



内部编号:2021060034

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

定期跟踪评级报告

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.

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。

跟踪评级概要

编号:【新世纪跟踪(2024)100035】

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
本次跟踪:	AA/稳定/AA/2024 年 6 月 5 日	AA/稳定/AA/2024 年 6 月 5 日
前次跟踪:	AA/稳定/AA/2023 年 6 月 7 日	AA/稳定/AA/2023 年 6 月 7 日
首次评级:	AA/稳定/AA/2018 年 4 月 16 日	AA/稳定/AA/2020 年 4 月 22 日

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个业务板块,公司产品种类较齐全,下游应用领域涉及烟草、食品、药品、电子产品以及新能源电池等行业,应用领域较为广泛。
- 技术研发优势。万顺新材为国家级高新技术企业,经过多年发展,公司发明专利累计达到 43 项,实用新型专利达到 268 项,具备较强的技术创新和产品研发能力。
- 融资渠道畅通。跟踪期内,万顺新材负债经营程度控制较好。此外,公司与银行保持较好的合作关系,授信充足。同时作为深交所创业板上市公司,公司资本市场融资渠道也较为通畅。

主要风险:

- 经营亏损风险。跟踪期内,由于行业竞争激烈导致产品价格下降以及国内外铝价倒挂,万顺新材铝加工业务盈利空间收窄;功能性薄膜产品供应量小且不稳定,业绩持续亏损。公司 2023 年及 2024 年第一季度净利润出现亏损,面临一定业绩压力。
- 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 2023 年以来国内外铝价倒挂,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,关注项目建设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大,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。此外,万顺转债将于 2024 年 7 月到期,需持续关注偿债资金准备情况。
- 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。

跟踪评级结论

通过对万顺新材主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估,本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化,决定维持主体信用等级 AA-,评级展望为稳定,并维持上述可转债 AA-信用等级。

未来展望

本评级机构预计万顺新材信用质量在未来 12 个月持稳,给予其主体信用评级展望为稳定。遇下列情形,或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调:

- ① 公司铝箔产品下游市场需求大幅弱化,行业景气度低迷导致加工费显著下降,国内外铝价倒挂严重,造成公司经营长期亏损;
- ② 公司应收账款规模明显扩张,账款回收及减值风险显著加大;
- ③ 外部融资环境发生显著恶化,导致公司债务滚续和流动性风险明显上升。

遇下列情形,公司主体信用等级或/及其评级展望或将获得上调:

- ① 公司市场竞争地位显著提升；新增产能充分有效释放，经营业绩和现金流状况大幅增长；
- ② 公司资本实力显著增强，债务规模压降且债务偿付能力明显提升。

主要财务数据及指标

项目	2021年	2022年	2023年	2024年 第一季度
母公司口径数据:				
货币资金(亿元)	1.90	15.34	7.55	6.60
刚性债务(亿元)	14.26	11.73	6.75	7.35
所有者权益(亿元)	29.39	47.65	47.60	47.66
经营性现金净流入量(亿元)	2.11	-1.40	2.09	-0.46
合并口径数据及指标:				
总资产(亿元)	77.64	103.12	102.18	101.60
总负债(亿元)	42.39	47.72	47.66	47.27
刚性债务(亿元)	36.20	40.63	42.26	42.81
所有者权益(亿元)	35.25	55.40	54.52	54.33
营业收入(亿元)	54.37	58.34	53.70	12.82
净利润(亿元)	-0.47	2.04	-0.52	-0.19
经营性现金净流入量(亿元)	1.44	-1.09	4.84	-1.81
EBITDA(亿元)	2.15	5.04	2.43	—
资产负债率[%]	54.60	46.28	46.64	46.53
权益资本与刚性债务比率[%]	97.37	136.33	129.02	126.92
流动比率[%]	131.53	161.27	143.27	143.49
现金比率[%]	52.27	83.25	72.76	70.19
利息保障倍数[倍]	0.30	2.33	0.30	—
净资产收益率[%]	-1.30	4.49	-0.95	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.49	-3.20	12.71	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.45	-15.08	-8.24	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.75	3.84	2.18	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.13	0.06	—

注：根据万顺新材经审计的2021~2023年及未经审计的2024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		结果	
个体信用	业务风险	4	
	财务风险	3	
	初始信用级别		aa ⁻
	调整因素	合计调整（子级数量）	0
		其中：①流动性因素	0
		②ESG因素	0
		③表外因素	0
	④其他因素	0	
个体信用级别		aa ⁻	
外部支持	支持因素	0	
主体信用级别		AA ⁻	

调整因素：(0)

无。

支持因素：(0)

无。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《新世纪评级工商企业评级方法（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26766&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26766&mid=4&listype=1
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023年宏观经济分析与2024年展望（国内篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29959&mid=5&listype=1
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023年宏观经济分析与2024年展望（国际环境篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29960&mid=5&listype=1
《2023年有色金属行业信用回顾与2024年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29886&mid=5&listype=1

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（简称“万顺新材”）及其发行的万顺转债与万顺转 2 信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据万顺新材提供的经审计的 2023 年财务报表及未经审计的 2024 年第一季度财务报表及相关经营数据相关经营数据，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，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 2024 年 3 月末，尚有 121.97 万张尚未转股，未转股比例为 12.84%，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，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 2024 年 3 月末，尚有 570.33 万张尚未转股，未转股比例为 63.37%，目前最新转股价为 6.20 元/股。截至 2024 年 3 月末，公司债券市场注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司存续债券基本情况（截至 2024 年 3 月末）

债项名称	发行金额（亿元）	当前余额（亿元）	期限（天/年）	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	5.70	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

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，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，2022-2023 年该项目分别实现效益-0.10 亿元和-0.18 亿元，主要系市场拓展和需求未达预期所致。

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 2023 年末已使用募集资金 8.93 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 6.07 亿元，直接投入补充流动资金 2.53 亿元，节余永久补充流动资金 0.34 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，二期已于 2023 年底投产。2022 年-2023 年该项目分别实现效益 0.51 亿元和-0.68 亿元，其中 2023 年由于电池铝箔加工费降低导致出现亏损。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2021-2023 年及 2024 年第一季度财务报表，以及相关经营数据。大信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021-2023 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁发的企业会计准则及其相关规定。公司 2024 年第一季度财务报表未经审计。

截至 2023 年末，该公司合并范围二级子公司共 9 家，较上年末减少 1 家，系公司出售汕头市光彩新材料科技有限公司所致。截至 2024 年 3 月末，公司合并范围二级子公司仍为 9 家，合并范围变化对公司财务数据影响较小。

2. 业务

该公司主要从事铝加工、纸包装材料和功能性薄膜三块业务。跟踪期内，公司营业收入有所波动，净利润亏损。其中铝加工板块受下游客户去库存、新能源汽车阶段性增速放缓、加工费下降以及国内外铝价倒挂等因素影响，公司铝加工业务收入有所波动，毛利率同比明显下滑；2023 年公司纸包装材料业务受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，收入下降，随着下游客户陆续完成改版，2024 年一季度业绩开始回升，盈利整体较为稳定；公司功能性薄膜经营状况欠佳，2023 年以来车衣膜销售量大幅增长对收入形成较大贡献，但由于市场竞争激烈、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。公司目前主要在建项目均在铝加工业务板块，资金主要来源于两期可转债和非公开发行的募集资金，需持续关注建成后经营效益。

(1) 外部环境

宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变

2023 年，受全球经济景气度疲弱、贸易保护主义、价格下降等多方面影响，我国按人民币计价的出口增长乏力，按美元计价出口负增长，对美欧日出口大幅下降，“一带一路”沿线国家和地区成为我国最大的出口去向区域。在全球经济增长放缓、国际关系复杂的背景下，我国出口表现的不确定性大，但在价格因素和海外制造业补库带动下，出口增速或有所回升。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

行业因素

有色金属行业周期性明显，行业景气度波动较大，且易受全球供需格局及地缘政治经济局势变化的影响。2022 年以来，俄乌冲突引发能源危机，美联储持续加息，全球主要经济体经济复苏放缓，对有色金属价格整体影响偏负面；我国经济发展面临需求疲弱、供给冲击、预期弱化等压力，叠加极端天气引发能源紧张，有色金属整体供需均有收紧，未来需求增量主要源自新能源等新兴产业。

详见：《2023 年有色金属行业信用回顾与 2024 年展望》。

铝是仅次于钢铁的第二大金属消费材料，属于支撑国家工业发展和经济增长的重要资源之一。铝加工是将铝锭通过熔铸、挤压或延展、表面处理等多种工艺及生产流程生产出各种铝材的过程。铝加工按照工艺的不同分为延展加工和挤压加工，其中延展加工主要生产铝板带、铝卷、带材、箔材等产品，挤压加工主要生产铝型材、线材、管材等产品。

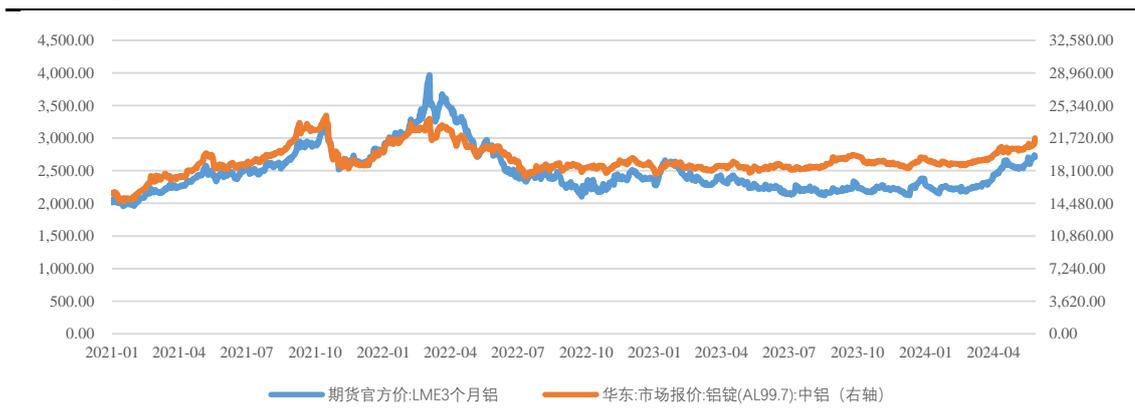
铝箔是铝和铝合金带卷经轧制后形成的厚度小于或等于 0.2 毫米的板带材，按加工工艺划分为轧制箔、蒸着箔和喷涂箔，按形状划分为卷状箔和片状箔，按厚度划分为厚箔、单零箔和双零箔，按用途划分为药品铝箔、家用铝箔、空调铝箔、烟用铝箔、电容器铝箔和建筑铝箔等。因铝箔优良的特性，被广泛运用于各行业中。我国的铝箔消费主要集中在热传输产业（包括家用空调、中央空调和汽车空调）、包装行业（包括食品包装、药品包装、烟草包装、日化包装和瓶装啤酒标）、电力电子行业（包括电力电容器、电解电容器及电缆）。此外，随着新能源汽

车行业的发展，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。

我国铝加工企业整体采取“铝锭价格+加工费”模式进行定价。加工费方面，2023年以来，铝箔行业下游需求降低、行业竞争激烈，在此背景下，各类产品加工费均出现不同程度的下滑。根据 Mysteel 和百川盈孚数据显示，2023年末食品包装箔加工费为 8,500 元/吨，较 2022 年末下降 2,100 元/吨；12 μ m、13 μ m 和 15 μ m 电池箔加工费分别较 2022 年末下降 2760-2960 元/吨不等，2024 年 5 月末较 2023 年末进一步下降 550 元/吨。

铝价变化方面，2023 年第一季度，由于市场需求不振，铝价震荡下跌，但 7 月以来随着美欧加息落地，国内需求回暖，铝价波动上升，年末涨至 2,300 美元/吨以上。2023 年全年 LME 三月期铝均价为 2,288 美元/吨，同比下降 15.7%。2024 年以来，国内外铝价均呈震荡上行态势，5 月底 LME 三月期铝收于 2,710 美元/吨。

图表 2. 近年来铝价变化情况（单位：美元/吨，元/吨）



资料来源：Wind。

纸包装行业方面，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。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，2023 年全国纸和纸板容器制造行业累计完成主营业务收入 2,682.57 亿元，同比减少 4.44%；完成利润总额 108.67 亿元，同比增长 35.65%。2023 年，我国纸和纸板容器行业规模以上企业 2,991 家，较上年减少 164 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。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。该公司主要产品为用作烟标、酒标等方面的转移纸、复合纸。2023 年全国卷烟产量为 2.44 万亿支，同比增长 0.4%。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。

行业政策方面，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。

(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，公司铝加工业务产能扩大，但由于铝箔下游市场需求不稳定，导致公司收入和利润波动较大，2023 年及 2024 年第一季度，公司铝加工业务收入分别为 33.91 亿元和 9.10 亿元，同比分别下降 7.93% 和增长 28.30%。纸包装业务收入分别为 4.30 亿元和 0.85 亿元，同比分别减少 0.29 亿元和增加 0.23 亿元，主要受烟草行业需求情况及原纸价格变化等因素的影响。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，2023 年以来车衣膜市场得到开拓，但由于市场竞争激烈，毛利仍处于亏损状态，2023 年及 2024 年第一季度，公司功能性薄膜业务分别实现营业收入 0.74 亿元和 0.18 亿元，同比分别增加 0.49 亿元和 0.10 亿元，毛利率分别为 -20.32% 和 -25.89%，同比分别下降 6.26 个和 1.17 个百分点。

① 经营状况

图表 3. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
营业收入合计	54.37	58.34	53.70	12.82	11.42
其中：（1）铝加工业务	28.49	36.82	33.91	9.10	7.10
在营业收入中占比（%）	52.40	63.12	63.14	71.00	62.14
（2）纸包装材料业务	5.07	4.59	4.30	0.85	0.62
在营业收入中占比（%）	9.32	7.87	8.00	6.62	5.39
（3）功能性薄膜业务	0.33	0.25	0.74	0.18	0.08
在营业收入中占比（%）	0.61	0.42	1.38	1.42	0.69
（4）纸品贸易业务	18.50	15.18	13.65	2.41	3.21
在营业收入中占比（%）	34.02	26.02	25.42	18.78	28.12
毛利率（%）	7.69	10.18	6.50	5.26	8.05
其中：铝加工业务（%）	9.85	13.60	8.10	6.13	10.96
纸包装材料业务（%）	15.34	15.84	15.82	17.21	13.85
功能性薄膜业务（%）	-30.79	-14.06	-20.32	-25.89	-24.72
纸品贸易业务（%）	1.23	1.20	1.18	1.08	1.17

注：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

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（简称“江苏中基”）及其子公司承担，主要产品为铝板带和铝箔。江苏中基子公司四川万顺中基铝业有限公司（简称“四川万顺”）、安徽美信铝业有限公司（简称“安徽美信”）和江苏华丰铝业有限公司（简称“江苏华丰”）经营铝板带业务，江苏中基本部及其子公司安徽中基电池箔科技有限公司（简称“安徽中基”）经营铝箔业务。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。

图表 4. 公司铝加工业务主要经营主体情况

经营主体	生产产品	用途
江苏中基本部	铝箔（以包装箔为主）	食品饮料、卷烟、医药等包装
安徽中基	铝箔（以电池箔为主）	新能源电池等
四川万顺	铝板带	内部供铝箔生产、对外销售
安徽美信		
江苏华丰		

注：根据万顺新材所提供资料整理。

近年来，该公司主要在建项目主要集中在铝加工板块，主要新增铝板带、电池箔等产品产能。其中，年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目为万顺转 2 募投项目，一期 4 万吨项目已于 2021 年末投产、二期 3.2 万吨项目已于 2023 年末投产，目前处于产能爬坡期。安徽中基年产 10 万吨动力及储能电池项目为公司 2022 年非公开发行募投项目，项目计划固定资产总投资额 13.91 亿元，截至 2024 年 3 月末已投资 4.20 亿元，正在进行工程建设，部分设备进入安装阶段，计划于 2024 年底前完工。四川万顺年产 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，项目计划固定资产总投资额 9.57 亿元，截至 2024 年 3 月末累计已投资 5.71 亿元，部分设备已开始试运行，资金来源为银行借款及自有资金。

图表 5. 公司主要在建工程情况¹ (单位: 亿元)

项目名称	计划总投资	截至 2024 年 3 月末投资额	计划投资额			预计完工时间	资金来源
			2024 年 4-12 月	2025 年	2026 年及以后		
年产 10 万吨动力及储能电池箔项目	13.91	4.20	7.00	2.71	-	2024 年 11 月	自筹及非公开发行募集资金 12.00 亿元
年产 13 万吨高精铝板带项目	9.57	5.71	3.86	-	-	2024 年 12 月	自筹及银行贷款
合计	23.48	9.91	10.86	2.71	-	-	-

注: 根据万顺新材所提供数据整理、计算。

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, 铝价是影响该公司收入的重要因素。通常合同签订至交货存在 1.5-2 个月周期, 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, 但铝价短期内的大幅波动对公司业绩仍产生较大影响。2023 年和 2024 年第一季度, 公司铝加工业务分别实现营业收入 33.91 亿元和 9.10 亿元, 同比分别下降 7.93%和增长 28.30%, 同期毛利率分别为 8.10%和 6.13%, 同比分别下降 5.50 个和 4.83 个百分点。

铝板带业务

铝板带为铝箔生产的主要原材料, 该公司生产的铝板带首先满足内部供铝箔生产, 其余产品进行对外销售。

截至 2024 年 3 月末, 该公司铝板带产能合计 17 万吨/年 (含江苏华丰 6 万吨/年、安徽美信 7 万吨/年、四川万顺 4 万吨/年)。部分客户对铝箔产品有特殊技术要求, 热轧坯料、低铅低镍的铸轧坯料等类别的铝板带公司无法自产, 故每年需对外进行采购。2023 年及 2024 年第一季度公司铝板带生产量分别为 10.51 万吨和 3.31 万吨, 同比分别减少 0.47 万吨和增加 1.13 万吨, 其中内部供应量分别为 7.99 万吨和 2.19 万吨, 同比分别减少 2.39 万吨和增加 0.40 万吨, 其余用于对外销售。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, 项目规划固定资产总投资 9.57 亿元, 截至 2024 年 3 月末已投资 5.71 亿元, 部分设备已投产, 公司预计在 2024 年末前完工, 项目投产后公司铝板带规模将有所增大。

2023 年及 2024 年第一季度, 铝板带业务对外销售收入分别为 5.81 亿元和 1.98 亿元, 同比分别增加 96.43%和 144.84%, 2023 年以来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², 因此收入同比大幅增长。2023 年, 国内铝价整体下行, 公司铝板带平均销售单价为 1.90 万元/吨, 同比下降 0.23 万元/吨。

图表 6. 公司铝板带收入及毛利情况 (单位: 亿元、%)

时间	收入		毛利	
	金额	增速	金额	增速
2021 年	8.25	-2.21	0.52	7.81
2022 年	2.96	-64.18	0.16	-74.99
2023 年	5.81	96.43	0.06	-60.70
2024 年第一季度	1.98	144.84	0.05	329.66

注: 根据万顺新材所提供数据整理、计算。

¹ 计划总投资不包括项目完工后的运营投入, 故与年报数据不一致。

² 受托加工模式下公司只收取加工费。

图表 7. 公司铝板带销售量和销售单价情况（单位：万吨，万元/吨）

	2021 年	2022 年	2023 年
销售量	4.53	1.39	3.06
销售单价	1.82	2.13	1.90

注：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

铝箔业务

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³（一期 4 万吨）于 2021 年末投产，公司铝箔产品增加电池铝箔。

生产方面，目前该公司铝箔生产位于江苏和安徽两个生产基地，其中江苏基地主要生产包装箔，安徽基地主要生产电池箔，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 年末投产，当前仍处于产能爬坡期。

铝箔产销方面，2023 年和 2024 年第一季度，该公司铝箔产量分别为 9.11 万吨（江苏基地 6.84 万吨，安徽基地 2.27 万吨）和 2.49 万吨（江苏基地 1.69 万吨，安徽基地 0.80 万吨），销量分别为 8.85 万吨（江苏基地 6.81 万吨，安徽基地 2.04 万吨）和 2.46 万吨（江苏基地 1.69 万吨，安徽基地 0.77 万吨），2023 年由于铝箔市场下游需求的减少，铝箔产销量同比均有所下降；2024 年第一季度由于下游需求有所提升，产销水平同比有所提升。其中，包装箔产能利用率水平较高；而电池铝箔对于板型、达因值等指标的控制要求高，生产加工难度大，新增产能仍处于爬坡期，产能利用率水平不高。

图表 8. 公司铝箔产销量情况（单位：万吨、%）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度	2023 年第一季度
设计产能	8.30	12.30	12.30	3.88	3.07
实际产量	7.72	10.44	9.11	2.49	2.11
销售量	7.83	10.13	8.85	2.46	1.96
产销率	101.37	97.03	97.21	98.76	92.89
产能利用率	93.01	84.88	74.01	64.17	68.73

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）。

2023 年和 2024 年第一季度，铝箔的销售收入分别为 24.17 亿元和 6.34 亿元，同比分别下降 19.26% 和增长 14.46%，2023 年受铝箔下游客户去库存影响，需求阶段性放缓导致全年铝箔销量下降，当年行业加工费水平下降，叠加 2023 年下半年国内外铝价倒挂因素，铝箔收入和毛利率均同比减少。2024 年一季度铝价上升，铝箔收入同比增长。

图表 9. 公司铝箔收入及毛利情况（单位：亿元、%）

时间	收入		毛利	
	金额	增速	金额	增速
2021 年	18.89	17.41	2.17	7.76
2022 年	30.75	62.79	5.25	141.81
2023 年	24.17	-19.26	2.13	-58.35
2024 年第一季度	6.34	14.46	0.44	-44.40

注：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

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。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，2023 年包装铝箔业务前五大客户销售额占销售总额的比重为 34.78%，客户集中度有所增加。公司包装铝箔业务

³ 该项目生产产品为电池铝箔。

出口比重较高。近年来，美国及欧盟相继对进口自中国的铝箔作出反倾销和反补贴征税令⁴，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年出口形势好转，但2023年由于欧美国去库存导致需求低迷，国内外铝价倒挂，当年公司铝箔出口量和出口额同比均呈下降态势，分别为3.52万吨和9.51亿元，当年主要出口至瑞典、越南和阿拉伯地区，占比分别为35.70%、10.25%和6.49%。公司铝箔出口价采用“伦敦金属交易所LME铝锭价+加工费”的定价模式，2023年伦敦金属交易所LME铝锭价格较低，且加工费有所下降，公司铝箔出口单价降至2.70万元/吨。

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，2023年以来，公司电池箔新增合作客户55家，客户认证通过23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等头部电池企业。2023年电池铝箔业务前五大客户销售额占销售总额的比重为45.86%。2023年主要受电池铝箔行业加工费下降的影响，当年电池箔的收入和毛利分别同比减少约39%和350%。

图表 10. 公司铝箔销售情况（单位：万吨，万元/吨）

	2021年	2022年	2023年
出口数量	4.15	4.60	3.52
其中：美国及欧盟	1.24	1.90	0.50
出口单价	2.32	3.17	2.70
国内销售数量	3.67	5.44	5.46
国内销售单价	2.52	2.97	2.83

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

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、广元中孚高精铝材有限公司、河南万洲国际贸易有限公司等。跟踪期内，公司铝板带采购价格随市场情况有所降低，2023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51.54%。供应商集中度较高。公司与供应商的结算周期为30天左右，多采用现金及票据结算，铝锭的采购价上海期货或长江有色铝锭交易价格为基准，成本受铝价波动影响较大，2016年以来公司针对铝价波动开展了套期保值业务，但规模有限，并未覆盖全部价格波动风险。

图表 11. 铝板带采购情况

铝板带	2021年	2022年	2023年
采购量（万吨）	8.02	10.88	10.32
采购单价（万元/吨）	2.13	2.35	2.23

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

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。2023年及2024年第一季度，纸包装业务实现收入分别为4.30亿元和0.85亿元，同比分别减少6.48%和增加6.62%；毛利率分别为15.82%和17.21%，同比分别下降0.02个百分点和增长3.36个百分点。公司纸包装材料主要应用于烟标领域，2023年上半年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，2023年公司纸包装业务收入同比减少。随着2023年6月底前陆续完成包装改版，下游客户陆续完成包装改版及产线调试后，订单逐步恢复，2024年一季度纸包装业务收入同比增长。

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”、“七匹狼”、“云烟”、

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

“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8万吨（汕头本部6万吨，河南万顺2万吨）。近年来控烟政策限制了烟的销量，进而影响公司烟标的销售，在以销定产模式下，产能利用率较低，2021-2023年及2024年第一季度分别为49.89%、44.86%、42.35%和40.80%。受下游烟草行业企业实施卷烟产品“盒”“条”包装改版加印二维码的影响，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，2023年和2024年第一季度产销率分别为98.87%和83.56%，同比变化不大。

图表 12. 公司纸包装材料产销量数据（单位：万吨、%）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年第一季度	2023年第一季度
设计产能	8.00	8.00	8.00	2.00	2.00
实际产量	3.99	3.59	3.39	0.82	0.55
销售量	4.00	3.56	3.35	0.68	0.48
产销率	100.14	99.10	98.87	83.56	86.97
产能利用率	49.89	44.86	42.35	40.80	27.65

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

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，2023年原纸占成本比重为59.82%，薄膜占成本比重为28.47%，辅料占成本比重为4.62%，其余为人工、能源成本和其他费用。2023年，公司原膜自产比例为26.54%，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、郑州世纪中联、金光纸业等相关公司等进行采购。2023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56.38%，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较为稳定。原膜方面，2023年铝价有所下降，导致原膜（铝箔）价格降低，2024年一季度原膜（铝箔）价格略有回升。采购部门在年初根据生产计划及以往年度生产情况集中采购原料，集中采购价格会有所优惠，同时公司对采购成本进行严格控制，大宗原料采购会经过采购部门、总经理及董事长三轮议价。

图表 13. 公司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	2021年		2022年		2023年		2024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）	38,960.76	7,653.45	36,885.74	7,357.74	32,122.19	7,360.17	7,044.90	7,336.99
原膜（铝箔）（吨）	786.08	29,188.26	630.44	35,008.22	442.90	31,039.10	117.39	31,777.93
原膜（镀铝膜）（吨）	5.32	21,500.00	-	-	-	-	-	-
原膜（转移/复合膜）（万平米）	19,600.46	6,676.23	16,145.90	6,788.89	9,693.14	6,882.28	2,299.22	6,669.32

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

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。2023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48.27%。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 14. 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	2021年	2022年	2023年	2024年第一季度	2023年第一季度
转移纸	1.51	1.51	1.48	1.46	1.44
复合纸	1.23	1.33	1.34	1.26	1.49

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

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。2023 年及 2024 年第一季度，公司功能性薄膜业务分别实现营业收入 0.74 亿元和 0.18 亿元，同比分别增加 0.49 亿元和 0.10 亿元，2023 年以来公司车衣膜市场渠道快速铺开，车衣膜销量大幅增长，功能性薄膜收入增幅较大。但公司功能性薄膜业务仍处于转型开拓期，产能利用率较低，而业务相关固定资产规模较大，单位产品分摊折旧额较高导致毛利率持续为负，国内车衣膜市场竞争激烈，该产品毛利率相较其他在售的功能性薄膜产品偏低，同期毛利率分别为-20.32%和-25.89%，同比分别下降 6.26 个和 1.17 个百分点，收入成本仍呈倒挂态势。

图表 15. 公司膜业务收入情况（单位：万元）

产品	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度	2023 年第一季度
ITO 导电膜	672.72	150.22	118.70	34.79	65.15
节能膜	856.36	606.73	387.35	10.48	111.46
车衣膜	1,118.65	900.63	5,232.07	1,258.14	402.05
纳米炫光膜	161.78	479.25	217.23	35.80	55.12
高阻隔膜	273.00	302.72	418.51	101.03	113.14
功能性薄膜总收入	3,338.48	2,478.29	7,397.35	1,820.43	790.10

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

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 2023 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）。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、纳米炫光膜等（本部分统称为传统功能膜）。经过试产、工艺提升及市场拓展，2023 年公司车衣膜产销量大幅增长，当前车衣膜主要客户包括福建祥科新材料科技有限公司、车品百联信息科技有限公司扬州有限公司、浙江万顺丽景新材料科技有限公司、广州卡为新材料科技有限公司等，在手订单较为充足。

图表 16. 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（%）
2021 年	540	86.52	74.54	86.15
2022 年	540	51.80	50.92	91.17
2023 年	590	191.74	180.69	94.24

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，项目收益不达预期。2022 年以来由于产品类型增加以及销售团队的开发，高阻隔膜逐渐通过测试，客户开始下批量订单，收入和产销量有大幅提升，2023 年高阻隔膜实现收入为 418.51 万元，产销量分别为 247.99 万平方米和 207.85 万平方米。若未来高阻隔膜市场得到进一步开拓，项目收益可能进一步改善。

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。2023 年和 2024 年第一季度，公司纸品贸易业务收入分别为 13.65 亿元和 2.41 亿元，同比分别下降 10.05%和 25.03%，主要由于终端消费需求放缓所致；实现毛利率分别为 1.18%和 1.08%，同比分别下降 0.02 个百分点和 0.09 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 竞争地位

经营规模方面，2021-2023 年末该公司净资产分别为 35.25 亿元、55.40 亿元和 54.52 亿元，其中 2022 年公司向特定对象发行 18,097.73 万股，募集资金总额 15.93 亿元，净资产较上年末增加 57.15%；而 2023 年公司经营亏损使得净资产略有减少。同期公司 EBITDA 分别为 2.15 亿元、5.04 亿元和 2.43 亿元，随经营业绩的变动而变动。

图表 17. 规模类财务指标（单位：亿元）

核心指标	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
EBITDA	2.15	5.04	2.43
净资产	35.25	55.40	54.52

注：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

铝加工业务领域，该公司的包装箱产品广泛用于伊利、蒙牛、联合利华、同仁堂等品牌的包装。2023 年公司对利乐集团的销售额达到 4.52 亿元，且安徽中基于 2023 年通过了利乐的认证，之后包装箱的销售增长仍有较大空间。电池箔方面，公司已进入宁德时代等头部电池企业供应链体系，根据 ICC2023 年上半年的研究数据，安徽中基电池箔市场份额约为 8%，全国范围内名列第三。随着安徽中基二期的投产，公司电池箔的市场份额可能进一步提升。电池箔行业具有一定壁垒，新厂商进入需要通过下游大客户长时间的认证，短期内难以有新厂商对公司形成竞争。但铝箔行业下游大客户的议价能力强，且国内外铝价的波动对公司收入和利润有重要影响，公司经营效益具有较大不确定性，在产业链中竞争优势一般。

纸包装材料业务领域，原材料保障性方面，经过多年经营，该公司与国内主要供应商建立了长期良好的合作关系，原材料市场供应充足，主要原材料均有 3 家以上的供应商。产品结构方面，公司产品主要为转移纸和复合纸，主要用于烟标市场，拥有荷花”、“双喜”、“七匹狼”等稳定优质的终端客户。在酒标市场，五粮液系列是公司的主要合作终端客户。区域市场禀赋方面，公司拥有汕头、河南两个生产基地，销售网络已经覆盖全国范围。装备实力方面，公司的关键生产设备均为国际先进水平。受限於控烟等政策的影响，纸包装业务规模有逐步萎缩趋势。

研发方面，截至 2023 年末该公司累计拥有 43 项发明专利、268 项实用新型专利和多项非专利技术，是“国家级高新技术企业”。2021-2023 年，公司研发投入金额分别为 0.68 亿元、0.89 亿元和 0.91 亿元，研发投入占营业收入比例分别为 1.25%、1.53%和 1.70%，公司对研发的重视程度不断加大。江苏中基有多年的高精度双零铝箔生产经验，双零铝箔是铝箔中厚度最薄的一类产品，对生产厂家的机器设备、生产工艺、生产经验均具有很高的要求。安徽中基电池铝箔凭借在抗拉强度、延伸率等关键指标上有着良好表现。截至 2023 年末，公司在铝加工领域获得国家知识产权局颁发 26 项发明专利及 157 项实用新型专利，江苏中基是国家标准《锂离子电池用铝及铝合金箔》(GB/T 33143-2022)的起草单位之一，安徽中基、深圳宇锋获国家工业和信息化部认定为专精特新“小巨人”企业。公司在技术创新实力和生产工艺上的优势，为公司产品在技术指标上满足下游客户严格的要求提供了保障。

③ 经营效率

图表 18. 反映公司经营效率要素的主要指标值



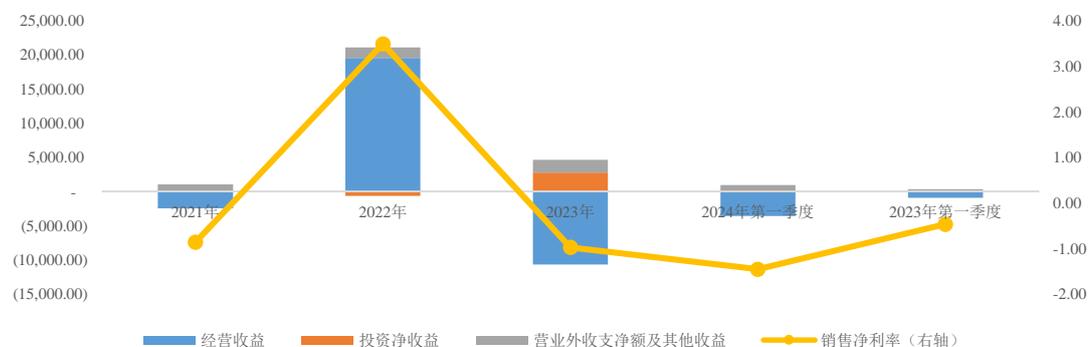
资料来源：根据万顺新材所提供数据整理、绘制。

2021-2023 年，该公司总资产报酬率分别为 0.46%、3.38%和 0.33%，2023 年利润总额同比减少 129.51%，资产规模变化不大，导致总资产报酬率同比减少 3.05 个百分点。

2021-2023 年该公司营业周期分别为 130.51 天、135.16 天和 165.46 天，呈增长趋势。回款效率方面，应收账款周转天数分别为 82.72 天、78.60 天和 92.10 天，应收账款周转效率较高。公司包装铝箔出口占比较大，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，应收账款总体规模不大。公司存货周转天数分别为 47.79 天、56.56 天和 73.36 天，周转效率有所降低，期末存货规模逐年增长。

④ 盈利能力

图表 19. 反映公司盈利能力要素的主要指标值（单位：万元、%）



资料来源：根据万顺新材所提供数据整理、绘制。

其中：经营收益=营业利润-其他经营收益

2023 年及 2024 年第一季度，该公司营业毛利分别为 3.49 亿元和 0.67 亿元，同比分别下降 41.24%和 26.53%，其中铝加工业务是主要的毛利贡献来源，铝加工业务因受下游需求减弱、铝价及加工费下降等影响，营业毛利同比分别下降 45.16%和 28.20%至 2.75 亿元和 0.56 亿元；功能性薄膜业务因单位成本较高，成本与收入始终处于倒挂状态。同期公司实现毛利率分别为 6.50%和 5.26%，同比分别减少 3.68 个百分点和 2.79 个百分点。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	54.37	58.34	53.70	12.82	11.42
营业毛利 (亿元)	4.19	5.94	3.49	0.67	0.92
期间费用率 (%)	6.21	6.00	6.62	7.56	7.68

公司营业利润结构	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
其中：财务费用率（%）	0.64	1.34	0.95	1.76	1.60
全年利息支出总额（亿元）	1.22	1.31	1.11	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	0.73	0.30	0.18	—	—

注：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

2023 年和 2024 年第一季度，该公司期间费用分别为 3.56 亿元和 0.97 亿元，同比分别增长 1.61% 和 10.45%，期间费用率分别为 6.62% 和 7.56%，同比分别上升 0.62 个和下降 0.12 个百分点。同期公司管理费用分别为 1.57 亿元和 0.38 亿元，分别同比增加 22.74% 和 5.13%，主要由于新项目投产后增加人员薪酬以及原在建项目转固后折旧增加所致；研发费用分别为 0.91 亿元和 0.22 亿元，同比分别增长 1.92% 和 5.22%；公司财务费用分别为 0.51 亿元和 0.23 亿元，同比分别下降 34.68% 和增长 23.34%，2023 年财务费用下降主要系融资规模减少，2024 年一季度公司银行借款增加导致财务费用同比增长；公司销售费用分别为 0.56 亿元和 0.15 亿元，同比分别增长 3.42% 和 15.42%，主要用于铝箔市场的开拓。2023 年，公司资产减值损失为 0.53 亿元，同比增加 0.38 亿元，主要系功能性薄膜业务存在较多长库龄存货，计提存货跌价准备所致；信用减值损失为 0.11 亿元，由于应收款项（包括应收账款和应收款项融资）的增长，坏账准备相应增加。

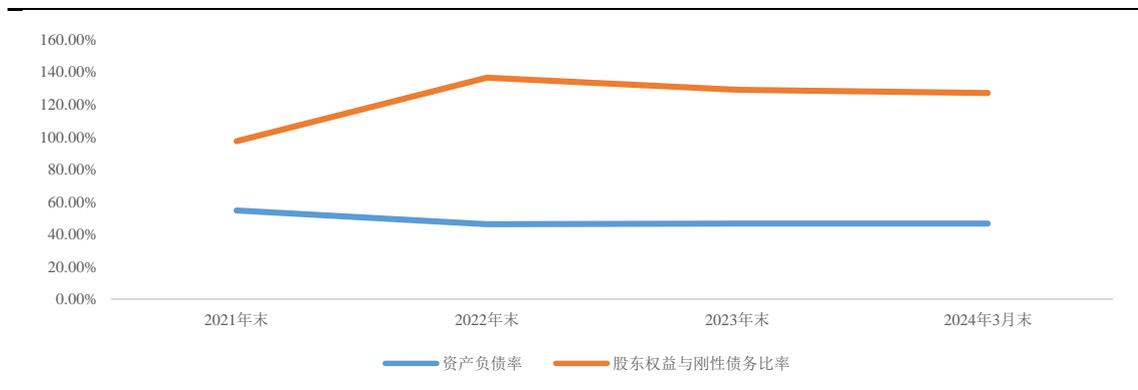
2023 年和 2024 年第一季度，该公司的投资收益、营业外收入及其他收益对公司利润形成补充。其中，投资收益分别为 0.28 亿元和 0.01 亿元，2023 年的投资收益主要由公司出售子公司汕头光彩 100% 股权以及可转让定期存单利息收入形成。同期公司营业外收入及其他收益合计分别为 0.23 亿元和 0.08 亿元，其中 2023 年其他收益主要为政府补助，包括省战略性新兴产业区域集聚发展试点新一代显示技术 2014 年项目和设备补贴等。主要受主业经营亏损影响，2023 年及 2024 年第一季度该公司净利润分别为 -0.52 亿元和 -0.19 亿元，销售净利率分别为 -0.98% 和 -1.45%。公司净利润与铝加工费和国内外铝价有直接关联，下游需求的变化及国内外铝价波动情况会显著影响公司利润，致使盈利稳定性较弱。

3. 财务

跟踪期内，该公司债务规模变动不大，资产负债率总体维持稳定。公司债务以刚性债务为主，且流动负债占比高，持续面临一定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) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据万顺新材所提供的数据整理、绘制。

2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司负债总额分别为 47.66 亿元和 47.27 亿元，资产负债率分别为 46.64% 和 46.53%，较上年末分别增长 0.36 个百分点和下降 0.11 个百分点，财务杠杆水平总体保持稳定。同期末公司权益资本/刚性债务分别为 1.29 倍和 1.27 倍，其中 2023 年末较上年末下降主要是刚性债务规模增加所致，整体看权

益资本能够对刚性债务形成一定保障。

① 资产

图表 22. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	40.02	61.04	55.00	53.91
	51.55	59.19	53.83	53.06
其中：现金类资产 ⁵ （亿元）	15.91	31.52	27.93	26.37
应收账款（亿元）	11.75	13.38	13.72	12.64
存货（亿元）	6.36	9.88	10.31	11.30
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	37.62	42.08	47.18	47.70
	48.45	40.81	46.17	46.94
其中：固定资产（亿元）	22.06	26.37	31.98	31.49
在建工程（亿元）	9.08	7.38	7.51	8.46
无形资产（亿元）	2.45	2.55	2.39	2.37
商誉（亿元）	2.49	2.65	2.40	2.40
期末全部受限资产账面金额（亿元）	8.10	10.57	10.57	10.00
受限资产账面价值/总资产（%）	10.43	10.25	10.34	9.84

注：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

2023 年末，该公司资产总额为 102.18 亿元，较 2022 年末略有下降，公司资产仍以流动资产为主，期末占资产总额的比重为 53.83%。2023 年末，公司流动资产总额为 55.00 亿元，主要仍由现金类资产、应收账款及存货构成，期末占流动资产比例分别为 50.79%、24.95%和 18.74%。其中，2023 年末公司货币资金余额为 21.93 亿元，较上年末下降 22.15%，主要系公司偿还债务支付资金所致，其中受限货币资金为 4.27 亿元，主要是信用证、银行承兑汇票保证金、期货保证金、定期存款及涉诉冻结存款，受限资金占比不大；同期末公司应收账款为 13.72 亿元，较上年末增长 2.54%，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 84.93%，年末前五大应收对象分别为广州市合信纸业有限公司、深圳市博立达纸业有限公司、电池铝箔客户 A、山东碧海包装材料有限公司和 TETRA PAK GLOBAL SUPPLY SA，合计占应收账款总额比重为 42.42%；同期末存货余额为 10.31 亿元，较上年末增长 4.34%，主要由原材料、在产品和库存商品构成，期末分别为 4.46 亿元、1.96 亿元和 2.78 亿元，按业务分类，铝加工业务、纸包装材料业务和功能性薄膜业务余额分别为 8.33 亿元、1.42 亿元和 0.47 亿元，当期计提存货跌价准备 0.24 亿元，其中功能性薄膜业务相关存货计提达 0.20 亿元。

2023 年末，该公司非流动资产总额为 47.18 亿元，较上年末增长 12.12%，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 67.79%、15.92%、5.06%和 5.09%。2023 年末，公司固定资产余额为 31.98 亿元，较上年末增长 21.30%，主要系广东万顺科技工程项目、年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目、年产 13 万吨高精铝板带项目部分完工转固所致；在建工程余额为 7.51 亿元，较上年末增长 1.79%，主要为持续推进上述各项目及年产 10 万吨动力及储能电池箔项目所致；无形资产余额为 2.39 亿元，主要系公司拥有的土地使用权、专利权等；商誉余额为 2.40 亿元，主要系公司收购江苏中基、东通光电和深圳宇镛等形成的商誉，本年对深圳宇镛计提减值 0.09 亿元。

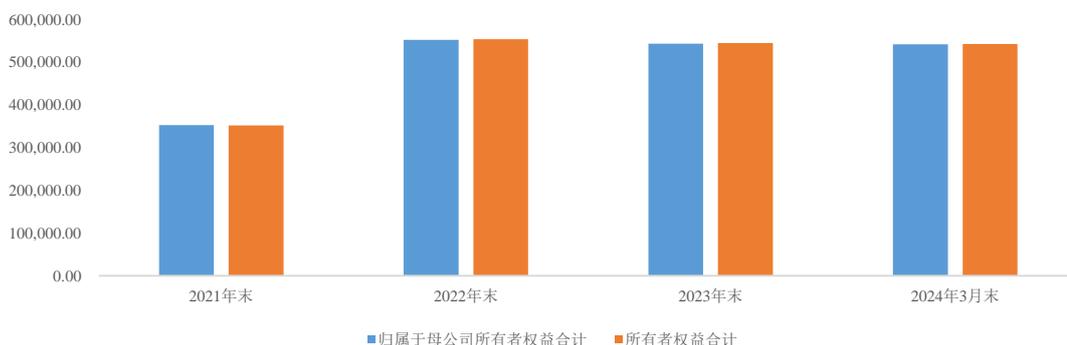
2024 年 3 月末，该公司资产总额为 101.60 亿元，与上年末下降 0.56%，资产构成上变化较小。

2024 年 3 月末，该公司受限资产规模 10.00 亿元，占当期资产总额的 9.84%，其中受限货币资金 3.57 亿元，主要为签发信用证、银行承兑汇票保证金、期货保证金及涉诉冻结存款；受限应收票据为 0.53 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 2.99 亿元、1.21 亿元和 1.69 亿元，均用于银行借款抵押。

⁵ 现金类资产=货币资金+应收银行承兑汇票+交易性金融资产。

② 所有者权益

图表 23. 公司所有者权益构成及其变动趋势(单位: 万元)



注: 根据万顺新材提供的数据整理、绘制。

2023 年末及 2024 年 3 月末, 该公司所有者权益分别为 54.52 亿元和 54.33 亿元, 较上年末分别 1.59% 和 0.34%, 主要是分红⁶和业绩亏损导致未分配利润减少所致, 同期末公司未分配利润分别为 9.02 亿元和 8.84 亿元, 较上年末分别下降 9.74% 和 1.94%。同期末, 公司归属于母公司所有者权益分别为 54.40 亿元和 54.23 亿元, 在合并所有者权益中占比较高。

③ 负债

图表 24. 公司债务结构及核心债务 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
刚性债务	36.20	40.63	42.26	42.81
其中: 短期刚性债务	24.94	31.81	34.07	34.19
中长期刚性债务	11.26	8.82	8.19	8.61
应付账款	2.54	2.97	3.27	2.52
其他应付款	2.27	2.18	0.16	0.15
综合融资成本 (年化, %)	3.98	3.65	3.83	3.53

注: 根据万顺新材所提供数据整理、计算。

该公司负债主要以流动负债为主, 2023 年末及 2024 年 3 月末长短期债务比分别为 24.15% 和 25.83%。公司债务主要为刚性债务、应付账款和其他应付款。同期末应付账款余额分别为 3.27 亿元和 2.52 亿元, 主要为纸品、铝锭等原材料采购款; 其他应付款余额分别为 0.16 亿元和 0.15 亿元, 随着公司第二期员工持股计划所持有的股份通过大宗交易和集中竞价方式出售完毕, 公司其他应付款大幅较 2022 年末大幅减少。

2023 年末及 2024 年 3 月末, 该公司刚性债务分别为 42.26 亿元和 42.81 亿元, 呈持续增长态势, 期限结构上仍以短期刚性债务为主, 同期末占比分别为 80.62% 和 79.88%。公司短期刚性债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券构成。同期末短期借款分别为 16.55 亿元和 19.04 亿元; 受纸品贸易业务多以票据结算的影响, 公司应付票据维持较大规模, 同期末分别为 13.77 亿元和 11.85 亿元; 一年内到期的长期借款分别为 2.51 亿元和 2.08 亿元; 一年内到期的应付债券分别为 1.22 亿元和 1.22 亿元, 为公司发行的“万顺转债”, 将于 2024 年 7 月到期。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 3.04 亿元和 3.36 亿元, 规模呈增长趋势, 主要用于四川中基和安徽中基的项目建设; 应付债券分别为 5.15 亿元和 5.26 亿元, 为公司发行的“万顺转 2”, 需关注后续转股情况。

从借款方式看, 该公司银行借款以保证借款、抵押借款和信用借款为主, 2024 年 3 月末分别占比 19.79%、33.73% 和 46.24%, 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 2.85%-4.75%。从融资成本来看, 2023 年及 2024 年第一季度公司年化综合融资成本分别为 3.83% 和 3.53%, 融资成本不高。

⁶ 该公司于 2023 年 5 月 16 日完成《2022 年度利润分配预案》, 以 888,653,094 股为基数向全体股东以每 10 股派发人民币 0.5 元现金 (含税) 分红。

图表 25. 公司 2024 年 3 月末存续刚性债务期限结构⁷ (单位: 亿元)

到期年份	1 年以内 (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	34.18	0.98	5.86	1.20	0.57	42.79
母公司口径	2.10	-	5.26	-	-	7.35

注: 根据万顺新材所提供数据整理、计算。

总体看, 该公司负债以流动负债为主, 且集中于短期刚性债务, 公司持续面临一定的即期债务偿付压力。

(2) 偿债能力

① 现金流量

图表 26. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	1.44	-1.09	4.84	-1.81
其中: 业务现金收支净额 (亿元)	2.40	0.80	6.52	-2.37
投资环节产生的现金流量净额 (亿元)	-4.29	-5.70	-8.77	-0.59
其中: 购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金 (亿元)	4.11	5.30	7.67	1.40
筹资环节产生的现金流量净额 (亿元)	-3.87	21.60	-3.30	2.16
其中: 现金利息支出 (亿元)	0.78	0.85	0.74	0.24

注: 根据万顺新材所提供数据整理、计算。

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, 2023 年及 2024 年第一季度, 公司营业收入现金率分别为 106.58% 和 112.02%。同期公司经营性现金流净额分别为 4.84 亿元和 -1.81 亿元, 2023 年经营性现金净流入规模有所增长, 主要系购买商品、接受劳务支付的现金支出缩减所致; 2024 年第一季度经营性现金流呈净流出, 主要系公司原纸、铝锭等原材料采购支出增加所致。

近年来, 该公司不断拓展原有业务的产业链, 对铝加工业务项目持续投入, 公司投资活动现金流均为净流出状态。2023 年及 2024 年第一季度, 公司投资活动现金流净额分别为 -8.77 亿元和 -0.59 亿元, 主要是在建项目持续推进所支出的现金。后续公司将持续在铝箔、铝板带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。

该公司非筹资性现金流持续为净流出状态, 主要通过融资解决资金缺口, 2023 年及 2024 年第一季度公司筹资活动现金流净额分别为 -3.30 亿元和 2.16 亿元, 其中 2023 年公司融资规模下降, 但当年偿还较多债务使得筹资活动现金流呈净流出状态; 2024 年第一季度主要由于银行借款增加, 筹资活动现金流呈净流入态势。

② 偿债能力

图表 27. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
EBITDA (亿元)	2.15	5.04	2.43
EBITDA/利息支出 (倍)	1.75	3.84	2.18
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.06	0.13	0.06

资料来源: 根据万顺新材所提供数据整理、计算。

2023 年该公司 EBITDA 为 2.43 亿元, 同比下降 51.83%, 主要由于利润总额同比大幅减少所致。同年 EBITDA 对利息支出和刚性债务的覆盖倍数分别为 2.18 倍和 0.06 倍, 保障能力有所下降。

⁷ 未包括银行借款应计利息。

4. 调整因素

(1) 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动比率 (%)	131.53	161.27	143.27	143.49
速动比率 (%)	102.24	127.20	111.77	106.71
现金比率 (%)	52.27	83.25	72.76	70.19

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司流动比率分别为 143.27%和 143.49%，速动比率分别为 111.77%和 106.71%，公司负债以流动负债为主，对公司流动性有一定程度的影响，但公司总体流动性尚好。公司现金类资产规模尚可，且资金回笼能力较强，同期末，公司现金比率分别为 72.76%和 70.19%，公司现金类资产能对即期债务的偿付提供一定的保障。

截至 2024 年 3 月末，该公司合并口径获得的银行综合授信额度共计 45.59 亿元，尚有 16.50 亿元综合授信额度未使用，其中来自国有大型商业银行的授信额度为 17.58 亿元，尚可使用额度为 8.33 亿元，仍有后续融资空间。

(2) ESG 因素

高管人员变动方面，2023 年 2 月该公司董事会、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 名独立董事任期满离任。

信息披露方面，跟踪期内该公司在信息透明度方面不存在重大缺陷，未出现延期披露财务报表，已披露财务报表未出现重大会计差错。社会责任方面，跟踪期内公司未发生重大安全生产事故。环境方面，跟踪期内公司未出现因环境问题受到重大行政处罚的情况。

(3) 表外事项

截至 2024 年 3 月末，该公司无对外担保，不存在重大未决诉讼事项。

(4) 其他因素

关联交易方面，2023 年该公司向关联方许昌裕同印刷包装有限公司（简称“许昌裕同”）、深圳市裕同包装科技股份有限公司（简称“深圳裕同”）和湖南裕同印刷包装有限公司（简称“湖南裕同”）分别销售商品 3.33 万元、1,142.27 万元和 608.96 万元。关联方往来款项方面，2023 年末公司对湖南裕同、许昌裕同和深圳裕同的应收款项（包括应收账款和其他应收款）合计 282.71 万元；向关联方北京众智同辉科技有限公司的其他应付款为 420.29 万元。总体看，公司关联交易规模小。

根据该公司提供的 2024 年 4 月 23 日、4 月 27 日、4 月 28 日、4 月 29 日、5 月 13 日和 5 月 21 日的《企业信用报告》，公司本部及主要子公司无欠款欠息记录。

5. 同业比较分析

新世纪评级选取江苏鼎胜新能源材料股份有限公司（简称“鼎胜新材”）和山东南山铝业股份有限公司（简称“南山铝业”）为同业比较对象，主要基鼎胜新材、南山铝业及该公司主业均为铝加工，公司之间具有可比性。业务方面，南山铝业形成热电-氧化铝-电解铝-熔铸-铝板带箔的完整铝加工产业链布局，毛利率水平较高；公司和鼎胜新材主要产品为铝箔及铝板带，定价均为“铝价+加工费”模式，毛利率变动方向趋同。财务方面，三者债务结构均以短期为主，公司财务杠杆水平适中，但由于利润总额规模较小，EBITDA 对刚性债务和利息的保障程度较低。三者 2023 年经营性现金流量均呈净流入状态，公司营业现金率较高，回款情况良好。

债项信用跟踪分析

1. 债项主要条款跟踪分析

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起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2024年3月末尚有121.97万张尚未转股，剩余金额为1.22亿元，未转股比例为12.84%，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2024年3月末尚有570.33万张尚未转股，剩余金额为5.70亿元，未转股比例为63.37%，最新转股价为6.20元/股。上述债券后续转股情况需持续关注。

2. 偿债保障措施跟踪分析

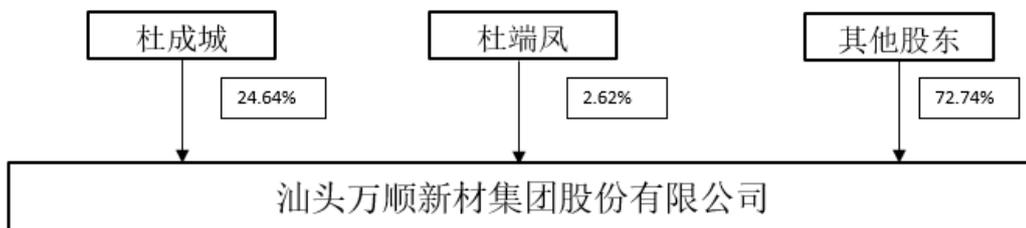
该公司经营收现能力较强且较为稳定，2023年及2024年第一季度公司营业收入现金率分别为106.58%和112.02%，经营性现金流净额分别为4.84亿元和-1.81亿元，公司货币资金存量较为充裕，2024年3月末公司未受限货币资金为17.46亿元，可为公司即期债务偿付提供基本支撑。2021-2023年公司EBITDA/利息支出分别为1.75倍、3.84倍和2.18倍，能够形成一定保障。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定万顺新材主体信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，万顺转债及万顺转2信用等级均为AA⁻。

附录一：

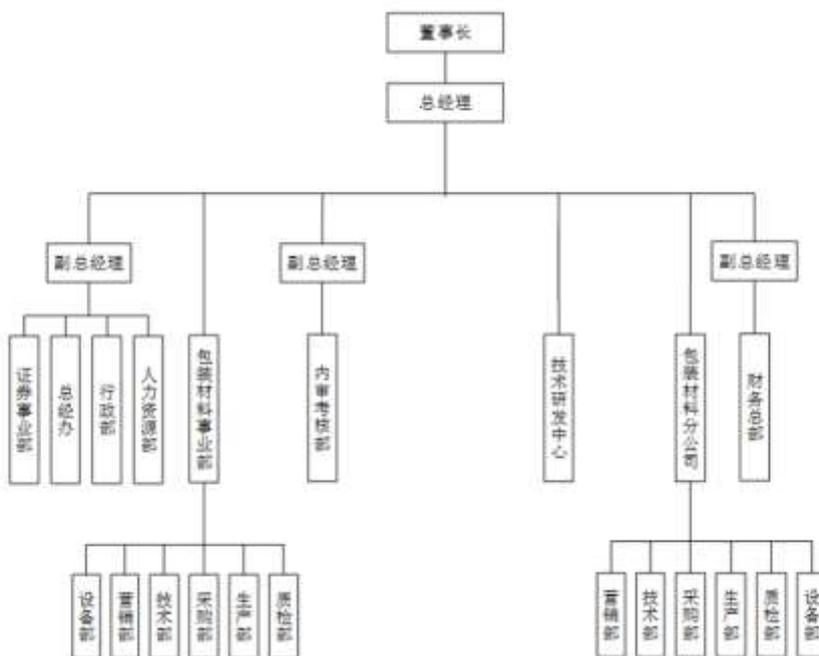
公司与实际控制人关系图



注：根据万顺新材提供的资料整理绘制（截至 2024 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整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2023年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	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	
汕头万顺新材集团股份有限公司	万顺新材	本级/母公司	-	纸包装材料	6.75	47.60	2.71	0.31	2.09	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	18.38	18.50	19.16	0.59	3.35	合并口径
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	-	2.22	1.70	0.09	0.03	
汕头万顺新材兆丰林科技有限公司	兆丰林	核心子公司	100.00	功能膜	-	4.35	0.87	-0.73	0.04	
江苏华丰铝业有限公司	华丰铝业	孙公司	100.00 ⁸	铝板带	2.15	1.00	9.11	-	0.01	
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	5.40	9.50	10.14	-0.71	-1.59	

注：根据万顺新材 2023 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：

同类企业比较表

核心业务：铝加工业务 归属行业：有色金属行业

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2023 年度经营数据				2023 年末财务数据/指标			
		EBITDA （亿元）	营业周期 （天）	营业收入现金率 （%）	总资产报酬率 （%）	权益资本与刚性债务 比率 （%）	资产负债率 （%）	EBITDA/全部利息支 出 （倍）	EBITDA/刚性债务 （倍）
江苏鼎胜新能源材料股份有限公司	AA/稳定	12.22	120.01	74.15	5.60	59.27	67.60	2.25	0.10
山东南山铝业股份有限公司	AAA/稳定	70.11	138.80	86.52	6.99	623.26	21.49	23.55	0.78
发行人	AA/稳定	2.43	165.46	106.58	0.33	129.02	46.64	2.18	0.06

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	77.64	103.12	102.18	101.60
货币资金 [亿元]	12.58	28.16	21.93	21.01
刚性债务[亿元]	36.20	40.63	42.26	42.81
所有者权益 [亿元]	35.25	55.40	54.52	54.33
营业收入[亿元]	54.37	58.34	53.70	12.82
净利润 [亿元]	-0.47	2.04	-0.52	-0.19
EBITDA[亿元]	2.15	5.04	2.43	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.44	-1.09	4.84	-1.81
投资性现金净流入量[亿元]	-4.29	-5.70	-8.77	-0.59
资产负债率[%]	54.60	46.28	46.64	46.53
权益资本与刚性债务比率[%]	97.37	136.33	129.02	126.92
流动比率[%]	131.53	161.27	143.27	143.49
现金比率[%]	52.27	83.25	72.76	70.19
利息保障倍数[倍]	0.30	2.33	0.30	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	130.51	135.16	165.46	—
毛利率[%]	7.69	10.18	6.50	5.26
营业利润率[%]	-0.31	3.46	-1.12	-1.69
总资产报酬率[%]	0.46	3.38	0.33	—
净资产收益率[%]	-1.30	4.49	-0.95	—
净资产收益率*[%]	-1.23	4.52	-0.91	—
营业收入现金率[%]	108.90	104.88	106.58	112.02
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.49	-3.20	12.71	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.45	-15.08	-8.24	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.75	3.84	2.18	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.13	0.06	—

注：表中数据依据万顺新材经审计的 2021~2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据财务数据整理、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]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。
 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
 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

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

附录七：

发行人历史评级

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	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)	报告链接
	本次评级	2024年6月5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	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)	报告链接
	本次评级	2024年6月5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	工商企业评级模型 (通用) MX-GS001 (2019.8)	报告链接
	前次评级	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)	报告链接
	本次评级	2024年6月5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：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。