

信用等级公告

联合[2019] 649 号

联合资信评估有限公司通过对湖南五江轻化集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持湖南五江轻化集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，“18 五江轻化 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年三月二十五日



湖南五江轻化集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定
 上次评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评 级结果	上次评 级结果
18 五江轻化 CP001	10 亿元	2019/11/01	A-1	A-1

评级时间：2019 年 3 月 25 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	18.27	20.81	34.80	37.13
资产总额(亿元)	233.77	261.10	308.55	324.00
所有者权益(亿元)	121.97	144.54	171.23	187.53
短期债务(亿元)	54.20	54.09	73.76	81.54
长期债务(亿元)	45.79	52.78	56.21	48.26
全部债务(亿元)	99.99	106.87	129.97	129.81
营业收入(亿元)	132.01	147.07	176.08	123.76
利润总额(亿元)	15.65	23.20	30.07	20.58
EBITDA(亿元)	23.54	32.02	39.18	--
经营性净现金流(亿元)	6.63	9.03	15.88	21.41
营业利润率(%)	18.66	21.56	22.10	22.99
净资产收益率(%)	9.79	12.37	13.44	--
资产负债率(%)	47.82	44.64	44.51	42.12
全部债务资本化比率(%)	45.05	42.51	43.15	40.91
流动比率(%)	198.56	227.79	217.89	187.37
经营现金流动负债比率(%)	10.04	14.16	19.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.25	3.34	3.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.98	6.31	7.07	--

注：1.2018 年 1~9 月财务数据未经审计；2.现金类资产已剔除使用受限的货币资金；3.长期应付款和其他流动负债中的有息部分已分别计入长期债务和短期债务。

分析师

魏铭江 闫旭

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

湖南五江轻化集团有限公司（以下简称“公司”）是一家以轻化工产业为主，商贸产业、建材产业、新材料业务为辅的多元化大型民营集团企业。跟踪期内，公司轻化板块销售规模稳定，岳塘国际商贸城项目的顺利销售拉动公司收入及利润较快增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，市场竞争激烈导致公司消费品板块主要产品保温瓶销量持续下滑，在建项目持续投入使得融资规模进一步扩大，短期偿债压力较大，所有者权益稳定性较弱等因素对公司信用基本面造成的不利影响。

未来，随着公司在建的钛合金项目逐步投产和岳塘国际商贸城经营业绩逐步显现，公司营业收入利润规模有望进一步扩大，综合实力有望提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，“18 五江轻化 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是大型保温瓶制品生产企业，在湖南、江西、新疆有 3 个生产基地，年产能达 1.52 亿只，销售约占全国 20%~30% 的市场份额。
2. 公司在建的钛合金项目被列入新疆自治区重点项目并进入国家重大建设项目库，投产后，公司将成为全国首家“钛矿-海绵钛-钛合金”全产业链生产企业。随着钛合金项目的逐步投产，公司新材料板块收入将实现大幅增长。
3. 跟踪期内，公司在建的岳塘国际商贸城项目销售情况良好，拉动公司资产、收入规模不断增长，整体盈利能力较强。
4. 公司经营活动现金流状况良好，现金类资产对“18 五江轻化 CP001”保障能力强。

关注

1. 2017 年以来，受公司战略调整的影响，家用电器板块逐步退出，收入有所下降。
2. 公司近年来持续对外投资，截至 2018 年 9 月底，在建的钛合金制造项目资金已投入 51.65 亿元，未来仍需投资 24.35 亿元。截至 2019 年 2 月底，该项目资金已全部到位，公司融资规模进一步扩大。
3. 公司债务规模持续增长，构成以短期债务为主，股东持有公司的全部股份已质押，较大规模的存货和应收账款、预付款对流动资金形成占用，且资产受限规模较大，公司短期偿债压力较大。
4. 公司所有者权益结构中未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。

声 明

一、本报告引用的资料主要由湖南五江轻化集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

湖南五江轻化集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于湖南五江轻化集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

湖南五江轻化集团有限公司（以下简称“公司”）成立于1996年3月18日，公司前身为涟源市宏宇搪铝工业有限公司，由自然人肖自江、肖安江投资设立，注册资本为58万元，肖安江和肖自江各占50%的股份，法定代表人为肖自江。2000年2月，公司注册资本由58万元变更为3458万元。2000年10月，公司名称变更为湖南五江轻化集团有限公司，注册资本由3458万元变更为11800万元。2004年，公司注册资本由11800万元变更为35800万元。2016年1月，根据新的公司章程规定，公司法定代表人由肖自江变更为肖安江。截至2018年9月底，公司注册资本20亿元（截至2019年2月底，公司实收资本35800万元，注册资本尚未缴足到位），肖自江和肖安江各持有50%股份，根据公司章程中的规定：考虑到公司股东只有两名，且出资比例各占50%，所以原则上需两名股东全部同意才能形成会议决议，两名股东不能达成一致的事项由董事局主席肖安江决定。公司最终控股股东和实际控制人为自然人肖安江。

公司的营业范围包括：凭生产许可证生产、销售搪瓷、铝制品、不锈钢制品、化工（不含危险品）、家用电器、塑料制品、保温产品，建材销售；经营本企业自产产品及技术的出口业务，经营本企业生产所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术的进口业务，经营进料加工和“三来一补”业务。钢材、焦炭销售。

截至2018年9月底，公司设财务管理部、

人事行政部、生产经营管理部、创新管理部、供销管理部、安环质管部6个综合管理部门，并拥有19家全资及控股子公司。

截至2017年底，公司资产（合并）总额308.55亿元，所有者权益合计171.23亿元（其中包含少数股东权益25.27亿元）。2017年，公司实现营业收入176.08亿元，利润总额30.07亿元。

截至2018年9月底，公司资产（合并）总额324.00亿元，所有者权益合计187.53亿元（其中包含少数股东权益27.92亿元）。2018年1~9月，公司实现营业收入123.76亿元，利润总额20.58亿元。

公司注册地址：涟源市茅塘镇石门工业区。
公司法定代表人：肖安江。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2019年2月底，公司存续短期融资券概况如下表所示，募集资金已按计划用途使用完毕，“18五江轻化CP001”将到期一次性还本付息。

表1 截至本报告出具日公司存续短期融资券概况
(单位：亿元)

存续债券	发行金额	余额	起息日	兑付日
18五江轻化CP001	10.00	10.00	2018.11.01	2019.11.01

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济

结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新

动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占

比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中

国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将持续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

公司主要业务包括保温瓶、捣固焦、建材、商贸物流、新材料等，涉及玻璃行业、贸易行业和新材料行业等。

1. 玻璃行业

玻璃简单分类主要分为平板玻璃和深加工玻璃，从中国玻璃的消费需求结构来看，玻璃及其加工制品广泛应用于建筑、交通运输、装饰装修、电子信息、太阳能利用及其他新兴工业，其中70%左右的浮法玻璃用于建筑和装饰领域，汽车及新能源领域中玻璃的应用也在逐渐扩大。

（1）日用玻璃制品

日用玻璃制品按用途分类包括：（1）酒具各种高脚酒杯、酒杯、啤酒杯；（2）水具水杯，细颈带塞水瓶、带柄、带囊大水罐、冰桶、饮料杯等；（3）餐具碟、缸、盘、碗、调味品器皿等；（4）炊具可用于明火、电热和微波炉加热的，如平底煎锅、蒸锅（蒸煮深锅）、烤盘、烤碟、电磁炉面板、咖啡壶、咖啡杯等。根据中商产业研究院数据库显示，2018年中国日用玻璃制品产量为727.58万吨，同比下降7.8%。

（2）保温瓶制品

保温瓶产品工业属于传统工业，随着经济

的发展，保温瓶产品的生产技术和消费水平都在不断提高，并已发展为完全竞争的产业。在国际市场上，中高档日用保温瓶产品产量有限，缺口较大，市场前景广阔，竞争对手主要是发达国家日用保温瓶产品生产企业，中国保温瓶产品企业大多数竞争能力不强；而在低档保温瓶产品方面，虽然市场总量大，但竞争者数量众多，竞争激烈，中国企业具有相对优势，但主要建立在低价格和高数量的基础上。

2. 大宗商品贸易

(1) 行业现状

大宗商品主要指可进入流通领域、非零售环节、具有商品属性、用于工农业生产与消费使用的大批量买卖的物质商品，一般处于最上游，被广泛作为工业基础原材料。大宗商品具有交易量巨大、同质化程度强、流通性强、价格波动受供需状况影响显著等特征，且可设计为期货、期权作为金融工具，更好的实现价格发现功能并规避价格波动风险。

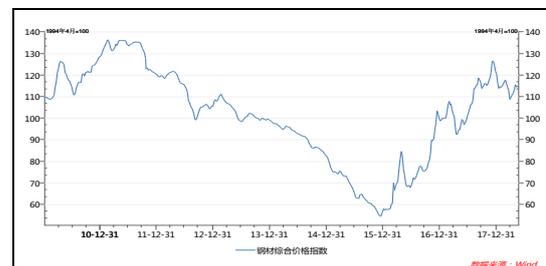
目前，中国的大宗行业发展还处于初级阶段，现阶段，国家的经济发展与大宗商品市场呈现出越来越密切的关系。近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。2016年，中国出台一系列供给侧改革政策，随着去产能政策的实施，主要大宗商品价格回暖，部分贸易品种量价齐升，国内贸易有所复苏。2017年，在供给侧结构性改革的持续推进下，大宗商品价格普遍有较大幅度上涨。据中国大宗商品研究中心数据，2017年，大宗商品价格环比上升的商品共138种，集中在化工板块（共59种）和有色板块（共16种），涨幅在5%以上的商品主要集中在化工板块；环比下降的商品共47种，集中在化工（共13种）和农副（共11种），跌幅在5%以上的商品亦主要集中在化工板块。

(2) 主要贸易品种运行情况

目前钢材流通主要以国内贸易为主，行业准入门槛较低，竞争激烈。供需方面来看，国内钢材贸易上游主要为钢铁生产商，上游集中度较高，且部分大型供应商行业地位突出，在钢材贸易中拥有较强话语权，一般需要贸易商全额预付后方可提货；钢材贸易下游需求方则相对比较分散，终端行业主要为建筑业、重型机械、汽车等；其中建筑业是中国最重要的钢材消费对象，其消费量占钢铁总消费量的一半以上。

钢材定价一般参考钢厂出厂价格，根据交易品种（型钢、线材、板材等）的不同及钢厂结算模式的差异，分为按天结算（每天均出结算价），月结（按月度均价结算）或十天结（按十天平均结算价）等定价方式。钢材配套期货品种较为全面，贸易商一般根据自身风险敞口/库存水平采取在期货市场套期保值的方式降低价格波动风险。

图1 2010年以来钢材综合价格指数



数据来源：wind 资讯

注：中钢协，1994年=100

钢材价格方面，国际金融危机以来，受国外发达国家经济持续低迷、中国经济增速减缓、房地产政策调控等综合因素影响，下游用钢领域景气度弱化、钢材消费量明显下降，市场需求大幅减少，主要钢铁产品处于供大于求状态，产能过剩矛盾凸显；根据中钢协公布的钢材综合价格指数，钢材价格2010年以后呈快速下跌态势，于2015年跌至谷底。2016年2月4日，国务院发文《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，受供给侧改革去产能政策的实施致使供给下降，同时焦炭及铁矿石等原燃料价格的上涨以及房地产、建

筑、汽车等下游行业回暖等综合因素影响，黑色系商品价格大幅上涨，钢材市场回暖，钢材价格于2016年止跌回升并呈现波动增长态势。2017年以来，多省发布了2017年重点基础设施建设投资计划，基础建设项目对钢材的需求产生了进一步积极的影响，钢铁价格进一步上升。进入2018年，地产、基建投资继续发挥托底作用，随着地条钢的取缔，供应小幅缩减，钢材价格保持小幅震荡上行。

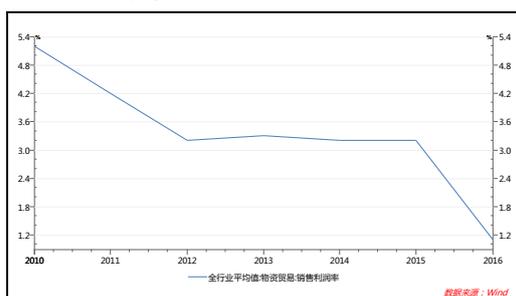
近年来，钢材价格大幅波动一定程度上影响了钢贸商盈利的稳定性，下游客户弃货情形增加，钢贸商库存压力增大，行业内风险控制及内部管理执行不当，仓单重复质押、相互担保现象使得钢贸危机频发。钢贸风险增加也使得银行收紧放贷条件，钢贸行业进入调整期。

(3) 行业关注

生产资料流通领域准入门槛低，流通主体数量较多，行业集中度低，且随着信息化程度的不断加深，主要流通产品价格日益透明，贸易商购销价差逐渐被摊薄，行业盈利能力很低。

2012年以来，物资贸易全行业销售利润率不断下行。总体看，中国流通领域主体数量众多，盈利能力很低。

图2 物资贸易全行业销售利润率平均值(%)



资料来源: Wind 资讯

近年来，宏观经济持续低迷，大宗商品价格大幅波动对贸易企业周转经营及价格风险控制形成较大压力，贸易企业存货跌价风险激增，同时价格下跌导致下游弃货拒收现象频发，贸易行业诉讼规模大幅增加。虽然2016年以来，受益于房地产市场阶段性回暖、供给侧改革政策推进及行业资源阶段性供需错配

的影响，部分大宗商品呈回升势头，但是未来供需格局仍难以支持商品价格上涨；对贸易流通环节风险控制能力提出更高挑战。

贸易活动所涉环节较多，管理难度较大，且贸易企业多与第三方仓储及物流公司合作，部分贸易企业与仓储公司配合出具虚假仓单或将仓单重复质押骗取银行信贷；同时贸易企业内部风控流程执行不力，也较易出现货权丢失现象，贸易行业货权控制能力有待关注。

生产资料流通及进出口贸易中，部分中小贸易商受限于资金规模、资源渠道、订单整合能力等，无法通过银行审核独立开具信用证或从银行渠道取得资金，通常依托大型贸易商资金优势及报关清算优势开展业务，一般中小型贸易商仅预付一定比例保证金，由大型贸易商为其代理采购或代开信用证。在商品下跌的市场环境中，该类客户由于不具备真实商品需求，且资金实力和信誉资质相对较弱，抗风险能力较差，较易出现资金断裂及信用违约风险，若同时出现丢失货权的情形，大型贸易商易出现货款两失的风险；考虑到中小型贸易商资产构成以营运资金为主，无可抵押及变现资产，因此贸易活动中，对于下游客户中贸易商占比大的业务需给予关注。

随着传统贸易行业利润逐渐摊薄，贸易业务逐渐转向衍生托盘贸易、融资性贸易等模式，贸易盈利点逐渐从简单的购销价差，转向赚取资金占用利息、利率差异、汇率差异及配套物流、信息服务等，贸易本质也从买卖关系转向资金融通等风险更为隐蔽的形式。基于非真实贸易背景的融资性贸易模式需给予关注。

(4) 行业政策

大宗商品交易方面，推动市场建设和加强监管力度并重

继2015年在江苏省、浙江省、吉林省、北京市、天津市等多个省、市、自治区出台相应的管理办法和实施细则的基础上，对大宗商品市场的整顿行动还在持续，监管力度不断加强。以上海为例，在推动内贸流通体制改革发

展综合试点的过程中，通过改革市场准入制度和退出机制，加强商贸流通标准化建设、健全流通关键领域法规规章，推动建立适应内贸流通创新发展、覆盖流通全过程的市场规则体系。加强市场建设方面，部分省市以健全跨境电子商务的监管服务体系或依托当地资源优势的大宗商品电子商务平台为发展重点。总体来看，未来大宗商品行业发展将更加有序规范。

国内贸易流通“十三五”发展规划

围绕流通升级战略，《规划》提出了消费

促进、流通现代化、智慧供应链三大行动，积极推进流通创新发展。《规划》全面总结了“十二五”期间内贸流通发展取得的显著成就，分析了“十三五”期间内贸流通发展面临的机遇和挑战，并根据对流通发展趋势的研判，提出了流通升级战略，消费促进、流通现代化、智慧供应链三大行动，9项主要任务和17个重点项目，对于完善内贸流通体制机制，建设法治化营商环境，加快构建现代流通体系，推动从流通大国向流通强国转变具有重要意义。

表2 内贸行业重点政策汇总

出台时间	出台部门	政策名称	主要作用
2015-8	国务院办公厅	《促进内贸流通健康发展的若干意见》	推动优势流通企业利用参股、控股、联合、兼并、合资、合作等方式做大做强，形成若干具有国际竞争力的大型零售商、批发商、物流服务商；推进内外贸融合发展，拓展国内商品市场对外贸易功能，借鉴国际贸易通行标准、规则和方式，适当扩大市场采购贸易方式的试点范围，打造一批布局合理、功能完善、管理规范、辐射面广的内外贸结合市场
2016-11	商务部等	《国内贸易流通“十三五”发展规划》	围绕“十三五”时期内贸流通发展目标和主要任务，《规划》提出了7个方面的保障措施，主要包括健全管理体制机制、加大财政金融支持、调整优化税费政策、优化土地要素支撑、推进人才队伍建设、完善统计监测体系、落实规划推进机制等

资料来源：联合资信整理

3. 新材料行业

新材料是指新近发展的或正在研发的、性能超群的材料，具有比传统材料更为优异的性能。新材料技术则是按照人的意志，通过物理研究、材料设计、材料加工、试验评价等一系列研究过程，创造出能满足各种需要的新型材料的技术。新材料按组分为金属材料、无机非金属材料、有机高分子材料、先进复合材料等大类。《中国制造 2025》进一步将新材料的发展领域聚焦在新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械等十大重点领域。

高端钛材制造行业现状

高端钛材主要指基于海绵钛加工后生产出的高性能纯钛或钛合金产品，其应用范围涵盖诸如钛及其合金型材、钛及其合金挤压管

材、钛带及钛焊管、大口径管材、大型钛铸件等多个领域，产品主要为航空、航天、航海、军工、核电、海洋工程、医疗、化工等领域所需的高端钛合金。由于高端钛合金新材料的壁垒普遍较高，具有技术密集型和资金密集型双重特点，生产技术尚未成熟，国内市场所需物料基本依赖进口。

“十三五”期间，一方面，随着国产大型运输机运 20 的正式列装、ARJ21 和 C919 产业化和国产化推进，中国航空工业和发动机制造进入发展的快车道，此外波音和空客飞机的大量结构件开始交由国内较大的航空制造商进行制造，中国航空产业的跨越式增长将带动高端钛产品需求的持续增长；另一方面，载人、无人潜水器实现产业化，将带动深海油气勘探、资源开发，海工装备制造、海军装备等新兴产业蓬勃发展，将进一步推动钛产品的应用。“十三五”末期，中国要达到海绵钛产量

控制在 12 万吨左右,其中零级品率达到 65%~70%;硬度小于 95 的高品级海绵钛产量达到 30%左右;钛加工材年产量达到 8 万吨左右;节能减排吨钛电耗 $\leq 20000\text{kWh}$,全行业实现达标排放,清洁生产。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 9 月底,公司注册资本 20 亿元(截至 2019 年 2 月底,公司实收资本 35800 万元,注册资本尚未缴足到位),公司最终控股股东和实际控制人为自然人肖安江。

2015 年 10 月 21 日,肖自江先生和肖安江先生将所持有的合计 100%股权全部质押给中国进出口银行,用于公司贷款,贷款期限 13 年(包括 3 年宽限期)。

2. 企业规模及竞争优势

公司是一家以轻化工产业为主,商贸产业、建材产业、新材料和畜牧业等为辅多元化的大型民营企业集团,下辖湖南、江西、新疆等省区多家生产企业及销售公司,综合实力位居国内民营企业前列。

公司是全球最大的保温瓶产品产销企业,在湖南、江西、新疆有 3 个生产基地,年产能达 1.52 亿只,销售约占全国 20%~30% 的市场份额;公司是全国搪瓷日用品和日用玻璃器皿的主力生产企业,搪瓷日用品生产能力名列全国前五名,日用玻璃器皿是西北五省唯一生产企业,“五江”牌日用保温瓶产品和日用搪瓷产品被评为湖南省名牌产品、中国质量过硬服务放心信誉品牌、是中国驰名商标品牌;

截至 2018 年 9 月底,公司已经取得钛矿的探矿权,采矿许可证正在积极办理中。项目建成后,公司将是全国首家“钛矿-海绵钛-钛合金”全产业链生产企业。同时,公司依托新疆电价洼地的能源成本优势,重点开发高端装备制造、节能减排、新能源等战略性新兴产业领域钛材应用市场,项目已被列入新疆自治区重

点项目并进入国家重大建设项目库,是国家“十三五规划”战略性新兴产业。项目建成后将成为国内综合竞争力最强的钛合金新材料示范性基地。

综合看,公司在主要经营领域有较强实力,具有一定的规模和技术优势,竞争能力强。随着保温瓶产品结构优化升级,感光干膜的量产和钛合金项目的投产,公司综合竞争实力将得到增强。

七、管理分析

跟踪期内,公司在高层管理人员、法人治理结构、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司是一家以轻化工产业为主,商贸产业、建材产业、新材料产业和畜牧业等为辅的多元化民营企业集团。2017 年,公司主营业务收入 169.96 亿元,同比增长 20.24%;从收入构成来看,轻化产品(包括消费品和捣固焦)是公司主要的收入来源,2017 年占主营业务收入的 50.18%,同比减少 9.95 个百分点,主要系商贸板块 2017 年收入大幅上升所致。公司轻化业务板块 2017 年实现收入 85.29 亿元,同比持平,其中消费品实现收入 54.26 亿元,同比下降 4.52%,主要系市场竞争加剧所致,捣固焦实现收入 31.03 亿元,同比增长 9.41%,主要系市场价格上升所致;商贸业务收入 2017 年同比增长 59.68%,占比为 34.86%,同比上升 8.45 个百分点;公司建材业务收入 13.20 亿元,同比持平,占比为 7.77%;新材料业务为公司战略新兴业务,2017 年随着客户认证的完成及产能的不断释放,该板块业务收入 7.97 亿元,同比大幅增加 6.44 亿元,占比上升至 4.69%;畜产品及食品加工业务板块 2017 年收入稳定,占比为 2.50%。

2017 年,公司主营业务综合毛利率同比增

加 0.76 个百分点至 23.38%。按公司业务板块来看：轻化产品毛利率同比减少 3.60 个百分点至 19.96%，其中消费品板块 2017 年毛利率同比减少 5.02 个百分点，主要系原材料采购成本上升所致；同期，捣固焦板块毛利率有所提升，主要系产品市场价格回升所致；公司建材产品 2017 年毛利率为 23.38%，同比减少 2.59 个百分点；公司商贸业务毛利率增长 7.76 个百分点至 28.25%，主要系毛利率较高的岳塘国际商贸城销售收入在商贸板块所占比重上升所致；新材料业务由于原材料价格上涨导致单位成本上升，毛利率大幅下降，2017 年毛利率为 29.25%，同比减少 11.93 个百分点；公司畜牧业及食品加工毛利率有所下降，2017 年毛利率为 13.16%。

2018 年 1~9 月，公司主营业务收入为 119.23 亿元，同比下降 8.74%，其中消费品收入同比下滑 8.26%，商贸收入同比下降

20.60%，其他业务收入规模同比变化不大。公司消费品收入同比下降的原因除市场竞争激烈外，公司于 2018 年对部分保温瓶厂设备进行检修导致产销量下降也对当期收入下降产生一定影响；商贸板块收入同比下降主要系公司岳塘商贸城房地产项目销售收入大部分在上年集中确认所致。从毛利率来看，公司 2018 年 1~9 月综合毛利率为 24.70%，同比增加 0.45 个百分点，细分板块中捣固焦毛利率 22.99%，同比增加 5.39 个百分点，主要系焦炭价格上涨所致；新材料毛利率 31.15%，同比增加 2.43 个百分点，主要系原材料涨价，公司相应提高销售价格所致。

跟踪期内，受岳塘商贸城项目上年集中确认收入以及消费品收入下降影响，2018 年前三季度公司收入同比出现下滑，但公司主营业务综合毛利率保持稳定。

表3 近年来公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

板块	主要产品	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-9 月		
		收入	占比	毛利率									
轻化	消费品	53.74	42.77	24.64	56.83	40.11	26.20	54.26	31.93	21.18	39.21	32.89	21.83
	捣固焦	26.13	20.79	14.70	28.36	20.02	16.50	31.03	18.26	17.85	25.86	21.69	22.99
	小计	79.87	63.56	21.37	85.19	60.13	23.56	85.29	50.18	19.96	65.07	54.58	22.29
建材	12.99	10.34	26.89	13.29	9.38	25.88	13.20	7.77	23.38	9.65	8.09	23.21	
商贸	27.61	21.98	7.97	37.10	26.41	20.49	59.24	34.86	28.25	35.30	29.61	29.50	
新材料	1.18	0.94	27.97	1.53	1.09	41.18	7.97	4.69	29.25	6.13	5.14	31.15	
畜牧业	4.01	3.19	16.96	4.24	2.99	16.75	4.25	2.50	13.16	3.08	2.58	12.55	
合计		125.66	100.00	18.92	141.35	100.00	22.60	169.96	100.00	23.38	119.23	100.00	24.70

资料来源：公司提供

注：商贸板块中包含经营性物业收入。

2. 消费品

公司消费品产业具体业务可以划分为保温瓶制品、搪瓷制品、玻璃器皿和家用电器的制造与销售四个业务板块。

表4 公司消费品产业主要生产企业及业务情况

主要企业	主要产品
娄底市五江实业有限公司	保温瓶、搪瓷日用品、家用电器等
新疆五江兴华实业有限公司	保温瓶、玻璃器皿、家用电器等

南昌市五江实业有限公司	保温瓶等
-------------	------

资料来源：公司提供

公司在湖南、江西、新疆有 3 个生产基地，主要负责消费品的生产和经营。从营业收入构成来看，保温瓶是主要收入来源，其收入所占比重一直保持在 60% 以上，保温瓶的收入和毛利率将直接影响公司消费品板块的收入和毛利率。

表 5 公司主要消费品经营情况 (单位: 亿元、%)

产品	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
保温瓶制品	38.00	27.74	40.50	29.10	38.78	24.68	29.11	25.45
搪瓷日用品	6.78	23.30	7.03	23.87	6.91	13.04	4.66	12.41
日用玻璃器皿	3.48	18.68	3.97	15.95	4.11	11.75	3.20	12.16
家用电器	5.48	8.58	5.33	14.88	4.46	11.99	2.24	8.17
合计	53.74	24.64	56.83	26.20	54.26	21.18	39.21	21.83

资料来源: 公司提供

(1) 保温瓶制品

公司是全球玻璃内胆保温瓶产品生产龙头企业, 主要外销产品为保温瓶和玻璃内胆。

采购

跟踪期内, 公司保温瓶采购模式未发生重大变化。2017年, 公司保温瓶制品前五名供应商合计采购金额3.77亿元, 占采购总额的15.83%, 集中度一般。

生产和销售情况

公司拥有1.52亿只保温瓶内胆的生产能力, 各类保温瓶成套产品自产产能为5500万只, 其中不锈钢外壳保温瓶年产1200万只, 全塑保温瓶年产4300万只。另外9700万只产能由两部分构成: ①公司通过委外加工拥有年产2500万只保温瓶成套产能(公司提供保温瓶内胆, 委外加工公司负责生产外壳); ②公司具有7200

万只产能的商品保温瓶内胆。

2017年, 公司保温瓶制品实现销售收入为38.78亿元, 同比下降4.25%, 其中97%左右来自国内销售; 同期, 保温瓶毛利率亦呈下降趋势, 主要系原材料采购成本上升所致。2018年1~9月, 公司保温瓶实现收入29.11亿元, 同比下降6.01%。

跟踪期内, 公司保温瓶生产及销售模式未发生重大变化。2017年, 公司保温瓶制品产量和产能利用率相对稳定, 产能利用率维持在94%以上。从销售价格来看, 2017年公司销售价格基本稳定, 保温瓶制品产销率波动较小, 维持在98%以上, 产销基本平衡。从客户集中度来看, 2017年公司保温瓶制品前5名销售客户销售金额合计为10.23亿元, 占营业收入26.37%, 集中度一般。

表 6 近年来公司主要保温瓶产品产销情况 (单位: 万只、万元、元/只、%)

	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
3.2L 不锈钢保温瓶	产能	1200	1200	1200	900
	产量	1188	1164	1138	858
	产能利用率	99.00	97.00	94.83	95.33
	委托加工	992	969	906	680
	产量合计	2180	2133	2044	1538
	销量合计	2100	2110	1975	1489
	产销率	96.33	98.92	96.62	96.81
	销售均价(不含税)	63.50	63.71	65.83	66.12
	销售收入(不含税)	133350	134416	130013	98453
3.2L 全塑保温瓶	产能	4300	4300	4300	3225
	产量	4215	4223	4221	3172
	产能利用率	98.02	98.21	98.16	98.36
	委托加工	1366	1116	1046	736
	产量合计	5581	5339	5267	3908
	销量合计	5197	5281	5177	3846
	产销率	93.12	98.91	98.29	98.41

	销售均价（不含税）	34.80	35.12	34.97	35.58
	销售收入（不含税）	180856	185482	181054	136841

资料来源：公司提供

注：上述保温瓶的产能主要针对公司生产的成套产品，剩余 9700 万只产能为公司生产的纯玻璃内胆产品（包括 2500 万只委外加工玻璃内胆产品）。

（2）搪瓷日用品、玻璃器皿和家用电器 搪瓷日用品和日用玻璃器皿产销情况

跟踪期内，公司搪瓷日用品和日用玻璃器皿采购、生产和销售模式均未发生重大变化。公司 2017 年搪瓷产品前 5 名供应商采购金额为

0.74 亿元，占采购的比例为 15.45%，公司对各供应商的依赖程度不高。

从客户集中度来看，2017 年公司搪瓷日用品前 5 名销售金额为 1.86 亿元，占总销售金额的比重为 26.69%，客户集中度一般。

表 7 近年来公司搪瓷日用品和玻璃器皿产销情况（单位：万件、%）

产品	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-9 月		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
搪瓷日用品	1230.89	1231.95	100.09	1247.99	1235.98	99.04	1213.72	1256.27	103.51	868.15	867.98	99.98
日用玻璃器皿	533.28	534.62	100.25	562.35	568.03	99.00	520.46	517.69	99.47	406.2	403.56	99.35

资料来源：公司提供

家用电器产销情况

公司家用电器主要以热水器为主，包括储水式电热水器、速热式电热水器和空气能热水器。热水器产品生产实行自产自销、以产定销模式，其他家用电器通过代加工形式生产。公司家用电器销售模式与搪瓷及玻璃器皿相同。2017 年公司家用电器收入 4.46 亿元，同比下降 16.32%。2018 年 1~9 月，公司家用电器收入 2.24 亿元，同比下降 38.63%。目前家电市场产品同质化严重，公司正逐步退出家用电器行业。

采购金额 24.72%，集中度一般。

2015~2017 年，公司分别生产捣固焦 198 万吨、203 万吨和 215 万吨，呈上升态势，主要系公司根据市场需要扩大生产规模。

表 8 近年来公司主要捣固焦产品产销情况
(单位：万吨、%、吨/元)

捣固焦	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
销量	200	211	214	150
产量	198	203	215	152
产销率	99.00	103.94	99.53	98.68
销售均价	1307	1343	1450	1728

资料来源：公司提供

注：销售均价为不含税单价。

3. 捣固焦及其副产品

公司化工类产品主要是捣固焦及其副产品。产品经营主体主要为公司下属的江西宏宇能源发展有限公司（持股比例 15%）和涟源市汇源煤气有限公司。公司生产捣固焦过程中，主要原材料是煤炭，产生的主要副产品为粗苯、焦油类产品。公司拥有湖南和江西两个生产基地，具有年产 220 万吨捣固焦、8.1 万吨焦油和 2.3 万吨粗苯的生产能力。

从客户集中度来看，2017 年公司捣固焦前五名销售客户销售金额合计 17.25 亿元，占其总销售额比重为 55.25%，集中度较高，系公司捣固焦客户主要以钢铁企业为主且销售运输半径有限所致。

跟踪期内，公司捣固焦生产、采购和销售模式均未发生重大变化。2017 年，公司捣固焦向前五名供应商采购金额合计 5.26 亿元，占总

4. 建材

公司建材产品主要为节能玻璃、超白玻璃和绝热隔音玻璃保温棉。建材产业经营主体为公司下属的江西宏宇能源发展有限公司和九江

润诚新材料有限公司。公司建材产业 2017 年销售收入为 13.20 亿元，同比持平；2018 年 1~9 月，销售收入为 9.65 亿元，同比增长 7.82%。

表 9 公司主要建材产品销售情况
(单位: 万重箱、元/重箱、万平方米、元/平方米)

产品		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
优质浮法玻璃	销售数量	114.6	117.79	265.71	229.59
	销售均价	67.31	72.44	77.36	68.86
超白玻璃	销售数量	234.85	233.90	78.12	122.16
	销售均价	104.75	107.72	110.95	108.51
low-e 中空玻璃原片	销售数量	653.72	623.73	665.89	384.57
	销售均价	77.16	80.88	82.26	79.79
low-e 中空玻璃	销售数量	142.67	146.01	97.06	76.29
	销售均价	158.35	158.41	156.97	154.86
中空玻璃	销售数量	103.27	111.55	119.35	106.67
	销售均价	74.37	76.08	77.42	74.27

资料来源: 公司提供

注: 销售均价为不含税单价。

跟踪期内, 公司采购和销售模式均未发生重大变化。从客户集中度来看, 2017 年, 公司建材产品前五名客户销售收入占比为 34.11%, 集中度较高。

5. 商贸

公司商贸业务主要包括经营性物业和商品贸易两个业务板块。其中, 商品贸易主要包括煤炭、钢材、纯碱和聚丙烯等产品, 主要经营主体为湖南利沃商贸有限公司、湖南湘汇能源经贸有限公司和涟源市江汇经贸有限公司。

(1) 经营性物业

经营性物业项目主要包括五江建材家居城和涟源五江购物中心、中国(中部)岳塘国际商贸城(以下简称“岳塘国际商贸城”)及其

他相关物业经营收入。

现代商贸物流产业主要经营项目为岳塘国际商贸城的综合性商贸批发市场及物流市场, 项目由公司下属湖南省中弘投资管理有限公司(以下简称“中弘公司”, 中弘公司由北京海昱科技有限公司替代持 51% 的股权。)负责经营。公司计划总投资 172 亿元, 建设期 8 年: 一期工程主要建设 2 万多平方米的展示中心和四栋共计 150 多万平方米综合性商贸批发市场及相应的配套公寓, 总投资 52 亿元, 其中公司自筹资金 12.57 亿元, 银行贷款 11.25 亿元, 项目预售资金 28.18 亿元, 建设期为 2015 年至 2018 年; 二期项目主要是建设 150 万平方米的仓储物流市场, 计划投资 50 亿元, 建设期为 2019 年至 2020 年; 三期项目主要是建设 200 万平方米的仓储物流市场和配套公寓, 总投资 70 亿元, 建设期为 2020 年至 2023 年。

一期项目的主要收入来源是两部分: 一是 50% 的商铺和公寓销售收入, 二是自持 50% 的商业物业租金收入。截至 2017 年底, 一期项目已累计完成 52 亿元的投资资金。截至 2018 年 9 月底, 一期项目已累计确认收入 61.32 亿元, 累计回款 56.02 亿元, 销售面积 75 万平方米, 销售比重为 100%。截至 2018 年 10 月底, 公司将一期项目剩余的 75 万平方米已全部与商户签订了租赁合同, 租金从 2019 年 5 月开始收取, 预计年租金收入 9 亿元, 利润 4.5 亿元。

岳塘国际商贸城项目的二期、三期均按照一期的模式, 50% 的物业销售, 保持现金流充足, 50% 的物业自持租赁经营。二期投资需等一期的销售资金全部回笼以后启动。

表 10 截至 2018 年 9 月底, 岳塘国际商贸城项目情况

项目名称	投资总额 (亿元)	已投资金额 (亿元)	建设进度 (%)	可销售面积 (万平方米)	已销售面积 (万平方米)	销售进度 (%)
岳塘国际商贸城 (一期)	52	52	100.00	75	75	100.00
项目名称	平均单价 (元)	销售已回款金额 (亿元)	已确认收入金额 (亿元)	可出租面积 (万平方米)	已出租面积 (万平方米)	预计租金单价 (元/平方米/年)
岳塘国际商贸城 (一期)	8000	56.02	61.32	75	75	1200

资料来源: 公司提供

五江建材家居城由公司下属的娄底亨瑞特商贸有限公司负责经营。该项目总建筑面积 33 万多平方米，是中南地区地级城市集批发、零售为一体的最大的专业化建材家居城。

涟源五江购物中心由公司下属的涟源市亨瑞特商贸有限公司负责经营，该项目是涟源规模最大的商业购物中心。

表 11 2017 年公司现代商贸物流产业和经营性物业经营情况（单位：平方米、%、万元）

名称	经营主体	直接和间接持股比例	可租面积	出租率	年租金
岳塘国际商贸城	湖南省中弘投资管理有限公司	51.00	750000.00	100.00	--
五江建材家居城	娄底亨瑞特商贸有限公司	100.00	131912.00	100.00	12843.00
涟源五江购物中心	涟源亨瑞特商贸有限公司	100.00	23060.00	100.00	2357.00

资料来源：公司提供

注：截至报告日，岳塘国际商贸城一期项目出租商铺尚未实现收益。

（2）商品贸易

公司的贸易产业主要为煤炭、钢材贸易业务以及玻璃制品生产所需的纯碱和聚丙烯的代采购。跟踪期内，公司贸易产业经营模式未发生重大变化。

2017 年，公司商品贸易实现收入 23.10 亿元，同比下降 8.37%，其中煤炭和钢材贸易业

务分别实现收入 11.00 亿元和 6.48 亿元，同比均有所下降。纯碱和聚丙烯的代采购业务（玻璃建材产品原材料）占比相对较小，2017 年销售收入分别为 3.07 亿元和 2.41 亿元。

2018 年 1~9 月，公司商品贸易实现收入 17.96 亿元，同比上升 3.70%。

表 12 公司商品贸易经营情况（单位：亿元、%）

产品	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	13.28	50.34	6.77	12.57	49.86	7.12	11.00	47.61	6.62	8.04	44.77	7.17
钢材	8.44	31.99	4.27	7.00	27.75	4.57	6.48	28.04	4.41	5.52	30.73	4.5
纯碱	2.52	9.55	6.46	2.96	11.75	5.50	3.07	13.31	5.05	2.22	12.36	6.16
聚丙烯	2.14	8.11	5.94	2.68	10.64	5.27	2.41	10.45	5.22	1.73	9.63	5.2
酒店经营	--	--	--	--	--	--	0.14	0.59	7.82	0.45	2.51	8.86
合计	26.38	100.00	5.87	25.21	100.00	6.03	23.10	100.00	5.57	17.96	100.00	6.08

资料来源：公司提供

煤炭贸易

2017 年，公司向前五名供应商采购煤炭金额合计 2.75 亿元，占煤炭贸易采购总额的 26.94%，上游供应商集中度一般。

表 13 2017 年公司煤炭贸易业务前五名供应商

（单位：亿元、%）

供应商名称	采购金额	占比	种类
兖州煤业股份有限公司	0.80	7.87	肥煤
河南神火煤电股份有限公司	0.68	6.66	瘦煤
江西煤业集团有限责任公司	0.53	5.18	主焦煤
山东能源实业有限公司	0.45	4.40	气煤
淮南矿业（集团）有限责任公司	0.29	2.83	1/3 焦煤
合计	2.75	26.94	--

资料来源：公司提供

表 14 2017 年公司煤炭贸易前五大客户

（单位：亿元、%）

客户名称	销售金额	占比
涟源市金源福利综合有限公司	0.87	7.92
江西昊元实业有限公司	0.80	7.29
涟源市宏源福利洗煤厂	0.72	6.59
涟源市祥兴煤炭贸易有限公司	0.60	5.49
娄底市蓝资凝石科技有限公司	0.54	4.90
合计	3.53	32.19

资料来源：公司提供

2017 年，公司合计向前五名客户销售煤炭金额 3.53 亿元，占煤炭贸易收入的 32.19%，下游客户集中度较高。

钢材贸易

2017年，公司向前五大钢材贸易供应商共计采购4.07亿元，占总采购金额的66.06%，集中度高。

表15 2017年公司钢材贸易业务前五名供应商情况
(单位: 亿元、%)

供应商名称	采购金额	占比	种类
冷水江钢铁有限责任公司	1.20	19.47	建筑用钢
湖南华菱涟源钢铁有限公司	0.98	15.89	薄板
萍乡萍钢安源钢铁有限公司	0.85	13.76	建筑用钢
湖南华菱湘潭钢铁有限公司	0.60	9.80	建筑用钢
广东韶钢松山股份有限公司	0.44	7.14	建筑用钢
合计	4.07	66.06	--

资料来源: 公司提供

2017年，公司向前五名客户销售钢材金额2.15亿元，占钢材贸易收入的33.24%，下游客户集中度较高。

表16 2017年公司钢材贸易前五名销售客户
单位(亿元、%)

名称	销售金额(亿元)	占比(%)
长沙友仁建筑工程有限公司	0.58	8.97
湖南省方源建筑有限公司	0.49	7.60
中铁十一局集团有限公司	0.46	7.13
中铁二局第四工程有限公司	0.34	5.27
湖南省建筑工程集团总公司	0.28	4.27
合计	2.15	33.24

资料来源: 公司提供

跟踪期内，公司商品贸易收入有所下降，毛利率变动不大。

6. 新材料

目前，公司新材料板块主要为信息技术产业的核心材料——高分辨率感光干膜产品，未来钛合金产品投产后，也将纳入新材料板块。

高分辨率感光干膜产品由公司下属的湖南鸿瑞新材料股份有限公司负责生产。

跟踪期内，公司新材料板块采购、生产和销售模式均未发生重大变化。

(1) 采购

公司感光干膜所需的主要原材料包括丁酮、树脂、PE、PET、单体等。公司与多家公

司建立了良好的长期合作关系，建立了较完整的采购管理体系。公司的PET膜和丁酮供应商主要在山东等地，PE膜供应商主要在广东和日本等地，树脂的供应商主要在江苏等地。

从供应商集中度来看，2017年五大供应商总采购金额为1.72亿元，占比40.04%，供应商集中度较高。

(2) 生产

截至2017年底，公司拥有三条生产线，并已全面投入生产，拥有高分辨率感光干膜年设计产能约1.5亿平方米，主要产品包括HR6025应用于软板干膜、HR6140应用于硬板干膜、HD230激光曝光干膜等三大系列，适用于不同的PCB制程，并可根据市场情况调整各系列各型号的产量。

表17 公司感光干膜产能产量表(单位: 万平方米、%)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月
产能	8500	15000	15000	11250
产量	2053.35	2543.61	13463	10266
产能利用率	24.16	16.96	89.75	91.25

资料来源: 公司提供

2017年以来，公司感光干膜产量大幅上升，主要系2016年10月以前公司环保设备的处理能力无法满足大规模生产所致。公司主动引进先进的环保设备，于2016年10月完成安装调试并通过验收，限制产能释放的问题得到解决。2017年，公司感光干膜产量为13463万平方米，产能利用率为89.75%，产能利用率高。2018年1~9月，产量为10266万平方米，产能利用率为91.25%。

(3) 销售

随着公司感光干膜产量的大幅增长，2017年，公司新材料收入大幅增至7.97亿元。2018年1~9月，实现销售收入6.13亿元。

表18 公司感光干膜产品销售情况

(单位: 万平方米、元/平方米、亿元)

年份	销量	平均单价	销售收入
2015年	1852	6.37	1.18

2016年	2294	6.69	1.53
2017年	11786	6.76	7.97
2018年1-9月	8992	6.82	6.13

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2017年，公司前五名客户感光干膜销售额为2.15亿元，占其销售总额的比重为26.94%，集中度一般。

7. 畜产品及畜肉制品

公司旗下子公司湖南天华实业有限公司（以下简称“湖南天华”）主要负责畜牧业的经营。湖南天华主要产品包括牲畜养殖、屠宰加工销售；速冻食品、肉制品及部分出口贸易等。2017年，公司畜产品及畜肉制品实现收入为

4.25亿元，同比较为平稳。

8. 经营效率

2017年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为6.59次、2.70次和0.62次。总体看，公司整体经营效率尚可。

9. 未来发展和投资计划

公司目前主要在建项目包括年产2万吨钛及钛合金和岳塘国际商贸城，截至2018年9月底共完成投资103.65亿元，2018年10~12月尚需投资10.05亿元，2019年尚需投资14.30亿元。截至2019年2月底，该项目资金已全部到位，其中银行贷款已到位52.50亿元，自筹资金已到位23.55亿元，未来资本支出规模较大。

表 19 截至 2018 年 9 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	计划投资额	截至 2018 年 9 月底已投资	2018 年 10-12 月 计划投资	2019 年 投资计划	资金筹措比例 (%)		
						自筹	借款	其他
1	年产 2 万吨钛及钛合金	760000	516519	100481	143000	30	70	--
2	岳塘国际商贸城（一期）	520000	520000	--	--	24	22	54
	合计	1280000	1036519	100481	143000	--	--	--

资料来源：公司提供

2 万吨钛及钛合金项目

公司下属的新疆湘晟新材料科技有限公司（以下简称“新疆湘晟”，公司直接持股20%，公司下属5家子公司合计持股36%）主导产品为高性能钛合金棒和板材、高精度钛焊管、高质量宽幅大卷重钛带，产品主要为航空、航天、航海、军工、核电、海洋工程、医疗、化工等领域所需的高端钛合金，属新疆自治区重点建设项目、国家“十三五规划”战略性新兴产业。公司的钛合金项目主要由贵阳铝镁设计研究院和中色科技有限公司参与研发。

项目总投资76.00亿元，其中53.00亿元由中国进出口银行、中国农业银行组建的银团提供项目贷款，23.00亿元由公司自筹，公司相关项目已全部展开。截至2018年9月底，银行已发放贷款30亿元，自筹资金已到位近18亿元，已完成投资51.65亿元。项目

建设期为3年，预计回款期限为13年（2019年4月开始回款）。该项目已于2018年10月试生产，2018年12月开始产生收入。2019年尚需投资14.30亿元主要用于支付设备尾款、质保金及部分高端制造设备及检测仪器等。截至2019年2月底，该项目资金已全部到位。

钛合金项目选址位于新疆哈密市，哈密市具有丰富的电力和矿产资源，交通条件便利，且哈密市已形成了以化工、电力、冶金、煤炭等为主体的完整工业体系，具有良好的工业发展基础。

钛合金项目总体设计规模为年产2万吨海绵钛和钛合金型材加工。包括钛合金板（9250吨）、焊管（3000吨）、无缝管（2000吨）和钛合金带（2000吨）。根据公司提供的《新疆湘晟新材料科技有限公司年产2万吨钛及钛合金新材料项目可行性研究报告》显示，钛合金项目达产后年营业收入将达

30.35 亿元。

表 20 钛产品达产后经营情况预测表
(单位: 吨、元/吨、万元)

序号	产品	产量	价格	营业收入
1	钛(合金)板带(合计)	11250	154796	174145
1.1	热轧板	2250	110000	21154
1.2	冷轧合金板	4000	230000	78632
1.3	冷轧纯钛板	3000	170000	43590
1.4	钛(合金)带	2000	180000	30769
2	钛无缝管	2000	280000	47863
3	焊管	3000	260000	66667
4	球墨铸铁	25200	4500	9692
5	等外钛	1240.8	25000	2651
6	外卖不可利用残钛	1610	18000	2477
	合计	--	--	303496

资料来源: 公司提供

未来, 公司将继续加大对新材料产业板块投入, 随着钛合金项目的逐步投产, 公司收入将实现大幅提升。日用保温瓶产业方面, 公司将对现有产品进行智能化和数字化升级, 将“五江”打造成世界知名品牌, 把公司打造成全球第一的轻工日用保温瓶产品生产公司; 商贸物流方面, 公司将以岳塘国际商贸城为核心, 将岳塘国际商贸城打造成为中国中部地区最有影响力、最具辐射力、最具竞争力的现代商贸物流城。

九、财务分析

公司提供了 2017 年合并财务报告, 中喜会计师事务所(特殊普通合伙)陕西分所对 2017 年合并财务报告进行了审计, 并出具了标准无保留意见审计结论。公司 2018 年前三季度财务报表未经审计。从合并范围变化情况看, 2017 年, 公司合并范围新增 2 家子公司, 包括以前年度处置 100% 持股的全资子公司娄底市兴华科技发展有限公司因未找到合适的交易对手, 2017 年纳入合并报表范围; 公司本部将持有的娄底市四正光电材料有限

公司 100% 转让给湖南鸿瑞新材料股份有限公司, 2017 年纳入合并报表范围。上述两家子公司以前年度均在可供出售金融资产中核算和列报。

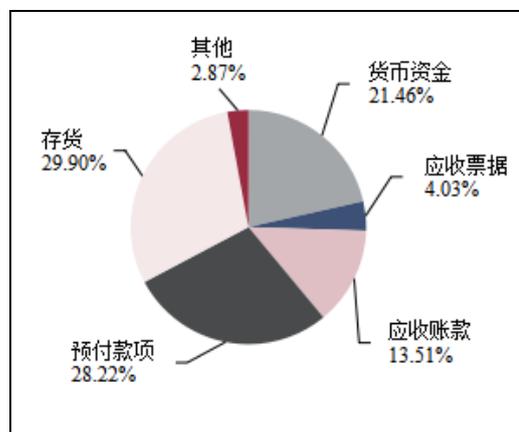
截至 2017 年底, 公司资产(合并)总额 308.55 亿元, 所有者权益合计 171.23 亿元(其中包含少数股东权益 25.27 亿元)。2017 年公司实现营业收入 176.08 亿元, 利润总额 30.07 亿元。

截至 2018 年 9 月底, 公司资产(合并)总额 324.00 亿元, 所有者权益合计 187.53 亿元(其中包含少数股东权益 27.92 亿元)。2018 年 1~9 月, 公司实现营业收入 123.76 亿元, 利润总额 20.58 亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年底, 公司资产总额为 308.55 亿元, 其中流动资产占 57.28%, 主要由货币资金、应收账款、存货和预付款项构成。

图 3 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源: 公司审计报告

截至 2017 年底, 公司货币资金 37.93 亿元, 同比增长 63.62%, 构成为银行存款(占 99.38%)和少量库存现金, 其中使用受限货币资金包括银行承兑汇票保证金 10.26 亿元和按揭保证金 0.12 亿元。

截至 2017 年底, 公司应收账款为 23.89 亿元, 同比增长 44.47%, 主要系公司延长对战略合作客户的收款周期及岳塘商贸城部分

商铺采用银行按揭形式销售，确认销售收入时产生一定规模应收账款所致。公司应收账款全部按信用风险特征组合计提坏账准备，计提比例为 0.95%，计提比例一般。从账龄来看，账龄在一年以内的占 85.06%，1~2 年占 12.28%，2 年以上占 2.66%，账龄偏短。从集中度来看，截至 2017 年底，公司应收账款按欠款方归集的期末余额前五名合计 2.51 亿元，占 10.42%，账龄均在 1 年以内，集中度较低。

截至 2017 年底，公司预付款项为 49.88 亿元，同比增长 5.77%。从账龄来看，1 年以内占 55.16%，1~2 年占 28.55%，2~3 年占 15.32%，账龄在 3 年及以上的占 0.97%。从集中度来看，按预付对象归集的期末余额前五名合计 20.28 亿元，占公司预付款项 40.66%，账龄均在 1~2 年，均为预付工程款，其中，预付八冶建设集团有限公司哈密化工冶炼分公司工程款 13.00 亿元。公司未对预付款项计提坏账准备。

表 21 截至 2017 年底公司预付款余额前五名情况
(单位: 万元、%)

单位名称	期末余额	占比	未结算原因
八冶建设集团有限公司哈密化工冶炼分公司	129969.22	26.05	工程未完工
佛山盛荣鑫钛材设备有限公司	24080.00	4.83	工程未完工
广东海晟贸易有限公司	22000.00	4.41	工程未完工
湖南省方源建筑工程有限公司	18253.94	3.66	工程未完工
佛山隆晟江智能设备有限公司	8516.36	1.71	工程未完工
合计	202819.22	40.66	--

资料来源: 公司年报

截至 2017 年底，公司存货为 52.84 亿元，同比增长 10.55%，主要系原材料和建设岳塘国际商贸城项目产生的开发成本增长所致。截至 2017 年底，公司存货主要构成为原材料（占 29.67%）、库存商品（占 20.26%）、开发成本（占 38.66%）。公司未对存货计提跌价准备。整体看，公司存货占流动资产比重大，增长迅速，对公司资金形成占用，存在一定

跌价风险。

截至 2017 年底，公司非流动资产为 131.80 亿元，同比增长 13.80%，主要由长期股权投资（占 12.73%）、投资性房地产（占 18.03%）、固定资产（占 40.30%）和在建工程（占 19.13%）构成。

截至 2017 年底，公司长期应收款为 6.19 亿元，为公司对参股公司博白县宏宇化工有限公司（公司实际控制人肖安江持股 50%）和湖南清泉房地产开发有限公司（公司持股 31.50%）的借款。上述借款公司短期内没有明确的收回意愿，实际上已经形成对参股公司的长期投资，且参股公司经营效益良好但暂无分红，公司对该项借款未计提坏账准备。

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 16.77 亿元，同比变化不大，主要构成为公司对湖南清泉房地产开发有限公司（账面价值 7.02 亿元，持股比例为 31.5%）、湖南日兴房地产开发有限公司（账面价值 3.27 亿元，持股比例为 28.42%）、博白县宏宇化工有限公司（账面价值 2.51 亿元，持股比例 49%）和江西海西宇顺物流有限公司（账面价值 1.67 亿元，持股比例 49%）的权益性投资。

截至 2017 年底，公司投资性房地产为 23.77 亿元，同比增长 9.42%，主要为公司持有的五江建材家居城和涟源五江购物中心两项经营性物业。公司投资性房地产全部被作为抵押物用于取得银行借款。

截至 2017 年底，公司固定资产为 53.12 亿元，同比略有下降，主要构成为房屋建筑物和机器设备、运输设备，截至 2017 年底账面价值分别为 18.48 亿元和 33.75 亿元。公司固定资产累计折旧 20.61 亿元。

截至 2017 年底，公司在建工程 25.22 亿元，同比增长 115.39%，主要由于 2017 年公司对年产 2 万吨钛及钛合金新材料生产线追加 8.53 亿元投资，对安全环保系统升级改造和生产车间天然气设施及设备改造追加 3.11 亿元投资，和新增对钢构厂房及窑炉建设、保温瓶生产线技改的投资 1.55 亿元。

截至 2017 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产共计 51.78 亿元，包括投资性房地产（23.77 亿元）、固定资产（11.06 亿元）、货币资金（10.38 亿元）和存货（3.92 亿元）。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总计 324.00 亿元，较 2017 年底增长 5.01%，其中，流动资产占比下降至 51.01%，非流动资产占比上升至 48.99%；流动资产中，预付款项较上年年底减少 15.16 亿元至 34.73 亿元主要系新疆湘晟在建工程预付账款验收部分结转至固定资产 12.49 亿元；非流动资产中，固定资产大幅增加 37.75 亿元至 88.89 亿元，主要系新疆湘晟增加固定资产 32.46 亿元，同时使得在建工程较上年年底下降 28.04% 至 18.15 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司所有权或使用权受到限制的资产共计 50.58 亿元，包括货币资金 11.72 亿元、投资性房地产 20.95 亿元和固定资产 17.91 亿元。

总体看，跟踪期内公司资产规模持续增长，货币资金较为充裕，固定资产占比进一步增加，资产抵押规模较大，存货和经营性应收、预付款对公司资金形成一定占用。整体看，公司资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底公司所有者权益为 171.23 亿元，归属于母公司的权益为 145.96 亿元，主要由实收资本（占 2.45%）、资本公积（占 12.16%）、其他综合收益（占 3.39%）及未分配利润（占 80.86%）构成。截至 2017 年底，公司未分配利润为 118.02 亿元，同比增长 17.57%，主要系公司当期净利润结转所致。公司少数股东权益由 2016 年底的 16.23 亿元增至 25.27 亿元，主要是子公司新疆五江兴华实业有限公司（持股 60%）和湖南新中弘置业发展有限公司（以下简称“新中弘”，系中弘公司全资子公司）利润增加所致。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益为

187.53 亿元，较 2017 年底增长 9.52%，主要系公司未分配利润增长所致。

总体看，近年公司所有者权益规模快速增长，未分配利润不断积累，所有者权益结构稳定性较弱。

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 137.33 亿元，其中流动负债占比 59.07%，非流动负债占比 40.93%。

截至 2017 年底，公司流动负债为 81.12 亿元，同比增长 27.19%，主要系公司发行两期短期融资券（合计 20 亿元）。公司流动负债的主要构成为短期借款（占 34.15%）、应付票据（占 24.85%）和其他流动负债（占 24.65%）。

截至 2017 年底，公司短期借款为 27.71 亿元，同比下降 14.98%，构成为抵押借款（占 76.45%）和保证借款（占 23.55%）。

截至 2017 年底公司应付票据 20.16 亿元，同比增长 18.27%，主要系销售规模增长所致，均为银行承兑汇票。

截至 2017 年底，公司其他流动负债为 20.00 亿元，系发行短期融资券“17 五江轻化 CP001”（10 亿元）和“17 五江轻化 CP002”（10 亿元）。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 56.21 亿元，同比增长 6.50%，构成为长期借款（占 92.15%）和长期应付款（占 7.85%）。

截至 2017 年底，公司长期借款为 51.80 亿元，包括 47.80 亿元抵押借款和 4.00 亿元保证借款；长期应付款 4.41 亿元，为融资租赁应付款。

截至 2018 年 9 月底，公司负债总计 136.47 亿元，较 2017 年底小幅下降，流动负债占比有所上升。截至 2018 年 9 月底，公司流动负债较上年年底增长 8.74% 至 88.21 亿元，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债核算；同时，非流动负债较上年年底下降 14.13% 至 48.26 亿元，长期借款较上年年底下降 9.38%

至 46.94 亿元，系部分转入流动负债核算以及偿还了部分项目贷款所致；公司长期应付款主要为子公司新中弘的设备融资租赁款，截至 2018 年 9 月底由 4.41 亿元下降至 1.33 亿元，系新到期偿还 1.90 亿元，另有 1.18 亿元转入流动负债核算所致。

有息负债方面，截至 2017 年底，公司全部债务 129.97 亿元，短期债务和长期债务分别占 56.75% 和 43.25%。债务结构较为均衡。截至 2018 年 9 月底，公司全部债务规模为 129.81 亿元，较上年底变化不大；其中，短期债务增长 10.55% 至 81.54 亿元，长期债务下降 14.13% 至 48.26 亿元。

截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 44.51%、43.15% 和 24.71%，同比分别变化 -0.13 个百分点、0.64 个百分点和 -2.03 个百分点。截至 2018 年 9 月底，上述三项指标均较 2017 年底有小幅下降，分别为 42.12%、40.91% 和 20.47%。

总体看，跟踪期内公司债务规模变动不大，但短期债务负担有所加重，短期偿付压力较大，有息借款以抵押借款为主，制约公司资产的变现能力。

3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 176.08 亿元，同比增长 19.73%，系业务规模扩张所致；营业成本为 135.94 亿元，同比增长 18.70%；利润总额为 30.07 亿元，同比增长 29.59%，保持快速增长态势。

从期间费用来看，2017 年，公司期间费用合计 10.51 亿元，保持相对稳定；其中，销售费用同比下降 6.93% 至 3.37 亿元；管理费用无明显变化；财务费用同比增长 7.09%。公司期间费用占营业收入比重为 7.14%，期间费用控制能力较好。

2017 年，公司公允价值变动收益为 0.52 亿元，系按公允价值计量的投资性房地产增

值收益；投资收益为 0.86 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资；其他收益为 0.36 亿元，主要系政府补助收益。整体看，公司非经常性损益对利润总额影响不大。

2018 年 1~9 月，公司营业收入为 123.76 亿元，较上年同期略有下降，主要系商贸板块房地产结转销售下降和轻化板块销售下滑的影响，其中房地产销售收入同比减少 9.65 亿元。同期利润总额 20.58 亿元，较上年同期下降 15.18%。

从盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 22.10%、9.48% 和 13.44%，同比均有所增长。2018 年 1~9 月，公司营业利润率 22.99%。

总体看，跟踪期内公司营业收入有所下滑，非经常性损益规模较小，整体盈利能力稳健。考虑到随着 2016/2017 年贡献一定规模的岳塘商贸城项目销售收入结转完成，公司未来收入可能存在阶段性波动。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入为 192.18 亿元，同比增长 16.12%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 191.59 亿元，同比增长 16.15%；经营活动现金流出为 176.30 亿元，同比增长 12.57%，以购买商品、接受劳务支付的现金为主。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 15.88 亿元，同比增长 75.77%。从收入实现质量上看，2017 年，公司现金收入比为 108.80%，公司收入实现质量较高。

公司投资活动现金流入规模较小，2017 年为 1.16 亿元，同比增加 0.64 亿元；2017 年，公司投资活动现金流出为 20.59 亿元，同比增长 36.82%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金；2017 年，公司投资活动现金净额为 -19.43 亿元，净流出规模有所增加。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入同比增长 38.46% 至 67.20 亿元，主要为借款

收到的现金和发行债券收到的现金；筹资活动现金流出同比增长 17.12%至 48.90 亿元，主要为偿还借款及利息支付的现金，2017 年为 48.64 亿元，同比增长 17.23%。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 18.30 亿元。

2018 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 21.41 亿元，现金收入比为 100.07%；投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-12.91 亿元和-6.89 亿元。

总体看，公司经营净现金流不断增长，收入实现质量较好，但投资支出规模较大，公司存在持续性的融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率及速动比率分别为 217.89%及 152.75%，同比均略有下降。同期，公司经营现金流流动负债比为 19.57%，较去年上升 5.41 个百分点。截至 2018 年 9 月底，公司流动比率及速动比率分别为 187.37%及 125.96%。考虑到公司受限货币资金、存货及预付款规模较大，对资产流动资金占用较大，短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 39.18 亿元，EBITDA 利息倍数为 7.07 倍；同期，全部债务/EBITDA 倍数为 3.32 倍。整体看，公司长期偿债能力良好。

截至 2018 年 9 月底，公司共获授信额度 142.22 亿元，未使用授信额度 45.26 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2018 年 9 月底，公司对外担保余额 0.85 亿元，担保比率为 0.45%，被担保企业相对分散，整体担保风险可控。

表 22 2018 年 9 月底公司对外担保情况

(单位: 万元)

被担保公司	担保余额
娄底市江润新能源有限公司	2700.00
长沙罡正建材贸易有限公司	800.00

湖南三星合金工业有限公司	1078.90
娄底鸿盛洗涤有限公司	449.00
娄底市玖洲贸易有限公司	1560.00
湖南京华机械锻造有限公司	968.00
涟源市鑫泰农业科技发展有限公司	969.00
合计	8524.90

资料来源：公司提供

6. 母公司财务分析

截至 2017 年底，母公司资产总额为 80.00 亿元，同比增加 36.55 亿元主要来自货币资金、其他应收款和长期股权投资的增长；从资产构成来看，流动资产占 25.83%，非流动资产占 74.18%。截至 2017 年底，母公司流动资产 22.92 亿元，主要包括货币资金（占 31.45%）和其他应收款（占 36.72%）；非流动资产 57.09 亿元，以长期股权投资（占 85.77%）为主。整体看，母公司资产流动性偏弱，资产质量一般。

截至 2017 年底，母公司负债合计 31.13 亿元，同比增加 17.48 亿元，主要系增加 20.00 亿元短期融资券。母公司流动负债为 26.63 亿元，以短期借款和其他流动负债（短期融资券）为主，分别为 4.88 亿元和 20.00 亿元；非流动负债均系长期借款，为 4.50 亿元。截至 2017 年底，母公司全部债务为 30.67 亿元，短期债务 26.17 亿元，长期债务 4.50 亿元，资产负债率 38.91%。母公司整体债务负担尚可，但短期偿债压力较大，债务结构有待改善。

截至 2017 年底，母公司所有者权益为 48.87 亿元，同比增长 64.01%，主要为资本公积的增加；其中，实收资本 3.58 亿元，资本公积 17.75 亿元，其他综合收益 4.94 亿元，盈余公积 1.66 亿元，未分配利润 20.94 亿元，母公司所有者权益稳定性一般。

2017 年，母公司实现营业收入 25.10 亿元，较上年变动不大；期间费用合计 1.31 亿元，其中财务费用为 0.80 亿元。2017 年，母公司利润总额为 2.62 亿元，其中，投资收益

为 0.72 亿元，母公司盈利能力尚可。

2017 年，母公司经营活动现金流入为 28.91 亿元，同比保持相对稳定，主要销售商品、提供劳务收到的现金为 28.89 亿元；经营活动现金流出为 26.71 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金为 25.55 亿元，经营性净现金流为 2.18 亿元。母公司投资活动现金流入均为收到其他与投资活动有关的现金 12.78 亿元；投资活动现金流出均为购建固定资产、无形资产等支付的现金，投资活动产生的现金流量净额为 11.47 亿元。母公司筹资活动主要为取得借款和发行债券收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金；筹资活动产生的现金流量净额为 17.19 亿元。

整体看，母公司资产构成以长期股权投资为主，资产质量一般；短期债务占比高，以短期融资券为主，债务结构有待改善；盈利能力对非经常性损益依赖程度较低，稳定性尚可；母公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流均呈净流入态势，考虑到短期债务规模较大，仍存在一定对外融资需求。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码编号：G1043138200020530K），截至 2019 年 2 月 24 日，公司无未结清的关注和不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司所属轻化工产品行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在行业地位、技术水平等方面所具备的综合优势，公司整体抗风险能力很强。

十、存续期债券偿债能力

截至本报告出具日，公司存续期内的债券余额为 20.00 亿元，为“18 五江轻化 CP001”（余额 10.00 亿元，2019 年 11 月到期）以及

“18 五江轻化 SCP001”（余额 10.00 亿元，2019 年 5 月到期），均在一年内到期。截至 2017 年底，公司现金类资产（剔除使用受限的货币资金）为 34.80 亿元，为一年内到期债券余额的 1.74 倍。截至 2018 年 9 月底，公司现金类资产（剔除使用受限的货币资金）为 37.13 亿元，为一年内到期债券余额的 1.86 倍。2017 年，公司经营活动现金流入量和净额分别为 192.18 亿元和 15.88 亿元，分别为公司应付债券余额的 9.61 倍和 0.79 倍；同期，公司 EBITDA 为 39.18 亿元，为应付债券余额的 1.96 倍。

总体看，公司现金类资产和 EBITDA 对存续期内债券的保障能力强。

表 23 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2017 年
一年内到期债券余额	20.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.74
经营活动现金流入量/一年内到期债券余额	9.61
经营活动现金流净额/一年内到期债券余额	0.79
EBITDA/应付债券余额	1.96

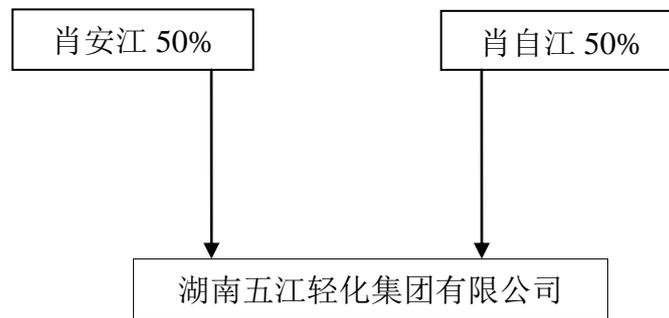
资料来源：联合资信整理

注：公司短期融资券和超短融计入其他流动负债科目。

十一、结论

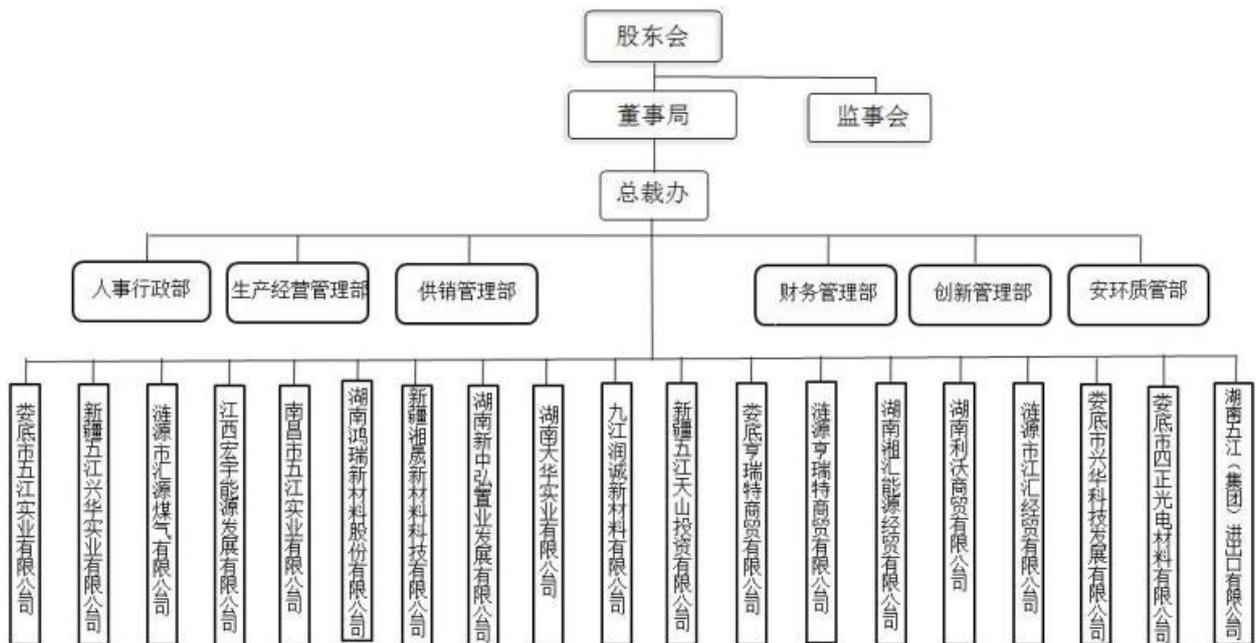
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，“18 五江轻化 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图

五江集团组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.27	20.81	34.80	37.13
资产总额(亿元)	233.77	261.10	308.55	324.00
所有者权益(亿元)	121.97	144.54	171.23	187.53
短期债务(亿元)	54.20	54.09	73.76	81.54
长期债务(亿元)	45.79	52.78	56.21	48.26
全部债务(亿元)	99.99	106.87	129.97	129.81
营业收入(亿元)	132.01	147.07	176.08	123.76
利润总额(亿元)	15.65	23.20	30.07	20.58
EBITDA(亿元)	23.54	32.02	39.18	--
经营性净现金流(亿元)	6.63	9.03	15.88	21.41
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.29	7.09	6.59	--
存货周转次数(次)	3.49	2.63	2.70	--
总资产周转次数(次)	0.61	0.59	0.62	--
现金收入比(%)	117.09	112.16	108.80	100.07
营业利润率(%)	18.66	21.56	22.10	22.99
总资本收益率(%)	7.51	9.13	9.48	--
净资产收益率(%)	9.79	12.37	13.44	--
长期债务资本化比率(%)	27.30	26.75	24.71	20.47
全部债务资本化比率(%)	45.05	42.51	43.15	40.91
资产负债率(%)	47.82	44.64	44.51	42.12
流动比率(%)	198.56	227.79	217.89	187.37
速动比率(%)	138.86	152.84	152.75	125.96
经营现金流动负债比(%)	10.04	14.16	19.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.98	6.31	7.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.25	3.34	3.32	--

注：1.公司 2018 年 1-9 月财务数据未经审计；2.现金类资产已剔除使用受限的货币资金；3.长期应付款和其他流动负债中的有息部分已分别计入长期债务和短期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息