



2022年上海永冠众诚新材料科技(集团)股份有限公司公开发行可转换公司债券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年上海永冠众诚新材料科技(集团)股份有限公司 公开发行可转换公司债券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	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
永 22 转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持上海永冠众诚新材料科技(集团)股份有限公司（以下简称“永冠新材”或“公司”，股票代码：603681.SH）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“永 22 转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司在国内胶带行业仍处于领先地位，客户质量较好，未来收入规模有望持续增长，且公司资本实力明显增强；同时中证鹏元也关注到，未来公司新增产能能否快速消化存在不确定性，公司仍面临原材料价格波动风险，一定的汇率波动风险，且偿债压力加大。

未来展望

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

评级日期

2022年9月27日

联系方式

项目负责人：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员：范俊根
fanjg@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	2022.6	2021	2020	2019
总资产	54.66	47.06	33.95	18.58
归母所有者权益	23.47	22.21	15.57	13.65
总债务	24.68	19.62	15.00	2.51
营业收入	23.13	38.40	24.14	21.44
净利润	1.58	2.26	1.76	1.48
经营活动现金流净额	1.78	0.12	2.15	2.01
销售毛利率	11.56%	12.99%	14.41%	17.10%
EBITDA 利润率	--	9.48%	9.55%	10.72%
总资产回报率	--	7.06%	8.15%	10.83%
资产负债率	56.79%	52.47%	54.14%	26.52%
净债务/EBITDA	--	2.58	1.30	-1.14
EBITDA 利息保障倍数	--	7.15	11.26	42.58
总债务/总资本	51.10%	46.74%	49.06%	15.54%
FFO/净债务	--	26.24%	57.10%	-64.08%
速动比率	0.98	1.18	1.43	2.17
现金短期债务比	0.75	0.92	1.42	2.38

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司仍处于国内胶带行业领先地位。**公司仍是国内胶带系列产品规模最大的生产企业之一，为国内为数不多的具备丰富产品种类、全产业链供应能力的综合性胶带企业，主要产品中民用胶粘产品产销量处于行业领先水平。2021年受益于产能扩张和新产品开发，公司主要产品产销量持续增加，营业收入保持较快增长。
- **公司客户质量较好，未来收入规模有望持续增长。**公司已经进入 3M 等国际知名客户供应商体系，且继续与其保持稳定的合作关系。未来随着产能扩张，收入规模或将进一步增长。
- **公司资本实力明显增强。**2020年12月公司公开发行人5.20亿元的“永冠转债”，2021年9月5.05亿元的“永冠转债”完成转股，2021年末公司归属于母公司所有者权益22.36亿元，较上年末大幅增长。

关注

- **仍需关注新增产能消化风险。**公司2021年及2022年1-6月持续推进江西抚州生产基地、山东临沭生产基地扩产项目建设，但胶带市场竞争较为激烈，未来公司产能扩张项目陆续建成投产后，新增产能能否快速消化并实现预期经营效益仍存在不确定性。
- **原材料价格波动风险。**公司成本构成中原材料占比较大，2021年公司主要原材料采购价格上涨迅猛，短期内对公司成本控制形成一定压力，未来仍需关注原材料波动对公司盈利冲击。
- **公司仍面临汇率波动风险。**2021年及2022年1-6月，公司出口外销业务规模较大，占主营业务收入的比重仍较高，外销主要采用美元结算，汇率波动对公司产品销售规模、经营效益均存在一定影响。
- **偿债压力加大。**公司总债务持续增长，且总债务中短期债务占比较高；2021年末公司EBITDA对净债务和利息的保障程度进一步下滑，现金短期债务比和速动比率继续下降。

同业比较（单位：亿元）

指标	永冠新材	晶华新材
总资产	47.06	17.61
营业收入	38.40	13.95
净利润	2.26	0.33
销售毛利率	12.99%	16.27%
资产负债率	52.47%	43.88%

注：以上各指标均为2021年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
化工企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	7/9

行业&运营风险状况	4/7	杠杆状况	6/9
行业风险状况	3/5	盈利状况	强
经营状况	4/7	流动性状况	4/7
业务状况评估结果	4/7	财务状况评估结果	7/9
调整因素	ESG 因素		0
	重大特殊事项		0
	补充调整		0
个体信用状况			aa-
外部特殊支持			0
主体信用等级			AA-

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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
AA-/稳定	AA-/永 22 转债	2021-12-9	范俊根、顾春霞	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评级方法 (cspy_ff_2019.V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-/永冠转债	2020-5-22	陈勇阳、刘志强	化学原料及化学制品制造企业主体长期信用评级方法 (py_mx_2016V1.0)	阅读全文

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
永 22 转债	7.70	7.70	2021-12-09	2028-7-28

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7月28日发行6年期7.70亿元可转换公司债，募集资金计划用于江西连冠功能性胶膜材料产研一体化建设项目、江西永冠智能化立体仓储建设项目、全球化营销渠道建设项目及补充流动资金。截至2022年8月8日，“永22转债”募集资金专项账户余额为76,576.00万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。

2020年12月公司公开发行5.20亿元“永冠转债”，实际募集资金净额51,183.23万元，截至2021年9月10日，累计人民币50,526.90万元的“永冠转债”已转换为公司股票，累计转股数量为24,538,267股，公司股本总额变更为19,112.99万股，剩余未转股的“永冠转债”已全部赎回。截至2022年6月末，公司实收资本仍为19,112.99万元。

截至2022年6月末，吕新民与郭雪燕夫妇合计直接持有公司股份9,299.74万股，占股份总数的48.66%。截至2022年6月末，公司实际控制人无股权质押情况，公司股权结构及实际控制关系如附录二所示。

表1 截至 2022 年 6 月末前十大股东明细（单位：股）

股东名称	持股数量	持股比例（%）
吕新民	77,993,820	40.81
郭雪燕	15,003,600	7.85
永献（上海）投资管理中心（有限合伙）	5,593,000	2.93
北京银行股份有限公司-广发盛锦混合型证券投资基金	5,135,120	2.69
香港中央结算有限公司	5,133,796	2.69
连冠（上海）投资管理中心（有限合伙）	3,344,000	1.75
北京益安资本管理有限公司-益安永冠私募证券投资基金	3,234,890	1.69
永爱（上海）投资管理中心（有限合伙）	3,000,000	1.57
全国社保基金五零二组合	2,038,384	1.07
中国银行-易方达策略成长证券投资基金	1,766,600	0.92
合计	122,243,210	63.97

注：2022年7月，永献（上海）投资管理中心（有限合伙）名称变更为垚朵（上海）企业管理咨询合伙企业（有限合伙），连冠（上海）投资管理中心（有限合伙）名称变更为垚耳（上海）企业管理咨询合伙企业（有限合伙），永爱（上海）投资管理中心（有限合伙）名称变更为垚爱（上海）企业管理咨询合伙企业（有限合伙）。

资料来源：公司2022年半年报，中证鹏元整理

2021年10月公司董事、副总经理兼董事会秘书杨德波先生去世，公司现任董事由9人减少至8人；2022年4月公司聘任李颖达女士为副总经理、董事会秘书。

跟踪期内，公司经营范围未发生重大变化，主营业务仍为各类胶带产品的研发、生产和销售，主要产品包括布基胶带、纸基胶带和膜基胶带等。2021年公司合并范围新设增加3家子公司，注销减少1家公司，2022年1-6月公司合并报表新设增加1家子公司，注销减少1家公司，具体详见表2、表3。截至2022年6月末，纳入公司合并范围的子公司情况如附录四所示。

表2 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

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	主营业务性质	合并方式
江西振冠环保可降解新材料有限公司	70.00%	5,000.00	制造业	新设
江西连冠新材料科技有限公司	100.00%	10,000.00	制造业	新设
上海永珏新材料科技有限公司	100.00%	1,000.00	制造业	新设
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	主营业务性质	不再纳入的原因
上海冠革实业有限公司	100.00%	100.00	贸易	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表3 2022年1-6月公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

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	主营业务性质	合并方式
YG Technology Inc	100.00%	100.00（万美元）	贸易	新设
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	主营业务性质	不再纳入的原因
永康市泽冉家居用品有限公司	100.00%	100.00	贸易	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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年以来国内疫情反弹等因素使得经济下行压力加大，稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，基建投资是稳增长的重要抓手

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。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，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，严重拖累固定资产投资增长。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。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。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 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，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 年上半年，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，国内疫情反弹、俄乌冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力进一步加大，上半年 GDP 同比增长 2.5%。生产端工业生产和服务业由底部逐渐实现企稳回升，需求端出口显现强大韧性，制造业投资和基建投资较快增长，房地产投资底部徘徊，消费市场承压。宏观政策方面，货币政策稳健宽松，流动性合理充裕，信贷结构持续优化；积极的财政政策靠前发力，实施大规模增值税留抵退税，加快专项债发行和使用进度。受疫情、退税减税降费、土地出让金大幅下滑等因素影响，财政收支平衡压力加大，上半年全国一般公共预算收入 10.52 万亿元，扣除留抵退税因素后增长 3.3%，按自然口径计算下降 10.2%；同期全国一般公共预算支出 12.89 万亿元，同比增长 5.9%。

下半年，我国坚持稳中求进工作总基调，稳增长政策保持连续性，货币政策仍稳健偏宽松，财政政策依旧积极，经济有望回升向好，保持在合理区间。结构上看，基建投资是经济增长的重要抓手，下半年继续提速；制造业投资和出口仍具韧性，消费和地产投资缓慢修复。同时仍需注意，全球经济增长放缓，地缘政治冲突持续；国内三重压力犹在，疫情影响还未消除，地产回暖压力大，消费复苏存在不确定性，经济运行仍然面临较大不确定性和不稳定性。

行业环境

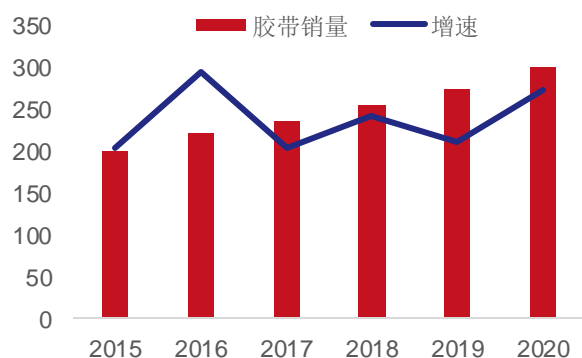
胶带产品市场需求旺盛，行业规模持续增长；国内快递行业的高速发展为胶带产品需求带来较大增量机会，建筑装饰行业存量需求及汽车消费回暖亦有助于提升胶带市场需求

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

近年胶带市场规模持续增长。根据Marketsand Markets发布的报告显示，全球范围胶带市场规模预计将在2016-2021年间按5.5%的年复合增长率增长，假设未来四年间的复合增长率为5%，预计2025年全球胶带市场有望达到750亿美元，胶带行业未来全球市场空间巨大。

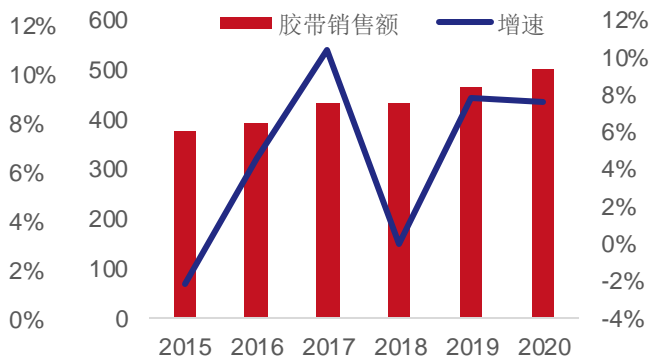
我国胶带行业规模稳定增长。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会的统计数据，2020年我国胶带产品市场延续高增长，全年产量为299.0亿平方米，销售额达到500.8亿元；细分来看，OPP胶带是占比最大的种类（销量占59%、销售额占23%），其次是标签及广告贴、双面胶带、保护膜胶带、PVC电气胶带等。根据我国胶粘剂和胶粘带行业“十四五”规划，“十四五”期间胶带发展目标是产量年均增长率4.5%，销售额年均增长率4.2%。

图1 近年我国胶带销量逐年增长（单位：亿平方米）



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，财通证券研究所，中证鹏元整理

图2 近年我国胶带销售额呈持续增长趋势（单位：亿元）



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，财通证券研究所，中证鹏元整理

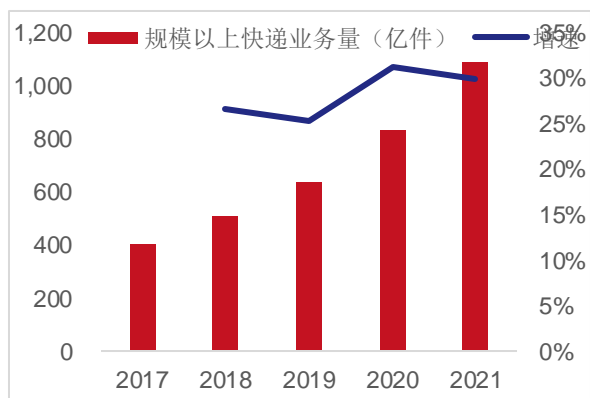
从胶带行业产业链下游来看，我国快递行业的高速发展为胶带需求带来较大的增量机会。受益于我国电商行业的蓬勃发展和巨大红利，以及疫情影响下，购物需求由线下向线上转移，物流行业维持了较快的增长态势。根据国家邮政局发布的《2021年邮政行业发展统计公报》，2021年我国快递服务企业累计完成业务量1,083.0亿件，同比增长29.9%；快递业务收入累计完成10,332.3亿元，同比增长17.5%。胶

带产品中产销量占比最大的OPP（BOPP）包装胶带主要应用于普通商品包装、封箱粘接等环节，快递行业的高速发展将有效带动OPP胶带未来需求增长。

建筑装饰行业需求保持增长，汽车消费需求持续回暖，为胶带需求提供有力支撑。建筑装饰中使用的胶带主要是美纹纸胶带，该类胶带因其粘着力强、容易剥离、易于手撕、耐高温、防水等特性适用于室内装修喷漆遮蔽，轻便物包扎等。随着经济增长和城镇化程度不断提高，我国房屋施工面积由2016年的75.90亿平方米增至2021年的97.54亿平方米，复合增长率为5.15%；房屋施工面积持续增长将带动建筑装饰需求，为胶带需求提供支撑。

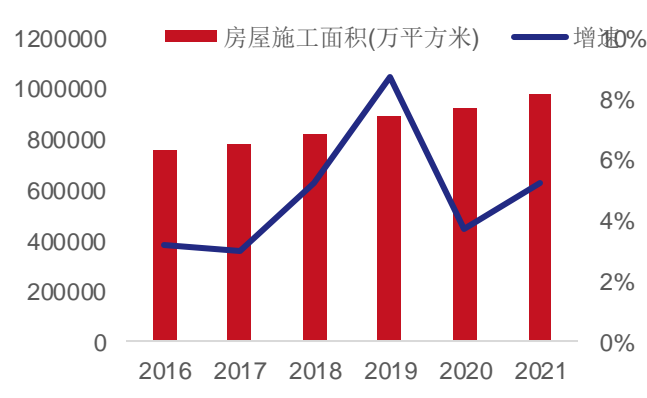
同时，随着工业4.0的到来，汽车行业对水性PVC汽车线束胶带、水性美纹纸等高性能环保型胶带的需求量与日俱增。受益于国内经济复苏，汽车出口市场整体回暖，叠加新能源汽车销量爆发式增长，2021年中国汽车累计销量2,627.5万辆，同比增长3.8%，扭转了自2018年以来连续三年负增长的趋势，国内汽车消费需求持续回暖，将有助于提升胶带市场需求。

图 3 近年我国快递业务量快速增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

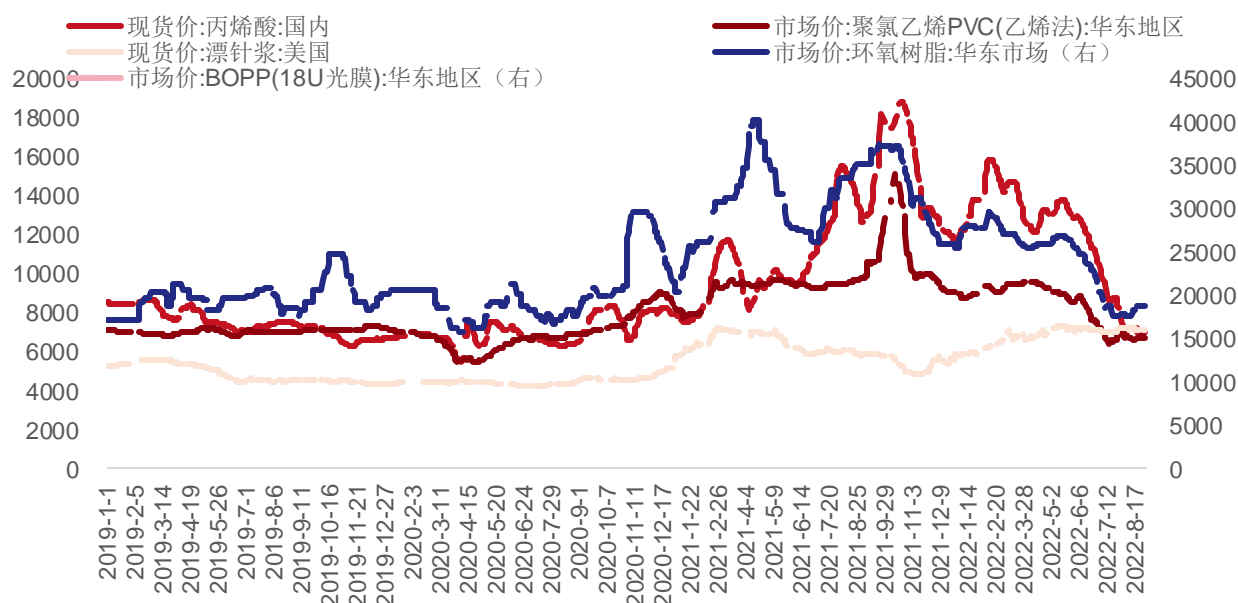
图 4 近年我国房屋施工面积持续增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

胶带行业部分原材料价格波动较大，需关注部分原材料价格的波动对胶带企业成本控制造成的压力

胶带行业产业链上游主要为树脂、橡胶行业，还包括以纸、布、薄膜为代表的基材制备行业。2020年下半年以来，PVC、BOPP等塑料类材料、部分化工原材料价格（如环氧树脂、丁酯、纸浆）波动加剧，2021年及2022年1-6月，上游主要原材料整体处于高位震荡走势，因产品生产周期的存在，若上涨的原材料价格无法即时传导至产成品价格，期间对胶带生产企业利润将形成一定挤占；2022年下半年以来，随着上游原油价格逐步走低，PVC、环氧树脂等原材料价格快速回落，预计部分胶带产品2022年下半年盈利状况将有所修复；纸浆等部分原材料价格仍维持高位，仍需关注部分原材料价格的波动对其生产经营情况产生的影响。

图 5 胶带行业部分原材料价格波动加大（单位：元/吨）


资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍主要从事各类胶带产品的研发、生产和销售，跟踪期内公司通过市场开拓与产能扩张，推动主营业务收入高速增长，2021年及2022年1-6月公司分别实现营业收入38.40亿元和23.13亿元，分别较上年同期增长59.07%、37.92%。公司营业收入主要来源于布基胶带、纸基胶带、膜基胶带的产品销售，各类产品收入规模均保持增长，其中膜基胶带、纸基胶带收入增速较快。随着BOPP拉膜二线投产，公司2022年1-6月新增OPP膜销售收入。公司其他胶带主要为铝箔胶带、双面PP胶带、双面胶、地毯胶带、玻璃纤维胶带等产品，随着上游原材料价格上涨，产品售价提升使得2021年其他胶带销售额保持增长。

毛利率方面，布基胶带经过公司多年的技术积累，已成功实现生产流程的垂直整合，成本得到进一步控制，毛利率仍高于其他产品；受上游原材料采购价格、海运费上涨，以及市场竞争加剧下产品销售价格降低等因素影响，2021年及2022年1-6月，公司布基胶带、纸基胶带毛利率均有所下滑；公司BOPP拉膜项目一线、二线投产后，OPP胶带部分原材料供应由外购转为自制，使得膜基胶带毛利率水平持续提升；综合影响下，2021年及2022年1-6月，公司销售毛利率分别为12.99%和11.56%，呈持续下滑趋势。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年 1-6月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
布基胶带	27,347.80	17.62%	54,940.19	23.00%	49,598.38	30.43%
纸基胶带	55,055.98	10.13%	100,693.11	12.53%	62,339.16	15.34%

膜基胶带	110,633.56	12.09%	191,563.77	10.59%	107,793.80	6.70%
OPP膜	18,158.90	9.22%	0.00	--	0.00	--
其他胶带	15,023.49	6.73%	30,865.93	12.93%	19,593.14	13.78%
主营业务小计	226,219.73	11.69%	378,063.00	13.10%	239,324.48	14.45%
其他业务	5,084.27	5.46%	5,941.81	5.78%	2,083.34	9.75%
合计	231,304.00	11.56%	384,004.81	12.99%	241,407.82	14.41%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司仍处于国内胶带行业领先地位，受益于膜基胶带、纸基胶带产销量增长，2021年公司销售收入迅速增长，产销率仍保持较高水平；公司与国际知名企业建立稳定的合作关系，客户质量较好，但面临一定汇率波动风险

公司是国内胶带系列产品规模最大的生产企业之一，为国内为数不多的具备丰富产品种类、全产业链供应能力的综合性胶带企业，主要产品为布基胶带、纸基胶带（如美纹纸胶带）和膜基胶带（如PVC胶带、OPP胶带）三大类，广泛应用于民用、工业用、医用等领域，其中民用胶粘产品产销量处于行业领先水平，仍具有较强品牌影响力。

销售模式方面，公司主要通过大型展会、招标、客户推荐、网站等多种途径拓展业务，公司海外销售仍主要为ODM销售模式、直接出售母卷、OEM模式，不同区域客户的销售模式有所差异，发达国家劳动力成本较高，以ODM、OEM销售模式为主，发展中国家以直接销售母卷为主。内销仍主要采用直销的方式，辅以网络销售及经销商模式销售。定价方面，对于国际知名企业或当地市场份额较大的超市，公司会和客户签订框架协议，进入其供应商体系，后续通过客户订单下达采购意向并在订单中约定采购数量及单价，并在较固定的时间窗口进行调价磋商，调价周期自6个月至1年不等，相较公司原材料采购周期有一定滞后，期间原材料价格波动将对公司成本控制造成一定压力；对于其他的客户则采取为“一单一议”的策略。

从销售情况看，2021年公司布基胶带产销规模整体保持稳定，得益于膜基胶带和纸基胶带的产能扩张和市场开拓，公司膜基胶带和纸基胶带产销量迅速增长，在其带动下，公司总体业务规模亦迅速增长。2022年1-6月，公司BOPP拉膜线逐步投产，除满足OPP胶带涂布线产能需求外，公司将部分OPP膜对外销售。产品单价方面，公司膜基胶带销售单价较低，布基胶带销售单价较高；由于上游原材料采购价格上涨幅度较大，2021年公司主要产品销售单价均有一定幅度提升。此外，公司仍主要采取“以销定产+安全库存”的生产模式，产销率维持在较高水平。2021年及2022年1-6月，受全球疫情冲击导致的海运费上涨，配柜配舱难影响，叠加布基胶带市场竞争加剧，外销占比较高的布基胶带产品产销率整体有所下滑。

表5 公司主要产品产销情况（单位：万平方米，万千克，元/平方米，元/千克，万元）

年份	产品	产量	销量	销售单价	销售收入	产销率
2022年1-6月	布基胶带	8,189.65	7,491.81	3.65	27,347.79	91.48%
	纸基胶带	40,682.87	39,619.71	1.39	55,055.98	97.39%

	膜基胶带	158,332.39	157,544.41	0.70	110,633.56	99.50%
	OPP膜	1,880.38	1,880.38	9.66	18,158.90	100.00%
	合计	207,204.91	204,655.93	0.94	193,037.33	98.77%
2021年	布基胶带	16,465.00	13,944.62	3.94	54,940.19	84.69%
	纸基胶带	73,646.91	70,097.47	1.44	100,693.11	95.18%
	膜基胶带	267,867.84	258,855.61	0.74	191,563.77	96.64%
	合计	357,979.75	342,897.70	1.01	347,197.07	95.79%
2020年	布基胶带	14,031.76	13,519.85	3.67	49,598.38	96.35%
	纸基胶带	48,754.76	46,523.13	1.34	62,339.16	95.42%
	膜基胶带	199,898.49	195,143.59	0.55	107,793.80	97.62%
	合计	262,685.01	255,186.57	0.86	219,731.35	97.15%

注：胶带类产品产量、销量计量单位为万平方米；OPP膜产量、销量计量单位为万千克；2022年1-6月合计数不包含OPP膜部分。

资料来源：公司提供

从产品销售区域来看，公司产品仍以外销为主，目前销售市场已遍布全球110多个国家和地区。2021年及2022年1-6月公司外销比例稳定在70%左右，其中欧洲、东南亚等地区销售金额增长较快。为减少中美贸易摩擦对公司带来的不利影响，2019年公司在越南设立子公司并投资建设生产基地，并于2020年租赁厂房进行先行生产，主要用于生产销往美国各类胶带产品，2021年末越南基地项目自建厂房已竣工交付，并全面投入使用，陆续完成北美部分客户的验厂、出货等任务并逐步增加订单数量。随着越南生产基地的投产销售，公司美国地区的销售金额有所恢复。

表6 公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2022年1-6月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	66,692.99	29.48%	111,788.66	29.57%	80,691.53	33.72%
外销	159,526.74	70.52%	266,274.34	70.43%	158,632.95	66.28%
其中:欧洲	33,726.75	14.91%	63,177.40	16.71%	42,343.45	17.69%
东南亚	39,346.74	17.39%	61,410.81	16.24%	36,613.79	15.30%
美国	13,084.71	5.78%	23,001.87	6.08%	15,431.25	6.45%
南美	17,306.15	7.65%	32,302.60	8.54%	15,065.26	6.29%
印度	17,271.24	7.63%	30,023.09	7.94%	13,141.34	5.49%
中东	10,156.48	4.49%	14,257.28	3.77%	10,336.87	4.32%
日本	4,648.05	2.05%	9,112.84	2.41%	9,114.58	3.81%
澳大利亚	4,015.58	1.78%	3,042.38	0.80%	3,311.89	1.38%
北美	939.55	0.42%	1,620.44	0.43%	1,016.10	0.42%
其他	19,031.48	8.41%	28,325.63	7.49%	12,258.42	5.12%
合计	226,219.73	100.00%	378,063.00	100.00%	239,324.48	100.00%

资料来源：公司提供

从主要客户情况来看，公司已经进入3M等国际知名客户供应商体系，国内客户以包装商（如顺

丰)、母卷加工商和零售消费者为主。公司与主要客户建立了稳定的合作关系,2021年公司前五名客户保持稳定,其中3M仍为公司第一大客户,但受中美贸易摩擦影响,其销售占比进一步下降。公司客户集中度不高,2021年销售集中度水平进一步下滑,不存在对单一客户的依赖风险。

表7 公司前五大客户情况 (单位:万元)

年份	客户名称	销售金额	占营业收入比例
2021年	客户一	16,489.53	4.29%
	客户二	13,859.33	3.61%
	客户三	12,354.54	3.22%
	客户四	8,740.00	2.28%
	客户五	7,791.43	2.03%
	合计	59,234.83	15.43%
2020年	客户一	15,565.59	6.45%
	客户二	7,156.32	2.96%
	客户三	6,287.17	2.60%
	客户四	5,439.56	2.25%
	客户五	5,427.66	2.25%
	合计	39,876.30	16.52%

资料来源:公司提供

销售结算方面,公司客户一般使用银行转账和承兑汇票方式,账期维持不变。公司外销仍主要采用美元结算,美元兑人民币汇率变动对公司产品销售规模、经营效益均存在一定影响。受汇率变动影响,2021年公司发生汇兑损失1,501.07万元;同时,公司运用远期外汇合约等衍生金融工具进行锁汇对冲风险,2021年其交割及公允价值波动同期带来的收益为363.26万元。虽然公司已建立与汇率波动相关的调整机制,当汇率出现大幅变动时,公司可与客户协商,通过调价方式解决,还可通过衍生金融工具进行对冲,但仍面临一定的汇率波动风险,且存在一定的操作风险。

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

公司目前拥有江西抚州、上海青浦、越南海防、山东临沭四个生产基地。上海青浦生产基地负责部分胶带后道生产、销售,江西抚州生产基地为公司最主要的生产基地,工序覆盖胶带生产全流程,产品覆盖公司各类胶带产品。公司江西抚州生产基地IPO募投项目中年产7,380万平方米水性PVC胶带建设项目、年产7,000万平方米水性美纹纸胶带胶粘制品生产线建设项目、年产4,200万平方米无溶剂天然橡胶布基胶带胶粘制品生产线建设项目于2020年12月、2021年4月、2021年6月达到预定可使用状态;2021年公司江西抚州生产基地BOPP拉膜一线投产,公司自筹匹配建成OPP胶带涂布生产线10条,并通过技术改造、产能升级使得PVC胶带生产效率提升;同时新型清洁高速特种纸造纸机自筹项目建成投产,2021

年公司主要产品产能均大幅提升。

公司于2020年在山东临沭开始筹建生产基地，以辐射华北市场。2022年3月，“永冠转债”募投项目山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目中BOPP拉膜二线建成投产，公司新增OPP拉膜产能约6.10万吨，目前匹配的涂布线建设尚未启动，公司暂时将OPP膜对外销售，当期新增OPP膜产品销售收入，未来公司将依据市场需求情况决定涂布线建设。

公司普通业务仍实行“以销定产加安全库存”的生产模式，进料加工业务实行“以销定产”的生产模式，2020-2021年及2022年1-6月公司整体产能利用率分别为86.61%、90.54%和83.34%，受疫情停产影响，2020年及2022年1-6月公司产能利用率均有所下滑，其中外销占比高、市场竞争加剧的布基胶带产能利用率下滑更大，但公司产能利用整体仍处于较好水平。

表8 公司主要产品产能产量情况（单位：万平方米）

年份	产品	产能	产量	产能利用率
2022年1-6月	布基胶带	10,620.00	8,189.65	77.12%
	纸基胶带	43,620.00	40,682.87	93.27%
	膜基胶带	194,400.00	158,332.39	81.45%
	合计	248,640.00	207,204.91	83.34%
2021年	布基胶带	18,000.00	16,465.00	91.47%
	纸基胶带	82,200.00	73,646.91	89.59%
	膜基胶带	295,200.00	267,867.84	90.74%
	合计	395,400.00	357,979.75	90.54%
2020年	布基胶带	14,700.00	14,031.76	95.45%
	纸基胶带	54,600.00	48,754.76	89.29%
	膜基胶带	233,980.00	199,898.49	85.43%
	合计	303,280.00	262,685.01	86.61%

资料来源：公司提供

截至2022年6月末，公司主要在建项目中线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目线束产线已投产，医用胶带项目尚在认证与开拓过程中；三条BOPP拉膜线自筹项目均位于江西抚州生产基地，项目全部投产后，将进一步降低公司OPP胶带产品成本，提升供货能力与盈利能力；江西连冠功能性胶膜材料产研一体化建设项目为“永22转债”募投项目，建成投产后公司将新增消费电子胶粘材料、功能性保护膜等功能性胶膜产品产能；环保可降解新材料生产基地建设项目为公司与江西省抚州市东乡区政府合作项目，主要生产可降解胶粘材料，东乡区政府将给予公司部分低息贷款资金支持，项目2021年下半年启动建设。公司主要在建项目预计将于未来1-3年内陆续完工，届时公司产品产能将持续增长，产品线将进一步丰富，为公司营业收入增长提供一定保障。但需要注意的是，截至2022年6月末，公司主

要在建、拟建项目总投资规模达24.62亿元，未来尚需投入17.16亿元¹，公司持续大规模的资本性支出带来一定的资金压力。同时，胶带市场竞争较为激烈，公司新增产能能否快速消化并实现预期经济效益存在不确定性，需关注项目投产后的产能消化风险。

表9 截至 2022 年 6 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	项目地点	项目类型	总投资	已投资	项目状态
1	线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目	上海青浦	“永冠转债”募投项目	1.03	0.23	2021 年下半年启动建设、预计 2023 年达到预定可使用状态 一线已投产，三线预计
2	三条 BOPP 拉膜线自筹项目	江西抚州	自筹项目	6.00	5.47	2022 年 8 月投产，四线预计 2022 年 10 月投产
3	江西连冠功能性胶膜材料产研一体化建设项目	江西抚州	“永 22 转债”募投项目	3.77	0.09	预计 2024 年建成
4	江西永冠智能化立体仓储建设项目	江西抚州	“永 22 转债”募投项目	1.84	0.01	预计 2023 年底建成
5	全球化营销渠道建设项目	-	“永 22 转债”募投项目	1.72	0.00	预计 2023 年上半年建成
6	余热锅炉改扩建升级项目	-	自筹项目	1.40	1.42	预计 2022 年 12 月达到预定可使用状态
7	环保可降解新材料生产基地建设项目	江西抚州	自筹项目	8.86	0.26	2021 年下半年启动建设、预计 2023 年达到预定可使用状态
合计	-	-	-	24.62	7.48	

注：BOPP 拉膜线二线包含在山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目中
资料来源：公司提供

公司成本构成中原材料占比较大，2021年以来主要原材料采购价格大幅波动，对公司成本控制形成一定压力；公司与主要供应商保持良好合作关系，供应商集中度不高；2021年公司研发投入持续增长，但占营业收入的比重有所下降

由于公司生产水平自动化较高，产品成本构成仍以直接材料为主，且其占比逐年提高，人工和制造费用占比较低，近年各类胶带中直接材料成本占比达80%左右，产品成本受材料价格影响较大。公司产品的主要原材料包括OPP膜、纸浆、PVC粉等基材材料和树脂、SIS橡胶、其他橡胶等粘胶剂制备材料。2021年公司BOPP拉膜一线建成投产后，PP拉丝料逐步替代OPP膜采购额，公司通过向上游延伸产业链以应对原材料上涨压力，2021年公司各主要原材料价格中枢上涨迅猛，2022年1-6月主要原材料价格整体仍在高位震荡，短期内仍对公司成本控制形成一定压力。

表10 公司主要原材料采购情况（单位：万元、元/千克）

原材料名称	2022 年 1-6 月		2021 年		2020 年	
	采购额	单价	采购额	单价	采购额	单价
PP 拉丝料	36,693.53	7.65	38,206.91	7.76	-	-
丁酯	33,277.14	12.27	67,902.36	14.38	26,431.21	7.14

¹ 计算时剔除已投资额超过总投资额项目。

树脂	12,362.05	11.00	22,952.19	11.65	18,878.19	11.79
OPP膜	12,359.87	9.80	15,946.09	10.22	39,648.87	8.58
纸浆	9,302.89	5.36	16,572.73	5.15	7,227.16	4.12
塑料粒子	9,030.21	10.92	14,965.37	9.93	11,622.49	7.78
丁苯橡胶	7,752.74	6.23	11,043.13	6.05	5,004.99	4.43
SIS橡胶	7,478.15	14.43	10,910.23	13.92	6,089.59	11.60
其他橡胶	5,380.93	15.32	13,411.40	14.7	9,823.04	13.35
PVC粉	3,972.01	8.44	9,931.10	8.62	6,738.80	6.03
原纸	3,316.59	8.55	5,776.74	7.68	5,705.20	7.04
水性硅	3,250.49	8.97	5,541.23	8.56	3,146.77	8.51

资料来源：公司提供

采购对象方面，公司与主要供应商建立了长期良好的合作关系，2020-2021年及2022年1-6月公司前五大供应商采购金额合计占比分别为26.80%、32.93%和33.02%，占比持续提升，但供应商集中度整体仍不高。货款结算方面，公司仍采用预付款、现金结算、承兑汇票等多种方式，账期维持不变。随着业务规模扩大，采购需求增加，公司加大了商业信用的利用，2021年及2022年1-6月公司增加了银行承兑汇票结算比例，以提高资金使用效率。

表11 近年公司前五大供应商采购占比情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	采购占比
2022年1-6月	供应商一	22,596.06	10.83%
	供应商二	18,759.76	8.99%
	供应商三	9,913.31	4.75%
	供应商四	9,767.95	4.68%
	供应商五	7,856.54	3.77%
	合计	68,893.62	33.02%
2021年	供应商一	38,855.34	11.73%
	供应商二	22,840.44	6.89%
	供应商三	21,716.36	6.55%
	供应商四	15,239.33	4.60%
	供应商五	10,456.14	3.16%
	合计	109,107.61	32.93%
2020年	供应商一	13,628.01	6.75%
	供应商二	11,493.59	5.69%
	供应商三	10,627.96	5.26%
	供应商四	10,030.21	4.97%
	供应商五	8,352.97	4.13%
	合计	54,132.73	26.80%

资料来源：公司提供

作为高新技术企业、上海市科技小巨人企业、上海市企业技术中心企业，公司具备一定技术实力，对研发较为注重。公司仍拥有规模较大的技术研发团队，截至2021年末，研发人员数量为179人，同比增长7人，占公司总人数的7.41%，2021年公司在生产经营规模扩大的同时，持续加大研发投入，但占营业收入的比重有所下降。

表12 近年公司研发投入情况

项目	2021年	2020年
研发费用金额（万元）	13,831.41	10,686.40
研发费用占营业收入比例	3.60%	4.43%

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公开披露的经中汇会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告和未经审计的2022年半年报，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但应收账款和存货规模增长较快，对营运资金的占用明显增加

随着生产经营规模扩张及在建项目资本性支出的增加，2021年及2022年1-6月公司资产规模持续增长，资产结构仍以流动资产为主。

截至2022年6月末，公司货币资金主要为银行存款，占总资产比重为23.39%，且受限规模较小，公司货币资金仍较为充裕。2021年及2022年1-6月，公司应收账款随着收入规模扩大而持续增长，2022年6月末，公司账龄在6个月以内的应收账款占比为96.09%，前五大应收对象均为国际知名企业，信誉度较高，且大部分客户与公司保持长期合作关系，形成坏账的可能性较小；公司仍主要实行以销定产的生产模式，随着业务规模扩大，在手订单较多，备货增加使得存货规模快速增长。跟踪期内存货与应收账款规模大幅增加，对营运资金的占用明显增加。

公司固定资产为生产所需的厂房建筑物及机器设备等经营性资产，随着年产7,000万平方米水性美纹纸胶带胶粘制品生产线建设项目、年产4,200万平方米无溶剂天然橡胶布基胶带胶粘制品生产线项目等陆续建成转固，2021年末公司固定资产规模较上年末大幅增长120.01%；2022年1-6月，山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目、江西永冠智能制造产业升级一期技改项目建成转固，期末固定资产规模进一步增加。在建工程主要为“永22转债”募投项目和自筹建设项目，主要建设内容为厂房、生产线和研发大楼等，随着项目建设推进，整体规模有所增长。其他非流动资产主要为预付在建项目所需生产设备的采购款。截至2022年6月末，公司合计2.77亿元的固定资产因借款抵押、融资租赁使用受

限，合计2.39亿元的在建工程因借款抵押受限。

整体上看，跟踪期内公司资产规模持续增长，货币资金规模仍较大，资产质量尚可；但应收账款和存货规模增长较快，对营运资金的占用明显增加。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年6月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.78	23.39%	9.81	20.85%	12.30	36.24%
应收账款	6.72	12.29%	5.89	12.51%	2.99	8.80%
存货	7.30	13.35%	6.15	13.08%	3.90	11.49%
流动资产合计	30.49	55.78%	25.87	54.98%	20.97	61.76%
固定资产	14.66	26.82%	11.03	23.44%	5.01	14.77%
在建工程	6.05	11.06%	6.66	14.15%	4.92	14.49%
其他非流动资产	2.05	3.75%	2.22	4.71%	2.32	6.84%
非流动资产合计	24.17	44.22%	21.18	45.02%	12.98	38.24%
资产总计	54.66	100.00%	47.06	100.00%	33.95	100.00%

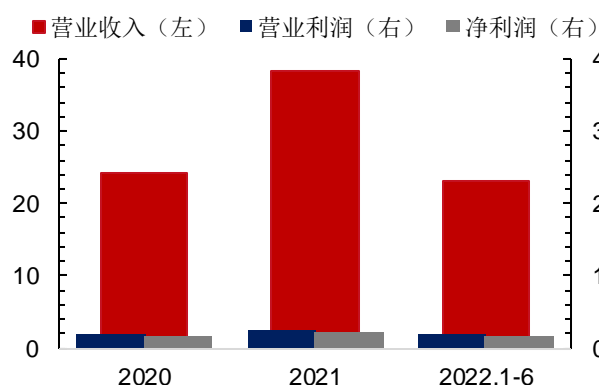
资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-6月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

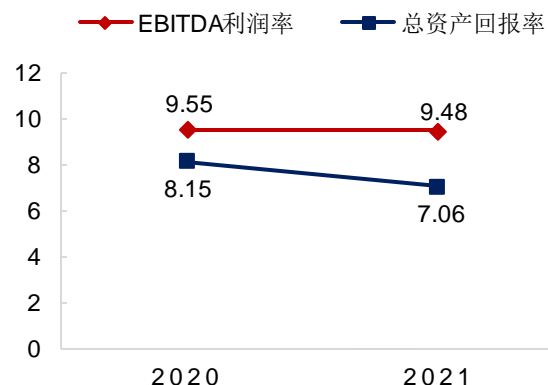
2021年公司营业收入规模持续增长，但整体盈利能力有所下滑

公司营业收入仍主要来源于布基胶带、纸基胶带和膜基胶带的产品销售，受益于下游需求旺盛，新增产能快速释放，公司膜基胶带与纸基胶带销量快速上升，带动营业收入持续增长，2021年及2022年1-6月，公司营业收入分别较上年同期增长59.07%、37.92%，同期公司实现净利润2.26亿元、1.58亿元，分别较上年同期增长28.50%、20.54%。

随着毛利率较低的膜基胶带产品收入占比进一步增加，叠加上游原材料采购价格、海运费上涨，2021年公司EBITDA利润率进一步下滑，盈利能力有所削弱。2021年公司资产规模进一步增长，总资产回报率持续下滑。目前公司仍处于业务规模快速扩张阶段，在建生产基地、生产线投资规模仍较大，未来在建、拟建项目完工投产后，随着产能扩张并逐步消化，公司收入规模或将进一步增长。

图 6 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）


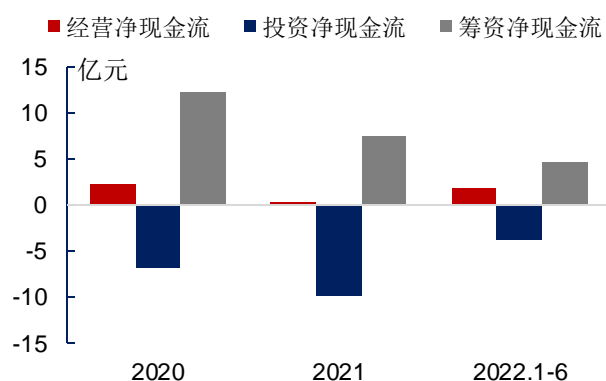
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

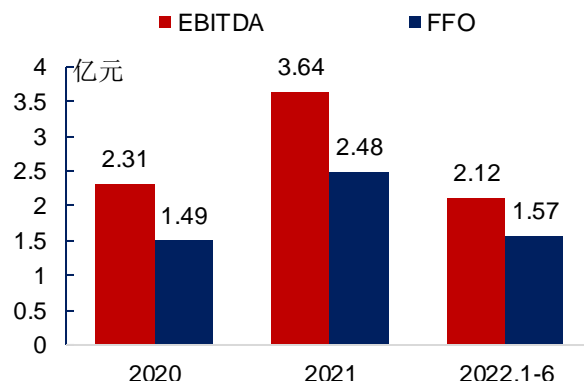
公司经营活动现金生成能力尚可，业务快速发展使得资本性支出持续进行，在建项目尚需投资规模仍较大，未来主要资本性支出将持续依赖筹资活动

公司产品销售回款情况较好，应收账款整体账龄仍较短；由于产业链延伸、销售规模与在手订单增长，公司铺底流动资金增加，2021 年经营活动净现金流出现较大幅度下滑；2022 年 1-6 月，随着公司销售规模增加，公司经营活动净现金流有所恢复。公司当前仍处于业务快速扩张期，持续进行较大规模资本性投入，投资活动现金流量净额持续为负，随着项目投资规模大幅增长，2021 年及 2022 年上半年投资活动净流出规模分别为 9.97 亿元与 3.85 亿元。公司仍主要通过筹资活动满足在建项目支出需求，筹资活动现金流量净额仍保持较高规模。

随着整体利润规模的扩大，公司 EBITDA 规模持续增加，公司经营活动现金生成能力尚可，但存货和经营性应收项目的快速增长占用一定的营运资金。目前公司在建项目尚需投资规模仍较大，未来主要资本性支出将依赖筹资活动。

图 8 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 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

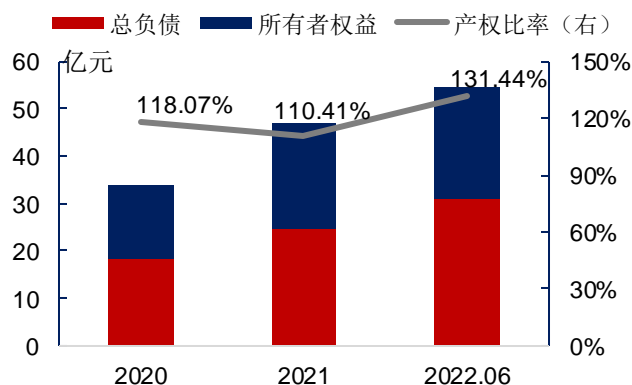
图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

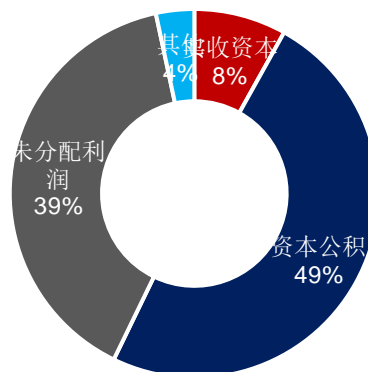
资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续增长，EBITDA对净债务和利息的保障程度进一步下滑，偿债压力明显加大

公司资本性支出持续进行，生产经营规模扩大使得融资需求增加，2021年及2022年1-6月，公司负债规模持续增长；2021年“永冠转债”转股使得公司所有者权益规模有所提升，当期末产权比率有所降低，2022年6月末公司产权比率增长至131.44%，所有者权益对负债保障程度一般。

图 10 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 11 2022 年 6 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债仍以流动负债为主，随着可转换公司债券“永22转债”的成功发行，非流动负债占比未来将有所提升。截至2022年6月末，公司短期借款主要为信用借款，随着业务规模扩张快速增长；公司在手订单增加，采购规模扩大使得应付账款持续增长，账龄集中在一年以内；一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款3.71亿元。为满足工程建设资金需要，公司长期借款规模增长较快，截至2022年6月末主要包括抵押兼保证借款3.08亿元、信用借款2.88亿元和保证借款0.50亿元。“永冠转债”

已于2021年9月提前赎回；2022年7月公司公开发行可转换公司债券“永22转债”，发行规模7.70亿元，发行期限6年。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年6月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12.26	39.51%	8.67	35.09%	7.73	42.03%
应付账款	4.78	15.40%	3.77	15.28%	2.45	13.32%
一年内到期的非流动负债	3.92	12.63%	1.49	6.05%	0.07	0.38%
流动负债合计	23.73	76.44%	16.76	67.88%	11.96	65.09%
长期借款	6.46	20.81%	7.09	28.69%	1.41	7.68%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	4.70	25.56%
非流动负债合计	7.32	23.56%	7.93	32.12%	6.42	34.91%
负债合计	31.05	100.00%	24.69	100.00%	18.38	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司总债务规模持续增长，2022年6月末为24.68亿元，占负债总额的比重为79.50%，公司偿债压力明显加大，其中短期债务占比较高高达73.01%。“永22转债”发行成功后，公司偿债压力将进一步增加，但整体债务结构将有所改善。

图 7 公司债务占负债比重

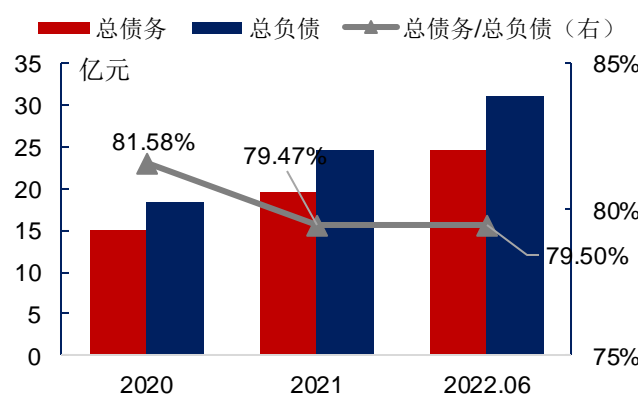
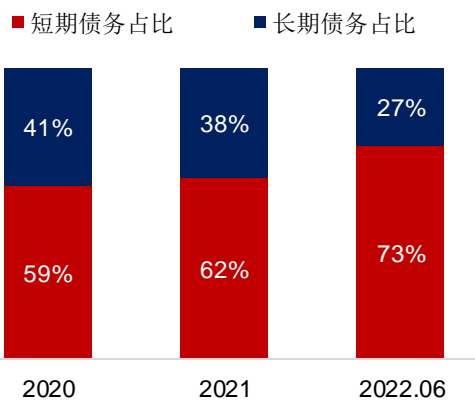


图 8 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

随着总债务规模的快速增长，2022年6月末公司资产负债率增至56.79%，EBITDA对净债务和利息的保障程度进一步下滑。公司经营活动现金生成能力尚可，但债务规模的快速增长使得2021年FFO与净债务的比值降至26.24%，同时2022年6月末公司总债务占总资本比重进一步提升至51.10%，公司整体偿债压力加大。

表15 公司杠杆状况指标

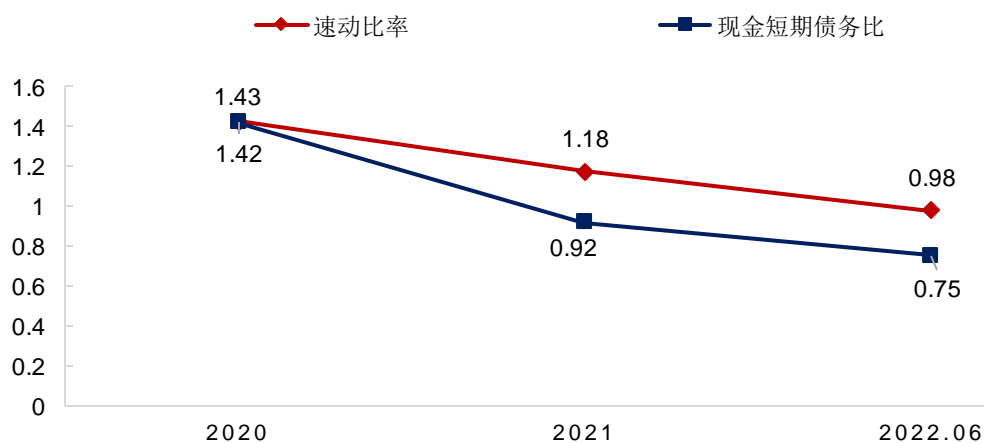
指标名称	2022年6月	2021年	2020年
------	---------	-------	-------

资产负债率	56.79%	52.47%	54.14%
净债务/EBITDA	--	2.58	1.30
EBITDA 利息保障倍数	--	7.15	11.26
总债务/总资本	51.10%	46.74%	49.06%
FFO/净债务	--	26.24%	57.10%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

随着短期借款的快速增长，2021 年及 2022 年 6 月末，公司现金短期债务比和速动比率持续下降，现金类资产对短期债务的保障程度减弱。“永 22 转债”发行成功后，公司短期流动性将有所改善，此外，公司仍可通过银行借款融资筹集项目建设资金，外部融资渠道较为通畅。整体来看，公司获取流动性资源的能力一般。

图 9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，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 9 月 15 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、抗风险能力分析

公司从事各类胶带产品的研发、生产和销售，胶带产品应用广泛，其中国内快递行业的高速发展为胶带产品需求带来较大增量机会，建筑装饰行业需求保持增长，汽车消费持续回暖，推动胶带行业规模持续增长。公司仍处于国内胶带行业领先地位，客户质量较好，近年公司进行市场开拓、产能扩张和新

产品开发，合同订单持续增加且生产规模持续扩张，带动主营业务收入持续增长。未来随着产能扩张，收入规模或将进一步增长。截至2022年6月末，公司货币资金规模较充裕，“永22转债”发行后公司短期流动性状况进一步改善，且公司在授信合同有效期内获得的银行授信未使用额度较高，公司仍具有一定的融资弹性。

同时我们也关注到，近年公司总债务规模持续增加，偿债压力明显加大；公司在建、拟建项目尚需投入资金规模较大，存在一定的资金支出压力，同时，若市场环境或下游需求等发生重大不利变化，公司面临新增产能不能被及时消化的风险。

综合来看，公司抗风险能力尚可。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“永22转债”的信用等级为AA-。

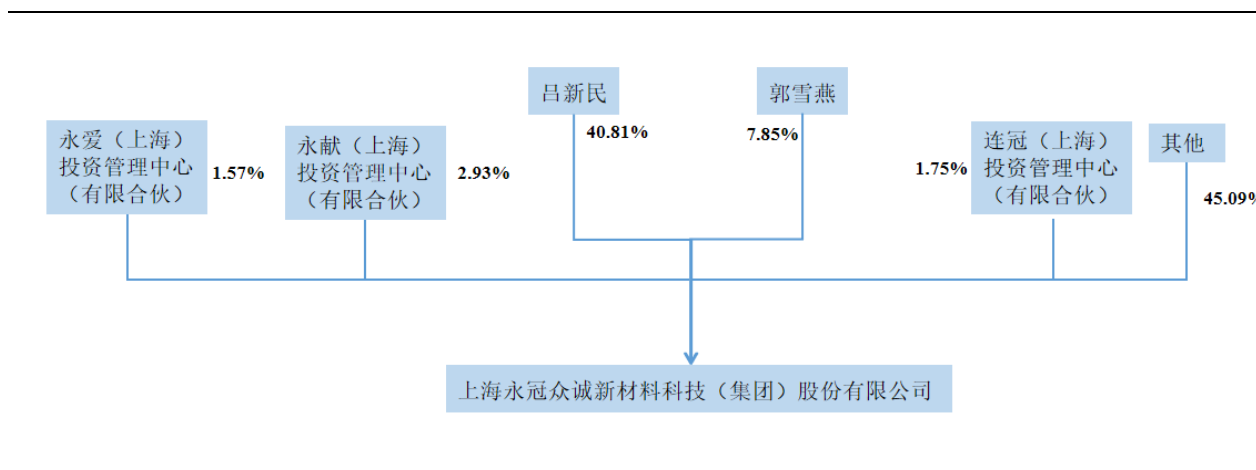
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年6月	2021年	2020年	2019年
货币资金	12.78	9.81	12.30	4.61
应收账款	6.72	5.89	2.99	3.25
存货	7.30	6.15	3.90	2.62
流动资产合计	30.49	25.87	20.97	12.30
固定资产	14.66	11.03	5.01	4.70
在建工程	6.05	6.66	4.92	0.54
非流动资产合计	24.17	21.18	12.98	6.28
资产总计	54.66	47.06	33.95	18.58
短期借款	12.26	8.67	7.73	1.50
应付票据及应付账款	6.43	5.84	3.50	2.41
应付账款	4.78	3.77	2.45	1.57
一年内到期的非流动负债	3.92	1.49	0.07	0.00
流动负债合计	23.73	16.76	11.96	4.46
长期借款	6.46	7.09	1.41	0.00
应付债券	0.00	0.00	4.70	0.00
长期应付款	0.19	0.27	0.02	0.21
非流动负债合计	7.32	7.93	6.42	0.46
负债合计	31.05	24.69	18.38	4.93
总债务	24.68	19.62	15.00	2.51
归属于母公司的所有者权益	23.47	22.21	15.57	13.65
营业收入	23.13	38.40	24.14	21.44
营业利润	1.88	2.56	1.96	1.66
净利润	1.58	2.26	1.76	1.48
经营活动产生的现金流量净额	1.78	0.12	2.15	2.01
投资活动产生的现金流量净额	-3.85	-9.97	-6.81	-2.85
筹资活动产生的现金流量净额	4.70	7.44	12.29	3.36
财务指标	2022年6月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	11.56%	12.99%	14.41%	17.10%
EBITDA 利润率	--	9.48%	10.50%	11.40%
总资产回报率	--	7.06%	8.15%	10.83%
资产负债率	56.79%	52.47%	54.14%	26.52%
净债务/EBITDA	--	2.58	1.19	-1.08
EBITDA 利息保障倍数	--	7.15	12.38	45.25
总债务/总资本	51.10%	46.74%	49.06%	15.54%
FFO/净债务	--	26.24%	64.74%	-69.58%
速动比率	0.98	1.18	1.43	2.17

现金短期债务比	0.75	0.92	1.42	2.38
---------	------	------	------	------

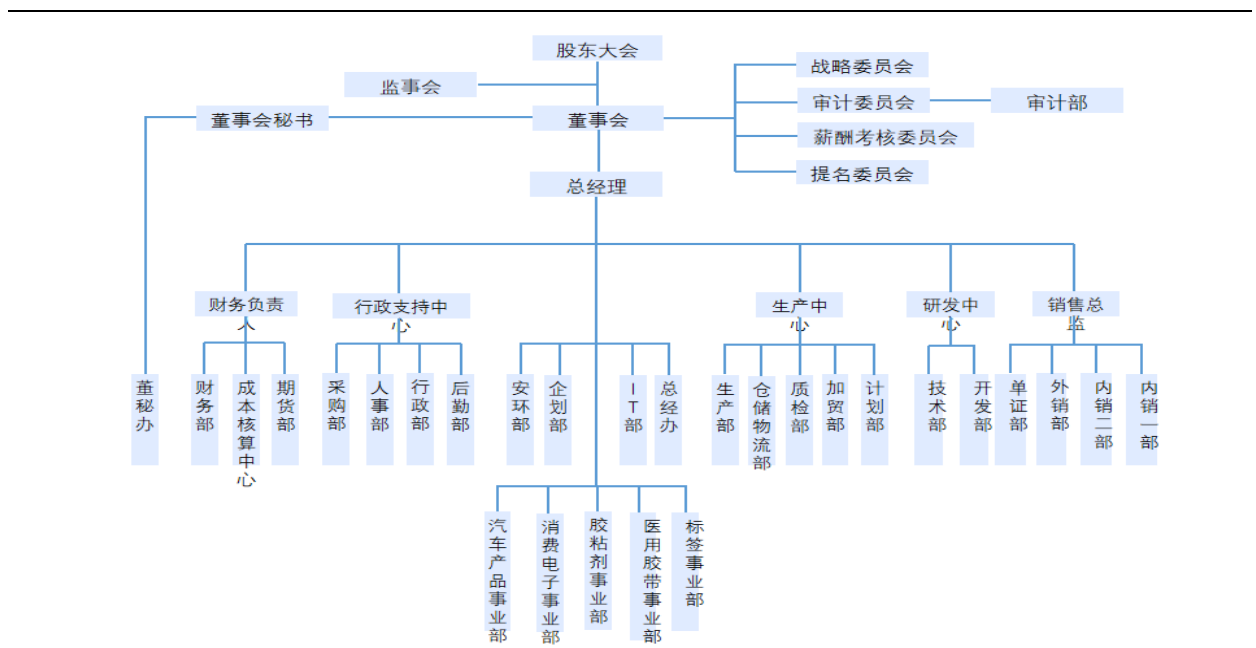
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022年6月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务性质
上海重发胶粘制品有限公司	100.00	100.00%	制造业
江西永冠科技发展有限公司	21,200.00	100.00%	制造业
江西八福科技发展有限公司	500.00	100.00%	制造业
永冠新材料科技(山东)有限公司	13,000.00	100.00%	制造业
江西永冠胶粘制品有限公司	10,000.00	100.00%	制造业
越南 Adhes 包装技术有限公司	1300.00（美元）	100.00%	制造业
云诺国际贸易有限公司	1.00(港币)	100.00%	贸易
江西振冠环保可降解新材料有限公司	5,000.00	70.00%	制造业
江西连冠新材料科技有限公司	10,000.00	100.00%	制造业
上海永珏新材料科技有限公司	1,000.00	100.00%	制造业
YG Technology Inc	100.00（美元）	100.00%	贸易

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。