



内部编号:2025060030

汕头万顺新材集团股份有限公司

创业板公开发行可转换公司债券

定期跟踪评级报告

项目负责人: 翁斯喆  wsz@shxsj.com
项目组成员: 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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

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、出售或以其他方式外传。

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(2025) 100050】

评级对象： 汕头万顺新材集团股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券（简称“万顺转2”）

万顺转2

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA/稳定/AA/2025年6月9日

前次跟踪： AA/稳定/AA/2024年6月5日

首次评级： 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 56 项，实用新型专利达到 305 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，得益于铝加工业务新产能释放，万顺新材营业收入同比均实现增长。但是，铝加工业务市场竞争激烈，行业加工费水平下降以及国内外铝价阶段性倒挂影响毛利水平，2024 年公司电池箔业务亏损扩大。此外公司功能性薄膜产品供应量小且稳定性弱，单位固定费用较高，2024 年计提了较多存货跌价准备和固定资产减值准备导致业务净亏损扩大。受上述因素影响，公司 2024 年净利润亏损同比有所增加。2025 年第一季度，得益于主业经营业绩的好转，净利润同比实现减亏。公司后续主业盈利改善情况需持续关注。
- 铝箔产品出口风险。万顺新材铝箔产品中包装箔以出口为主并主要以外币结算，国际贸易格局变化、人民币汇率波动、国内外铝价波动以及国家贸易政策（出口退税政策）的调整易对出口业务产生影响。
- 产能释放压力和投资风险。在目前行业竞争压力较大的情况下，万顺新材在建电池箔项目后续产能释放压力需持续关注。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。
- 可转债转股不达预期风险。万顺新材可转债后续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，增加公司偿债压力。

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 公司主业盈利水平难以改善，持续亏损或亏损幅度进一步扩大；
- 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。

主要财务数据及指标				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	15.34	7.55	2.72	4.01
刚性债务 (亿元)	11.73	6.75	8.06	8.72
所有者权益 (亿元)	47.65	47.60	47.69	47.69
经营性现金净流入量 (亿元)	-1.40	2.09	-1.49	0.01
合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	103.12	102.18	102.81	104.30
总负债 (亿元)	47.72	47.66	50.36	51.92
刚性债务 (亿元)	40.63	42.26	43.41	45.82
所有者权益 (亿元)	55.40	54.52	52.45	52.38
营业收入 (亿元)	58.34	53.70	65.79	14.62
净利润 (亿元)	2.04	-0.52	-1.98	-0.07
经营性现金净流入量 (亿元)	-1.09	4.84	-2.92	-1.32
EBITDA (亿元)	5.04	2.43	1.88	—
资产负债率[%]	46.28	46.64	48.99	49.78
权益资本与刚性债务比率[%]	136.33	129.02	120.83	114.33
流动比率[%]	161.27	143.27	131.29	129.94
现金比率[%]	83.25	72.76	57.81	60.61
利息保障倍数[倍]	2.33	0.30	-0.43	—
净资产收益率[%]	4.49	-0.95	-3.71	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.20	12.71	-7.34	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-15.08	-8.24	-14.42	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.84	2.18	1.50	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.06	0.04	—

注：根据万顺新材经审计的 2022~2024 年及未经审计的 2025 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
《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025 年一季度宏观经济分析及展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33274&mid=5&listype=1
《有色金属行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32605&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”、“该公司”或“公司”）创业板公开发行可转换公司债券（简称“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 2024 年财务报表及未经审计的 2025 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[2020]2844 号文核准，该公司获准公开发行 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 2025 年 3 月末，尚有 570.13 万张尚未转股，未转股比例为 63.35%，目前最新转股价为 4.99 元/股。截至 2025 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 2025 年 3 月末）

债项名称	发行金额（亿元）	当前余额（亿元）	期限	利率	起息日	本息兑付情况
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 2 募集资金净额 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，万顺转 2 募集资金及其利息收入、现金管理收益扣减手续费净额合计 8.93 亿元全部使用完毕¹，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 12 月投产。2022-2024 年该项目分别实现净利润 0.51 亿元、-0.68 亿元和-0.96 亿元，其中 2023 年以来主要由于电池箔加工费降低、成品率不达预期导致出现亏损。

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 2022-2024 年及 2025 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 2022-2024 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 2025 年第一季度财务报表未经审计。

2024 年 7 月 9 日，该公司控股孙公司深圳宇镡新材料有限公司（简称“深圳宇镡”）的全资子公司江苏宇镡新材料有限公司（简称“江苏宇镡”）办理完成工商注销手续，不再纳入合并报表范围，截至 2024 年末，公司合并范围二级子公司为 9 家。截至 2025 年 3 月末，公司合并范围二级子公司较上年末无变化，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，其中公司铝加工业务整体实现盈利，其中铝板带和包装箔产品经营状况较好，但电池箔市场竞争激烈导致加工费下降，业务出现亏损；纸包装材料业务随着卷烟产品“盒”、“条”包装改版的完成，2024 年以来经营恢复正常，盈利整体较为稳定；公司功能性薄膜经营状况持续欠佳，2024 年以来车衣膜市场竞争激烈，产品单价下降，整体收入规模缩减，且单位成本较高加上计提

¹ 万顺转 2 募集资金的利息收入、现金管理收益扣减手续费净额为 0.11 亿元。

较多资产减值准备，业务净利润持续亏损且亏损扩大。整体看，跟踪期内，得益于铝箔、铝板带新产能释放，公司营业收入同比均实现增长，2024 年受铝加工业务毛利率下降以及薄膜业绩计提大额减值影响，净利润亏损增加，2025 年第一季度公司主业盈利能力有所恢复，净利润实现减亏。

（1）外部环境

宏观因素

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标，价格水平仍疲弱，微观主体对经济的“体感”有待提升；消费复苏但暂未实现全面回升，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩，出口则保持韧性。转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，需求相对供给不足仍是重要矛盾，在超常规逆周期调节和全面扩大内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定，长期向好趋势不变。

详见：《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025 年一季度宏观经济分析及展望》。

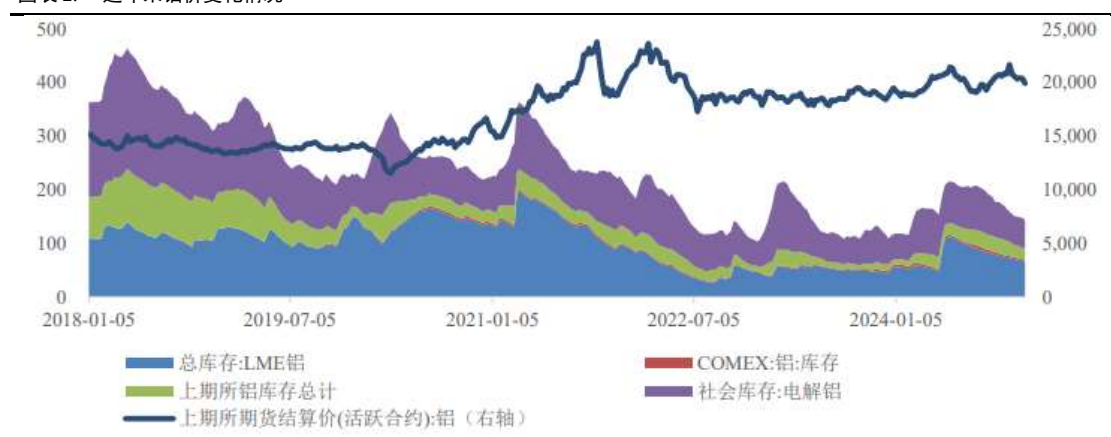
行业因素

铝加工行业

铝产业链主要包括上游铝土矿开采、中游电解铝制备（煤-电-铝）、下游加工。国内铝主要应用领域为建筑、交通运输、电力设备、耐用品、机械装备和包装材料等，截至 2023 年末建筑和交通用铝需求占比分别约为 33%和 25%。下游行业中，房地产等传统领域需求持续疲软；光伏和新能源汽车则成为带动铝需求增长的主要增量。其中，光伏用铝主要体现在光伏面板边框和光伏支架，而新能源汽车耗铝量则是传统燃油车的 3-4 倍，均有较大的铝需求。出口方面，受贸易政策影响，铝出口持续较弱。

供给侧改革背景下我国设定了电解铝合规产能上限，目前约为 4,500 万吨，近年来实际新增产能有限，有助于维持供需格局。价格方面，2023 年铝供需整体稳健，铝价在 1.80-1.90 万元主区间震荡。2024 年，虽然房地产行业依然表现低迷，但新能源产业特别是新能源汽车行业发展有效地提振了铝需求，叠加海外铝土矿供应趋紧，供需紧平衡加剧，对铝价形成支撑，铝价重心小幅上移。

图表 2. 近年来铝价变化情况



资料来源：Wind。

2024 年 11 月，财政部、税务局联合发布了《关于调整出口退税政策的公告》（2024 年第 15 号），取消铝材、铜材以及化学改性的动、植物或微生物油、脂等产品出口退税。短期来看，有色金属企业部分产品出口成本将有所抬升，出口利润下滑的铝材、铜材产品或转向国内销售，加剧国内市场竞争。从中长期来看，政策有助于推动行

业整合与优化，促进我国外贸的稳定发展和国际竞争力的增强。

详见：《有色金属行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》。

铝箔行业

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）。包装用铝箔是铝箔市场最重要的消费点之一，随着经济的发展和消费水平提升，包装用铝箔当前主要应用于食品与饮料行业，如用于零食、烘焙食品、肉类等密封包装、软包装饮料的封口膜、复合包装材料的内层、外卖保温袋等，凭借其高阻隔性、安全性和可热封性等性能，提升食品安全，延长食品保质期。但从人均消费量来看，我国与发达国家相比还有很大差距，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。

此外，随着新能源汽车和储能行业的发展，电池用铝箔的未来增长空间较大。新能源汽车领域，铝箔是动力电池的正极材料，而动力电池是新能源汽车的核心部件，推动了汽车产业的电动化转型。根据中国汽车工业协会数据，2024 年我国新能源乘用车销量为 1,105 万辆，同比增长 40.2%，渗透率提升至 48.9%；新能源商用车销量为 53 万辆，同比增长 28.9%，渗透率提升至 17.9%。根据 EVTank 数据，2024 年全球新能源汽车销量达到 1,823.6 万辆，同比增长 24.4%。根据 GGII 预测，2025 年全球新能源汽车销量有望突破 2,100 万辆，全球汽车电动化渗透率将接近 23%。新能源车的发展带动动力电池出货量的增长。储能领域，以磷酸铁锂为主的动力电池具备高安全性、长循环寿命等优势，可直接用于储能项目；另一方面，动力电池在用于新能源车后，循环寿命和能量密度仍可满足部分储能场景需求，动力电池在储能行业的应用已形成完整产业链。受益于政策支持且储能成本下降，储能需求快速增长，根据国家能源局数据，2024 年我国风电光伏新增装机容量 356.5GW，同比增长 21.8%，根据 GGII 数据，2024 年中国储能锂电池出货量同比增长超 60%，电力、户用、工商业储能锂电池同比分别增长超 70%、25%和 40%。

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，近年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。食品包装箔方面，2023 年国内外铝价价差结构失衡，且全球贸易环境不确定性加大，食品包装铝箔的出口量下滑，而供应端产能释放较大，导致加工费下降，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；2024 年铝箔市场产能规模仍然较大，且电池箔加工费的下降导致部分铝箔生产企业调整生产结构，增加了包装箔的供应量，进一步加剧了市场竞争，根据阿拉丁（ALD）2024 年 8 月 30 日的调研数据，当时食品包装箔市场主流加工费为 6800-7800 元/吨，相较 2023 年有一定程度下滑。电池箔方面，2023 年以来电池铝箔新增产能较大，根据 ICC 鑫椏资讯统计，2024 年电池铝箔新增名义产能达 50.04 万吨，高于 2023 年的 29.8 万吨，而国内新能源车及锂电池行业需求增速放缓，市场竞争加剧，导致加工费呈下降态势。2023 年末 12μm、13μm 和 15μm 电池箔加工费分别较 2022 年末下降 2760-2960 元/吨不等；2024 年 1-6 月 13μm 电池铝箔市场平均加工费相比 2023 年全年下降 7.43%。电池铝箔加工费长期处于低位对电池铝箔加工企业盈利形成压力，2024 年江苏鼎胜新能源材料股份有限公司（简称“鼎盛新材”）铝箔产品毛利率为 9.97%，同比下降 2.79 个百分点；永杰新材料股份有限公司（简称“永杰新材”）铝箔产品毛利率为 5.64%，同比下降 4.42 个百分点。

（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，2024 年及 2025 年第一季度，公司营业收入分别为 65.79 亿元和 14.62 亿元，同比分别增长 22.52%和 13.99%。分业务看，铝加工业务是公司最主要的收入来源，近年来收入占比持续提升，2024 年及 2025 年第一季度，得益于电池箔新产能释放，产销规模增加，公司铝加工业务实现收入分别为 47.32 亿元和 12.46 亿元，同比分别增长 39.57%和 36.91%；纸包装业务收入分别为 4.86 亿元和 1.07 亿元，同比分别增长 13.22%和 25.88%，主要系 2023 年烟标包装改革影响因素消退以及 2024 年以来纸包装材料业务下游客户需求增长所致；功能性薄膜业务方面，跟踪期内行业竞争激烈导致薄膜业务收入同比下降。

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	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
营业收入合计	58.34	53.70	65.79	14.62	12.82
其中：（1）铝加工业务	36.82	33.91	47.32	12.46	9.10
在营业收入中占比（%）	63.12	63.14	71.93	85.28	71.00
（2）纸包装材料业务	4.59	4.30	4.86	1.07	0.85
在营业收入中占比（%）	7.87	8.00	7.39	7.31	6.62
（3）功能性薄膜业务	0.25	0.74	0.52	0.08	0.18
在营业收入中占比（%）	0.42	1.38	0.80	0.52	1.42
（4）纸品贸易业务	15.18	13.65	12.28	0.21	2.41
在营业收入中占比（%）	26.02	25.42	18.67	1.47	18.78
毛利率（%）	10.18	6.50	5.21	6.56	5.26
其中：铝加工业务（%）	13.60	8.10	5.58	5.55	6.13
纸包装材料业务（%）	15.84	15.82	18.56	21.73	17.21
功能性薄膜业务（%）	-14.06	-20.32	-29.11	7.39	-25.89
纸品贸易业务（%）	1.20	1.18	0.99	1.04	1.08

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，少量包装箔）	新能源电池、食品饮料等包装
四川万顺	铝板带	内部供铝箔生产，剩余部分对外销售
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。安徽中基年产 10 万吨动力及储能电池项目为公司 2022 年非公开发行股票募投项目²，项目计划固定资产总投资额 13.91 亿元，截至 2025 年 3 月末已投资 6.54 亿元，正在进行工程建设，部分设备进入安装阶段，计划于 2025 年底完工。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，实际投资预计不超过 7 亿元，项目已于 2024 年底完工，目前处于产能爬坡期，资金来源为银行借款及自有资金。

² 该公司于 2022 年 11 月向特定投资者发行普通股 180,977,272.00 股，发行价格为 8.80 元/股，募集资金总额为 15.93 亿元，其中拟投入年产 10 万吨动力及储能电池箔项目 12.00 亿元，拟用于补充流动资金 3.93 亿元。截至 2024 年末，未使用募集资金余额为 1.82 亿元。

图表 5. 截至 2025 年 3 月末公司主要在建工程情况³（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计投资额	计划投资额		预计完工时间	资金来源
			2025 年 4-12 月	2026 年及以后		
年产 10 万吨动力及储能电池箔项目	13.91	6.54	5.00	-	2025 年 12 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	6.19	0.50	-	已完工	自筹及银行贷款
合计	23.48	12.73	5.50	-	-	-

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。公司铝加工业务通常合同签订至交货存在 1.5-2 个月周期，为缓解铝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。公司对铝和外汇开展了套期保值，以缓冲一部分价格走势变动的不利影响，但整体规模很小，2024 年末公司对铝和外汇的衍生品投资金额分别为 46.54 万元和 8,100.85 万元，全年铝期货业务对当期损益影响额 62.84 万元，外汇合约业务对当期损益影响额 762.43 万元。2024 年和 2025 年第一季度，公司铝加工业务分别实现营业收入 47.32 亿元和 12.46 亿元，同期毛利率分别为 5.58%和 5.55%，同比分别减少 2.52 个百分点和 0.58 个百分点，主要是市场竞争激烈导致行业加工费水平下降以及国内外铝价阶段性倒挂影响所致。

图表 6. 近年来铝箔和铝板带业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

	项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度	2024 年第一季度
铝箔	收入	30.75	24.95	29.77	7.73	6.34
	毛利率	17.07	10.55	7.46	7.37	6.94
铝板带	收入	2.96	5.81	12.49	3.52	1.98
	毛利率	5.41	1.82	2.98	2.21	2.53

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、少量生产包装箔。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，目前两个基地产能分别为 8.3 万吨/年和 7.2 万吨/年。2024 年和 2025 年第一季度，公司铝箔产量分别为 11.05 万吨（江苏基地 7.46 万吨，安徽基地 3.59 万吨）和 2.61 万吨（江苏基地 1.71 万吨，安徽基地 0.90 万吨），销量分别为 10.76 万吨（江苏基地 7.25 万吨，安徽基地 3.51 万吨）和 2.67 万吨（江苏基地 1.75 万吨，安徽基地 0.92 万吨），2024 年以来由于安徽中基二期投产，铝箔产销量同比均有所上升。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 7. 公司铝箔产销量情况（单位：万吨、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度	2024 年第一季度
设计产能	12.30	12.30	15.50	3.88	3.88
实际产量	10.44	9.11	11.05	2.61	2.49
产能利用率	84.88	74.01	71.25	67.38	64.17
销售量	10.13	8.85	10.76	2.67	2.46
产销率	97.03	97.21	97.43	102.51	98.76

资料来源：根据万顺新材提供的资料整理、计算（表中数据已剔除内部交易）。

2024 年和 2025 年第一季度，该公司铝箔销售收入分别为 29.77 亿元和 7.73 亿元，同比分别增长 19.33%和 21.92%，

³ 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。

毛利率分别为 7.46%和 7.37%，同比分别下降 3.09 个百分点和增长 0.43 个百分点。2024 年由于公司铝箔销量增加，且铝价总体较上年有所上涨，公司铝箔销售收入同比增加，但受电池箔行业加工费水平下降，叠加 2024 年第一季度国内外铝价倒挂因素影响，铝箔毛利率均同比下降。2025 年第一季度铝箔收入和毛利同比均大幅增加，主要系 2024 年第一季度安徽中基新生产线处于磨合阶段，产量较低，以及 2025 年第一季度国内外铝价保持正价差所致。

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。公司已与利乐包（Tetra Pak）、山东新巨丰科技包装股份有限公司、山东碧海包装材料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，2024 年包装铝箔业务前五大客户销售额占铝加工业务销售总额的比重为 18.59%，其中近年来利乐一直是公司包装箔销售第一大客户，安徽中基通过利乐验厂测试后，2024 年对其销售规模持续增加，2024 年公司对于利乐的销售达到 5.61 亿元，同比增长 63.93%。公司包装箔业务出口比重较高，2024 年主要出口至瑞典、越南和阿拉伯地区，占比分别为 37.56%、7.13%和 6.78%。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，2024 年伦敦金属交易所 LME 铝锭价格有所上升，公司铝箔出口单价升至 2.79 万元/吨。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。出口政策方面，自 2024 年 12 月 1 日起取消铝材等产品出口退税短期可能对于部分无法实现价格转嫁的产品的毛利和销售额可能产生负面影响，对此公司已与主要客户谈判由对方承担大部分费用，但仍需关注相关贸易政策对公司海外销售可能产生的影响。跟踪期内，包装箔业务能够实现稳定盈利，2024 年江苏中基母公司口径营业收入同比增长 15.89%至 22.20 亿元，毛利率 7.92%，实现净利润 1.18 亿元，同比增长 101.34%；2025 年第一季度收入同比增长 12.55%至 5.41 亿元，毛利率和净利润分别为 8.19%和 0.06 亿元。

电池箔方面，该公司电池箔业务积极与国内主要电池厂商进行接洽，稳定供应宁德时代等头部电池企业，2024 年以来，公司电池箔新增合作客户 19 家，客户认证通过 4 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，2024 年电池铝箔业务前五大客户销售额占铝加工业务销售总额的比重为 9.91%。近年来，电池箔行业市场竞争激烈导致加工费下降，且安徽中基电池箔产品成品率仍有待提升，电池箔毛利率有所下降，加上公司对部分电池箔产品计提存货跌价准备，电池铝箔业绩下滑，2024 年电池箔业务毛利率为-2.19%，同比下降 9.00 个百分点。2025 年以来，公司电池箔成品率逐步提升，且中强高延铝箔项目逐步实现生产销售，中强高延电池铝箔加工费较高。2025 年第一季度实现收入 3.21 亿元，同比增长 28.16%；毛利率和净利润均转正，实现净利润 0.02 亿元。公司根据下游客户的产品切换情况逐步提升中强高延铝箔供货量并加强内部精细化管理，该产品产销规模的扩大有助于电池铝箔业绩的提升。

图表 8. 公司铝箔销售情况（单位：万吨，万元/吨）

	2022 年	2023 年	2024 年
出口数量	4.60	3.52	4.10
其中：美国及欧盟	1.90	0.50	0.63
出口单价	3.17	2.70	2.79
国内销售数量	5.44	5.46	6.69
国内销售单价	2.97	2.83	2.73

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。公司铝板带主要为内部供应，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。2024 年国内电解铝生产成本随氧化铝价格的上涨而增加，铝板带采购价格整体上行，公司铝板带采购价格随市场行情有所上升，2024 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 42.89%，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 9. 铝板带采购情况

铝板带	2022 年	2023 年	2024 年
采购量（万吨）	10.88	10.32	13.59
采购单价（万元/吨）	2.35	2.23	2.34

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

铝板带业务

铝板带为铝箔生产的主要原材料。截至 2025 年 3 月末，该公司铝板带产能合计 26 万吨/年（含江苏华丰 6 万吨/年、安徽美信 7 万吨/年、四川万顺 13 万吨/年），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，而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，该部分铝板带以外部采购为主。2024 年及 2025 年第一季度公司铝板带生产量分别为 15.90 万吨和 3.94 万吨，同比分别增加 5.39 万吨和 0.63 万吨，由于“年产 13 万吨高精铝板带项目”于 2024 年陆续完工投产，当年铝板带产量扩大。同期公司铝板带内部供应量分别为 9.65 万吨和 2.13 万吨，同比分别增加 1.66 和减少 0.06 万吨。

2024 年及 2025 年第一季度，铝板带业务对外销量同比均实现增长，叠加 2024 年国内铝价价格中枢整体上行，公司铝板带平均销售单价提升影响，公司铝板带销售收入实现大幅增长，同期分别为 12.49 亿元和 3.52 亿元，同比分别增加 115.07%和 77.96%，实现毛利率分别为 2.98%和 2.21%，同比分别增加 1.16 个百分点和下降 0.32 个百分点，毛利率变动主要系铝价的变动所致，由于铝板带业务加工费偏低，且 2023 年以来公司四川万顺铝板带项目逐渐完工，整体产能利用率下降，单位产品分摊固定成本较高，毛利率较低。

图表 10. 公司铝板带产销量和销售单价情况（单位：万吨，%，万元/吨）

	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
产能	11.00	17.00	26.00
产量	10.98	10.51	15.90
产能利用率	99.82	61.82	61.15
对外销售量	1.39	3.06	6.20
销售单价(不含税)	2.13	1.90	2.03

注：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

整体看，2024 年以来该公司铝加工销量规模保持增长，收入持续扩大。其中，铝板带业务板块经营较为稳定，毛利率变动主要由铝价变化产生；铝箔中包装箔业务能够实现稳定盈利，电池箔受行业竞争激烈影响较大经营承压。2024 年江苏中基合并口径实现营业收入 47.93 亿元、毛利率 5.74%、净利润 0.25 亿元。后续公司计划通过进一步提升电池箔成品率、增加高端产品供货等方式改善电池箔经营业绩，后续经营改善情况需持续关注。

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。2024 年及 2025 年第一季度，纸包装业务实现收入分别为 4.86 亿元和 1.07 亿元，同比分别增长 13.22%和 25.88%；毛利率分别为 18.56%和 21.73%，同比分别增加 2.74 个百分点和 4.52 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政策，短期对需求产生影响，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 年及 2025 年第一季度纸包装业务收入均同比增长。

该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”、“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）。公司纸包装业务基本采取以销定产模式，产销率维持较高水平，2024 年及 2025 年第一季度随

着需求的提升，公司纸包装业务产能利用率同比有所提升，分别为 47.45%和 45.59%。

图表 11. 公司纸包装材料产销量数据（单位：万吨、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度	2024 年第一季度
设计产能	8.00	8.00	8.00	2.00	2.00
实际产量	3.59	3.39	3.80	0.91	0.82
产能利用率	44.86	42.35	47.45	45.59	40.80
销售量	3.56	3.35	3.80	0.84	0.68
产销率	99.10	98.87	100.04	92.16	83.56

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，2024 年原纸占成本比重为 57.87%，薄膜占成本比重为 30.36%，辅料占成本比重为 4.70%，其余为人工、能源成本和其他费用。2024 年，公司原膜自产比例为 32.20%，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。2024 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 53.58%，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有所下降，原膜价格较为稳定。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 12. 公司纸包装材料业务原材料采购情况（单位：元/吨、元/万米）

原材料	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年第一季度		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	采购数量	采购单价
烟包白卡纸（吨）	36,885.74	7,357.74	32,122.19	7,360.17	37,019.90	7,056.95	8,414.13	6,749.72	7,044.90	7,336.99
原膜（铝箔）（吨）	630.44	35,008.22	442.90	31,039.10	491.00	30,202.98	68.92	29,184.80	117.39	31,777.93
原膜（镀铝膜）（吨）	-	-	-	-	-	-	4.57	15,809.68	-	-
原膜（转移/复合膜）（万米）	16,145.90	6,788.89	9,693.14	6,882.28	12,287.51	6,967.62	2,738.78	6,839.06	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。2024 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 60.22%，客户集中度较高也较为稳定。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 13. 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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度	2024 年第一季度
转移纸	1.51	1.48	1.48	1.52	1.46
复合纸	1.33	1.34	1.33	1.18	1.26

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（简称“万顺兆丰林”）和广东万顺科技有限公司（简称“广东万顺”）承担，主要产品包括导电膜、节能膜、车衣膜、纳米炫光膜（本部分统称为传统功能膜）以及

高阻隔膜。2024 年及 2025 年第一季度，公司功能性薄膜业务分别实现营业收入 0.52 亿元和 0.08 亿元，同比分别减少 0.21 亿元和 0.11 亿元，主要系车衣膜市场竞争激烈，车衣膜产品售价降低所致。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低，同期毛利率分别为-29.11%和 7.39%，同比分别下降 8.79 个百分点和上升 33.28 个百分点，2025 年一季度公司毛利率较高的节能膜产品重新开始生产并销售，且 2024 年已对部分膜类产品计提跌价准备，对外销售的存货成本降低，毛利率转正。

图表 14. 公司膜业务收入情况（单位：万元）

产品	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度	2024 年第一季度
导电膜	150.22	118.70	189.82	119.16	34.79
节能膜	606.73	387.35	-188.15	211.19	10.48
车衣膜	900.63	5,232.07	4,119.08	334.79	1,258.14
纳米炫光膜	479.25	217.23	91.21	-	35.80
高阻隔膜	302.72	418.51	597.27	94.66	101.03
功能性薄膜总收入	2,478.29	7,397.35	5,248.09	759.80	1,820.43

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 2024 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。2024 年车衣膜销售占比为 78.49%，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。

图表 15. 公司传统功能膜产销情况

时间	设计产能（万平方米）	实际产量（万平方米）	销售量（万平方米）	产能利用率（%）	产销率（%）
2022 年	540	51.80	50.92	9.59	91.17
2023 年	590	191.74	180.69	32.50	94.24
2024 年	590	163.50	158.07	27.71	96.68

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，2024 年高阻隔进一步通过性能测试，新客户开始下批量订单，食品包装用高阻隔膜产品销量增幅较大。2023-2024 年高阻隔膜实现收入分别为 418.51 万元和 597.27 万元，产量分别为 247.99 万平方米和 414.28 万平方米，销量分别为 207.85 万平方米和 400.96 万平方米。

整体看，该公司功能性薄膜业务规模小，受单位产品承担固定成本较高，以及计提资产减值准备等影响，持续处于亏损状态，万顺兆丰林和广东万顺净利润分别为-0.84 亿元和-1.06 亿元。万顺兆丰林当前着力制造并推广公司自有品牌高端膜类产品，若自有品牌产品进一步开拓国内外市场，增大产销规模，可能改善薄膜业务利润情况。

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。2024 年和 2025 年第一季度，公司纸品贸易业务收入分别为 12.28 亿元和 0.21 亿元，同比分别下降 10.05%和 91.08%，主要由于终端消费需求放缓所致；实现毛利率分别为 0.99%和 1.04%，同比分别下降 0.19 个百分点和下降 0.04 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

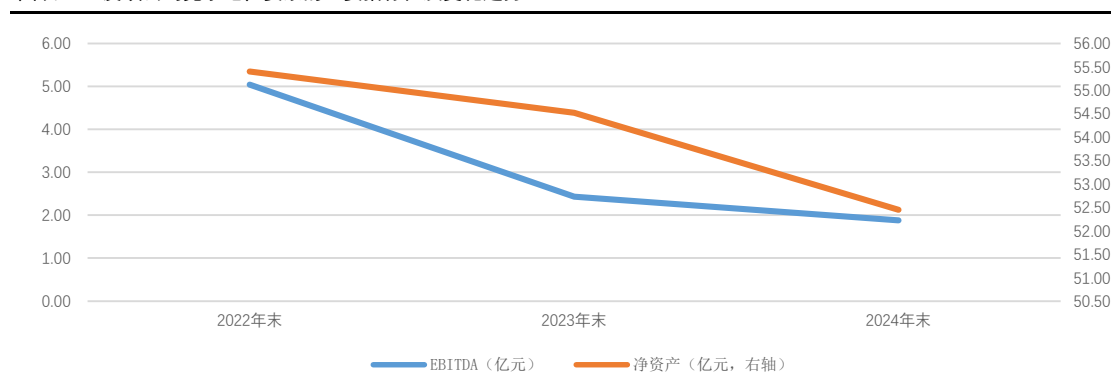
铝加工业务领域，该公司的包装箔产品广泛用于伊利、蒙牛、联合利华、同仁堂等品牌的包装。安徽中基于 2023 年通过了利乐的认证，包装箔的销售规模进一步扩大，2024 年公司对利乐集团的销售额达到 5.61 亿元。电池箔方面，公司已进入宁德时代等头部电池企业供应链体系，根据 ICC2023 年上半年的研究数据，安徽中基电池箔市场份额约为 8%，全国范围内名列第三，且随着安徽中基二期的投产，公司电池箔的市场份额可能进一步提升。电池箔行业具有一定壁垒，新厂商进入需要通过下游大客户长时间的认证，短期内难以有新厂商对公司形成竞争。但铝箔行业下游大客户的议价能力强，且国内外铝价的波动对公司收入和利润有重要影响，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。受限于控烟等政策的影响，纸包装业务规模有逐步萎缩趋势。

研发方面，截至 2024 年末该公司累计拥有 56 项发明专利、305 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”。2022-2024 年，公司研发投入金额分别为 0.89 亿元、0.91 亿元和 0.88 亿元，研发投入占营业收入比例分别为 1.53%、1.70%和 1.34%。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。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)和《铝箔试验方法第 11 部分：力学性能的测试》(GB/T 22638.11-2023)的起草单位之一，安徽中基、深圳宇翔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。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司净资产分别为 55.40 亿元、54.52 亿元、52.45 亿元和 52.38 亿元，跟踪期内因公司经营亏损使得净资产略有减少。同期公司 EBITDA 分别为 5.04 亿元、2.43 亿元和 1.88 亿元，主要随利润总额减少而减少。

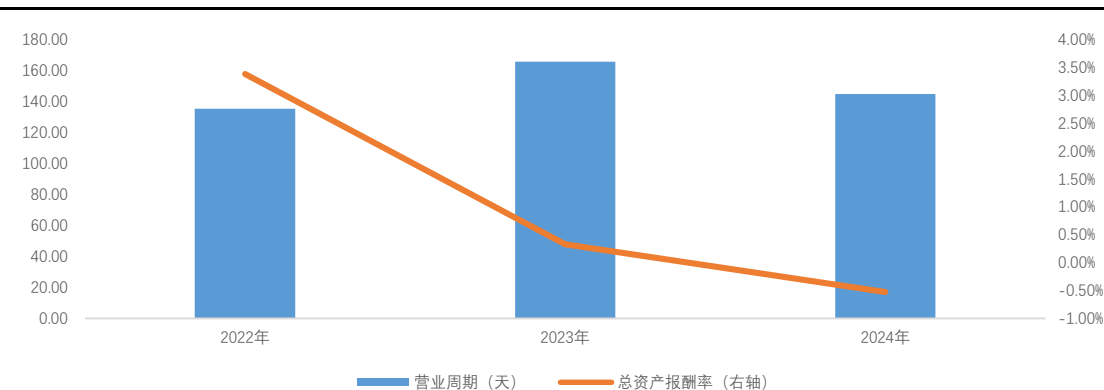
图表 16. 反映公司竞争地位要素的主要指标值及变化趋势



注：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

③ 经营效率

图表 17. 反映公司经营效率要素的主要指标值



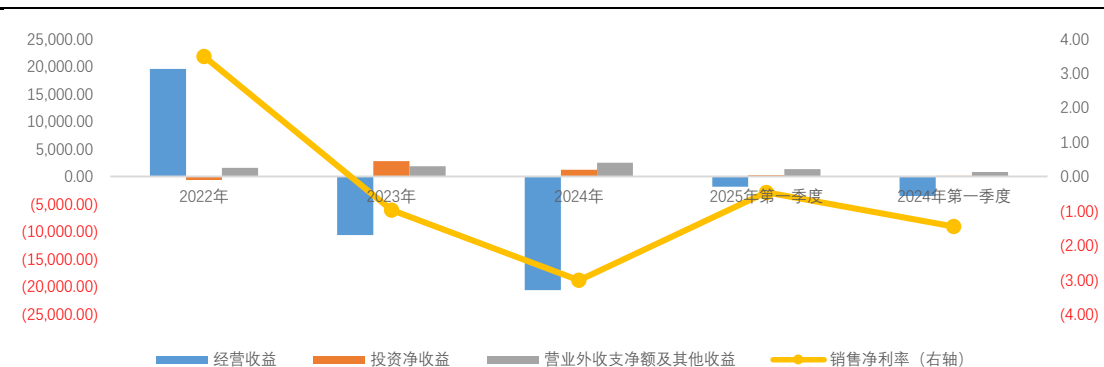
资料来源：根据万顺新材所提供数据整理、绘制。

2022-2024 年，该公司总资产报酬率分别为 3.38%、0.33%和-0.53%，2024 年利润总额亏损加大，导致总资产报酬率同比减少 0.80 个百分点。

2022-2024 年该公司营业周期分别为 135.16 天、165.46 天和 144.66 天，呈波动态势。回款效率方面，应收账款周转天数分别为 78.60 天、92.10 天和 81.90 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 56.56 天、73.36 天和 62.76 天，2024 年存货周转效率有所提升。

④ 盈利能力

图表 18. 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。

2024 年及 2025 年第一季度，该公司营业毛利分别为 3.42 亿元和 0.96 亿元，同比分别下降 1.83%和增长 42.13%，其中铝箔业务是主要的毛利贡献来源，2024 年铝箔业务因受加工费下降等影响，营业毛利同比下降 23.77%至 1.66 亿元；2025 年第一季度由于安徽中基新生产线完成磨合后正常运行以及国内外铝价保持正价差等因素影响，营业毛利同比增长 34.66%至 0.57 亿元。功能性薄膜业务因单位成本较高导致毛利率低，同期公司实现毛利率分别为-29.11%和 7.39%，同比分别减少 8.79 个百分点和上升 33.28 个百分点。

图表 19. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	58.34	53.70	65.79	14.62	12.82
营业毛利（亿元）	5.94	3.49	3.42	0.96	0.67

公司营业利润结构	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
期间费用率 (%)	6.00	6.62	5.85	6.72	7.56
其中：财务费用率 (%)	1.34	0.95	1.16	1.51	1.76
全年利息支出总额 (亿元)	1.31	1.11	1.25	—	—
其中：资本化利息数额 (亿元)	0.30	0.18	0.08	—	—

注：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

2024 年和 2025 年第一季度，该公司期间费用分别为 3.85 亿元和 0.98 亿元，同比分别增长 8.24% 和 1.40%，期间费用率分别为 5.85% 和 6.72%，同比分别下降 0.77 个百分点和 0.84 个百分点。其中，同期公司管理费用分别为 1.64 亿元和 0.39 亿元，研发费用分别为 0.88 亿元和 0.24 亿元，同比变化不大；公司财务费用分别为 0.76 亿元和 0.22 亿元，同比分别增长 49.93% 和下降 2.17%，2024 年公司借款规模扩大，利息费用同比增加；公司销售费用分别为 0.56 亿元和 0.13 亿元，同比分别增长 0.04% 和下降 11.39%，主要用于铝箔市场的开拓。2024 年及 2025 年第一季度资产减值损失分别为 1.25 亿元和 0.01 亿元，2024 年资产减值损失主要包括存货跌价损失 0.61 亿元和固定资产减值损失 0.57 亿元，按业务来看，铝加工业务相关产品计提存货跌价损失约 0.21 亿元，主要与电池箔加工费水平下降有关；功能性薄膜业务方面，公司薄膜产销规模较小，分摊的单位固定成本高，毛利率亏损，导致当年计提相关存货跌价损失约 0.25 亿元及相关固定资产减值 0.57 亿元。2024 年和 2025 年第一季度，公司实现经营收益分别为 -2.06 亿元和 -0.18 亿元，同比分别减少 1.00 亿元和 0.17 亿元，后续主业绩改善情况需持续关注。

2024 年和 2025 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 0.12 亿元和 0.02 亿元，2024 年的投资收益主要由公司处置部分交易性金融资产形成。同期公司营业外收入及其他收益合计分别为 0.30 亿元和 0.13 亿元，主要为政府补助。

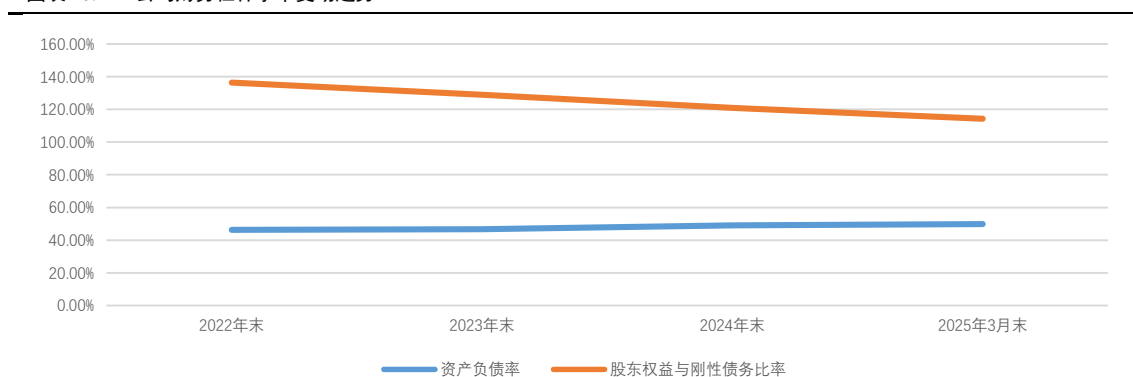
受主业经营亏损影响，2024 年及 2025 年第一季度该公司净利润分别为 -1.98 亿元和 -0.07 亿元，销售净利率分别为 -3.02% 和 -0.46%，2024 年公司净亏损同比增加 1.46 亿元，2025 年第一季度公司实现减亏。分业务看，公司纸包装业务盈利整体稳定，功能性薄膜业务持续亏损，铝加工业务经营状况与铝加工费和国内外铝价密切相关，下游需求的变化及国内外铝价波动情况会显著影响公司利润，致使盈利稳定性较弱。

3. 财务

跟踪期内，该公司债务规模变动不大，资产负债率小幅上升。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 20. 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。

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司负债总额分别为 50.36 亿元和 51.92 亿元，资产负债率分别为 48.99%和 49.78%，较上年末分别增长 2.35 个百分点和 0.79 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 1.21 倍和 1.16 倍，权益资本能够对刚性债务形成一定保障。

① 资产

图表 21. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	61.04	55.00	54.17	55.53
	59.19	53.83	52.69	53.24
其中：现金类资产 ⁴ （亿元）	31.52	27.93	23.85	25.90
应收账款（亿元）	13.38	13.72	15.81	15.47
存货（亿元）	9.88	10.31	11.14	11.41
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	42.08	47.18	48.64	48.77
	40.81	46.17	47.31	46.76
其中：固定资产（亿元）	26.37	31.98	34.32	33.87
在建工程（亿元）	7.38	7.51	6.93	7.52
无形资产（亿元）	2.55	2.39	2.32	2.30
商誉（亿元）	2.65	2.40	2.34	2.34
期末全部受限资产账面金额（亿元）	10.57	10.57	10.82	12.21
受限资产账面价值/总资产（%）	10.25	10.34	10.53	11.70

注：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

2024 年末，该公司资产总额为 102.81 亿元，较 2023 年末略有增长，公司资产仍以流动资产为主，期末占资产总额的比重为 52.69%。2024 年末，公司流动资产总额为 54.17 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 44.03%、29.18%和 20.56%。其中，2024 年末公司货币资金余额为 16.69 亿元，较上年末下降 23.89%，主要系公司铝加工新建项目陆续投产，外购物资和设备增加所致，其中受限货币资金为 3.41 亿元，主要是信用证、银行承兑汇票保证金和履约保证金，受限资金占比不大；同期末公司应收账款为 15.81 亿元，较上年末增长 15.20%，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 81.92%，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、洛阳龙鼎国际贸易有限公司、福建鑫叶投资管理集团有限公司和江苏大亚铝业有限公司，合计占应收账款总额比重为 38.98%；同期末存货余额为 11.14 亿元，较上年末增长 8.08%，主要由原材料、在产品和库存商品构成，期末分别为 3.73 亿元、2.82 亿元和 4.08 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 9.47 亿元、1.43 亿元和 0.19 亿元，当期计提存货跌价准备 0.61 亿元，其中功能性薄膜业务相关存货计提约 0.25 亿元，铝加工业务相关存货计提约 0.21 亿元。

2024 年末，该公司非流动资产总额为 48.64 亿元，较上年末增长 0.62%，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 70.55%、14.24%、4.77%和 4.81%。2024 年末，公司固定资产余额为 34.32 亿元，较上年末增长 7.30%，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，相应在建工程余额较上年末减少 7.82%，为 6.93 亿元；无形资产余额为 2.32 亿元，主要系公司拥有的土地使用权、专利权等，公司土地均以成本入账，实际价值高于账面价值；商誉余额为 2.34 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 0.06 亿元。

2025 年 3 月末，该公司资产总额为 104.30 亿元，较上年末增长 1.45%，资产构成上变化较小。

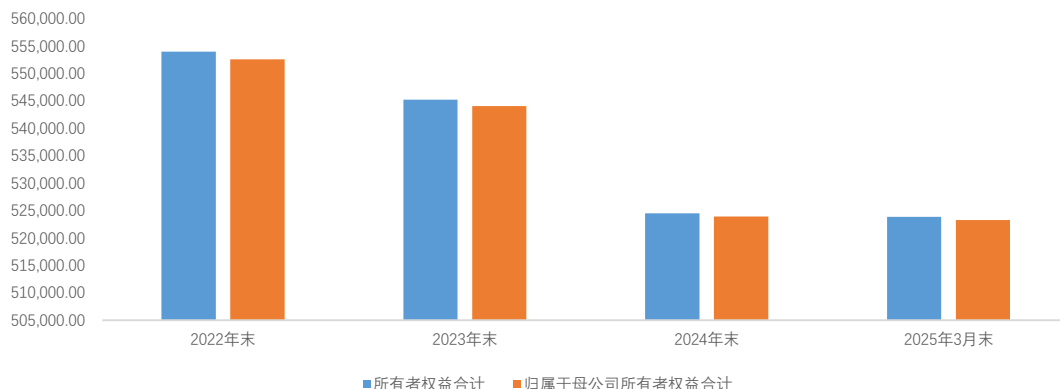
2025 年 3 月末，该公司受限资产规模 12.21 亿元，占当期资产总额的 11.70%，其中受限货币资金 4.31 亿元，主要为用于信用证、银行承兑汇票保证金及履约保证金；受限应收票据为 1.51 亿元，为用于票据质押借款；受限

⁴ 现金类资产=货币资金+应收银行承兑汇票+交易性金融资产。

固定资产和无形资产分别为 5.26 亿元和 1.12 亿元，均用于银行借款抵押。

② 所有者权益

图表 22. 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。

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 52.45 亿元和 52.38 亿元，较上年末分别下降 3.80%和 0.13%，主要是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 7.08 亿元和 7.01 亿元，较上年末分别下降 21.51%和 0.94%；此外 2024 年公司办理完成 2,120.45 万股回购股份注销手续，相应减少股本 0.21 亿元、减少资本公积 0.81 亿元、减少库存股 1.02 亿元至 0 元。同期末，公司归属于母公司所有者权益分别为 52.39 亿元和 52.33 亿元，在合并所有者权益中占比较高。公司 2023 年度未进行利润分配，2024 年度利润分配预案为以 889,448,197 股为基数向全体股东以每 10 股派发人民币 0.1 元现金（含税）分红。

③ 负债

图表 23. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
刚性债务	40.63	42.26	43.41	45.82
其中：短期刚性债务	31.81	34.07	35.45	37.76
中长期刚性债务	8.82	8.19	7.96	8.05
应付账款	2.97	3.27	4.53	3.82
其他应付款	2.18	0.16	0.20	0.17
综合融资成本（年化，%）	3.65	3.83	3.27	3.04

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，2024 年末及 2025 年 3 月末长短期债务比分别为 22.06%和 21.50%。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 4.53 亿元和 3.82 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 0.20 亿元和 0.17 亿元，主要为保证金和其他款项。

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司刚性债务分别为 43.41 亿元和 45.82 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 81.66%和 82.42%。公司短期刚性债务主要由短期借款、应付票据和一年内到期的长期借款构成。同期末短期借款分别为 22.94 亿元和 26.81 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 11.22 亿元和 10.12 亿元；一年内到期的长期借款分别为 1.28 亿元和 0.83 亿元。公司中长期刚性债务主要为长期借款和应付债券，同期末长期借款均为 2.53 亿元，主要用于在建项目建设；应付债券分别为 5.42 亿元和 5.52 亿元，为公司发行的“万顺转 2”，后续转股情况需持续关注。

从借款方式看，该公司银行借款以抵押借款和票据贴现为主，2025 年 3 月末分别占比 26.19%和 60.40%，借款利率区间为 2.20%-3.45%。从融资成本来看，2024 年及 2025 年第一季度公司年化综合融资成本分别为 3.27%和

3.04%，融资成本下降。

图表 24. 公司 2025 年 3 月末存续刚性债务期限结构⁵（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	37.76	5.68	-	2.37	-	45.81
母公司口径	3.21	5.52	-	-	-	8.72

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 25. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-1.09	4.84	-2.92	-1.32	-1.81
其中：业务现金收支净额（亿元）	0.80	6.52	-3.04	-0.20	-2.37
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-5.70	-8.77	-4.14	0.01	-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）	5.30	7.67	4.85	1.06	1.40
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	21.60	-3.30	2.50	3.21	2.16
其中：现金利息支出（亿元）	0.85	0.74	0.99	0.19	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，2024 年及 2025 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 99.93%和 131.08%。同期公司经营性现金流净额分别为-2.92 亿元和-1.32 亿元，2024 年以来经营性现金呈净流出态势，主要系铝加工项目完工投产，公司对铝锭等原材料采购支出增加，购买商品、接受劳务支付的现金支出增大所致。

2024 年以来该公司铝加工业务项目陆续完工投入使用，投资活动现金流出减少，2024 年及 2025 年第一季度，公司投资活动现金流净额分别为-4.14 亿元和 0.01 亿元，同比分别增加 4.63 亿元和 0.60 亿元。

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，2024 年及 2025 年第一季度公司筹资活动现金流净额分别为 2.50 亿元和 3.21 亿元，2024 年以来银行借款增加，筹资活动现金呈净流入。

② 偿债能力

图表 26. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度
EBITDA（亿元）	5.04	2.43	1.88
EBITDA/利息支出（倍）	3.84	2.18	1.50
EBITDA/刚性债务（倍）	0.13	0.06	0.04

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

2024 年该公司 EBITDA 为 1.88 亿元，同比下降 22.76%，主要由于利润总额同比减少所致。同年 EBITDA 对利息支出和刚性债务的覆盖倍数分别为 1.50 倍和 0.04 倍，保障能力有所下降。

⁵ 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 27. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动比率 (%)	161.27	143.27	131.29	129.94
速动比率 (%)	127.20	111.77	101.44	99.46
现金比率 (%)	83.25	72.76	57.81	60.61

资料来源：根据万顺新材所提供数据整理、计算。

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司流动比率分别为 131.29%和 129.94%，速动比率分别为 101.44%和 99.46%，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 57.81%和 60.61%，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 2025 年 3 月末，该公司合并口径获得的银行综合授信额度共计 44.91 亿元，尚有 13.93 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 16.85 亿元，尚可使用额度为 9.49 亿元，仍有后续融资空间。

(2) ESG 因素

跟踪期内，该公司股权结构整体保持稳定，截至 2025 年 3 月末实际控制人杜成城及其一致行动人合计持有公司 27.89%股权，所持股权均未质押。

高管人员变动方面，2024 年以来该公司董事会、监事会和高级管理人员保持稳定。

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 2025 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，2024 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”）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 890.93 元和 169,964.27 元。关联方往来款项方面，2024 年末公司对关联方北京众智同辉科技有限公司的其他应付款为 626.54 万元。总体看，公司关联交易规模小。

根据该公司提供的 2025 年 4 月 26 日的《企业信用报告》，公司本部无欠款欠息记录。

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，主要基于鼎胜新材、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。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 2”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 2”转股期为 2021 年 6 月 17 日至 2026 年 12 月 10 日，截至 2025 年 3 月末尚有 570.13 万张尚未转股，剩余金额为 5.70 亿元，未转股比例为 63.35%，最新转股价为 4.99 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

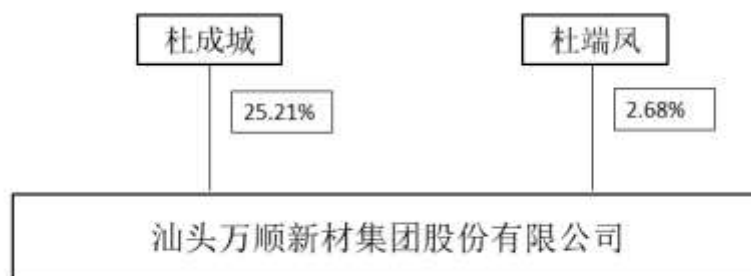
该公司经营收现能力较强，2024 年及 2025 年第一季度公司营业收入现金率分别为 99.93%和 131.08%。公司货币资金存量较为充裕，2025 年 3 月末公司未受限货币资金为 19.49 亿元，可为公司即期债务偿付提供基本支撑。2022-2024 年公司 EBITDA/利息支出分别为 3.84 倍、2.18 倍和 1.50 倍，能够形成一定保障。

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 2 信用等级为 AA⁻。

附录一：

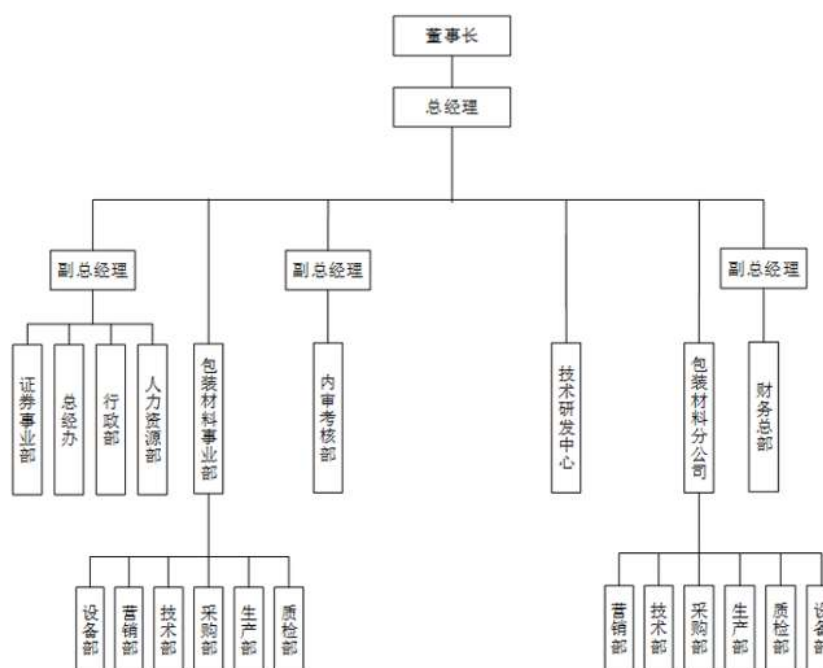
公司与实际控制人关系图



注：根据万顺新材提供的资料整理绘制（截至 2025 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 2025 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2024 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	8.06	47.69	3.35	0.17	-1.49	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	29.78	24.86	47.93	0.25	-1.79	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	-	2.31	1.67	0.08	0.16	
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	0.12	3.51	0.63	-0.84	0.03	
江苏华丰铝业有限公司	华丰铝业	孙公司	100.00 ⁶	铝板带	5.51	0.96	9.83	-0.05	-1.18	
安徽中基电池箔科技有限公司	安徽中基	孙公司	100.00 ⁷	铝箔	4.11	11.08	18.53	-0.96	2.15	合并口径

注：根据万顺新材 2024 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

⁶ 子公司江苏中基对华丰铝业的持股比例为 100%。
⁷ 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	2024 年度经营数据				2024 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/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	12.21	111.92	75.70	1.82	0.96	72.06	16.70	0.16
山东南山铝业股份有限公司	AAA/稳定	91.12	135.37	88.32	9.75	8.43	19.98	9.38	0.34
发行人	AA-/稳定	1.88	144.66	99.93	-0.53	1.21	48.99	1.50	0.04

注：鼎胜新材非本评级机构客户，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。

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]	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	103.12	102.18	102.81	104.30
货币资金 [亿元]	28.16	21.93	16.69	19.49
刚性债务[亿元]	40.63	42.26	43.41	45.82
所有者权益 [亿元]	55.40	54.52	52.45	52.38
营业收入[亿元]	58.34	53.70	65.79	14.62
净利润 [亿元]	2.04	-0.52	-1.98	-0.07
EBITDA[亿元]	5.04	2.43	1.88	—
经营性现金净流入量[亿元]	-1.09	4.84	-2.92	-1.32
投资性现金净流入量[亿元]	-5.70	-8.77	-4.14	0.01
资产负债率[%]	46.28	46.64	48.99	49.78
权益资本与刚性债务比率[%]	136.33	129.02	120.83	114.33
流动比率[%]	161.27	143.27	131.29	129.94
现金比率[%]	83.25	72.76	57.81	60.61
利息保障倍数[倍]	2.33	0.30	-0.43	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	135.16	165.46	144.66	—
毛利率[%]	10.18	6.50	5.21	6.56
营业利润率[%]	3.46	-1.12	-2.59	-0.38
总资产报酬率[%]	3.38	0.33	-0.53	—
净资产收益率[%]	4.49	-0.95	-3.71	—
净资产收益率*[%]	4.52	-0.91	-3.60	—
营业收入现金率[%]	104.88	106.58	99.93	131.08
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.20	12.71	-7.34	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-15.08	-8.24	-14.42	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.84	2.18	1.50	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.06	0.04	—

注：表中数据依据万顺新材经审计的 2022~2024 年及未经审计的 2025 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(%)=期末未清偿担保余额/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	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）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 9 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 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	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）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 9 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。