






内部编号:2023060047

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

分析师: 翁斯喆  wsz@shxsj.com
黄梦姣  hmj@shxsj.com

评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



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.

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100084】

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	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-/2023年6月7日	AA/稳定/AA-/2023年6月7日	AA/稳定/AA-/2023年6月7日	AA/稳定/AA-/2023年6月7日
前次跟踪：	AA/稳定/AA-/2022年5月27日	AA/稳定/AA-/2022年5月27日	AA/稳定/AA-/2022年5月27日	AA/稳定/AA-/2022年5月27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	AA/稳定/AA-/2020年4月22日	AA/稳定/AA-/2020年4月22日

跟踪评级观点

主要优势：

- 产品应用领域广泛。万顺新材已形成铝加工、纸包装材料与功能性薄膜三大主业，跟踪期内公司电池铝箔产能释放情况较好，2022年公司经营状况有所好转，公司下游应用领域除烟草、食品、药品、电子产品等以外新增新能源电池行业，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，公司有效专利累计达到 292 项，具备较强的技术创新和产品研发能力。
- 资本实力增强，融资渠道畅通。跟踪期内，万顺新材非公开发行股票以及部分可转债完成转股，公司资本实力明显增强，负债经营程度有所下降。此外，公司与银行保持较好的合作关系，同时作为深交所创业板上市公司，公司资本市场融资渠道也较为通畅。

主要风险：

- 下游需求波动风险。2022 年由于包装铝箔和电池铝箔下游市场需求的增加，万顺新材经营业绩改善，但 2023 年第一季度受行业影响，净利润出现亏损。后续需持续关注下游市场需求能否保持，以及新能源车行业的发展情况。
- 铝箔产品面临出口风险。万顺新材铝箔产品出口占比较大，近年来，美国、欧盟双反政策持续对铝箔出口产生影响，且若国内外铝价倒挂，将更不利于公司铝箔的海外销售。
- 产能释放压力和投资风险。目前万顺新材针对铝加工业务有较多在建、拟建项目，关注项目进度和产能释放压力。此外，公司高阻隔膜项目投产后经营状况未达预期，后续市场开拓情况需持续关注。
- 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债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA-主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并给予上述债券 AA-信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	3.02	1.90	15.34	9.01
刚性债务（亿元）	14.77	14.26	11.73	8.53
所有者权益（亿元）	30.55	29.39	47.65	47.68
经营性现金净流入量（亿元）	1.44	2.11	-1.40	0.91

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	82.80	77.64	103.12	97.99
总负债 (亿元)	45.90	42.39	47.72	42.64
刚性债务 (亿元)	40.26	36.20	40.63	36.62
所有者权益 (亿元)	36.90	35.25	55.40	55.34
营业收入 (亿元)	50.69	54.37	58.34	11.42
净利润 (亿元)	0.68	-0.47	2.04	-0.05
经营性现金净流入量 (亿元)	3.17	1.44	-1.09	1.81
EBITDA (亿元)	3.25	2.15	5.04	—
资产负债率[%]	55.43	54.60	46.28	43.52
权益资本与刚性债务比率[%]	91.66	97.37	136.33	151.15
流动比率[%]	141.98	131.53	161.27	170.80
现金比率[%]	63.23	52.27	83.25	86.60
利息保障倍数[倍]	1.81	0.30	2.33	—
净资产收益率[%]	1.89	-1.30	4.49	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.93	4.49	-3.20	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.45	-6.45	-15.08	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.96	1.75	3.84	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.06	0.13	—

注 1: 根据万顺新材经审计的 2020~2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型: 工商企业评级方法与模型 (通用) FM-GS001 (2022.12)

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	3	
	财务风险	3	
	初始信用级别		aa ⁺
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
		其他因素	0
调整理由:	无。		
个体信用级别		aa ⁻	
外部支持	支持因素	0	
	支持理由:	无。	
主体信用级别		AA ⁻	

同类企业比较表

企业名称 (简称)	2022 年/末主要经营及财务数据				
	总资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净资产收益率 (%)	资产负债率 (%)	EBITDA/利息支出 (倍)
鼎胜新材	219.54	216.05	24.39	71.23	14.88
南山铝业	647.26	349.51	7.97	22.72	117.13
万顺新材	103.12	58.34	4.49	46.28	3.84

注 1: 鼎胜新材全称为江苏鼎胜新能源材料股份有限公司, 南山铝业全称为山东南山铝业股份有限公司。

注 2: 鼎胜新材为公开市场发债企业但并非本评级机构客户, 相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算, 或存在一定局限性。

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 2022 年及未经审计的 2023 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，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 2023 年 3 月末，尚有 122.10 万张尚未转股，剩余金额为 1.22 亿元，未转股比例为 12.85%，目前最新转股价为 5.92 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 2023 年 3 月末，尚有 571.19 万张尚未转股，剩余金额为 5.71 亿元，未转股比例为 63.47%，目前最新转股价为 6.67 元/股。截至 2023 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. 截至 2023 年 3 月末公司存续期债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	当前余额 (亿元)	期限(天/年)	发行利率(%)	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	5.71	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 2023 年 3 月末）

万顺转债实际募集资金 9.22 亿元，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 2022 年末募集资金已全部使用完毕，其中高阻隔膜材料生产基地项目使用募集资金 5.35 亿元，直接及节余永久补充流动资金合计 3.99 亿元。高阻隔膜材料生产基地项目于 2021 年 12 月达到预定可使用状态，公司预计达产期为 2024 年 1 月，2022 年该项目实现净利润-0.10 亿元，主要系由于项目处于运营初期，新增产能释放需要一定时间的市场拓展和积累导致未达预计收益。

万顺转 2 实际募集资金 8.83 亿元，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 2022 年末已使用募集资金 7.82 亿元，其中直接投入年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目的募集资金 5.29 亿元，直接投入补充流动资金 2.53 亿元。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，二期项目已于 2023 年初进入设备安装阶段，公司预计 2023 年投产。2022 年该项目实现净利润 0.51 亿元。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；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，我国经济基本面长期向好。

2023年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

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；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。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

2022年，我国纸包装行业市场竞争加剧，叠加环保、物流等因素，收入和利润有所下降。铝箔消费量整体呈增长态势，包装铝箔广泛应用于烟草、食品、医药等行业，且随着新能源汽车行业的迅速崛起，新能源汽车电池的正极需用铝箔，电池用铝箔的未来增长空间较大；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

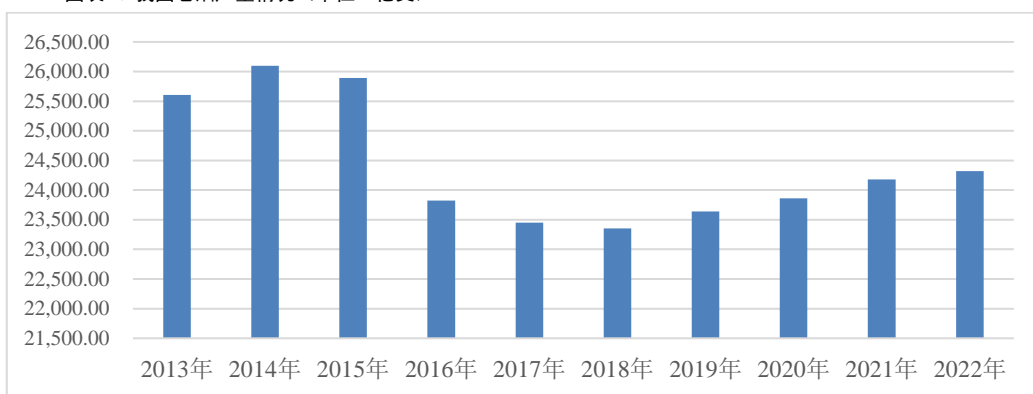
目前，我国的包装材料行业已经成为一个体量巨大、门类齐全的现代工业体系，从总量上讲，我国已是世界第二大包装材料生产国。据中国包装联合会数据，2022年，我国纸包装行业市场竞争加剧，叠加环保、物流等因素，收入和利润有所下降，包装行业规模以上企业数量达9,860家，较2021年增加了1,029家；营业收入12,293.34亿元，同比下降0.70%，增速同比下降15.69个百分点；利润总额631.07亿元，同比下降14.01%，增速同比下降27.53个百分点。其中，纸和纸板容器制造主营业务收入3,045.47亿元，同比下降5.01%；塑料薄膜制造主营业务收入3,822.01亿元，同比增长4.19%。在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，2020~2022年，纸和纸板容器制造行业实现营业收入分别为 2,884.74 亿元、3,192.03 亿元和 3,045.47 亿元，同比分别下降 2.53%、增长 13.56%和下降 5.01%；实现利润总额分别为 144.25 亿元、132.29 亿元和 113.77 亿元，同比分别下降增长 3.99%、下降 5.33%和下降 15.61%。2022 年，我国纸和纸板容器行业规模以上企业（年营业收入 2,000 万元及以上全部工业法人企业）2,827 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，2019 年起全国卷烟产量逐年小幅回升，2020~2022 年全年卷烟产量分别为 2.39 万亿支、2.42 万亿支和 2.43 万亿支，同比分别上升 0.94%、1.34%和 0.58%，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，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。2022 年 12 月，中国包装联合会发布的《中国包装工业发展规划（2021-2035 年）》提出了通过实施“可持续包装战略”，实现安全可控能力显著增强、产业整体结构持续优化、自主创新能力大幅提升、先进制造模式广泛应用、绿色发展体系加速构建、全球竞争优势有效形成，包装产业整体迈入全球产业链价值链中高端，我国跻身世界包装强国阵列，为全面建设社会主义现代化国家持续提供新动能。近年来，为加强卷烟生产数据追溯和防伪，全国各地烟草企业持续推进卷烟产品“盒”“条”包装改版加印二维码工作，自 2023 年 5 月 8 日起，印有二维码标识的卷烟产品将逐步投放市场。

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)。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。2022年我国铝板带材(含铝箔坯料)产量1,380万吨,同比增长3.4%;铝箔材产量502万吨,同比增长10.3%,其中,空调箔产量102万吨,同比增长2%,电池箔产量28万吨,同比增长100%。

包装用铝箔是铝箔市场最重要的消费增长点之一。用于烟草包装的铝箔占包装用铝箔总量的36%,食品包装占25%,药品包装占24%,烟草包装是最主要的应用领域,但是近年来烟草行业收入增速低于食品和药品行业,后两者成为包装铝箔的主要消费领域。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,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、鼎胜铝业集团有限公司、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。

近年来,新能源汽车市场保持高速增长态势,根据中国汽车工业协会数据,2022年我国新能源汽车产销量分别为705.8万辆和688.7万辆,同比分别增长96.9%和93.4%,全年渗透率达到25.7%;2022年全球新能源车销量约1,065万辆,同比增长63.6%。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。传统铝箔的技术指标包括化学成分控制、熔体质量、板型控制、厚度控制等,电池铝箔在这些要求更为严格之上,额外要求高拉伸率和机械强度(延伸率、抗拉强度),同时电池集流体还要求具有较低的粗糙度、更好的导电性,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,良品率普遍低于普通产品10~15个百分点,在70%左右,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、南山铝业和该公司等。

铝价变化对铝箔业务盈利影响较大,2022年受多种内外部复杂因素影响,铝价有所波动。2022年一季度俄乌冲突导致欧洲能源价格高企,欧洲铝企累计减产超100万吨,且市场担心欧美制裁年产超350万吨的俄铝,支撑沪铝价格最高涨至2.43万元/吨左右。第二季度国内部分地区运输受限,需求较往年低迷,经济压力增大,沪铝价格下跌至1.91万元/吨左右,跌幅达到16.15%。2022年下半年,受美元加息影响,全球经济衰退的担忧令大宗商品承压,国内铝价继续下降,沪铝最低降至1.7万元/吨附近,第三季度在全球干旱气候的影响下,国内川渝和云南地区先后因限电出现大范围停产,供给的减少使得铝价有所上涨。第四季度以来,沪铝价格呈区间震荡态势。

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

该公司主要从事铝加工、纸包装材料和功能性薄膜三大业务。跟踪期内，公司电池铝箔产能释放情况良好，2022 年铝箔下游市场需求增长，公司铝加工业务收入和毛利率提升，而 2023 年一季度受下游客户去库存、新能源汽车阶段性增速放缓等因素影响，铝加工业务收入和毛利率同比有所下降。公司纸包装材料经营整体稳定，但仍需关注烟草行业持续推进供给侧改革和新招投标政策的背景下对业务的影响。公司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，新产品高阻隔膜则处于发展初期，单位成本较高，功能性薄膜业务收入成本仍呈倒挂状态，后续业务开展情况仍具有不确定性。公司主要项目为铝箔及铝板带在建项目，资金主要来源于募投资金，需持续关注建成后经营效益。

该公司主要从事铝加工、纸包装材料和功能性薄膜的生产与销售。铝加工业务是公司最主要的收入来源，近年来由于铝箔下游市场需求旺盛，且子公司安徽中基电池箔科技有限公司（简称“安徽中基”）电池铝箔产能释放，公司铝加工业务收入占比上升。2022 年，公司铝加工业务、纸包装材料、功能性薄膜业务和纸品贸易收入占营业收入比重分别为 63.12%、7.87%、0.42%和 26.02%。其中铝加工业务方面，由于安徽中基年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目一期的电池铝箔产能释放，带动铝加工业务的收入和毛利率提升，2022 年铝加工业务收入 36.82 亿元，同比增长 29.24%，毛利率 13.60%，同比上升 6.67 个百分点。纸包装业务相对平稳，主要烟草行业需求情况及原纸价格变化等有所波动。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，2022 年公司进一步优化产品结构，功能性薄膜收入为 0.25 亿元，同比下降 25.77%，毛利率-14.06%，同比增加 16.73 个百分点。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 4. 公司业务收入构成及变化情况（亿元）

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年第一 季度	2022 年第一 季度
营业收入合计	50.69	54.37	58.34	11.42	13.37
其中：（1）铝加工业务	25.64	28.49	36.82	7.10	7.94
在营业收入中占比（%）	50.59	52.40	63.12	62.14	59.39
（2）纸包装材料业务	5.07	5.07	4.59	0.62	0.99
在营业收入中占比（%）	10.00	9.32	7.87	5.39	7.40
（3）功能性薄膜业务	0.50	0.33	0.25	0.08	0.08
在营业收入中占比（%）	0.99	0.61	0.42	0.69	0.60
（4）纸品贸易业务	17.36	18.50	15.18	3.21	3.80
在营业收入中占比（%）	34.25	34.02	26.02	28.12	28.42
毛利率（%）	9.56	7.69	10.18	8.05	13.39
其中：铝加工业务（%）	11.44	9.85	13.60	10.96	19.32
纸包装材料业务（%）	22.30	15.34	15.84	13.85	17.91
功能性薄膜业务（%）	3.77	-30.79	-14.06	-24.72	5.59
纸品贸易业务（%）	2.08	1.23	1.20	1.17	1.20

资料来源：万顺新材

A. 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新能源科技集团有限公司¹（简称“江苏中基”）及其子公司承担，原来主要产品为铝板带和铝箔，2022 年以来随着公司安徽中基电池铝箔项目产能逐步释放以及江苏中基于 2022 年 4 月收购深圳宇镭新材料有限公司（简称“深圳宇镭”）²后，新增电池铝箔和涂碳箔产品生产和销售。公司铝加工业务主要用于电池、电容器等电器元器件领域、食品饮料、卷烟、医药等包装领域和日用领域等。

2022 年和 2023 年第一季度，该公司铝加工业务分别实现营业收入 36.82 亿元和 7.10 亿元，同比分别增长 29.24%和减少 10.58%，同期毛利率分别为 13.60%和 10.96%，同比分别上升 3.75 个百分点和下降 8.36 个百分点。2022 年包装铝箔、电池铝箔下游市场需求旺盛，市场价格均有所上涨，国内外铝价顺差及人民币贬值等综合因素进一步扩大铝箔的需求，同时安徽中基电池铝箔产能在 2022 年释放，使得铝加工业务收入和毛利率提升；2023 年第一季度主要受铝箔下游客户去库存、新能源车阶段性增速放缓等因素影响，叠加二、三月国内外铝价倒挂，市场需求阶段性下降，铝加工业务收入和毛利率下降。分产品看，2022 年及 2023 年第一季度，铝板带业务对外销售收入分别为 2.96 亿元和 0.81 亿元，分别同比减少 64.18%和增加 238.98%，其中 2022 年由于安徽中基电池铝箔的量产，铝板带更多为内部使用，外销减少；2023 年一季度铝板带对外销售比例提高，加上销售模式由产品销售和受托加工模式结合全部转变为产品销售³，因此收入同比大幅增长。同期铝箔的销售收入分别为 30.75 亿元和 5.74 亿元，同比分别增加 62.79%和减少 22.72%，2022 年增长主要得益于铝箔下游市场需求的增长和电池铝箔产能的释放，其中电池铝箔的增长贡献约 40%。公司新增涂碳箔销售收入，同期分别为 0.82 亿元和 0.21 亿元。

¹ 原名为“江苏中基复合材料有限公司”，2022 年更改为现名。

² 公司以 0.35 亿元收购深圳宇镭 51%股权，形成商誉 0.16 亿元。自 2022 年 4 月 30 日至 2022 年末，深圳宇镭实现营业收入 8.3 亿元、净利润 0.07 亿元。

³ 受托加工模式下公司只收取加工费。

图表 5. 公司铝箔、铝板带收入及毛利情况（单位：亿元、%）

时间	产品	收入		毛利	
		金额	增速	金额	增速
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	铝箔	30.75	62.79	5.25	141.81
	铝板带	2.96	-64.18	0.16	-74.99
2023 年第一季度	铝箔	5.74	-22.72	0.82	-38.49
	铝板带	0.81	238.98	0.01	129.32

资料来源：万顺新材

该公司铝加工业务主要包含铝箔、铝板带和涂碳箔，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。2022 年收购深圳宇锵后，公司新增涂碳箔产品。截至 2023 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 2022 年及 2023 年第一季度生产量分别为 10.98 万吨和 2.18 万吨，同比分别增加 0.65 万吨和减少 0.24 万吨，其中内部供应量分别为 9.38 万吨和 1.79 万吨（上期分别为 6.90 万吨和 1.71 万吨）。为了满足铝箔扩产后的铝板带需求，公司于 2021 年启动“年产 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，项目规划总投资 11.92 亿元，截至 2023 年 3 月末已投资 3.05 亿元，部分设备已开始试运行，公司预计在 2023 年全面投产，项目投产后公司铝板带规模将有所增大。

该公司铝箔产品在 2021 年以前主要用于包装领域，随着年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目（一期 4 万吨）于 2021 年末投产，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铝箔，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，安徽中基二期 3.2 万吨高精度电子铝箔项目于 2023 年一季度进入设备安装阶段，公司预计当年 8 月投产；年产 10 万吨动力及储能电池箔项目正在进行工程建设，主设备已完成订购。此外，江苏中基于 2022 年 4 月收购深圳宇锵后，设立江苏宇锵筹建年产 5 万吨新能源涂碳箔项目，该项目还处于前期准备中。上述项目建成后，公司铝箔业务规模将得到进一步提升。

铝箔产销方面，2022 年和 2023 年第一季度，该公司铝箔产量分别为 10.44 万吨（江苏基地 7.58 万吨，安徽基地 2.86 万吨）和 2.11 万吨（江苏基地 1.77 万吨，安徽基地 0.34 万吨），销量分别为 10.13 万吨（江苏基地 7.40 万吨，安徽基地 2.73 万吨）和 1.96 万吨（江苏基地 1.68 万吨，安徽基地 0.28 万吨），其中 2022 年产销量同比增长，但由于电池铝箔生产项目仍处于产能爬坡期，产能利用率较低，导致铝箔整体产能利用率有所下降；2023 年第一季度由于铝箔市场下游需求的减少，产销量和产能利用率均同比下降。

图表 6. 公司铝箔产销量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度	2022 年第一季度
设计产能	8.30	8.30	12.30	3.07	3.08
实际产量	7.74	7.72	10.44	2.11	2.44
销售量	7.91	7.83	10.13	1.96	2.37
产销率	102.20	101.37	97.03	92.89	97.07
产能利用率	93.25	93.01	84.88	68.73	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，2022 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 53.80%，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 7. 铝板带采购情况

铝板带	2020 年	2021 年	2022 年
采购量（万吨）	8.65	8.02	10.88
采购单价（万元/吨） ⁴	1.68	2.13	2.35

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铝价+加工费的模式，主要原材料铝锭的价格主要以上海期货或长江有色铝锭交易价格为基准确定。内销价格采用以上海期货或长江有色铝锭交易价为基准，加上加工费的形式进行结算；出口铝箔主要以伦敦金属交易所 LME 铝锭价为基础进行协商定价，以 LME 铝锭价加上加工费的形式进行结算。因此，铝价是影响公司业务的重要因素。通常合同签订至交货存在 1.5-2 个月周期。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，若部分订单周期拉长，导致这一现象将加剧。为缓解价波动相关的成本控制压力，公司已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。

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，2022 年包装铝箔业务前五大客户销售额占销售总额的比重为 21.80%，客户集中度不高。

电池铝箔方面，该公司电池箔业务处于客户开拓和产能爬坡期。公司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，2022 年以来，公司电池箔新增合作客户 114 家。目前公司电池正极箔下游客户包括宁德时代新能源科技股份有限公司、广州优箔良材科技有限公司等。2022 年电池铝箔业务前五大客户销售额占销售总额的比重为 43.89%。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断提升，公司电池箔业务将逐渐放量。

该公司铝箔业务出口比重较高，以包装铝箔为主。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⁵，对铝箔出口业务产生一定负面影响。但受全球铝箔行业需求旺盛，供给相对短缺的影响，2022 年出口形式好转。当年公司铝箔出口 4.60 万吨，出口额 14.61 亿元，较上年增长 51.87%，出口国家主要为卢森堡、韩国及越南，占比分别为 10.52%、7.36%和 6.31%。公司铝箔出口价采用“伦敦铝价+加工费”的定价模式，2022 年伦敦铝价平均价格上涨 9.4%，且加工费有所上调，出口单价升至 3.17 万元/吨。

图表 8. 公司铝箔和铝板带销售情况（单位：万元/吨、万吨）

产品		2020 年	2021 年	2022 年
铝箔	出口数量	5.46	4.15	4.60
	其中：美国及欧盟	2.12	1.24	1.90
	出口单价	2.00	2.32	3.17
	国内销售数量	2.45	3.67	5.44

⁴ 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。

⁵ 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%。

产品		2020年	2021年	2022年
铝板带	国内销售单价	2.12	2.52	2.97
	销售量	5.00	4.53	1.39
	销售单价	1.82	1.82	2.13

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制。

图表 9. 公司铝箔出口情况

项目	2020年	2021年	2022年
出口额（亿元）	10.90	9.62	14.61
出口占比（%）	67.77	50.92	47.51

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制

B. 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。2022年及2023年第一季度，纸包装业务实现收入分别为4.59亿元和0.62亿元，同比分别减少9.33%和37.37%；毛利率分别为15.84%和13.85%，同比分别上升0.50个百分点和下降4.06个百分点。公司纸包装材料主要应用于烟标领域，2022年受终端消费需求放缓影响，公司纸包装材料销量和营业收入均有下降；2023年一季度由于烟草行业全面实施卷烟产品“盒”“条”包装改版加印二维码的影响，下游客户更改包装版式，企业更新自动化设备，在客户完成改版前订单减少，公司预计客户将在6月初前完成改版工作，下游客户陆续完成包装改版及产线调试后，业务有望实现恢复。

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”、“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。

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为8万吨（汕头本部6万吨，河南万顺2万吨）。受下游烟草行业影响，公司产销量同比有所下滑，公司实际产量与销量基本能匹配，2022年和2023年第一季度产销率分别为99.10%和86.97%，同比变化不大。

图表 10. 公司纸包装材料产销量数据（单位：万吨、%）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度	2022年第一季度
设计产能	8.00	8.00	8.00	2.00	2.00
实际产量	3.98	3.99	3.59	0.55	0.90
销售量	4.12	4.00	3.56	0.48	0.78
产销率	103.41	100.14	99.10	86.97	86.62
产能利用率	49.74	49.89	44.86	27.65	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，2022年原纸占成本比重为58.28%，薄膜占成本比重为30.57%，辅料占成本比重为4.35%，其余为人工、能源成本和其他费用。2022年，公司原膜自产比例为25.11%，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。2022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49.03%，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，跟踪期内烟包白卡纸采购单价 2022 年有所下降，2023 年一季度上升。原膜方面，2022 年上半年铝价上升，导致原膜（铝箔）价格升高，2022 年下半年以来铝价较上半年下降，2023 年一季度原膜（铝箔）价格回落。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。

图表 11. 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	2020 年		2021 年		2022 年		2023 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）	38,709.35	7,204.57	38,960.76	7,653.45	36,885.74	7,357.74	5,811.10	7,606.03
原膜（铝箔）（吨）	597.87	23,934.40	786.08	29,188.26	630.44	35,008.22	31.67	30,160.23
原膜（镀铝膜）（吨）	37.21	20,013.15	5.32	21,500.00	-	-	4.52	10,491.64
原膜（转移/复合膜）（万平米）	18,591.67	6,522.06	19,600.46	6,676.23	16,145.90	6,788.89	2,249.12	6,527.36

资料来源：万顺新材

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。2022 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 45.35%。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 12. 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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
转移纸	1.51	1.51	1.51	1.44
复合纸	1.08	1.23	1.33	1.49

资料来源：万顺新材

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。

C. 功能性薄膜业务

该公司功能性薄膜业务由汕头万顺新材兆丰林科技有限公司和广东万顺科技有限公司承担。2022 年及 2023 年第一季度，公司功能性薄膜业务分别实现营业收入 0.25 亿元和 0.08 亿元，2022 年收入同比减少 25.77%，主要系销售产品的结构发生变化，销量较多的包装用高阻隔膜单价相对较低；同期毛利率分别为-14.06%和-24.72%，同比分别上升 16.73 个百分点和下降 30.31 个百分点，由于 2021 年功能性薄膜计提较多存货跌价准备，库存原材料和产品的成本下降，2022 年毛利率有所好转；2023 年第一季度高阻隔膜产销量占比进一步增加，该项目仍处于市场开发初期，单位制造成本高，产能利用率低，拉低功能性薄膜的整体毛利率。

图表 13. 公司膜业务收入情况（单位：万元）

产品	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
ITO 导电膜	544.71	672.72	150.22	65.15
节能膜	1,057.25	856.36	606.73	111.46
车衣膜	1,106.98	1,118.65	900.63	402.05
纳米炫光膜	1,446.32	161.78	479.25	55.12
高阻隔膜	773.54	273.00	302.72	113.14
功能性薄膜总收入	5,022.00	3,338.48	2,478.29	790.10

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 2022 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以有效改善。

图表 14. 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（%）
2020 年	540	122.68	86.83	70.78
2021 年	540	86.52	74.54	86.15
2022 年	540	51.80	50.92	98.30

资料来源：根据万顺新材提供的资料绘制。

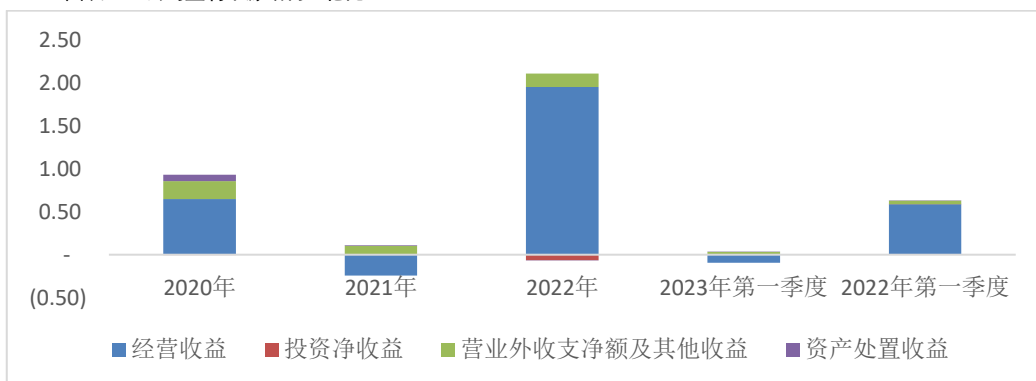
此外，该公司投资 8.21 亿元用于广东万顺科技项目工程（高阻隔膜材料生产基地建设项目）（即“万顺转债”募投项目）建设，在原功能膜技术基础上，结合电子束蒸镀、等离子体增强化学气相沉积等技术，研发形成新产品高阻隔膜，进一步丰富了功能性薄膜产品，产能包含光电领域新型显示元器件用高阻隔膜材料 600 万平方米/年及食品医药包装用高阻隔膜材料 1,200 吨/年，该项目 2021 年 12 月达到预定可使用状态，此前为开拓及维系客户关系，公司使用原磁控溅射镀膜设备按高阻隔膜产品的要求进行预产及客户验证，导致高阻隔膜产销量均处于较低水平。2022 年由于产品类型增加以及销售团队的开发，收入和产销量有大幅提升，公司高阻隔膜实现收入为 302.72 万元，产销量分别为 114.74 万平方米和 90.27 万平方米。

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。2022 年和 2023 年第一季度，公司实现纸品贸易业务收入分别为 15.18 亿元和 3.21 亿元，同比分别下降 17.96%和 15.40%，主要由于终端消费需求放缓所致；实现毛利率分别为 1.20%和 1.17%，同比均下降 0.03 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，以 6 个月的银行承兑汇票预付货款；公司对下游客户筛选较为严格，采用现金或票据结算，结算周期为 3-4 个月，且需要支付 20%的预付款。

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构（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，2022 年及 2023 年第一季度公司经营收益分别为 1.95 亿元和-0.09 亿元，其中 2022 年实现扭亏为盈，2023 年第一季度又转为亏损。公司营业外收入及其他收益等对利润形成少量补充。

2022 年，该公司营业毛利为 5.94 亿元，同比增加 1.75 亿元，铝加工业务是主要的毛利贡献来源。铝加工业务因包装铝箔下游需求旺盛以及电池铝箔销售的增长，毛利同比增加 2.20 亿元，其中，电池铝箔毛利 1.01 亿元，占比约 46%；功能性薄膜业务因单位成本较高导致成本与收入倒挂。2023 年第一季度，公司毛利 0.92 亿元，同比减少 0.87 亿元，主要是纸品包装和铝加工业务下游需求减少所致。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	50.69	54.37	58.34	11.42	13.37
营业毛利（亿元）	4.84	4.19	5.94	0.92	1.79
期间费用率（%）	6.79	6.21	6.00	7.68	8.02
其中：财务费用率（%）	0.85	0.64	1.34	1.60	1.54
全年利息支出总额（亿元）	0.82	1.22	1.31	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	0.26	0.73	0.30	—	—

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理。

2022 年和 2023 年第一季度，该公司期间费用为分别为 3.50 亿元和 0.88 亿元，分别同比增长 3.61% 和减少 18.14%，期间费用率分别为 6.00% 和 7.68%，同比分别下降 0.21 个百分点和 0.34 个百分点。公司财务费用以管理费用和研发费用为主，同期公司管理费用分别为 1.28 亿元和 0.36 亿元，分别同比增加 11.51% 和 22.07%，主要由于职工薪酬和新增固定资产折旧增加；研发费用分别为 0.89 亿元和 0.20 亿元，同比分别下降 40.82% 和 47.91%，主要是 2022 年起执行新企业会计准则将部分研发费用计入营业成本所致，若保持统一口径，2022 年研发费用同比增长 31.75%，主要增量为职工薪酬和折旧摊销；公司财务费用分别为 0.78 亿元和 0.18 亿元，同比分别增加 0.43 亿元和减少 0.03 亿元，2022 年财务费用增加主要系融资规模扩大，以及随着部分广东万顺建设项目及安徽中基铝箔产线建设项目转固，利息资本化金额减少，费用化金额相应增加所致；同期，公司销售费用 0.55 亿元和 0.13 亿元，同比分别增长 46.17% 和下降 27.83%，主要与业务规模有关。2022 年及 2023 年第一季度，公司分别计提资产减值损失和信用减值损失合计 0.22 亿元和 0.05 亿元，其中 2022 年主要是计提的存货跌价损失 0.13 亿元和应收款项信用减值损失 0.07 亿元。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
投资净收益（亿元）	-0.00	0.00	-0.06	—	0.00
营业外收入及其他收益（亿元）	0.22	0.11	0.17	0.04	0.05
其中：政府补助（亿元）	0.17	0.02	0.15	0.04	0.05
资产处置收益（亿元）	0.07	0.01	0.00	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，该公司投资收益、营业外收支净额及其他收益、资产处置收益金额均不大。2022 年和 2023 年第一季度，公司营业外收支净额及其他收益分别为 0.16 亿元和 0.03 亿元，2022 年其他收益主要为政府补助，包括省战略性新兴产业区域集聚发展试点新一代显示技术 2014 年项目和设备补贴等。2022 年公司投资收益-0.06 亿元主要是处置交易性金融资产形成的。

整体看，2022 年包装铝箔下游市场需求旺盛，加上安徽中基电池铝箔的产能释放，公司主业盈利能力大幅提升，带动净利润实现扭亏，为 2.04 亿元。2023 年一季度，纸包装材料行业和铝加工行业下游需求减小，公司经营业绩承压，当期实现净利润-0.05 亿元，后续经营状况有待观察。

(3) 运营规划/经营战略

目前,该公司的在建项目主要为安徽中基年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目,项目总投资 14.19 亿元,截至 2023 年 3 月末累计已投资 8.07 亿元,其中一期 4 万吨/年铝箔产能已投产,二期 3.2 万吨/年铝箔产能项目在 2023 年一季度进入设备安装阶段,公司预计当年 8 月投产,资金来源为万顺转 2 募集资金及自有资金。四川万顺年产 13 万吨高精铝板带项目,项目总投资额 11.92 亿元,截至 2023 年 3 月末累计已投资 3.05 亿元,部分设备已开始试运行,产能包含 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,资金来源为银行借款及自有资金。安徽中基年产 10 万吨动力及储能电池项目,项目总投资额 13.91 亿元,截至 2023 年 3 月末已投资 0.05 亿元,正在进行工程建设,主设备已完成订购,资金来源为向特定对象发行股票及自有资金。广东万顺科技工程项目规划总投资 8.21 亿元,截至 2023 年 3 月末已投资 8.75 亿元,其中高阻隔膜项目已经达到预定可使用状态,在建主要为厂房及配套用房工程,项目已在收尾阶段。万顺新富瑞 15,000 吨电池箔分切项目预计总投资额 1.05 亿元,截至 2023 年 3 月末累计已投资 0.22 亿元,部分产线已开始运行,公司预计 2023 年完工,资金来源为自筹资金。后续需持续关注项目投资、建设进展及投产后经营效益等。

拟建项目方面,该公司规划建设江苏宇镛 5 万吨涂碳箔项目,规划总投资 5.20 亿元。

图表 18. 公司主要在建和拟建项目情况(单位:亿元)

序号	项目名称	建设期	规划总投资	设计产能	截至 2023 年 3 月末投资额	资金来源
1	年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目	2018 年-2023 年	14.19	7.2 万吨高精度电子铝箔	8.07	万顺转 2 募集资金 6.30 亿元及自有资金
2	年产 13 万吨高精铝板带项目	2021 年-2023 年	11.92	13 万吨高精铝板带	3.05	银行融资及自有资金
3	年产 10 万吨动力及储能电池项目	2022 年-2024 年	13.91	10 万吨动力及储能电池箔	0.05	定向发行募集资金 12.00 亿元及自有资金
4	广东万顺科技工程项目	2018 年-2023 年	8.21	—	8.75	万顺转债募集资金 5.35 亿元及自有资金
5	万顺新富瑞 15000 吨电池箔分切项目	2022 年-2023 年	1.05	15000 吨电池箔分切	0.22	自筹资金
6	江苏宇镛年产 5 万吨涂碳箔项目	—	5.20	5 万吨涂碳箔	-	-
合计		—	54.48	—	20.14	

资料来源:根据万顺新材所提供数据整理。

管理

跟踪期内,该公司非公开发行股票以及部分可转换公司债完成转股,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,跟踪期内公司进一步完善内部治理和内控体系,高管团队总体保持稳定。

跟踪期内,该公司控股股东及实际控制人仍为杜成城。随着非公开发行股票和部分可转换公司债完成转股,2023 年 3 月末,公司股本增至 9.10 亿元,杜成城共持有公司 24.53%股权,均未质押,杜成城与公司第三大股东杜瑞凤为兄妹关系,两者共持有公司 27.15%股权,均无质押。

该公司建立了较为规范的治理结构,跟踪期内,公司对《公司章程》进行修订。高管人员变动方面,2022 年 10 月公司副总经理陈小勇到龄退休;2023 年 2 月公司董事会、监事会和高级管理人员期满改选,公司非独立董事和监事会成员保持稳定,2 名独立董事发生变化。

2022 年,公司向关联方销售商品金额合计 0.24 亿元,其中主要是向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)0.23 亿元,相关交易参照市场价格协商确定。2022 年末公司应收和应付关联方款项均很小,分别为 120.39 万元和 75.29 万元。

通过该公司提供的 2023 年 4 月 25 日、27 日、28 日和 5 月 5 日《企业信用报告》及公开信息查询显示，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。

财务

跟踪期内，由于非公开发行股票和部分可转债完成转股，该公司资本实力明显增强。随着业务规模的扩大和项目持续建设，公司债务规模波动上升，但得益于所有者权益增加，公司资产负债率有所下降。公司债务以刚性债务为主，且流动负债占比高，面临较大的即期债务偿付压力。公司现金类资产规模较大，主业收现能力较强，能对即期债务的偿付提供一定的保障。

1. 数据与调整

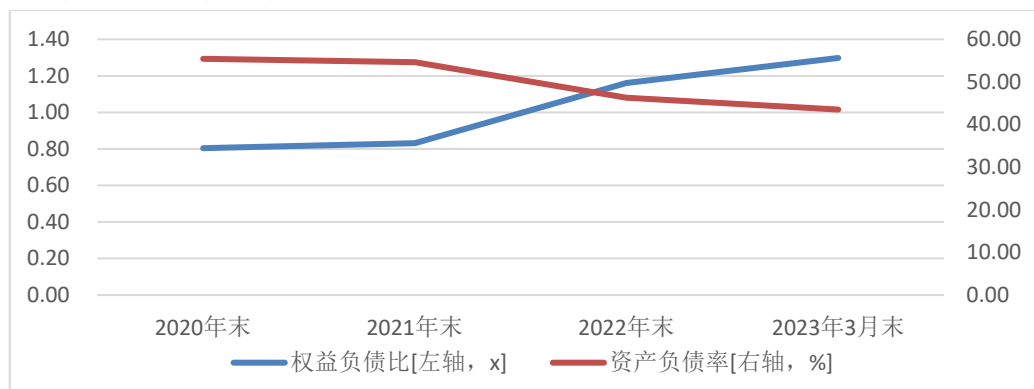
大信会计师事务所有限公司对该公司 2022 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则等规定。公司 2023 年第一季度财务数据未经审计。

2022 年末，该公司合并范围二级子公司共 10 家，其中新设全资二级子公司 1 家，为汕头万顺兆丰林科技有限公司，注册资本 4.90 亿元，主要经营膜类业务；注销全资二级子公司上海绿想材料科技有限公司。2023 年第一季度合并范围子公司较上年末无变化。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



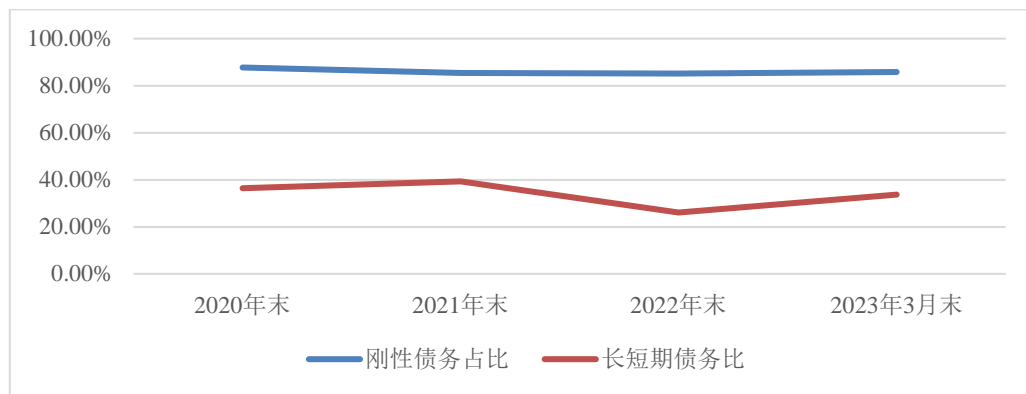
资料来源：根据万顺新材所提供数据绘制。

2022 年末，该公司所有者权益为 55.40 亿元，较上年末减增长 56.56%，主要是当年完成非公开发行股票以及业绩增长所致。2022 年 12 月，公司向特定对象发行 18,097.73 万股，募集资金总额 15.93 亿元，募集资金主要用于年产 10 万吨动力及储能电池箔项目 12.00 亿元和补充流动资金 3.93 亿元。期末公司实收资本较上年末增加 2.26 亿元，增量为当年公司万顺转债和万顺转 2 转股新增股数量为 0.45 亿股和非公开发行股票 1.81 亿元；资本公积较上年末增加 15.67 亿元，主要是非公开发行资本公积股本溢价增加 13.79 亿以及万顺转债和万顺转 2 转股增加资本溢价 2.53 亿元；此外，因盈利状况好转，公司未分配利润较上年末增加 2.01 亿元。2023 年 3 月末，公司所有者权益为 55.34 亿元，较上年末基本持平。

2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司负债总额分别为 47.72 亿元和 42.64 亿元，分别较上年末增长 12.58%和下降 10.64%。得益于公司所有者权益规模增加，公司资产负债率呈下降态势，同期末分别为 46.28%和 43.52%，分别较上年末下降 8.32 个百分点和 2.76 个百分点。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年一季度末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
刚性债务	40.26	87.72	36.20	85.41	40.63	85.15	36.62	85.86
应付账款	2.18	4.76	2.54	6.00	2.97	6.23	2.06	4.82
其他应付款	2.41	5.26	2.27	5.36	2.18	4.56	2.17	5.10

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，2022 年末及 2023 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 26.08%和 33.73%。公司债务主要为刚性债务、应付账款和其他应付款，2022 年末占比分别为 85.15%、6.23%和 4.56%。2022 年末及 2023 年 3 月末，公司应付账款余额分别为 2.97 亿元和 2.06 亿元，主要为纸品、铝锭等原材料采购款；同期末公司其他应付款余额分别为 2.18 亿元和 2.17 亿元，主要为员工持股认购款。

图表 21. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期刚性债务合计	28.46	24.94	31.81	26.92
其中：短期借款	12.30	11.42	20.09	16.31
一年内到期的长期借款	0.93	1.20	1.57	0.53
应付票据	15.23	12.33	10.15	10.08
交易性金融负债	—	—	0.00	—
其他短期刚性债务	—	—	—	—
中长期刚性债务合计	11.80	11.26	8.82	9.69
其中：长期借款	3.96	3.35	2.80	3.57
应付债券	7.84	7.91	6.02	6.12
其他中长期刚性债务	—	—	—	—
综合融资成本 (年化, %)	4.23	3.98	3.65	3.90

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，2022 年末及 2023 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 40.63 亿元和 36.62 亿元，有所波动。公司刚性债务以短期刚性债务为主，同期末余额分别为 31.81 亿元和 26.92 亿元，即期偿债压力较大，其中短期借款分别为 20.09 亿元和 16.31 亿元，2022 年末短期借款较上年末增长 75.94%，主要系公司票据贴现用于铝锭采购；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 10.15 亿元和 10.08 亿元。公司中长期刚性债务主要为长期借款和应付债券，同期末长期借款分别为 2.80 亿元和 3.57 亿元，2023 年 3 月末长期借款较

上年末增加 0.77 亿元，主要用于四川中基和安徽中基的项目建设；应付债券为公司发行的“万顺转债”和“万顺转 2”，需关注后续转股情况。

从借款方式看，该公司借款以保证借款、抵押借款、信用借款和票据贴现为主，2023 年 3 月末分别占比 10.56%、27.91%、13.92%和 45.47%，其中保证借款主要是公司为子公司借款提供的保证担保，借款利率区间为 1.10%-4.75%。从融资成本来看，2022 年末及 2023 年 3 月末公司综合融资成本分别为 3.65%和 3.90%，融资成本不高。

图表 22. 2023 年 3 月末公司借款构成⁶（亿元）

分类	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
信用借款	2.34	—	0.50	2.84
质押借款	0.45	—	—	0.45
保证借款	2.15	—	—	2.15
抵押借款	2.11	0.53	3.06	5.70
票据贴现	9.28	—	—	9.28
合计	16.33	0.53	3.56	20.42

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理。

图表 23. 公司 2023 年 3 月末刚性债务期限结构（亿元）

到期年份	1 年以（含 1 年）	1~2 年（含 2 年）	2~3 年（含 3 年）	3~5 年（含 5 年）	5 年及以上	合计
合并口径	26.92	3.34	0.03	4.95	1.37	36.62
母公司口径	2.40	1.18	—	4.95	—	8.53

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，公司持续面临较大的即期偿付压力。

3. 现金流量

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业周期（天）	138.62	130.51	135.16	—	—
营业收入现金率（%）	108.58	108.90	104.88	115.07	101.60
业务现金收支净额（亿元）	4.88	2.40	0.80	1.90	-1.01
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.71	-0.96	-1.90	-0.09	-0.75
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	3.17	1.44	-1.09	1.81	-1.75
EBITDA（亿元）	3.25	2.15	5.04	—	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.09	0.06	0.13	—	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.96	1.75	3.84	—	—

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，2022 年及 2023 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 104.88%和 115.07%。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-1.09 亿元和 1.81 亿元，其中 2022 年同比减少 2.53 亿元，主要是当

⁶ 未包括应计利息和利息调整。

年原纸、铝锭等原材料采购支出、支付职工现金以及支付的银承保证金增加所致；2023 年第一季度业务现金收支净额增加使得经营活动现金呈净流入状态。

2022 年该公司营业周期为 135.16 天，营业周期增加主要系年末存货增加所致。当年公司 EBITDA 为 5.04 亿元，同比增加 2.89 亿元，主要是利润总额增加所致。同期 EBITDA 对刚性债务的覆盖程度为 0.13 倍，EBITDA 对利息支出的覆盖程度为 3.84 倍，对债务和利息的偿付保障能力提升。

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.47	—	-0.35	—	—
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	-6.64	-4.09	-5.29	-2.01	-0.79
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.00	-0.20	-0.05	-1.00	0.20
投资环节产生的现金流量净额	-6.17	-4.29	-5.70	-3.01	-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。2022 年及 2023 年第一季度，公司投资活动现金流净额分别为-5.70 亿元和-3.01 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。

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
权益类净融资额	-0.34	-0.26	15.93	-	0.00
债务类净融资额	11.26	-2.37	6.03	-4.22	2.30
其中：现金利息支出	0.72	0.78	0.85	0.20	0.20
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	0.00	-1.23	-0.36	-0.00	-
筹资环节产生的现金流量净额	10.92	-3.87	21.60	-4.23	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、债券及股权融资和到期偿付相关的现金流，2022 年及 2023 年第一季度公司筹资活动现金流净额分别为 21.60 亿元和-4.23 亿元，其中 2022 年主要由于公司完成非公开发行取得吸收投资收到的现金 15.93 亿元，筹资活动现金流净额大幅增长；2023 年第一季度主要由于归还部分银行借款，筹资活动现金流呈净流出状态。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	47.79	40.02	61.04	54.47
	57.71	51.55	59.19	55.58
其中：现金类资产 ⁷ （亿元）	21.28	15.91	31.52	27.62
应收账款（亿元）	12.90	11.75	13.38	11.48
存货（亿元）	6.78	6.36	9.88	9.64
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	35.01	37.62	42.08	43.52
	42.29	48.45	40.81	44.42

⁷ 现金类资产=货币资金+应收银行承兑汇票+交易性金融资产。

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
其中：固定资产（亿元）	17.47	22.06	26.37	26.01
在建工程（亿元）	9.96	9.08	7.38	8.28
无形资产（亿元）	2.35	2.45	2.55	2.53
商誉（亿元）	2.78	2.49	2.65	2.65
期末全部受限资产账面金额（亿元）	8.39	8.10	10.58	10.34
受限资产账面余额/总资产（%）	10.13	10.43	10.26	10.55

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，2022 年及 2023 年 3 月末，公司资产总额分别为 103.12 亿元和 97.99 亿元。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，2022 年末占资产总额的比重为 59.19%。2022 年末，公司流动资产总额为 61.04 亿元，较上年末增长 52.52%，主要仍由货币资金、应收账款及存货构成，期末占流动资产比例分别为 46.14%、21.92%和 16.18%。其中，2022 年末公司货币资金余额为 28.16 亿元，较上年末增长 123.81%，主要是公司刚完成非公开发行股票导致货币资金较多，其中受限货币资金为 3.30 亿元，主要是信用证、银行承兑汇票保证金及公司代持的员工持股计划账户存款等，受限资金占比不大；同期末公司应收账款为 13.38 亿元，较上年末增长 13.90%，主要系应收客户的货款，账龄大多集中于一年以内，0-3 个月账龄的账面余额占比 88.69%，其中纸品贸易业务和铝加工业务应收账款余额分别占 37.12%和 47.04%；存货余额为 9.88 亿元，较上年末增长 55.22%，主要系业务规模扩大使得原材料和库存商品增加所致，期末分别为 4.46 亿元和 2.78 亿元。此外，2022 年末公司其他应收款为 2.23 亿元，主要系员工持股认购金 2.06 亿元。

2022 年末，该公司非流动资产总额为 42.08 亿元，较上年末增长 11.86%。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 49.91%、28.45%、6.72%和 7.93%。2022 年末，公司固定资产余额为 26.37 亿元，较上年末增长 19.54%，而在建工程余额较上年末减少 18.68%至 7.38 亿元，主要是当年年产 7.2 万吨高精度电子铝箔项目、广东万顺科技工程项目和年产 13 万吨高精铝板带项目部分完工转固所致；无形资产余额为 2.55 亿元，主要系公司拥有的土地使用权、专利权等；商誉余额为 2.65 亿元，主要系公司收购江苏中基、东通光电和光彩新材料等形成的商誉，本年末计提减值，新增商誉 0.16 亿元，系收购深圳宇镨形成（合并成本为现金 0.36 亿元，取得时的可辨认净资产公允价值份额为 0.20 亿元）。

2023 年 3 月末，该公司资产总额为 97.99 亿元，较上年末减少 4.98%。其中，货币资金 22.71 亿元，较上年末减少 5.46 亿元，主要系偿还债务较多所致；交易性金融资产 1.21 亿元，较上年末增加 1.01 亿元，系公司利用暂时闲置资金进行现金管理购入可转让定期存单所致；其他非流动资产 2.32 亿元，较上年末增长 47.79%，主要由于安徽中基铝箔二期项目和四川中基铝板带项目增加设备及工程预付款；其余科目变化较小。

2023 年 3 月末，该公司受限资产规模 10.34 亿元，占当期资产总额的 10.55%，其中受限货币资金 3.24 亿元，主要为签发信用证、银行承兑汇票保证金、员工持股计划等资金；受限应收票据为 1.03 亿元，为用于票据质押借款；受限固定资产、无形资产和在建工程分别为 3.34 亿元、1.32 亿元和 1.42 亿元，均用于银行借款抵押。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动比率（%）	141.98	131.53	161.27	170.80
速动比率（%）	112.49	102.24	127.20	132.52
现金比率（%）	63.23	52.27	83.25	86.60

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理。

2022年末及2023年3月末,该公司流动比率分别为161.27%和170.80%,速动比率分别为127.20%和132.52%,公司负债以流动负债为主,但总体流动性较高。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83.25%和86.60%,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1,200万元。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1,500万(其所持万顺金辉业全部股权),但认缴出资期限均已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。截至2023年3月末,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。2022年末,公司本部资产总额为63.16亿元,主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货、长期股权投资等构成。同年末公司本部货币资金余额为15.34亿元,长期股权投资余额为31.82亿元,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15.51亿元,资产负债率为24.56%,较上年末减少13.86个百分点,其中刚性债务为11.73亿元。2022年,公司本部实现营业收入为2.86亿元,净利润0.35亿元,公司本部收入主要来自于纸包装材料业务。同期,公司本部实现经营活动现金流净额为-1.40亿元。总体看,公司本部利润扭亏为盈,经营性现金支出较大。

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

1. 金融机构支持

截至2023年3月末,该公司合并口径获得的银行综合授信额度共计42.68亿元,尚有17.15亿元综合授信额度未使用,其中属于五大商业银行的授信额度和尚未使用授信额度分别为17.78亿元和8.91亿元,公司仍有后续融资空间。

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 2023 年 3 月末尚有 122.10 万张尚未转股，剩余金额为 1.22 亿元，未转股比例为 12.85%，最新转股价为 5.92 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 2023 年 3 月末尚有 571.19 万张尚未转股，剩余金额为 5.71 亿元，未转股比例为 63.47%，最新转股价为 6.67 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，该公司非公开发行股票以及部分可转换公司债完成转股，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，跟踪期内公司进一步完善内部治理和内控体系，高管团队总体保持稳定。

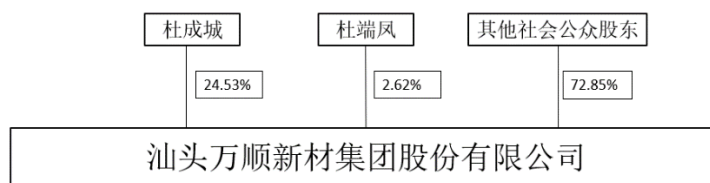
该公司主要从事铝加工、纸包装材料和功能性薄膜三大业务。跟踪期内，公司电池铝箔产能释放情况良好，2022 年铝箔下游市场需求增长，公司铝加工业务收入和毛利率提升，而 2023 年一季度受下游客户去库存、新能源汽车阶段性增速放缓等因素影响，铝加工业务收入和毛利率同比有所下降。公司纸包装材料经营整体稳定，但仍需关注烟草行业持续推进供给侧改革和新招投标政策的背景下对业务的影响。公司功能性薄膜技术更迭较快，公司原导电膜市场空间逐渐收窄，新产品高阻隔膜则处于发展初期，单位成本较高，功能性薄膜业务收入成本仍呈倒挂状态，后续业务开展情况仍具有不确定性。后续，公司主要项目为铝箔及铝板带在建项目，资金主要来源于募投资金，需持续关注建成后经营效益。

跟踪期内，由于非公开发行股票和部分可转债完成转股，该公司资本实力明显增强。随着业务规模的扩大和项目持续建设，公司债务规模波动上升，但得益于所有者权益增加，公司资产负债率有所下降。公司债务以刚性债务为主，且流动负债占比高，面临较大的即期债务偿付压力。公司现金类资产规模较大，主业收现能力较强，能对即期债务的偿付提供一定的保障。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）铝加工及下游行业的波动对该公司经营业绩的影响；（2）公司面临的债务压力及即期债务偿付情况；（3）本次债券及非公开发行募投项目的投资进展及项目收益实现情况等；（4）可转债转股情况。

附录一：

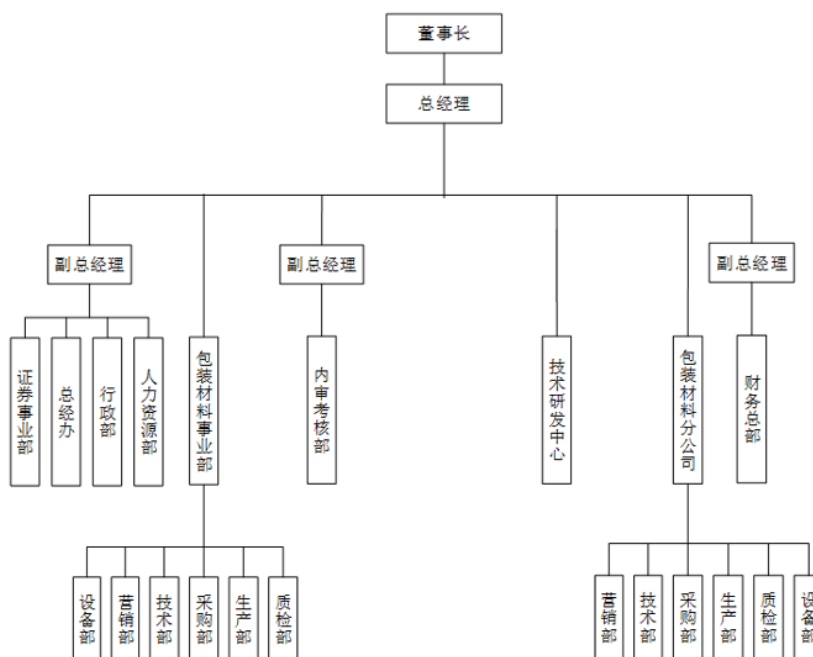
公司与实际控制人关系图



注：根据万顺新材提供的资料绘制（截至 2023 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 2023 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	2022 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
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	11.73	47.65	2.86	0.35	-1.40	0.73	母公司口径
江苏中基新能源科技集团有限公司	江苏中基	核心子公司	100.00	铝箔	13.95	15.03	26.57	0.95	4.08	1.88	母公司口径
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	-	2.13	1.98	0.14	0.41	0.24	
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	-	0.79	0.12	-0.02	0.12	0.03	
江苏华丰铝业有限公司	华丰铝业	孙公司	100.00 ⁸	铝板带	2.10	1.17	11.30	0.15	-1.59	0.47	
安徽中基电池箔科技有限公司	安徽中基	孙公司	100.00 ⁹	铝箔	5.03	6.67	13.79	0.89	1.34	1.65	

注：根据万顺新材 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

⁸ 子公司江苏中基对华丰铝业的持股比例为 100%。

⁹ 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]	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度
资产总额 [亿元]	82.80	77.64	103.12	97.99
货币资金 [亿元]	19.48	12.58	28.16	22.71
刚性债务[亿元]	40.26	36.20	40.63	36.62
所有者权益 [亿元]	36.90	35.25	55.40	55.34
营业收入[亿元]	50.69	54.37	58.34	11.42
净利润 [亿元]	0.68	-0.47	2.04	-0.05
EBITDA[亿元]	3.25	2.15	5.04	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.17	1.44	-1.09	1.81
投资性现金净流入量[亿元]	-6.17	-4.29	-5.70	-3.01
资产负债率[%]	55.43	54.60	46.28	43.52
权益资本与刚性债务比率[%]	91.66	97.37	136.33	151.15
流动比率[%]	141.98	131.53	161.27	170.80
现金比率[%]	63.23	52.27	83.25	86.60
利息保障倍数[倍]	1.81	0.30	2.33	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	138.62	130.51	135.16	—
毛利率[%]	9.56	7.69	10.18	8.05
营业利润率[%]	1.64	-0.31	3.46	-0.41
总资产报酬率[%]	1.96	0.46	3.38	—
净资产收益率[%]	1.89	-1.30	4.49	—
净资产收益率*[%]	2.20	-1.23	4.52	—
营业收入现金率[%]	108.58	108.90	104.88	115.07
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.93	4.49	-3.20	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.45	-6.45	-15.08	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.96	1.75	3.84	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.06	0.13	—

注：表中数据依据万顺新材经审计的2020~2022年度及未经审计的2023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、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。

发行人历史评级

附录六：

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	2022年5月27日	AA/稳定	王婷亚、黄梦蛟	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	2023年6月7日	AA/稳定	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）	-
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	2022年5月27日	AA ⁺	王婷亚、黄梦蛟	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法与模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年6月7日	AA ⁺	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）	-
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	2022年5月27日	AA ⁺	王婷亚、黄梦蛟	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法与模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年6月7日	AA ⁺	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）	-

注1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。