不再担任公司独立董事。

截至2022年3月末，公司无控股股东，公司实际控制人潘浦敦、刘建海和韩琼及韩琼一致行动人李卓娅合计持有公司40.14%股份。前十大股东中韩琼质押股份970.50万股，占其所持股份的69.25%，占公司总股份比例7.02%。2021年至2022年3月末，公司实际控制人之一潘浦敦减持公司股份2,558,640股，占2022年3月末公司总股本的1.8515%。

**表1 截至2022年3月末公司前十大股东明细（单位：万股）**

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量	质押或冻结情况	质押股数
潘浦敦	境内自然人	12.66%	1,749.36	-	-
刘建海	境内自然人	12.29%	1,698.13	-	-
韩琼	境内自然人	10.14%	1,401.40	质押	970.50
升华集团控股有限公司	境内非国有法人	7.07%	977.32	-	-
李卓娅	境内自然人	5.05%	698.01	-	-
潘伟忠	境内自然人	2.90%	401.02	-	-
严金章	境内自然人	2.16%	298.53	-	-
钱小妹	境内自然人	1.99%	274.76	-	-
陈煬	境内自然人	1.09%	150.12	-	-
陈建勇	境内自然人	1.09%	150.00	-	-
<b>合计</b>		<b>56.44%</b>	<b>7,798.65</b>	-	<b>970.50</b>

注：升华集团控股有限公司与钱小妹互为一致行动人；韩琼与李卓娅互为一致行动人。

资料来源：公司2022年一季报，中证鹏元整理

公司专业从事热转印碳带产品的研发、生产和销售，公司年产能超过15亿平方米、销售范围分布全

球。2021年3月，公司全资子公司港田控股公司以470.58万英镑自有资金收购Thermal Transfer Solutions Limited(以下简称“TTS”)和Thermal Printer Support Limited(以下简称“TPS”)100%股权，并于2021年5月31日并表。由于公司经营调整，2021年9月公司注销厦门欣方圆电子科技有限公司。截至2021年末，公司纳入合并报表范围的子公司共21家，明细如附录四。

**表2 2021年公司合并报表范围变化情况**

**1、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	主营业务	合并方式
TTS	100%	-	碳带的分切和经销	收购
TPS	100%	-	条码打印机销售及服务	收购

**2、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	主营业务	不再纳入的原因
厦门欣方圆电子科技有限公司	100%	100万元	软件和信息技术服务业	注销

资料来源：公司2021年年报

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成

“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

## 行业环境

随着条码技术在终端领域应用不断深入，物流、电商、零售等行业对热转印碳带的需求将持续增长；上游聚酯切片价格波动较大且2021年以来持续涨价，加之海运费上涨，碳带生产企业经营面临挑战

热转印碳带又称热转印色带，属于打印机耗材，在一面涂上蜡基、树脂基或混合的油墨的聚脂或其它高密度薄膜，碳带通过热打印头和涂层侧按在工业标签表面，过程中产生的热量使色素能够与标签表面结合。

图1 热转印碳带产业链情况

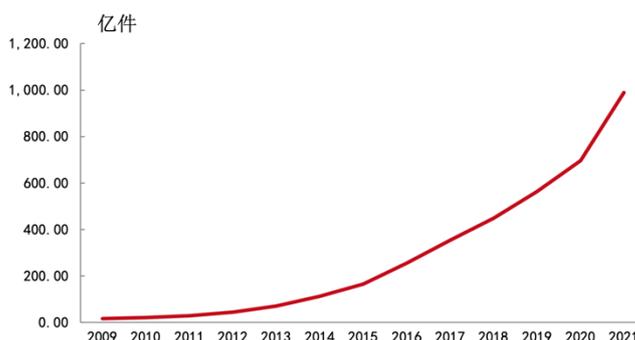


资料来源：公开资料

热转印碳带下游集中在工业制造、医疗、零售、物流等多个领域，2020年我国热转印碳带市场规模约为9.2亿元，2015-2020年年均复合增长率为7.2%，在中国制造2025背景下对智能制造的需求提升，条码识别技术应用广度和深度均得到快速发展，特别是产品溯源和防伪领域、医疗健康领域、智能制造

以及TTO领域会有比较大的市场潜力，菜鸟驿站、智能柜等“中间商”的兴起，以及互联网买菜、生鲜配送也将催生条码识别技术应用新的需求。以零售行业为例，2015-2021年我国社会消费品零售总额增长值近14万亿元，受低基数影响，2021年社会消费品零售总额44.08万亿元。网上零售已成为我国零售业发展的新趋势，2021年我国网上零售额达13.1万亿元，同比增长14.1%，其中实物商品网上零售额10.8万亿元，同比增长12.0%，占社会消费品零售总额的比重为24.5%，带动快递业务量大幅增长。

**图2 我国规模以上快递业务量持续大幅增长**



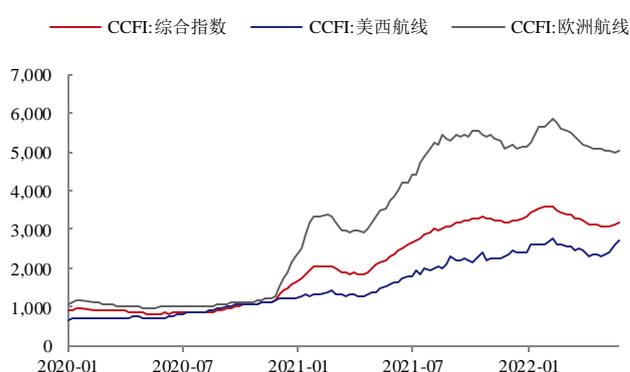
资料来源: Wind

热转印碳带的生产原材料主要包括基纸、防护涂层、油墨等，欧美已提出严格的热转印碳带化学添加剂和回收标准，大型热转印生产厂商转向使用新能源和创新性安全耗材来完成碳带制造，国内厂家环保和安全生产成本可能上升。聚酯薄膜（PET膜）的原材料主要为原油深加工产品，原油的价格对聚酯薄膜的市场价格有显著影响，聚酯薄膜作为碳带生产主要的原材料，其价格波动较大，2021年以来价格最高点较低点已涨幅近1倍，碳带生产企业成本控制面临较大压力。

**图3 聚酯切片价格波幅大且 2021 年以来持续涨价 图4 2021 年海运费用涨幅较大**



资料来源: wind



资料来源: wind

海运成本上涨对出口企业的盈利造成挤压。2021 年全球物流供应链受到港口拥堵、集装箱短缺、内陆运输迟滞等多重因素的挑战和冲击，集装箱航运市场供求关系趋紧，主要航线运价大幅提升。

2021年中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）最高值为3,344点，均值为1,659点，分别同比增长102%和167%。

### 法国阿尔莫并购IIMAK，行业巨头地位得到巩固，国内外厂商纷纷开启产能本地化进程

热转印碳带行业具备全球竞争格局，产能集中于欧洲、北美洲和亚洲。全球主要的热转印碳带生产企业有法国阿尔莫、日本RICOH、DNP、霍尼韦尔、上海斑马等，其中阿尔莫于2021年10月成功并购美国国际成像材料公司IIMAK，并购后的业务被称为ARMOR-IIMAK，全球市场份额占比达40%，年营收总计将超过4亿美元。国内生产商仍以天地数码为代表。从国际市场上来看，国际一流企业从事热转印碳带生产时间较长，在配方技术、生产工艺、管理水平以及营销布局均具有较强竞争力，在混合基、树脂基等高端领域占据主导地位，中国产品在蜡基碳带领域具备性能、价格优势，但少数国内龙头企业也已涉足树脂基和混合基产品，同国际厂商在高端领域展开竞争。

为满足终端用户热转印打印系统化的服务需求，行业基本形成了经销商本地化服务的销售格局，由经销商以提供服务的方式集成销售给终端用户，销售完成后持续提供如耗材供应、维修等服务，因此终端用户对经销商的服务依赖较高。为提高响应速度，增加客户粘性，降低海运等物流成本，国内外厂商均开启本地化进程，法国阿尔莫、日本RICOH等在中国均建立了生产基地，天地数码等国内龙头企业也开始在海外建立了生产基地。

## 五、经营与竞争

公司是热转印碳带行业龙头企业，年产能超过15亿平方米，营业收入逐年增长。公司主力产品仍为蜡基条码碳带，但混合基、树脂基条码碳带收入增速较快。2021年公司销售毛利率继续下降，主要原因为行业竞争激烈、原材料涨价及海运成本上升而公司的成本转嫁能力较弱。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

业务板块	2022年 1-3月		2021年		2020年		2019年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
条码碳带	13,511.29	22.80%	50,276.46	22.50%	39,094.36	27.73%	38,455.74	31.16%
其中：蜡基	7,979.51	11.52%	31,141.13	12.00%	25,345.63	20.01%	24,425.24	24.49%
混合基	3,831.10	42.21%	12,664.32	45.04%	9,350.42	50.08%	9,774.32	50.71%
树脂基	1,700.67	31.99%	6,471.01	28.92%	4,398.32	24.74%	4,256.18	24.54%
传真碳带	51.05	45.27%	285.49	41.99%	318.57	52.52%	361.19	14.58%
打码碳带	44.82	22.29%	300.48	13.00%	204.87	13.77%	171.55	26.66%
水转印碳带	18.12	67.00%	186.81	67.14%	239.39	42.12%	132.06	67.76%
主营业务收入小计	<b>13,625.28</b>	<b>22.94%</b>	<b>51,049.24</b>	<b>22.71%</b>	<b>39,857.18</b>	<b>27.95%</b>	<b>39,120.55</b>	<b>31.11%</b>
其他业务收入小计	<b>859.43</b>	<b>27.55%</b>	<b>3,125.37</b>	<b>21.51%</b>	<b>2,155.92</b>	<b>6.58%</b>	<b>2,419.70</b>	<b>8.15%</b>
合计	<b>14,484.71</b>	<b>23.47%</b>	<b>54,174.60</b>	<b>22.64%</b>	<b>42,013.10</b>	<b>26.85%</b>	<b>41,540.25</b>	<b>29.77%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

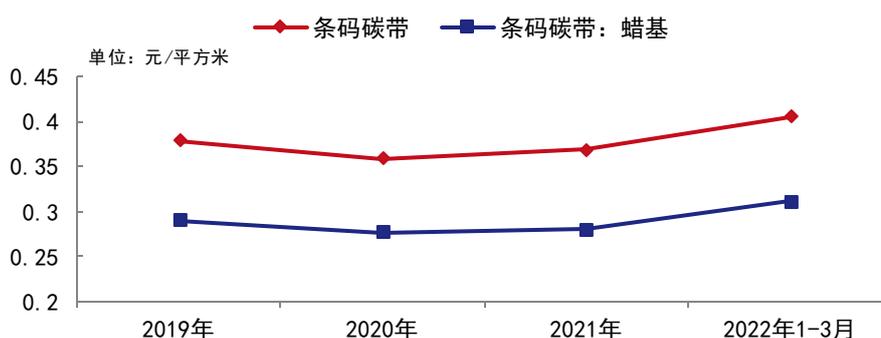
公司仍以较基础的蜡基碳带产品为主，混合基、树脂基等高附加值产品收入增速较快；公司营收

主要来自境外且销售占比持续提升，但2021年境外业务受海运成本上升影响较大，公司持续布局海外市场，其效果有待持续观察

从产品结构来看，公司营业收入仍主要来源于条码碳带，近年收入占比超过90%。从具体产品来看，公司条码碳带以产品附加值低的蜡基碳带为主，2021年公司积极调整高附加值产品销售占比，混合基和树脂基碳带销售收入同比分别增长35.44%和47.12%，收入占条码碳带收入的比重同比分别提升1.27个和1.62个百分点。对于产能不足或尚未研发的产品，公司目前仍采用外采方式补足。2021年外采碳带占比7.14%，销售额3,869.45万元，毛利率19.52%。

销售价格方面，蜡基条码碳带远低于混合基、树脂基条码碳带。受聚脂薄膜等原材料价格及海运费持续上涨影响，2021年以来公司陆续调升了条码碳带及蜡基条码碳带的销售价格，但由于成本转嫁能力较弱，2021年公司条码碳带、蜡基条码碳带、混合基条码碳带的毛利率同比分别下降5.23个、8.01个、5.04个百分点。

**图5 2021年以来条码碳带单价持续上升（单位:元/平方米）**



注：本图格测算销售均价=产品销售收入/销量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从区域来看，2021年公司境外收入占比65.27%，同比上升2.57个百分点，但受海运费上涨等因素影响，公司境外业务毛利率同比下降7.49个百分点至21.61%。跟踪期内，公司持续进行海外布局以深入推进全球本土化策略，除设立子公司外，公司分别收购TTS和TPS的100%股权并于2021年5月31日并表。根据公司公告，TTS主要从事碳带分切和经销业务，在欧洲具有销售渠道优势；TPS主要从事条码打印机销售及服务，同时为客户提供增值服务，具备一定的客户资源。2021年TTS和TPS共实现营业收入652.57万英镑、净利润60.08万英镑，同比分别增长23.85%、1.99%，但主要受海运成本上涨影响，当年毛利率为27.43%，同比下降2.12个百分点。公司收购境外子公司助力其拓展销售渠道和客户资源，实施效果仍待观察。此外，公司目前出口货物适用实行“免、抵、退”税政策，适用11%、13%、17%退税税率，2021年公司收到税费返还金额合计2,518.59万元，税费返还主要为增值税出口退税，考虑到公司境外收入占比及毛利率水平较高，如遇退税政策变化、外部环境变动导致贸易受阻，将对公司盈利产生不利影响。

**表4 公司各业务模式下条码碳带收入及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
分切商	7,889.97	18.29%	24,256.11	14.35%	19,568.03	22.41%
其中：境内	1,362.03	14.83%	6,296.19	11.96%	4,791.80	12.91%
境外	6,527.94	19.02%	17,959.92	15.19%	14,776.23	25.49%
经销商	6,533.14	28.94%	27,850.57	30.32%	20,382.18	33.11%
其中：境内	2,305.12	32.34%	11,100.72	32.60%	8,862.15	32.31%
境外	4,228.02	27.08%	16,749.85	28.80%	11,520.03	33.73%
直销	61.60	46.60%	2,067.92	16.59%	2,062.88	7.11%
合计	14,484.71	23.47%	54,174.60	22.64%	42,013.10	26.85%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

分销售模式来看，公司销售采用经销商和分切商相结合的模式，并有少部分直接销售。公司主要向分切商销售大卷产品，分切商对大卷产品分切成小卷后，销售给经销商或终端客户，小卷产品售价较大卷产品高，因此经销商模式毛利率高于分切商模式。2021年TTS和TPS并表、国内市场销售份额提升，公司经销商销售额大幅增长，占营收的比重由2020年的48.51%提升至2021年的51.41%。2021年境外分切商模式下的毛利率降幅超过10个百分点，主要系在海运成本上涨背景下公司对分切商让利较多所致。

公司主要客户多年来基本保持稳定。2021年及2022年一季度前五大客户销售额合计分别占主营业务收入的10.14%和13.32%，同比变动不大。

截至2022年3月末，公司在手订单约1.62亿平方米，短期收入有一定保障。长期来看，公司低端产品收入占比仍较高，面临激烈的市场竞争，同时公司境外销售占比高，经营易受贸易政策变化、疫情冲击等多外部因素影响，未来利润仍可能存在较大的波动。

#### 公司产能规模稳步提升，产能利用水平和产销情况表现较好

公司国内生产基地共2个，分别位于杭州和嘉兴，杭州基地主要为热熔涂布工艺，公司可通过调节配方比例，调整蜡基、混合基条码碳带和其他碳带产品的产能。嘉兴基地为冷溶涂布工艺（溶剂涂布、水性涂布等），主要生产混合基、树脂基等高附加值的条码碳带产品。2019年公司在墨西哥设立子公司供货于美洲市场，设计年产能1.2亿平方米，2021年产量8,789.64万平方米，产能利用率达到73.24%，实现营业收入折合人民币1,616.84万元，但由于产能爬坡期间各项固定成本和费用较高，净利润折合人民币-729.04万元，表现亏损。随着IPO项目建成投产及墨西哥工厂产能逐渐爬坡，2021年公司碳带产能达到15.33亿平方米，同比增长37.99%。随着市场需求增长及公司产能规模扩大，公司各类碳带产量和销量同比均有不同程度增长，产销情况整体表现较好。

表5 公司各产品产销量及产能情况（单位：万平方米）

期间	碳带类型	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
2022年 一季度	蜡基		29,039.87		25,684.32	88.45%
	混合基		6,082.46		5,842.58	96.06%
	树脂基	36,491.47	342.48	97.19%	419.04	122.35%
	其他碳带		-		144.46	-
	合计		35,464.81		32,090.41	90.49%
2021年	蜡基	153,274.68	122,580.33	96.35%	111,343.56	90.83%

2020年	混合基		21,662.75		19,269.17	88.95%
	树脂基		2,306.30		3,477.30	150.77%
	其他碳带		1,136.87		1,027.41	90.37%
	<b>合计</b>		<b>147,686.26</b>		<b>135,117.44</b>	<b>91.49%</b>
	蜡基		88,332.87		91,514.89	103.60%
	混合基		15,923.08		14,104.58	88.58%
	树脂基	111,075.30	1,895.53	96.49%	1,607.20	84.79%
	其他碳带		1,023.66		934.24	91.26%
	<b>合计</b>		<b>107,175.14</b>		<b>108,160.90</b>	<b>100.92%</b>

注 1：产能以涂布能力作为统计依据，产量以生产的大卷产品面积为统计依据，销量以实际销售的产品（包括大卷、小卷）面积计算；

注 2：其他碳带为传真碳带、打码碳带及水转印碳带。

资料来源：公司提供

IPO募投项目中年产 1.2 亿平方高性能热转印成像材料（一期）建设项目已于 2017 年 5 月建成投产，年产 2.2 亿平方米高性能热转印成像材料（一期）扩建项目（以下简称“扩建项目”）分为两条生产线，截至2022年4月26日，扩建项目两条生产线都已建设完成且投产。公司主要在建项目为“天地转债”募投项目。“天地转债”募投项目拟对杭州基地的热转印涂布装备及产品进行技术升级，技改年产能预计为7亿平方米，技改后产能保持不变，截至2022年4月15日已投资1,508.94万元，占总投资的8.72%。

**表6 公司主要在建项目（万元、万平方米）**

项目名称	总投资	已投资	设计年产能
<b>“天地转债”募投项目</b>			
其中：热转印涂布装备及产品技术升级项目	10,255.35	781.67	70,000.00
信息化和研发中心升级项目	4,037.32	376.46	-
安全环保升级项目	3,020.50	350.81	-
<b>合计</b>	<b>17,313.17</b>	<b>1,508.94</b>	-

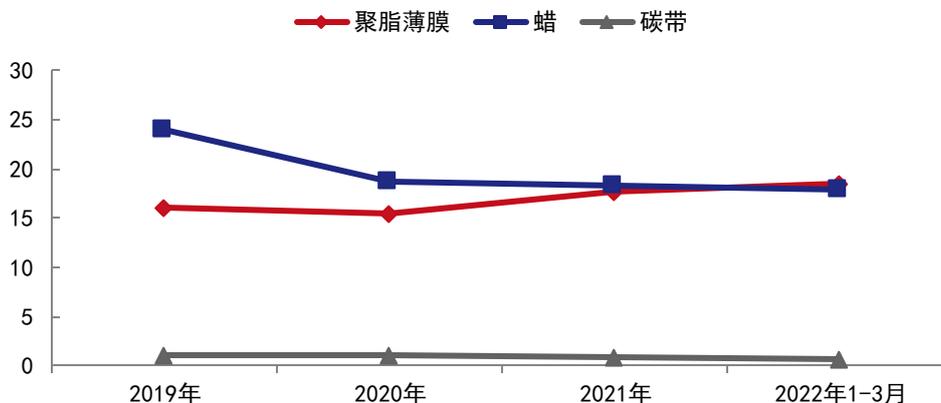
注：“天地转债”募投项目已投资额为截至 2022 年 4 月 15 日。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 主要原材料聚酯薄膜持续涨价，公司盈利空间被压缩

2021 年公司直接材料成本占公司营业成本的 72.15%。热转印碳带的原材料主要为聚酯薄膜和蜡，2021 年两者采购成本占原材料成本比重超过 60%，其中聚酯薄膜采购额占比超过 40%，2022 年一季度其采购额占比已超 50%。2021 年公司聚酯薄膜采购均价 17.75 元/平方米，同比上涨 14.59%，对当年毛利率影响较大。

图6 公司蜡的采购均价持续下降，聚脂薄膜的采购均价有一定波动



注：图中均价均为不含税采购均价，蜡、聚酯薄膜的计量单位为元/公斤、碳带计量单位为元/平方米。  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要供应商多年来较为稳定，公司对聚酯薄膜供应商江苏双星彩塑新材料股份有限公司（股票代码：002585.SZ）的采购额占前五大供应商的 60% 以上。

## 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天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年、2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围新增2家子公司、减少1家子公司。

### 资产结构与质量

**公司资产规模保持增长，以现金类资产、厂房设备和应收账款、存货为主，部分资产使用受限**

随着TTS和TPS并表、在建项目投入增加、日常经营积累及2022年3月“天地转债”发行成功带来的货币资金增加，公司资产规模保持增长，2022年3月末总资产较2020年末增长45.71%。公司资产仍以现金类资产、应收账款、存货及厂房设备为主。

公司货币资金主要为银行存款，2021年末因质押定期存款等原因而受限的货币资金为0.27亿元。随着“天地转债”发行成功，2022年3月末货币资金增至2.46亿元。交易性金融资产系购买的银行理财产品。伴随业务规模扩大，2021年末公司应收账款账面价值同比增长21.95%，账龄在1年以内的占比96.58%，账龄较短，前五名应收账款期末余额占应收账款余额的18.77%。公司存货主要为原材料、在产品 and 库存商品，2021年末分别同比增长27.86%、79.06%、114.26%，主要系本期订单增加、原材料成本上升导致的原材料及库存商品储备增加。

公司非流动资产主要为厂房、专用设备和厂房所在土地使用权。截至2022年3月末，公司固定资产、

无形资产分别为1.17亿元、0.21亿元，同比变动不大。2021年5月公司收购TTS和TPS股权形成商誉0.28亿元。截至2021年末，公司所有权或使用权受到限制的资产包括货币资金、交易性金融资产、固定资产等，合计1.37亿元，占同期末总资产的20.99%。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.46	29.06%	0.82	12.59%	0.91	15.70%
交易性金融资产	0.78	9.21%	0.78	11.99%	0.57	9.84%
应收账款	1.25	14.69%	1.16	17.78%	0.95	16.32%
存货	1.54	18.13%	1.36	20.95%	0.84	14.48%
<b>流动资产合计</b>	<b>6.46</b>	<b>76.19%</b>	<b>4.48</b>	<b>68.81%</b>	<b>4.22</b>	<b>72.45%</b>
固定资产	1.17	13.84%	1.16	17.83%	1.16	19.89%
无形资产	0.21	2.43%	0.21	3.23%	0.23	3.88%
商誉	0.28	3.33%	0.28	4.34%	0.00	0.00%
<b>非流动资产合计</b>	<b>2.02</b>	<b>23.81%</b>	<b>2.03</b>	<b>31.19%</b>	<b>1.60</b>	<b>27.55%</b>
<b>资产总计</b>	<b>8.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>5.82</b>	<b>100.00%</b>

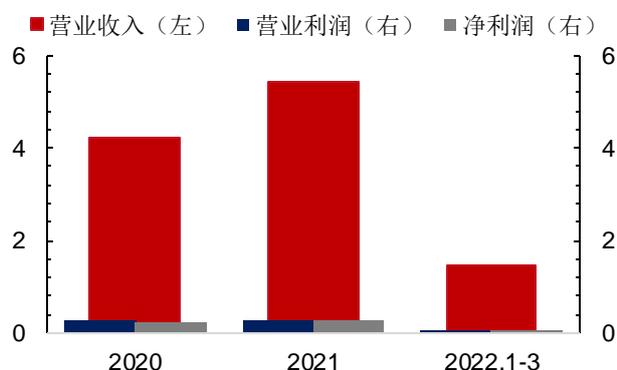
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

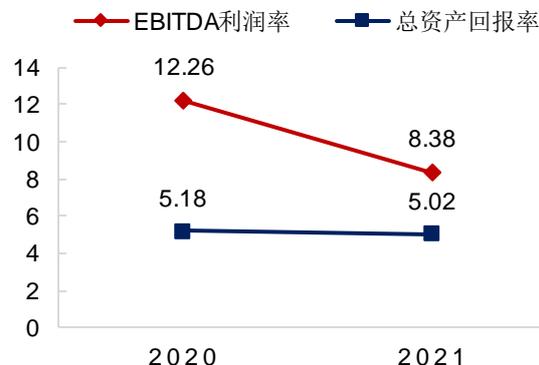
### 公司营收规模保持增长，但盈利空间持续收窄

作为国内热转印碳带行业龙头企业，公司营业收入规模逐年增长但受市场竞争、原材料成本上涨影响，销售毛利率逐年下降。2021年公司期间费用率19.02%，同比略有下降但仍表现高企。2021年公司子公司港田控股公司作为有限合伙人参与认购Glory Ventures Investments Fund L.P.美元基金份额，累计认购投资额210万美元，累计确认公允价值变动收益93.90万美元（人民币598.68万元）。

综合来看，2021年公司销售毛利率同比下降、期间费用高企，EBITDA利润率同比降幅较大，受益于投资收益规模较大及所得税费用减少，净利润同比略有提升。公司经营易受行业竞争、贸易政策、大宗商品价格波动等因素影响，未来利润仍有较大波动的可能。

**图 7 公司收入及利润情况（单位：亿元）**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

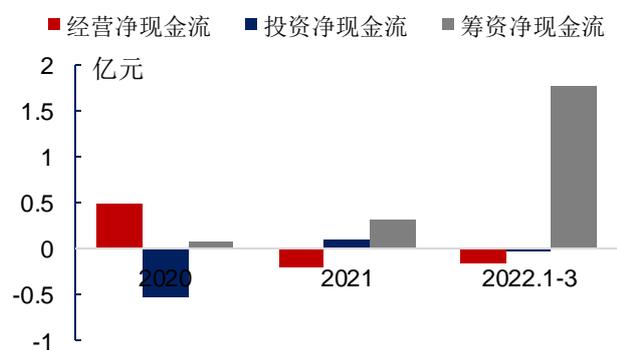
## 现金流

### 由于营运资金需求上升，2021 年公司经营净现金流表现不佳

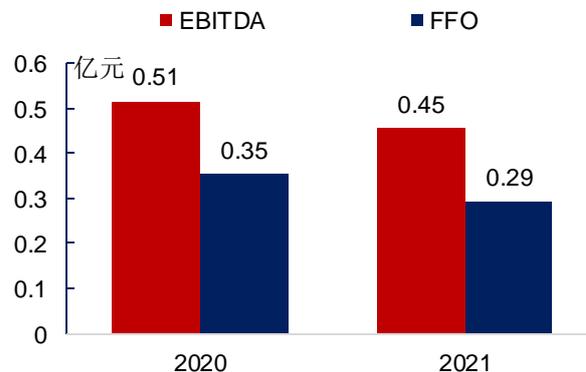
近年公司营业收入基本能够按期回款，2021 年公司经营活动现金净流出 2,156.59 万元，主要是随着业务规模扩大及原材料涨价，备货、人工成本支出规模较大，公司营运资金需求上升。由于盈利能力下降，公司 EBITDA 和 FFO 同比均下降。

公司投资活动主要为用闲置资金购买、赎回理财产品，购建房屋建筑物、机器设备等，受银行理财产品及结构性存款的购买与收回的影响，公司投资活动净现金流有一定波动。

受益于“天地转债”发行成功，2022 年一季度公司筹资活动现金大规模流入。公司未来资本支出主要集中在“天地转债”募投项目，大多有配套的募集资金，资金支出压力不大。

**图 9 公司现金流结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 10 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 公司总债务增长较快，偿债压力加大

跟踪期内，公司所有者权益变动不大，但随着“天地转债”发行，负债增长较快导致公司产权比率由67%上升至94%，所有者权益对负债的保障程度下降。

图 11 公司资本结构

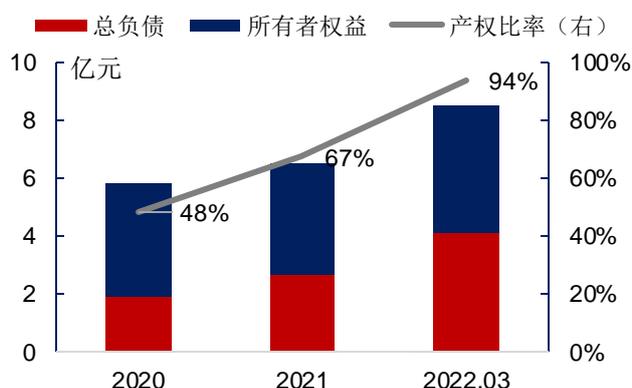
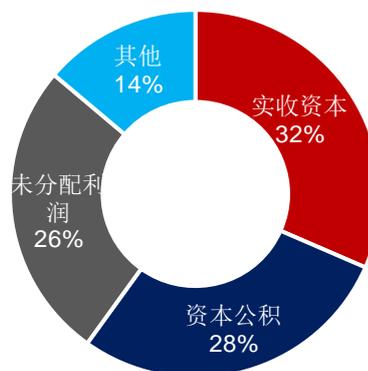


图 12 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

注：资本公积占比已扣除库存股。资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

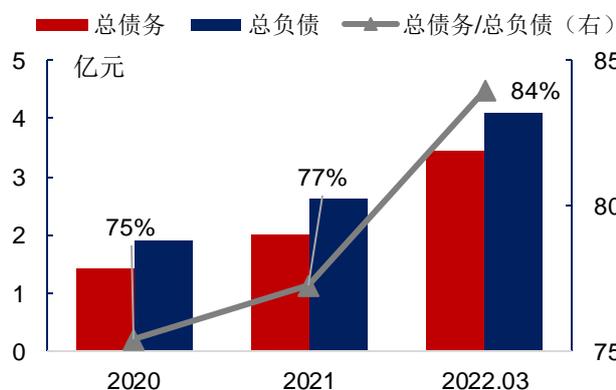
2021年以来公司短期借款增长较快，以保证借款为主。公司应付账款主要为应付供应商款项，2021年以来增长较快。应付债券即为“天地转债”。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

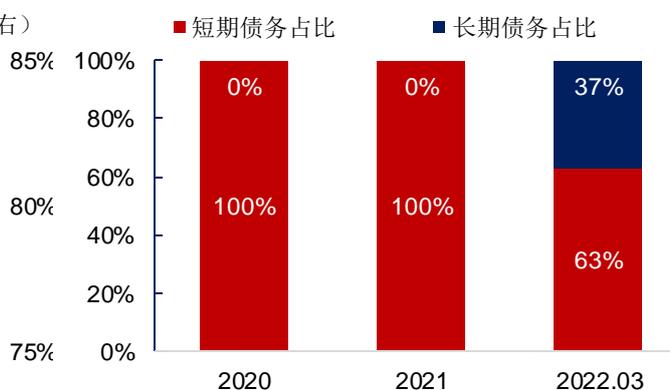
项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.73	42.28%	1.59	60.92%	1.03	54.62%
应付票据	0.44	10.67%	0.43	16.32%	0.39	20.83%
应付账款	0.43	10.61%	0.33	12.46%	0.23	12.34%
<b>流动负债合计</b>	<b>2.80</b>	<b>68.37%</b>	<b>2.59</b>	<b>99.03%</b>	<b>1.86</b>	<b>98.33%</b>
应付债券	1.27	31.04%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>1.30</b>	<b>31.63%</b>	<b>0.03</b>	<b>0.97%</b>	<b>0.03</b>	<b>1.67%</b>
<b>负债合计</b>	<b>4.10</b>	<b>100.00%</b>	<b>2.62</b>	<b>100.00%</b>	<b>1.89</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司总债务包括短期借款、应付票据、应付债券。截至2022年3月末，公司总债务规模达3.44亿元，短期债务占比有一定下降，债务结构趋于合理。

**图 13 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 14 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

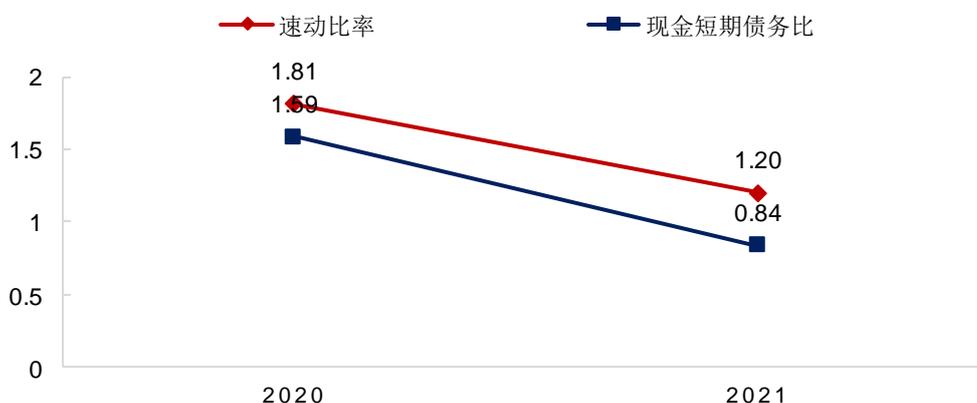
偿债能力指标方面，随着总债务规模增长，公司资产负债率有所上升。由于公司盈利水平下降，公司 EBITDA 利息保障倍数、总债务/总资本、FFO/净债务等指标均有一定弱化。

**表9 公司杠杆状况指标**

指标名称	2022 年 3 月	2021 年	2020 年
资产负债率	48.33%	40.18%	32.54%
净债务/EBITDA	--	1.53	-1.41
EBITDA 利息保障倍数	--	11.08	19.31
总债务/总资本	--	34.16%	26.68%
FFO/净债务	--	42.25%	-48.44%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司速动比率呈下降趋势，但速动资产对流动负债的覆盖仍较高。“天地转债”募集资金到位后，现金短期债务比表现较好。截至 2022 年 3 月末，公司获得的银行授信额度合计 3.97 亿元，未使用授信额度 1.90 亿元，仍具有一定的融资弹性。

**图 15 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月16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。

### 或有事项分析

公司与安徽维森智能识别材料有限公司（以下简称“安徽维森”）签署《合作协议》，就热转印碳带系列产品开展合作，同时安徽维森向银行申请4,000万元借款，公司为安徽维森提供担保，安徽维森全体股东分别向公司提供全额个人保证反担保，安徽维森以其账面原值4,229.37万元的机器设备等动产为公司提供抵押反担保。截至2021年末，公司对外担保仅此1笔，实际担保余额2,600.10万元。公司对外担保虽已设置反担保措施，担保对象为民营企业，未来机器设备的变现存在折价的可能，公司实际面临一定的或有负债风险。

## 八、抗风险能力分析

随着条码技术在终端领域应用不断深入，物流、电商、零售等行业对热转印碳带的需求将持续增长，核酸检测需求增加也为行业贡献了较多增量。公司是热转印碳带行业龙头企业，年产能超过15亿平方米、销售范围分布全球，2021年混合基、树脂基等高附加值产品收入增速较快。

公司营业收入仍以低附加值产品为主，受行业竞争、原材料成本上升、海运成本上涨等因素影响，公司盈利表现趋弱。公司总债务规模逐年增长，偿债压力加大。公司目前无控股股东，股权结构分散，可能对公司治理效率产生不利影响。目前公司存在1笔对民企的担保，实际面临一定的或有负债损失风险。综上，公司抗风险能力一般。

## 九、结论

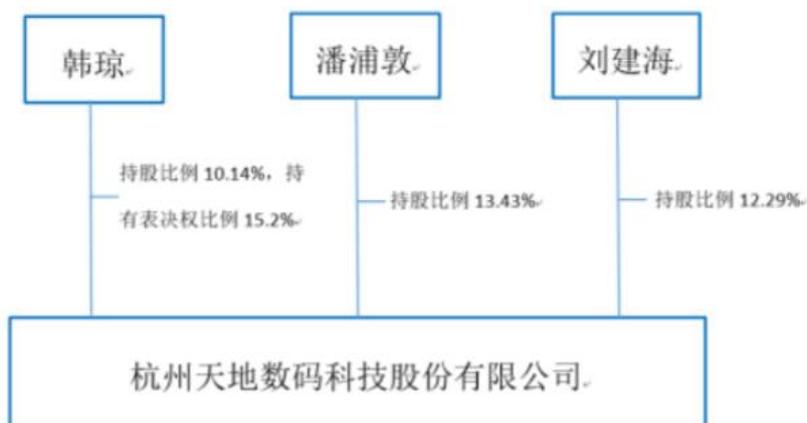
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A，维持评级展望为稳定，维持“天地转债”信用等级为A。

## 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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	2.46	0.82	0.91	1.48
应收账款	1.25	1.16	0.95	0.92
存货	1.54	1.36	0.84	0.82
流动资产合计	6.46	4.48	4.22	3.64
固定资产	1.17	1.16	1.16	1.16
非流动资产合计	2.02	2.03	1.60	1.56
资产总计	8.48	6.51	5.82	5.20
短期借款	1.73	1.59	1.03	0.66
应付票据	0.44	0.43	0.39	0.30
应付账款	0.43	0.33	0.23	0.20
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2.80	2.59	1.86	1.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	1.27	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	1.30	0.03	0.03	0.04
负债合计	4.10	2.62	1.89	1.30
总债务	3.44	2.02	1.43	0.96
归属于母公司的所有者权益	4.38	3.90	3.93	3.90
营业收入	1.45	5.42	4.20	4.15
净利润	0.07	0.26	0.23	0.26
经营活动产生的现金流量净额	-0.16	-0.22	0.48	0.22
投资活动产生的现金流量净额	-0.03	0.09	-0.52	-0.27
筹资活动产生的现金流量净额	1.77	0.31	0.08	0.10
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	23.47%	22.64%	26.85%	29.77%
EBITDA 利润率	--	8.38%	12.26%	11.30%
总资产回报率	--	5.02%	5.18%	6.47%
产权比率	93.53%	67.16%	48.24%	33.16%
资产负债率	48.33%	40.18%	32.54%	24.90%
净债务/EBITDA	--	1.53	-1.41	-1.55
EBITDA 利息保障倍数	--	11.08	19.31	25.09
总债务/总资本	--	34.16%	26.68%	19.73%
FFO/净债务	--	42.25%	-48.44%	-44.20%
速动比率	--	1.20	1.81	2.24
现金短期债务比	--	0.84	1.59	1.88

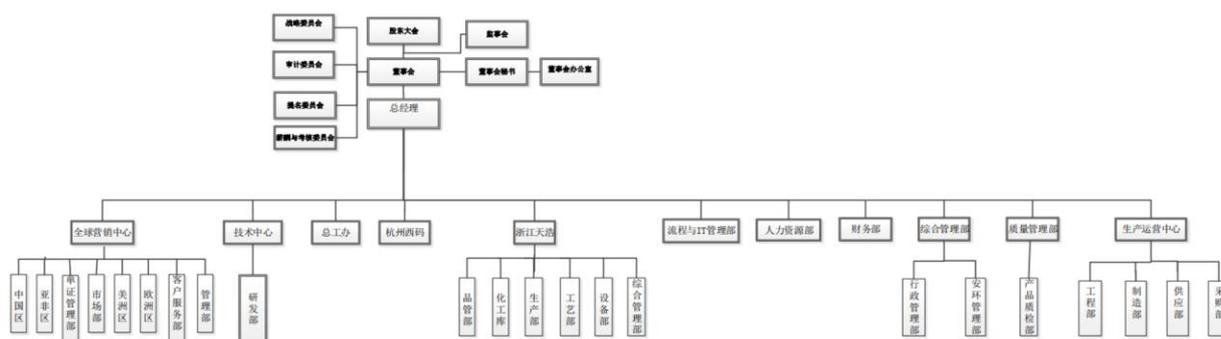
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司 2021 年年度报告

## 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2021年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司简称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
杭州健硕公司	浙江	杭州	商业	100		设立
广州健硕公司	广东	广州	商业		100	设立
西码新材料公司	浙江	杭州	制造业	100		设立
天地美国合伙公司	美国	北卡罗纳州	商业	100		设立
天地美国有限公司	美国	北卡罗纳州	商业		100	设立
天地英国公司	英国	曼切斯特	商业	100		设立
港田控股公司	香港	香港	商业	100		设立
天地加拿大公司	加拿大	密西沙加市	商业		100	设立
天地印度公司	印度	新德里	商业		100	设立
天地墨西哥公司	墨西哥	蒙特雷	商业		74	设立
天浩科技公司	浙江	嘉兴	制造业	100		设立
联大控股公司	英国	英属维尔京群岛	商业	100		设立
天地巴西公司	巴西	玛瑙斯	商业	90	10	设立
天地法国公司	法国	普瓦捷市	商业		100	设立
北京建硕公司	北京	北京	商业	100		设立
杭州浩硕公司	浙江	杭州	商业	100		设立
条码联世界公司	墨西哥	蒙特雷	制造业		100	设立
TTS	英国	伍斯特郡	商业		100	收购
TTS HBV 公司	荷兰	格罗特威格	商业		100	收购
TTS BV 公司	荷兰	格罗特威格	商业		100	收购
TPS	英国	伍斯特郡	商业		100	收购

资料来源：公司 2021 年年度报告

## 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。