

# 跟踪评级公告

联合[2017]2472号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持湖南五江轻化集团有限公司 AA<sup>+</sup>的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“17五江轻化 CP001” A-1 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一七年十月十六日



---

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)

电话：01085679696

传真：01085679228

<http://www.lhratings.com>

## 湖南五江轻化集团有限公司跟踪评级报告

### 主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA<sup>+</sup> 评级展望：稳定

上次评级结果：AA<sup>+</sup> 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
17 五江轻化 CP001	10 亿元	2018/08/23	A-1	A-1

评级时间：2017 年 10 月 16 日

### 财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 6 月
现金类资产(亿元)	18.95	18.27	20.81	21.81
资产总额(亿元)	196.14	233.77	261.10	272.63
所有者权益(亿元)	106.48	121.97	144.54	157.12
短期债务(亿元)	42.15	54.20	54.09	59.23
长期债务(亿元)	34.09	45.79	52.78	47.86
全部债务(亿元)	76.24	99.99	106.87	107.09
营业收入(亿元)	122.65	132.01	147.07	90.44
利润总额(亿元)	14.37	15.65	23.20	16.37
EBITDA(亿元)	21.32	23.54	32.02	--
经营性净现金流(亿元)	15.17	6.63	9.03	8.19
营业利润率(%)	17.93	18.66	21.56	22.74
净资产收益率(%)	10.40	9.79	12.37	--
资产负债率(%)	45.71	47.82	44.64	42.37
全部债务资本化比率(%)	41.72	45.05	42.51	40.53
流动比率(%)	176.84	198.56	227.79	232.66
经营现金流动负债比率(%)	27.30	10.04	14.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.58	4.25	3.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.78	4.98	6.49	--

注：1. 公司 2017 年上半年财务数据未经审计；2. 现金类资产已剔除使用受限的货币资金；3. 长期应付款已计入长期债务。

### 分析师

魏铭江 杨涵 刘丙江

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、新材料业务和畜牧业为辅的多元化大型民营集团企业。跟踪期内，公司商贸板块收入及毛利率增长显著，带动公司资产规模、收入及利润实现稳定增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司投资规模持续处于较高水平，短期债务压力较大，所有者权益稳定性偏弱等因素对公司信用基本面造成的不利影响。

未来，随着公司感光干膜业务的进一步拓展，钛合金制造业务投产和公司在建的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 AA<sup>+</sup> 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“17 五江轻化 CP001”的信用等级为 A-1。

### 优势

1. 公司是大型保温瓶制品生产企业，在搪瓷制品、玻璃制品生产加工领域具有较强的市场竞争优势，随着中国玻璃制造业供给侧结构性改革政策深入，行业集中度进一步提升，公司传统业务竞争力有望得到进一步增强。
2. 公司实施多元化发展策略，感光干膜和钛合金制品等业务领域发展前景较好。
3. 跟踪期内，公司在建的岳塘国际商贸城项目开始实现销售，拉动公司资产、收入规模的不断增长，整体盈利能力较强。
4. 公司现金类资产对“17 五江轻化 CP001”保证能力较强。

### 关注

1. 公司近年来持续对外投资，其中在建的钛合金制造项目资金投入需求较高。

2. 公司债务规模持续增长，股东持有的全部股份已质押，公司部分固定资产和投资性房地产已做抵押，影响了资产变现能力，短期债务压力较大。
3. 公司所有者权益结构中未分配利润占比高，所有者权益稳定性偏弱。
4. 跟踪期内，公司消费品板块受市场竞争及原材料上涨影响，毛利率出现波动。

## 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定期跟踪评级。

### 二、主体概况

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2017年6月底，公司注册资本35800万元，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进出口业务，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2017年6月底，公司设财务管理部、人事行政部、生产经营管理部、创新发展部、

供销管理部、安环质管部6个综合管理部门，并拥有17家全资及控股子公司。

截至2016年底，公司资产（合并）总额261.10亿元，所有者权益合计144.54亿元（其中包含少数股东权益16.23亿元）。2016年公司实现营业收入147.07亿元，利润总额23.20亿元。

截至2017年6月底，公司资产（合并）总额272.63亿元，所有者权益合计157.12亿元（其中包含少数股东权益19.05亿元）。2017年1~6月，公司实现营业收入90.44亿元，利润总额16.37亿元。

公司注册地址：涟源市茅塘镇石门工业区；办公地址：娄底市经济技术开发区五江工业园。公司法定代表人为肖安江。

### 三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2017年9月底，公司存续债券发行额度、使用状况和存续期等情况如下表所示。

表1 公司存续债券概况及使用情况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	余额	起息日	兑付日
17五江轻化CP001	10.00	10.00	2017.08.23	2018.08.23

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

2016年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，中国GDP实际

增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，三大产业保持稳定增长，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年上半年，中国继续推进供给侧结构性改革，积极的财政政策继续通过减税降费减轻企业负担，同时进一步加大财政支出力度，助力经济稳中向好。2017 年 1~6 月，全国一般公共预算收入和支出分别为 9.43 万亿元和 10.35 万亿元，支出同比增幅（15.8%）继续高于收入同比增幅（9.8%）；财政赤字 9177 亿元，为历年来同期最高水平，财政政策更加积极。稳健中性的货币政策更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”，在美元加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下，2017 年 1~6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.9%；西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好，东北、山西等产业衰退地区经济形势有所好转；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 涨幅有所放缓；就业水平相对稳定。

2017 年 1~6 月，三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好。工业生产加快，结构继续优化，企业利润快速增长；服务业仍是推动经济增长的主要力量，但受房地产市场宏观调控以及经济去杠杆影响，房地产业（6.9%）和金融业（3.8%）实际增速均明显下降。

固定资产投资增速有所放缓，但民间投资增速明显加快。2017 年 1~6 月，中国固定资产投资 28.1 万亿元，同比增长 8.6%（实际增长 3.8%），增速略有放缓。受益于 2016 年以来政府吸引民间投资的若干政策措施，民间投资增速（7.2%）明显加快。随着房地产调控政策效应的逐步显现，房地产开发投资增速（8.5%）自 5 月以来略有放缓；基于国家财政收入持续增长以及基础设施领域 PPP 模式发展等因素，基础设施建设投资增速（16.9%）仍保持在较高增长水平，但增速趋缓；受制造业中技术改造投资的带动以及装备制造业投资支撑作用的进一步增强，制造业投资增速（5.5%）呈现回升态势。

居民消费稳步增长，网络消费保持较高增速。2017 年 1~6 月，中国社会消费品零售总额 17.2 万亿元，同比增长 10.4%，保持平稳较快增长。具体来看，家具类、建筑及装潢类消费仍维持较高增长水平，但受房地产市场调控影响，增速较上年同期明显放缓；体育娱乐用品类、文化办公用品类以及通讯器材类等升级类商品消费保持较高增速；汽车销售增速明显回落。此外，2017 年 1~6 月，网络消费同比增长 33.4%，继续保持高速增长态势。

进出口快速增长，外贸持续改善。在全球经济持续复苏带动外部需求回暖、国内经济稳中向好带动进口持续增加、大宗商品价格反弹以及相关鼓励外贸措施出台的背景下，进出口快速增长。2017 年 1~6 月，中国进出口总值 13.1 万亿元，同比增加 19.6%，连续 6 个月实现同比正增长，实现贸易顺差 1.3 万亿元，外贸形势明显改善。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，同时高新技术产品出口额仍保持 10% 以上的较快增速；进口方面，铁矿砂、原油等大宗商品进口量价齐升。

2017 年下半年，全球经济有望维持复苏态势，但货币政策的分化使中国经济增长和

金融市场稳定面临更多挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级。具体来看，投资或呈缓中趋稳态势，其中，房地产投资增速或将随房地产调控政策效应的进一步显现而继续放缓，基础设施建设投资增速受货币政策保持稳健中性以及财政支持能力受限等因素影响或将有所放缓，高新技术、高端制造业投资将成为制造业投资的重要支撑。消费将保持平稳增长，随着居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，居民医疗、文化、旅游等消费需求有望继续释放，但房地产相关消费以及汽车消费增速或将继续放缓。进出口或将持续改善，这主要是受到欧美等主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进以及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动。总体来看，由于房地产投资和基础设施建设投资存在增速放缓压力，中国今年下半年经济增速或将低于上半年，预计全年经济增速将在 6.7% 左右；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

## 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。

从区域分布来看，中国玻璃企业主要分布在辽宁、河北、山东、江苏、浙江、广东、福

建以及内蒙古及西北地区。玻璃自身易碎的特点和运输的局限性导致其销售模式分为 300 公里内采用密集式营销、300—800 公里采用选择式分销、800 公里以外采用独家营销。玻璃制品区域分布特点决定，玻璃企业的销售半径为 500 公里。中国玻璃市场区域性决定各地玻璃市场流通价格存在一定差异。由于华东地区交通情况便利，通常当该地区玻璃价格出现波动时，价格差异可以很快与全国其他地区达到均衡。西南地区由于运输不便，市场相对封闭，玻璃价格与其他地区差异较大。因此，同一时间内，中国境内各地玻璃报价通常存在一定差异。

### 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。2010 年以来，中国日用玻璃制品产量总体呈下滑趋势，年产量从 2010 年的 1435.30 万吨降至 2015 年的 804.81 万吨。受地产复苏带动需求显著回暖。2016 年以平板玻璃为代表的日用剥离产业率先发力，全年实现产量约 7.7 亿重箱，同比增约 5.8%，增速较 2015 年提升约 14.4 个百分点。2017 上半年中国日用玻璃制品产量为 550.39 万吨，前十省份分别是河南、山东、四川、安徽、湖北、广东、江苏、重庆、山西以及湖南，其中河南省 2017 上半年日用玻璃制品的产量为 1583152 吨，产量全国排名第一。

### 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。

### 建筑玻璃

建筑玻璃的主要品种是平板玻璃，具有表面晶莹剔透、透光、隔声、保温、耐磨、耐气候变化、材质稳定等优点。建筑玻璃是以石英砂、砂岩或石英岩、石灰石、长石、白云石及纯碱等为主要原料，经粉碎、筛分、配料、高温熔融、成型、退火、冷却、加工等工序制成。

中国建筑玻璃制造行业存在典型的行业周期。玻璃行业周期模型可以简单描述为：经济快速增长—固定资产投资—玻璃价格上涨—经济增长过热—资产投资减缓—玻璃价格下跌—经济复苏刺激—经济快速增长。玻璃行业对建筑行业的依赖性较高。通常情况下，典型的90平方米的住宅要使用约20平方米的玻璃。因此，玻璃制造业对房地产调控政策具有很强敏感性，通常情况下当国内实行房地产调控政策时，整个建筑市场需求量大幅减少，玻璃制造行业也会由此也进入衰退期。

2016年玻璃现货市场呈现大幅上涨和盈利情况增加的趋势。玻璃制品作为周期性商品，和房地产市场的调整波动关联程度日益增强。中国政府推行的供给侧改革以及相关政策的出台也对行业的发展起到了促进作用。截至到2016年11月27日，全国共有浮法玻璃生产线353条，年产能达到12.69亿重箱。其中在产生产线238条，在产产能9.38亿重箱，产能利用率为73.45%。剔除停产、搬迁以及近几年无法恢复的僵尸企业后，全国共有浮法玻璃生产线273条，总产能约为10.50亿重箱，调整后的产能利用率为88.70%，同比增加3.93%。全国浮法玻璃行业库存3138万重箱，同比下降123万重箱，库存天数12.28天，同比下降1.47天。截至2017年6月30日，中国玻璃综合指数1080.15点，同比上年同期上涨

183.91点；中国玻璃价格指数1076.69点，同比上涨184.51点。整体来看，2016年以来，玻璃制品行业出现整体好转。

### 2. 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。

#### 纳米材料与技术

纳米材料与技术发展趋势一方面是开展纳米加工、纳米电子、纳米医疗以及机器人等未来能形成新兴主导产业领域的基础研究；一方面是对现在的信息高科技产业和传统产业进行改造和提升。目前，国内规模较大的纳米产业主要包括特种纳米碳材料、纳米粉体材料、纳米复合材料、纳米改性的纺织品及医疗保健等领域。纳米材料的应用尚处于初级阶段，主要是利用纳米粉体材料的功能特性，对传统产品进行升级。在最新的纳米技术研究领域，中国制造企业已经取得重要突破，如中国研制出高稳定、可擦写的有机分子纳米存储材料，存储点尺寸为2个纳米，存储密度在1013比特/厘米<sup>2</sup>，是传统存储密度的105倍；在国际上首次创新提出GaAsSb/InGaAs非对称双量子阱结构，并在实验上获得室温1.3微米发光纳米材料在国内首次成功研制出性能良好的1.21-1.28微米室温工作边发射激光器。

#### 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。

### 3. 区域环境

公司办公总部所在地湖南省娄底市，位于湖南省中部，总面积约为 8117 平方公里，矿产资源丰富，交通条件便利，公路——南邻娄怀高速、沪昆高速，北邻长韶娄高速，东邻娄益衡高速，西邻二广高速。铁路——湘黔铁路、洛湛铁路、娄邵铁路交汇于娄底市中心，沪昆高铁客运专线与娄邵高铁客运专线在娄底市南边互通连接。水路——资水、涟水两大水系贯穿全境，常年通航里程达 200 多公里。长沙黄花国际机场距娄底仅 100 余公里。娄底拥有的水、陆、空立体交通网，形成了立湘中而通八方、居腹地而达全国、处一隅而至世界的交通优势。

2016 年，娄底市实现地区生产总值 1400.14 亿元，同比增长 7.6%，其中，第一产业增加值 206.07 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 676.34 亿元，增长 6.3%；第三产业增加值 517.73 亿元，增长 11.3%。按常住人口计算，全市人均 GDP 36058 元，增长 7.1%。三次产业结构由上年的 14.6:50.3:35.1 调整为 14.7:48.3:37.0，第三产业占比提高 1.9 个百分点，三次产业对全市经济增长贡献率分别为 6.9%、41.6%和 51.5%，分别拉动全市 GDP 增长 0.5 个、3.2 个和 3.9 个百分点。非公有制经济增加值 639.51 亿元，增长 8.1%，占地区生产总值的比重为 45.7%，对全市经济增长的贡献率为 48.9%。

整体看，娄底市区域经济不断发展，总体

竞争力有所提升，将为公司提供良好的外部发展环境和较好的经济支持。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2017 年 6 月底，公司注册资本 35800 万元，控股股东和实际控制人为肖安江。

2015 年 10 月 21 日，肖自江先生和肖安江先生将所持有的合计 35800 万股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。公司先后荣获全国守合同重信用企业、中国驰名商标、湖南省高新技术企业等荣誉称号，是湖南省首批 17 家循环经济试点企业和湖南省“双百工程”企业。

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；公司具有 220 万吨捣固焦的生产能力，是国家推行用新装备、新工艺的现代化生产企业。截至目前，公司可生产保温瓶产品、搪瓷制品、玻璃制品、捣固冶金焦、绝热隔音玻璃保温棉、热水器、关键基础核心材料感光干膜等多系列产品。

在研发和品质管理领域，公司顺利通过了 ISO9001: 2008 国际质量体系认证，相关产品通过了 3C 认证，远销美、意、日、德等 50 多

个国家和地区；公司具有自主知识产权信息产业关键基础核心材料感光干膜的研发和生产技术，填补了国内具有相关自主知识产权的空白，目前是国内市场外资品牌的唯一替代品，具有很强的市场核心竞争能力；公司在建的钛合金项目可为航空、航天、航海、军工、核电、海洋工程、医疗、化工等领域提供所需的高端钛合金。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，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。近年随着保温瓶产品结构优化升级，感光干膜的量产和钛合金的投产，公司盈利能力将得到增强。

### 3. 技术水平

公司重视技术创新，不断加强国家级企业技术中心和博士后科研工作站等科研机构的建设和企业的自主创新能力建设。

截至 2017 年 6 月底，公司拥有专家 42 人，主要是根据公司产业布局特点，从事可折叠、可穿戴等智能电子产品所需感光材料，航天、海工、油气管线、军工所需高端钛材、节能及循环再利用，保温瓶产品、日用消费品新品开发及传统产业自动/智能化转型升级等方面的研究开发。

截至 2017 年 6 月底，公司拥有 8 项国家发明专利和 36 项实用新型专利，另外还有 15 项发明专利已进入实质审查阶段。公司研发中心颁布了专利申报的奖励制度，鼓励专利申报，增强对知识产权保护。

在轻化产品制造领域，高端珐琅搪瓷、紫

砂搪瓷、搪瓷功夫杯、高端保温瓶、热水瓶等产品远销美国、欧洲、中东、东南亚、非洲等国，通过了食品级的美国 FDA 和欧盟 LFGB 的产品认证；公司通过 ISO9001:2008 国际质量体系认证，主要电器产品通过 3C 认证。“五江”商标被评为中国驰名商标。

在高分辨率感光干膜的设计研发领域，公司目前拥有相关发明专利 2 项，实用新型专利 15 项，负责高分辨率感光干膜产品经营的鸿瑞新材料股份有限公司先后被认定为湖南省新材料企业和湖南省高新技术企业，并通过了 ISO9000-2008 质量管理体系认证，全系列感光干膜产品通过了 SGS、SVHC 专业检测，符合 ROHS 指令环保要求，被列为全国信息产业技术升级示范工程，是国家“十二五规划”和“十三五规划”战略性新兴产业。

钛合金产品制造领域，公司具有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的生产制造能力，可为航空、航天、航海、军工、核电、海洋工程、医疗、化工等领域提供所需的高端钛合金。公司以“产品高附加值、产业高端定位、高水平建设、高起点设计”为宗旨，消化吸收了美国 TIMET、日本大阪钛业、俄罗斯和乌克兰的先进技术，同时聚集了国内宝钛股份、遵义钛业、朝阳金达、双瑞万基、西部材料等国内钛行业一流人才，产品将由国内钛行业两个顶尖设计院贵阳铝镁设计院和洛阳有色设计院联合设计。

在超白节能玻璃领域，公司引进意大利的先进成套设备，在行业率先使用机器人，各项技术指标全面超越国家标准，处同类产品领先水平。特别是自主研发的“纵向火焰节能环保玻璃熔窑”国家发明专利技术，与国内同行窑炉比较，能耗低 30%，处国内领先水平，且这一技术已全面推广到公司所有玻璃窑炉上，大大地降低了公司的窑炉能耗成本，显著增厚了公司利润。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、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。2016年，公司主营业务收入141.35亿元，同比增长12.49%，各主要板块收入构成基本稳定；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，2016年占主营业务收入的60.13%，该业务板块2016年实现收入同比增长6.67%，仍为公司收入的主要来源；商贸业务2016年同比增长34.37%，占比为26.41%；公司建材业务收入受益于玻璃制品去产能和节能减排政策影响，2016年收入稳定增长，占比为9.38%；新材料业务为公司战略新兴业务，2016年正处于产品认证阶段，该板块业务收入占比重小；畜产品及食品加工业务板块2016年收入稳定，占比为2.99%。

2016年，公司主营业务综合毛利率稳定增长，2016年同比增长3.68个百分点至22.60%。按公司业务板块来看：2016年，公司轻化产品毛利率相对稳健并呈上升趋势，毛利率同比增长2.19个百分点至23.56%，其中消费品板块

2016年毛利率持续上升主要系公司调整产品结构，毛利率高的产品占比上升所致；同期，捣固焦板块毛利率2016年亦成较快上升趋势，主要系产品市场价格回升所致；受行业去产能和节能玻璃等高端产品占比增长影响，公司建材产品盈利能力基本保持稳定，2016年毛利率为25.88%；公司商贸业务毛利率大幅增长12.52个百分点至20.49%，主要系自毛利率较高的岳塘国际商贸城开始实现收入所致；新材料业务由于产品逐步打开市场及产能大幅释放，毛利率上升较快，2016年毛利率为41.18%，同比增长13.21个百分点；公司畜牧业及食品加工毛利率相对稳健，2016年毛利率为16.75%。

2017年1~6月，公司主营业务收入为87.05亿元，同比增长30.39%，主要系商贸和新材料板块收入增长较快所致，各板块收入构成较为稳定，新材料由于前期认证完成，产能快速提升，收入大幅增长，2017年1~6月实现收入4.37亿元，同比增长439.51%。从毛利率来看，公司2017年1~6月综合毛利率为24.53%，同比增长7.95个百分点，主要系焦炭价格上涨导致捣固焦毛利率上升及毛利率较高的商业物业销售（主要是岳塘国际商贸城销售收入）在商贸板块所占比重持续上升所致。

整体看，跟踪期内公司收入规模呈增长态势，主营业务收入构成中商贸和新材料板块收入增长较快，主营业务综合毛利率持续提升。

表2 近年来公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

板块	主要产品	2014年			2015年			2016年			2017年1-6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
轻化	消费品	52.58	44.27	23.74	53.74	42.77	24.64	56.83	40.11	26.20	28.55	32.80	19.46
	捣固焦	23.87	20.10	10.98	26.13	20.79	14.70	28.36	20.02	16.50	16.51	18.97	17.79
	小计	<b>76.45</b>	<b>64.37</b>	<b>19.77</b>	<b>79.87</b>	<b>63.56</b>	<b>21.37</b>	<b>85.19</b>	<b>60.13</b>	<b>23.56</b>	<b>45.06</b>	<b>51.76</b>	<b>18.85</b>
建材		10.58	8.91	26.16	12.99	10.34	26.89	13.29	9.38	25.88	5.91	6.79	24.57
商贸		26.25	22.11	9.42	27.61	21.98	7.97	37.10	26.41	20.49	29.72	34.14	32.97
新材料		1.10	0.93	32.73	1.18	0.94	27.97	1.53	1.09	41.18	4.37	5.02	29.46
畜牧业		4.37	3.68	18.31	4.01	3.19	16.96	4.24	2.99	16.75	1.99	2.29	16.38
合计		<b>118.76</b>	<b>100.00</b>	<b>18.12</b>	<b>125.66</b>	<b>100.00</b>	<b>18.92</b>	<b>141.35</b>	<b>100.00</b>	<b>22.60</b>	<b>87.05</b>	<b>100.00</b>	<b>24.53</b>

资料来源：公司提供

## 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3 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。从营业收入来看，2016年，公司消费品收入平稳增长，保温瓶占消费品收入保持在70%以上，其他主要产

品收入及占比亦较为稳定。从毛利率来看，保温瓶产品作为公司的主打产品，在生产工艺、生产效率及生产成本方面都有较大优势，市场认可度高。2016年，消费品毛利率同比增长1.56个百分点，主要系保温瓶毛利率增长所致。分产品看，搪瓷产品毛利率较为平稳；日用玻璃器皿2016年毛利率有所下降，主要系公司根据市场需求调整产品结构所致；家用电器产品2016年收入和毛利率均呈稳定增长态势，但整体占比不大，对公司主营业务拉动有限。

2017年1~6月，公司消费品板块主要产品毛利率较2016年均有一定程度的下滑，主要系市场竞争加剧及原材料价格上涨所致。

表4 公司主要消费品经营情况（单位：亿元、%）

产品	2014年		2015年		2016年		2017年1-6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	37.90	26.41	38.00	27.74	40.50	29.10	20.70	23.47
搪瓷日用品	6.09	25.78	6.78	23.30	7.03	23.87	3.31	7.74
日用玻璃器皿	3.11	14.47	3.48	18.68	3.97	15.95	2.10	9.15
家用电器	5.48	8.21	5.48	8.58	5.33	14.88	2.44	10.18
合计	52.58	23.74	53.74	24.64	56.83	26.20	28.55	19.46

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，约占全国20%~30%的市场份额。截至2016年底，公司玻璃保温瓶胆年生产能力达1.52亿只。

#### 采购

公司保温瓶制品生产所需的主要原材料包括聚丙烯、不锈钢、硝酸银、石英砂、纯碱、长石粉、硼砂、纸箱等。其中在大宗物资采购上，由公司的供销管理部实行集中竞价，各子公司按竞价结果采购。公司与主要供应商实行优质低价预付采购原则，建立了长期战略合作关系，在大宗物料采购价格上通常较市价有3%~5%的折扣，具有一定的议价能力。结算方式上，公司采用银行承兑汇票、现汇等方式支付货款，实行按月集中结算。

表5 2016年公司保温瓶制品前五名供应商情况

（单位：亿元、%）

供应商	采购金额	占比	种类
浙江仙居金蓄贵金属有限公司	0.94	5.03	硝酸银
佛山市源远华钢业有限公司	0.89	4.76	不锈钢
湖北荆门市宏大石化有限公司	0.70	3.77	聚丙烯
涟源石门包装厂	0.65	3.49	纸箱
长沙佳诺化工有限公司	0.53	2.87	轻碱
合计	3.71	19.92	-

资料来源：公司提供

### 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公司还具有7200万只产能的商品保温瓶内胆。

公司保温瓶制品实行以销定产，每月根据市场预测数据安排组织生产，近三年产能利用率始终维持在95%以上。

公司的委托加工模式：公司提供加工模具、保温瓶内胆和其他主要原材料，有代工厂进行来料加工。主要委托加工的厂商有佛山市君鹏保温器皿有限公司、佛山市万家盛日用制品有限公司、揭阳市顺星不锈钢实业有限公司等。结算方式主要为提货前支付代工费，以银行转账或银行承兑汇票方式支付。

2016年，公司保温瓶制品实现销售收入为40.50亿元，同比增长6.58%，其中97%左右来自国内销售；同期，保温瓶毛利率亦呈稳定上升趋势，主要系公司调整产品结构，毛利率高的产品占比上升所致。出口方面，公司在香港、迪拜、阿拉木图等地设立海外办事处，产品已出口到50多个国家和地区。

销售方面，公司主要采用“区域代理+渠道直销+连锁直营”三种渠道并存的销售模式：目前已形成拥有50多家直销客户、20多家一级代理商、200多家二级代理商、2000多家三级

代理商、10000多家商超网店的销售网络布局。2016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95%以上。从销售价格来看，2016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，2016年公司保温瓶制品前5名销售客户销售金额合计为10.19亿元，占营业收入25.17%，集中度一般。

表6 2016年公司保温瓶制品前五名客户情况

(单位：亿元、%)

客户名称	销售金额	占比	是否关联
云南强德贸易有限公司	3.75	9.25	否
安萨国泰进出口贸易有限公司	3.57	8.82	否
湖北天佳日用品有限公司	1.28	3.16	否
佛山市南海厚丰塑料五金制品厂	1.23	3.03	否
沃尔玛(中国)投资有限公司	0.37	0.91	否
合计	10.19	25.17	-

资料来源：公司提供

从销售区域看，公司保温瓶制品覆盖了全国市场，且分布较为均衡。

销售结算方面，公司对国内客户的结算方式通常采用T/T现汇进行结算，对外国客户的结算方式通常采用T/T现汇和L/C进行结算。

表7 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	2014年	2015年	2016年	2017年1-6月
3.2L 不锈钢保温瓶	产能	1200	1200	1200	600
	产量	1140	1188	1164	592
	产能利用率	95.00	99.00	97.00	98.67
	委托加工	960	992	969	558
	产量合计	2100	2180	2133	1150
	销量合计	1980	2100	2110	1145
	产销率	94.29	96.33	98.92	99.57
	销售均价(不含税)	65.50	63.50	63.71	62.77
	销售收入(不含税)	129690	133350	134416	71903
3.2L 全塑保温瓶	产能	4300	4300	4300	2150
	产量	4128	4215	4223	2131
	产能利用率	96.00	98.02	98.21	99.12
	委托加工	1237	1366	1116	653
	产量合计	5365	5581	5339	2784
	销量合计	5122	5197	5281	2729
	产销率	95.47	93.12	98.91	98.02
	销售均价(不含税)	34.10	34.80	35.12	35.09
	销售收入(不含税)	174660	180856	185482	95751

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**

公司搪瓷产品生产所需的主要原材料是冷轧薄板和瓷釉等，冷轧薄板的供应商遍布全国各地，货源充足，能满足市场需求，主要采购地在湖南、广东、上海、山东、河南等；瓷釉实行就近采购原则，供应商均为湖南本土企业。公司采用银行承兑汇票、现汇等方式支付货款，实行按月集中结算。公司2016年搪瓷产品前5名供应商采购金额为0.79亿元，占采购的比例为22.36%，公司对各供应商的依赖程度不高，公司有较强的议价能力。

公司搪瓷日用品销售采用以销定产的销售模式，销售结算主要采用T/T现汇方式和L/C方式。

从客户集中度来看，2016年公司搪瓷日用品前5名销售金额为0.19亿元，占总销售金额的比重为2.70%，客户集中度较低。

公司负责玻璃器皿生产与销售的是新疆五江兴华实业有限公司，产品主要有工艺品、果盘、酒杯、玻璃壶、烟灰缸等600多个品种，玻璃器皿主要用于生活日用品、家庭装饰等。公司玻璃器皿的采购和销售模式与搪瓷日用品基本一致。

表8 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	2014年			2015年			2016年			2017年1-6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	1107.87	1106.12	99.84	1230.89	1231.95	100.09	1247.99	1235.98	99.04	586.93	581.71	99.11
日用玻璃器皿	448.21	447.03	99.74	533.28	534.62	100.25	562.35	568.03	99.00	303.04	300.43	99.14

资料来源：公司提供

**家用电器产销情况**

公司家用电器的主要以热水器为主，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。2016年，公司家用电器实现销售收入5.33亿元，同比下降2.74%。公司家用电器销售模式与搪瓷及玻璃器皿相同，此外公司还设立客户信用分级制度，不同的客户信用比例不一样。销售结算主要采用T/T现汇进行结算，公司的信用周期为90天左右。

**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和涟源市汇源煤气有限公司。公司生产捣固焦过程中，产生的主要副产品为粗苯、焦油类产品。公司具有年产220万吨捣固焦、8.1万吨焦油和2.3万吨粗苯的生产能力。

(1) 采购

公司捣固焦生产所需的主要原料为洗精煤，实行集中整合采购，公司与主要供应商建立了长期战略合作关系，采购价格上通常较市价有3%~5%的折扣，具有一定议价能力。

结算方式上，公司采用银行承兑汇票、现汇等方式支付货款，实行预付和按月集中结算。

表9 2016年公司捣固焦产品前五名供应商情况  
(单位：亿元、%)

供应商	采购金额	占比	种类
山西焦煤集团有限责任公司	1.17	5.80	主焦
安徽恒源煤电股份有限公司销售分公司	1.08	5.35	1/3焦
河南神火国贸有限公司	0.84	4.18	瘦煤
山东道通经贸有限公司	0.77	3.82	气煤
国投新集能源股份有限公司	0.44	2.20	肥煤
<b>合计</b>	<b>4.30</b>	<b>21.35</b>	-

资料来源：公司提供

(2) 生产和销售情况

公司根据市场情况制定生产计划，自行生产。公司拥有湖南和江西两个生产基地，具有年产220万吨的生产能力。2014~2016年，公

司分别生产捣固焦 184 万吨、198 万吨和 203 万吨，呈上升态势，主要系公司根据市场需要扩大生产规模。

销售方面，公司采取直销和分销，针对大型钢厂采取直销模式，其他客户（主要是铸造焦使用客户）采取分销模式。截至 2017 年 6 月底，公司已拥有 8 家直销客户（主要是大型钢厂）、10 多家一级代理商，销售渠道覆盖江西、湖南、广东、福建等多个省份。2016 年公司销售捣固焦 211 万吨，产销率相对平稳，2016 年为 103.94%。从销售区域看，公司捣固焦销售覆盖了湖南、江西、广东、福建等市场，市场相对集中，湖南和江西占了较大份额。销售结算方面，公司对国内客户的结算方式通常采用 T/T 现汇和银行承兑汇票进行结算。

2016 年，公司捣固焦实现收入为 28.36 亿元，同比增长 8.53%，呈稳定上升态势，主要系公司加大营销力度不断扩大市场份额所致。

表 10 近年来公司主要捣固焦产品产销情况  
(单位: 万吨、%、元)

捣固焦	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-6 月
销量	180	200	211	109
产量	184	198	203	110
产销率	97.83	99.00	103.94	99.09
销售均价	1328	1307	1343	1511

资料来源: 公司提供

注: 销售均价为不含税单价。

从客户集中度来看，2016 年公司捣固焦前五名销售客户销售金额合计 15.71 亿元，占其总销售额比重为 55.38%，集中度较高，因公司的捣固焦客户主要为钢铁企业且其需求量都很大，再加上销售运输半径有限，使得销售集中较高。

#### 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 2016 年销售收入为 13.29 亿元，呈稳定增长主要系供给侧结构性改革和“三去一降一补”所致。

表 11 公司主要建材产品销售情况表

(单位: 万重箱、元/重箱、万平方米、元/平方米)

产品	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-6 月	
优质浮法玻璃	销售数量	108.62	114.6	117.79	50.95
	销售均价	70.24	67.31	72.44	70.88
超白玻璃	销售数量	257.46	234.85	233.90	49.68
	销售均价	109.42	104.75	107.72	111.47
low-e 中空玻璃原片	销售数量	602.3	653.72	623.73	344.74
	销售均价	80.21	77.16	80.88	80.98
low-e 中空玻璃	销售数量	91.47	142.67	146.01	53.63
	销售均价	166.46	158.35	158.41	156.05
中空玻璃	销售数量	65.08	103.27	111.55	50.63
	销售均价	71.26	74.37	76.08	76.05

资料来源: 公司提供

注: 销售均价为不含税单价。

采购方面，公司建材产品生产主要原料为纯碱、石英砂、白云石、长石粉、萤石粉，纯碱和石英砂以厂家直供为主。建材产品的销售采取直销和分销两种模式。目前已拥有 10 多家直销客户、20 多家一级代理商、50 多家二级代理商。公司的销售渠道覆盖江西、福建、广东三个主要省份。从客户集中度来看，2016 年，公司建材产品前五名客户销售收入占比为 35.36%，集中度较高。销售结算方面，公司对国内客户的结算方式通常采用 T/T 现汇和银行承兑汇票进行结算。

表 12 2016 年公司建材产品前五名客户情况

(单位: 亿元、%)

客户名称	销售金额	占比	是否为关联方
江西省南荣实业有限公司	1.97	17.05	否
江西省斌荣商贸有限公司	0.99	8.58	否
福州市恒通福玻璃贸易有限公司	0.65	5.59	否
厦门铭港达玻璃有限公司	0.59	5.12	否
江西久宏玻璃有限公司	0.49	4.26	否
合计	4.70	35.36	--

资料来源: 公司提供

#### 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中国（中部）岳塘国际商贸城（以下简称“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（注册资本 12.57 亿元）负责经营，并由 1500 多名全国有影响力的商户共同入股投资。公司计划总投资 172 亿元，建设期 8 年：一期工程自 2015 年 1 月 21 日开工建设，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；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。

截至 2017 年 6 月底，公司计划的一期项目已建成 2 万多平方米的展示中心和 A1、A2、A3、A4 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。目前，项目周边相应的市政配套在同步完善中。因项目周边市政路网建设工期延长及入驻商户装修进度影响，一期项目预计 2018 年上半年开业运营。已有 8000 多精英商户进驻，其中包括众多的知名品牌湖南总代和工厂直营分销机构，未来将发挥强大的品牌磁场作用，为市场繁荣提供有力保障。

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 6 月底，公司

自筹资金 12.57 亿元和银行贷款 11.25 亿元已全部到位，通过预售和销售已到位约 28.75 亿元，一期工程总投资 52 亿元已全部到位，截至 2017 年 9 月底，累计完成投资 48.56 亿元，剩余的 3.44 亿元计划年内全部完成投资。

一期项目建成后，公司可实现物业销售面积 75 万平方米，销售收入 60 多亿元，开业后每年有 75 万多平米的自持物业对外出租，保守估计年租金收入 7 亿元，利润 3.5 亿元。截至 2017 年 6 月底，累计已实现销售收入 27.97 亿元，销售面积 34.96 万平方米，销售比重为 46.61%。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。第二期投资需等第一期的销售资金全部回笼以后启动。

岳塘国际商贸城项目是湖南省重点工程、湘潭市一号工程和岳塘区 1 号工程。公司已取得了 55 万平方米“135”标准厂房指标并获得湖南省政府和湘潭市政府奖励扶持资金共 8800 万元，项目选址位于京珠和沪昆高速交汇处，长株潭几何中心，区位优势明显，是中国大陆境内目前唯一交通运输全覆盖并同时具备多数量运输保障线的现代物流集散地，项目辐射广，建成后预计可覆盖消费人口 3.2 亿人，在商业模式上，项目采取国内首创“联合出资、以商兴商”的定向商业模式，联合出资的商业精英既是项目的投资股东、物业持有者，同时也是优先进驻项目的核心经营户。项目建成后，将成为中国中部地区极具竞争力的现代商贸物流城。

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 13 2016 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	待出租	--
五江建材家居城	娄底亨瑞特商贸有限公司	100.00	131912	100	11506.03
涟源五江购物中心	涟源亨瑞特商贸有限公司	100.00	23060	100	1859.09

资料来源: 公司提供

注: 截至报告日, 岳塘国际商贸城项目尚未竣工。

## (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。2016 年, 公司商品贸易实现收入 25.21 亿元, 其中煤炭和钢材贸易业务分别实现收入

12.57 亿元和 7.00 亿元, 是公司收入的重要来源之一。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, 2016 年销售收入分别为 2.96 亿元和 2.68 亿元。

表 14 公司商品贸易经营情况 (单位: 亿元、%)

产品	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1-6 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	10.35	40.97	10.64	13.28	50.34	6.77	12.57	49.86	7.12	5.50	47.90	7.41
钢材	10.85	42.95	8.66	8.44	31.99	4.27	7.00	27.75	4.57	3.24	28.23	4.27
纯碱	2.03	8.04	2.96	2.52	9.55	6.46	2.96	11.75	5.50	1.54	13.38	4.89
聚丙烯	2.03	8.04	3.94	2.14	8.11	5.94	2.68	10.64	5.27	1.21	10.50	5.18
合计	25.26	100.00	8.64	26.38	100.00	5.87	25.21	100.00	6.03	11.49	100.00	5.95

资料来源: 公司提供

## 煤炭贸易

从煤炭的贸易模式来看, 公司采取“以销定购”的采购模式。煤炭采购价格方面, 为了控制货源和锁定货物价格, 在价格下降时, 先签销售合同, 再签采购合同, 做到产品和原材料零库存; 价格上涨时, 先签采购合同, 再签销售合同, 做到产品和原材料最大库存, 尽可能规避现货市场价格波动可能给公司带来的不利影响。

表 15 2016 年公司煤炭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
兖州煤业股份有限公司	0.79	6.81	肥煤
河南神火煤电股份有限公司	0.67	5.75	瘦煤
江西煤业集团有限责任公司	0.53	4.52	主焦煤
山东能源实业有限公司	0.42	3.65	气煤
淮南矿业 (集团) 有限责任公司	0.26	2.26	1/3 焦煤
合计	2.67	22.99	-

资料来源: 公司提供

2016 年, 公司共向前五名供应商采购煤炭金额 2.67 亿元, 占煤炭贸易采购总额的

22.99%, 上游供应商集中度一般。

2016 年, 公司共向前五名客户销售煤炭金额 3.86 亿元, 占煤炭贸易收入的 30.68%, 下游客户集中度较高。

表 16 2016 年公司煤炭贸易前五名销售客户

(单位: 亿元、%)

客户名称	销售金额	销售占比
涟源市金源福利综合有限公司	0.91	7.26
江西昊元实业有限公司	0.84	6.71
涟源市宏源福利洗煤厂	0.84	6.67
涟源市祥兴煤炭贸易有限公司	0.67	5.30
娄底市蓝资凝石科技有限公司	0.60	4.74
合计	3.86	30.68

资料来源: 公司提供

采购结算方式: 公司采用银行承兑汇票、现汇等方式支付货款, 实行预付和按月集中结算。销售结算方式: 公司与主要销售客户保持长期稳定关系, 客户采用先款后货、20%~30% 的定金、月结等相结合的销售结算模式。

## 钢材贸易

公司钢材贸易模式与煤炭相同。经过多年发展, 公司利用自己在钢厂销售焦炭的优势,

与上游客户华菱涟钢、华菱湘钢、萍钢、韶钢、冷钢等公司建立了长期的战略合作伙伴关系，为公司的持续健康发展奠定了坚实基础。2016年，公司向前五大钢材贸易供应商共计采购3.99亿元，占总采购金额的60.15%，集中度较高。

表17 2016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	1.14	17.24	建筑用钢
湖南华菱涟源钢铁有限公司	0.97	14.67	薄板
萍乡萍钢安源钢铁有限公司	0.84	12.64	建筑用钢
湖南华菱湘潭钢铁有限公司	0.60	9.00	建筑用钢
广东韶钢松山股份有限公司	0.44	6.60	建筑用钢
<b>合计</b>	<b>3.99</b>	<b>60.15</b>	-

资料来源: 公司提供

公司钢材贸易业务下游客户主要为长沙友仁建筑、中铁十一局、中铁二局四公司、湖南建工集团等公司。2016年，公司共向前五名客户销售钢材金额2.05亿元，占钢材贸易收入的29.31%，下游客户集中度一般。

表18 2016年公司钢材贸易前五名销售客户  
(单位: 亿元、%)

名称	销售金额	销售占比
长沙友仁建筑工程有限公司	0.57	8.08
中铁十一局集团有限公司	0.46	6.61
中铁二局第四工程有限公司	0.44	6.25
湖南省建筑工程集团总公司	0.32	4.61
湖南省沙坪建筑有限公司	0.26	3.76
<b>合计</b>	<b>2.05</b>	<b>29.31</b>

资料来源: 公司提供

采购结算方式: 公司采用银行承兑汇票、现汇等方式支付货款, 实行预付和按月集中结算。销售结算方式: 公司与主要销售客户保持长期稳定关系, 客户采用先款后货、20%~30%的定金、月结等相结合的销售结算模式。

公司通过以销定购的方式减少贸易产品价格波动风险。同时, 公司通过规模采购提升对上游市场议价能力并给与下游客户一定的信用度和账期来提高利润: ①公司依托在区域行业内的龙头地位, 采购量较大, 和下游客户保持

长期稳定的合作关系, 主要的贸易产品都能拿到供应商的促销优惠政策和最高返利奖政策, 用来增厚公司利润。②公司充分发挥资金优势, 根据下游客户的品质、资产、资本等经济实力进行信用评价, 对信用度高的客户给与1000万元到5000万元不等的信用额度, 并采用月结的方式, 最长欠款周期可达90天。通过销售支持政策的实施, 公司有效提高销售价格来获取更高的利润。

总体来看, 受大宗商品贸易市场价格影响, 公司商品贸易毛利率波动较大, 但整体毛利率水平较高。

## 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。高分辨率感光干膜是一种高分子的化合物, 可通过紫外线的照射后产生聚合反应(由单体合成聚合物的反应过程)形成稳定的物质附着于板面, 从而达到阻挡电镀和蚀刻的功能, 是微电子行业和印刷高精度电路板的核心材料, 下游主要为生产及制造印刷电路板(PCB)的企业, 包括生产电子、资讯、通讯、医疗、航天领域等产品在内的众多厂家。当今高端感光干膜生产技术基本被美、日等少数几个国家所垄断, 且大量生产干膜的企业主要分布在发达国家地区, 生产成本较高, 随着世界PCB市场重心向亚太地区转移, 中国已成为世界重要的PCB生产基地, 目前中国PCB生产厂家所需的感光干膜材料仍需大量采用外资品牌干膜或采用国外企业在中国生产的干膜。

### (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。

结算方式上, 公司采用银行承兑汇票、现汇等方式支付货款, 实行预付和季度集中结算。

从供应商集中度来看, 2016 年五大供应商总采购金额为 0.33 亿元, 占比 47.88%, 供应商集中度较高。

### (2) 生产

截至 2016 年底, 公司拥有三条新生产线, 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 19 公司感光干膜产能产量表 (单位: 万平方米)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-6 月
产能	3000	8500	15000	7500
产量	2068.29	2053.35	2543.61	6582.66

资料来源: 公司提供

2017 年上半年, 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。

### (3) 销售

2016 年, 公司新材料实现收入为 1.53 亿元。受环保设备处理能力限制, 2016 年 10 月前产能未能完全释放, 2016 年第四季度公司收入实现倍增, 截至 2016 年底, 公司已完成国内品牌排名前三十的 PCB 线路板生产企业中 80% 以上的合格供方准入认证, 且已达成销售意向金额约 6.00 亿元, 2017 年 1~6 月, 实现销售收入 4.37 亿元, 预计年内可以实现销售收入 8.47 亿元左右。

表 20 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
2014 年	1840	5.97	1.1
2015 年	1852	6.37	1.18
2016 年	2294	6.69	1.53
2017 年 1-6 月	6503	6.72	4.37

资料来源: 公司提供

从客户集中度来看, 2016 年, 公司前五名客户感光干膜销售额为 0.85 亿元, 占其销售总额的比重为 55.16%, 2017 年 1~6 月公司前五名客户感光干膜销售额为 1.11 亿元, 占其销售总额的比重为 25.48%, 随着大量新客户的增加, 客户集中度较 2016 年明显下降。

销售结算方面, 公司对国内客户的结算方式通常采用 T/T 现款进行结算, 对国外客户的结算方式通常采用 T/T 现款和 L/C 银行承兑汇票进行结算。

公司掌握了从配方到感光干膜生产的全套技术, 产品在技术水平和生产成本等方面都在国内处于领先地位。公司在技术创新和产品创新的基础上使干膜生产实现知识产权自主化, 将打破国外对高端感光干膜生产技术的完全垄断, 实现高端感光材料生产自主化。未来随着通信产品、汽车电子、消费电子、计算机等领域市场规模的进一步增长, 感光干膜将成为公司一个新的利润增长点。

### 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”) 主要负责畜牧业的运营。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。2016 年, 公司畜产品及畜肉制品实现收入为 4.24 亿元, 同比较为平稳。

### 8. 经营效率

2014~2016 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三年平均值分别为 6.51 次、3.28 次和 0.61 次; 2016 年分别为

7.09 次、2.63 次和 0.59 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

及钛合金项目和岳塘国际商贸城，截至 2017 年 6 月底共完成投资 73.59 亿元，2017 年尚需投资 29.41 亿元，2018~2019 年尚需投资分别为 10.70 亿元和 14.30 亿元。

表 21 截至 2017 年 6 月底公司主要在建工程情况（单位：万元）

序号	项目名称	计划投资额	截至 2017 年 6 月底已投资	2017 年 6-12 月计划投资	2018 年投资计划	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	284200	225800	107000	143000	30	70	--
2	岳塘国际商贸城	520000	451700	68300	--	--	24	22	54
	合计	1280000	735900	294100	107000	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（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，截至 2016 年底，公司已经支付相关研发费用 5600 多万元（包括研发费用、技术转让费和相关服务费 200 多万元）。

截至 2017 年 6 月底，公司相关项目已全面展开，项目总投资 76.00 亿元，其中 53.00 亿元已由中国进出口银行、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 2017 年 6 月底，银行已发放贷款 16.80 亿元，自筹资金已到位近 13.00 亿元，已完成投资 28.42 亿元。项目建设期为 3 年，2018 年开始回款。该项目预计 2018 年 8 月底前试生产。

钛合金项目选址主要位于新疆哈密市，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 22 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，逐步扩大新材料板块产能，实现公司收入的大幅提升。日用保温瓶产业方面，公司为满足全球健康消费、高端消费的升级需求，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，以现代商贸物流产业为依托，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2016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2016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2017年1~6月财务报表未经审计。从合并报表范围变化情况看，2016年公司未发生合并范围变化。

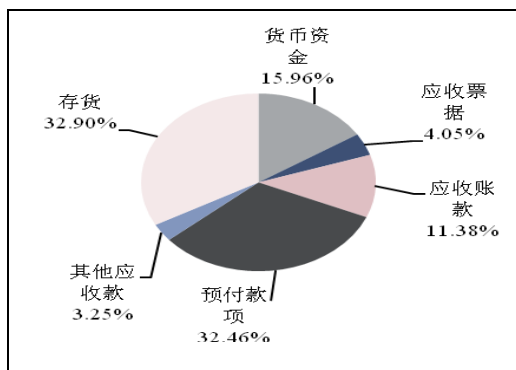
截至2016年底，公司资产（合并）总额261.10亿元，所有者权益合计144.54亿元（其中包含少数股东权益16.23亿元）。2016年公司实现营业收入147.07亿元，利润总额23.20亿元。

截至2017年6月底，公司资产（合并）总额272.63亿元，所有者权益合计157.12亿元（其中包含少数股东权益19.05亿元）。2017年1~6月，公司实现营业收入90.44亿元，利润总额16.37亿元。

### 1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额为261.10亿元，其中流动资产占55.64%，主要由货币资金、存货和预付账款构成。

图1 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司货币资金23.18亿元，同比增长5.90%，构成为银行存款（占99.09%）和少量库存现金，其中使用受限货币资金8.25亿元，为银行承兑汇票保证金。

截至2016年底，公司应收账款为16.53亿元，同比增长20.95%。公司应收账款按信用风险特征组合计提坏账准备0.31亿元，坏账计提比例为1.87%。从账龄来看，账龄在一年以内的占72.45%，账龄在1~2年的占21.15%，账龄在2~3年的占4.80%，账龄在3年及以上的占1.60%。从集中度来看，截至2016年底，按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占公司应收账款余额比例为11.90%。总体看，公司应收账款账龄较短，集中度较适宜，但坏账计提比例偏低。

截至2016年底，公司预付款项为47.16亿元，同比增长2.34%，主要为新疆湘晟新材料科技有限公司新建年产2万吨钛及钛合金材料生产线所预付的设备款。从账龄来看，预付款项账龄在一年以内的占全部预付账款账面余额的54.32%，账龄在1~2年的占39.78%，账龄在2~3年的占4.93%，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的预付款占公司预付账款余额的比重为42.24%。总体看，预付款项占公司流动资产比重大，且未计提坏账准备，考虑到公司预付款项账龄较短，在钛合金和感光干膜项目达产后转入固定资产，公司预付款项规模处于合理水平。

表23 截至2016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	100685.33	21.35	工程未完工
佛山盛荣鑫钛材设备有限公司	34080.00	7.23	工程未完工
广东海晟贸易有限公司	30000.00	6.36	工程未完工
湖南省方源建筑工程有限公司	17450.00	3.70	工程未完工
佛山隆晟江智能设备有限公司	17000.00	3.60	工程未完工
合计	199215.33	42.24	

资料来源：公司年报

截至2016年底，公司存货为47.80亿元，同比增长21.31%，主要系湖南新中弘置业发展有限公司下属岳塘国际商贸城项目于2014年开始兴建计入开发成本和开发产品所致。2016年，公司均未对存货计提跌价准备。截至2016年底，公司存货主要构成为原材料（占28.89%）、库存商品（占19.33%）、开发成本（占36.90%）和开发产品（占9.23%）。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2016年底，公司非流动资产主要由长期股权投资（占14.62%）、投资性房地产（占18.76%）和固定资产（占47.13%）构成。

截至2016年底，公司长期股权投资为16.93亿元，同比增长3.52%，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）、湖南日兴房地产开发有限公司（账面价值3.27亿元）、湖南省油富置业有限公司（账面价值1.15亿元）、博白县宏宇化工有限公司（账面价值2.51亿元）和江西海西宇顺物流有限公司（账面价值1.67亿元）的权益性投资。

截至2016年底，公司投资性房地产为21.72亿元，同比增长6.13%。截至2016年底，公司投资性房地产全部采用公允价值计量。2014~2016年，公司投资性房地产公允价值变动分别为-0.34亿元、-0.30亿元和0.48亿元。

截至2016年底，公司固定资产为54.58亿元，同比增长12.19%。截至2016年底，公司固定资产净额主要构成为房屋建筑物、机器设备、运输设备，分别为19.33亿元、34.56亿元和0.49亿元。截至2016年底，公司固定资产累计折旧16.30亿元，未计提减值准备。

截至2016年底公司在建工程11.71亿元，同比增长80.98%。主要由于2016年公司对年产2万吨钛及钛合金新材料生产线、天山温泉国际大酒店建设项目等追加投资共13.63亿元，同时天山温泉国际大酒店建设等五个项目转入固定资产共8.04亿元。

截至2016年底，公司所有权或使用权受

到限制的资产共计46.62亿元，主要以投资性房地产（20.95亿元）、固定资产（10.80亿元）和货币资金（8.25亿元）为主。

截至2017年6月底，公司资产总计272.63亿元，较2016年底增长4.42%，资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产规模持续增长，货币资金（剔除使用受限部分）保有量一般，存货、应收类款项、预付款项、固定资产占资产比重较大，对公司资产流动性有一定影响，整体看，公司整体资产质量尚可。

## 2. 负债及所有者权益

### 所有者权益

截至2016年底公司所有者权益为144.54亿元，归属于母公司的权益为128.32亿元，主要由实收资本（占2.79%）、资本公积（占13.84%）、其他综合收益（占3.42%）及未分配利润（占78.23%）构成。截至2016年底，公司未分配利润为100.38亿元，同比增长18.45%，主要系公司当期净利润结转所致。

截至2017年6月底，公司所有者权益为157.12亿元，较2016年底增长8.70%，主要系公司未分配利润增长所致。公司少数股东权益由2016年底的16.23亿元增长为19.05亿元，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（持股51%）净利润增加所致。

总体看，近年公司所有者权益规模快速增长，但实收资本所占比重较小，未分配利润占比偏高，所有者权益结构稳定性有待改善。

### 负债

截至2016年底，公司负债总计116.56亿元，其中流动负债占比54.72%，非流动负债占比45.28%。

截至2016年底，公司流动负债为63.78亿元，同比下降3.37%，主要系公司应付账款减少所致。截至2016年底，公司流动负债的

主要构成为短期借款（占 51.09%）和应付票据（占 26.72%）。

截至 2016 年底，公司短期借款为 32.59 亿元，同比增长 1.33%，短期借款构成为抵押借款（占 77.63%）和保证借款（占 22.37%）。

截至 2016 年底，公司预收款项为 4.05 亿元，全部为公司预收货款。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 52.78 亿元，同比增长 15.26%，全部为长期借款。

截至 2016 年底，公司长期借款为 52.78 亿元，由抵押借款（占 86.76%）和保证借款（占 13.24%）构成，同比增长 23.34%，主要系新增 6.99 亿元保证借款所致。

截至 2017 年 6 月底，公司负债总计 115.50 亿元，较 2016 年底变化不大，受部分长期借款结转至一年内到期的非流动负债影响，非流动债务较 2016 年底有所下降。

截至 2016 年底，公司短期债务和长期债务分别占全部债务的比重为 50.61% 和 49.39%，债务结构中短期债务和长期债务配比合理。截至 2017 年 6 月底，公司全部债务规模为 107.09 亿元，较 2016 年底略有增长，全部债务中短期债务占 55.31%，长期债务占 44.69%，受公司部分长期借款结转至一年内到期的非流动负债影响，债务结构中短期债务占比有所增长。

截至 2016 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平均值分别为 44.64%、42.51% 和 26.75%，同比均有所下降，公司债务负担适宜。

截至 2017 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2016 年底有所下降，分别为 42.37%、40.53% 和 23.35%。

总体看，近年公司负债总额持续增长，债务负担适宜，债务结构中短期债务和长期债务配比合理，但公司有息借款以抵质押借款为主，近年来公司有息债务增长致使公司资产使用受限制部分过高，制约了公司资产

的变现能力。

### 3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 147.07 亿元，同比增长 11.40%。2016 年，公司营业成本为 114.52 亿元，同比增长 6.89%。

2017 年 1~6 月，公司营业收入和营业成本分别为 90.44 亿元和 68.91 亿元，同比分别增长 29.59% 和 17.68%。

2016 年及 2017 年 1~6 月，公司期间费用分别为 10.43 亿元和 4.98 亿元，分别占营业收入的 7.09% 和 5.51%，2016 年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 3.62 亿元、2.43 亿元和 4.37 亿元。

2016 年，公司公允价值变动收益为 0.48 亿元，全部为公司投资性房地产公允价值变动损益。

2016 年，公司投资收益为 0.92 亿元，全部为权益法核算的长期股权投资收益。

2016 年，公司营业外收入为 0.45 亿元，主要为政府补助和固定资产处置利得。

2016 年，公司实现利润总额 23.20 亿元。2017 年 1~6 月，公司利润总额为 16.37 亿元，同比增长 126.73%。

从盈利指标来看，2016 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率平均值分别为 21.56%、8.81% 和 12.37%。2017 年 1~6 月，公司营业利润率 22.74%，公司主营业务盈利能力较好。

总体看，近年公司收入规模呈小幅增长态势，公司主营业务盈利能力稳健。

### 4. 现金流及保障

经营活动方面，2016 年，公司销售商品提供劳务收到的现金为 164.95 亿元，同比增长 6.72%。2016 年，公司经营活动现金流入 165.51 亿元，同比增长 6.78%。受近年来公司业务拓展，支付货款金额逐年增长影响，2016 年，公司经营活动现金流出为 156.47 亿元，

同比增长 5.46%。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 9.03 亿元，同比增长 36.20%。从收入质量上看，2016 年，公司现金收入比为 112.16%，公司收入实现质量较高，获现能力正常。

从投资活动看，2016 年，公司投资活动现金流入 0.53 亿元，同比变化不大；2016 年，公司投资活动现金流出为 15.05 亿元，同比下降 29.64%；2016 年，公司投资活动现金净额为-14.52 亿元，较上年仍表现为净流出。

2016 年，公司筹资活动前现金流量净额为-5.49 亿元，公司经营活动现金净流入不能满足公司对外投资需要，随着公司在建项目持续投入，未来公司仍然存在外部融资压力。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入规模波动增长，主要为借款收到的现金和吸收投资收到的现金，2016 年，公司筹资活动现金流入为 48.53 亿元，同比下降 4.69%，其中吸收投资收到的现金为 4.69 亿元。公司筹资活动现金流出主要表现为偿还借款及利息支付，2016 年为 41.75 亿元，同比增长 19.29%。2016 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 6.78 亿元。

2017 年 1~6 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 8.19 亿元，现金收入比为 107.97%；投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-1.68 亿元和-5.70 亿元。

总体看，公司经营活动获取现金的能力较强，收入实现质量较好，考虑到公司现有资金情况及未来投资计划，公司存在较大外部融资压力。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，公司流动比率及速动比率分别为 227.79%及 152.84%，同比均有所上升。2016 年，公司经营现金流动负债比为 14.16%，较去年同期上升 4.12 个百分点。截至 2017 年 6 月底，公司流动比率及速动比率分别为 232.66%及

159.90%，较 2016 年底均略有增长。考虑到公司受限资产占比较高，资产流动性偏弱，存在一定的短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2016 年，公司 EBITDA 利息倍数为 6.49 倍；同期，全部债务/EBITDA 倍数为 3.34 倍。整体看，公司长期偿债能力较好。

截至 2017 年 6 月底，公司共获授信额度 143.77 亿元，未使用授信额度 46.36 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2017 年 6 月底，公司对外担保 1.25 亿元，担保比率为 0.80%，被担保企业相对分散，整体担保风险可控。

表 24 2017 年 6 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	5200.00
涟源市华宏煤业物流有限公司	0.00
长沙昱正建材贸易有限公司	900.00
娄底市玖洲贸易有限公司	2400.00
湖南三星合金工业有限公司	1010.00
娄底福腾贸易有限公司	200.00
娄底鸿盛洗涤有限公司	455.00
涟源市京华机械锻造有限公司	969.00
涟源市鑫泰农业科技发展有限公司	970.00
涟源市石门彩印包装有限公司	400.00
<b>合计</b>	<b>12504.00</b>

资料来源：公司提供

#### 6. 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 2017 年 9 月 25 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。

#### 7. 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 2017 年 9 月底，公司一年内到期的



债券余额为 10.00 亿元，为“17 五江轻化 CP001”，将于 2018 年 8 月到期。2016 年底，公司现金类资产 20.81 亿元(剔除受限货币资金)，为一年内到期的债券余额的 2.08 倍。

2016 年，公司经营活动现金流入量和净额分别为 165.51 亿元和 9.03 亿元，为上述债券发行总额的 16.55 倍和 0.90 倍。

总体看，公司现金类资产对一年内到期的债券余额的保障能力较强。

表25 公司存续债券保障情况 (单位: 亿元、倍)

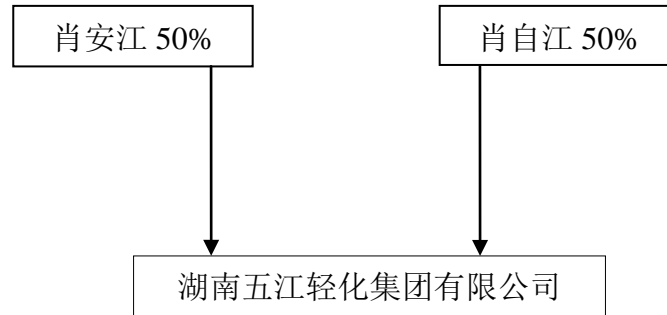
项目	2016年
一年内到期债券余额	10
现金类资产/一年内到期债券余额	2.08
经营活动现金流入量/一年内到期债券余额	16.55
经营活动现金流净额/一年内到期债券余额	0.9

资料来源：联合资信根据企业提供的年报和资料整理

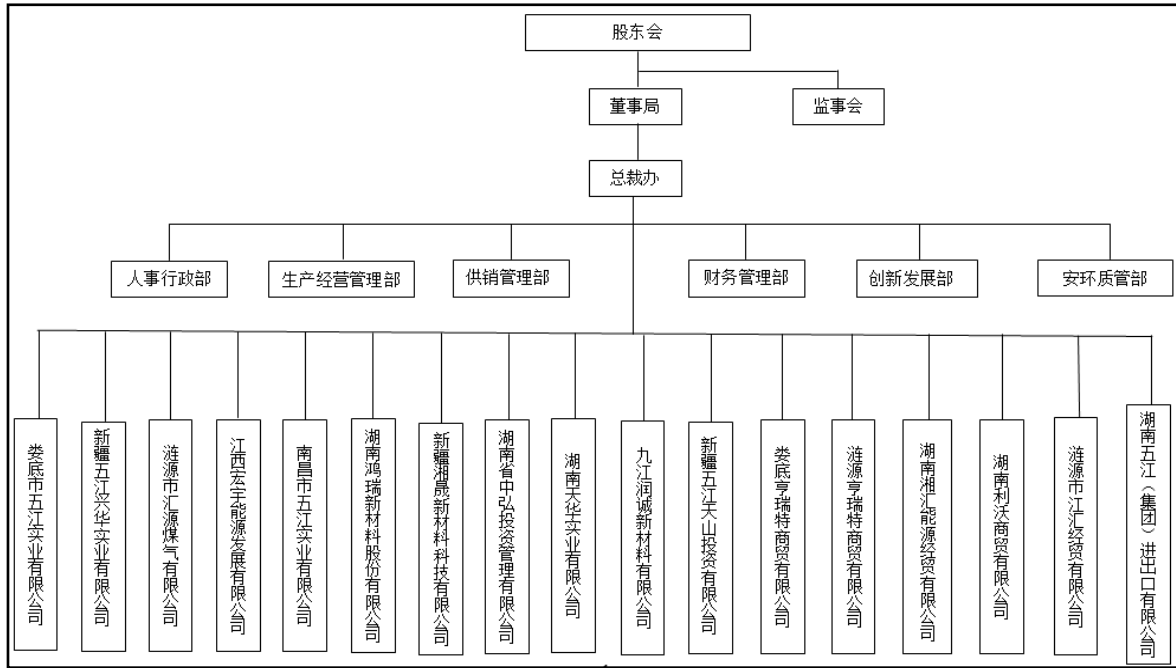
## 十一、结论

综合评估，联合资信维持五江轻化集团有限公司AA<sup>+</sup>的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“17五江轻化CP001”的信用等级为A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



### 附件 1-2 公司组织结构图



**附件 1-3 截至 2017 年 6 月底公司下属二级子公司情况**

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)	
				直接	间接
娄底市五江实业有限公司	湖南涟源市	湖南涟源市	生产、销售保温瓶及搪瓷制品	100	
涟源市汇源煤气有限公司	湖南涟源市	湖南涟源市	焦化产品的生产、销售		100
娄底亨瑞特商贸有限公司	湖南娄底市	湖南娄底市	房地产开发、销售、经营		100
涟源亨瑞特商贸有限公司	湖南涟源市	湖南涟源市	房地产经营		100
新疆五江兴华实业有限公司	新疆乌鲁木齐	新疆乌鲁木齐	生产、销售保温瓶及搪瓷制品、玻璃		60
新疆湘晟新材料科技有限公司	新疆哈密	新疆哈密	钛材加工	20	36
新疆五江天山投资有限公司	新疆昌吉	新疆昌吉	酒店经营		70
江西宏宇能源发展有限公司	江西樟树	江西樟树	玻璃及焦化产品的生产与销售	75	20
涟源市江汇经贸有限公司	湖南涟源市	湖南涟源市	商贸		100
湖南利沃商贸有限公司	湖南长沙	湖南长沙	商贸		100
湖南省湘汇能源经贸有限公司	湖南长沙	湖南长沙	商贸	99	
南昌市五江实业有限公司	江西南昌	江西南昌	生产、销售保温瓶及搪瓷制品		100
湖南五江（集团）进出口有限公司	湖南娄底	湖南娄底	进出口贸易	100	
湖南鸿瑞新材料股份有限公司	湖南娄底	湖南娄底	感光材料生产、销售		95
湖南新中弘置业发展有限公司	湖南湘潭	湖南湘潭	房地产开发与经营		51
湖南天华实业有限公司	湖南涟源市	湖南涟源市	牲畜养殖		77.24
九江润诚新材料有限公司	江西九江	江西九江	玻璃纤维生产销售		100

## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	18.95	18.27	20.81	21.81
资产总额(亿元)	196.14	233.77	261.10	272.63
所有者权益(亿元)	106.48	121.97	144.54	157.12
短期债务(亿元)	42.15	54.20	54.09	59.23
长期债务(亿元)	34.09	45.79	52.78	47.86
全部债务(亿元)	76.24	99.99	106.87	107.09
营业收入(亿元)	122.65	132.01	147.07	90.44
利润总额(亿元)	14.37	15.65	23.20	16.37
EBITDA(亿元)	21.32	23.54	32.02	--
经营性净现金流(亿元)	15.17	6.63	9.03	8.19
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	5.35	6.29	7.09	--
存货周转次数(次)	4.58	3.49	2.63	--
总资产周转次数(次)	0.63	0.61	0.59	--
现金收入比(%)	110.42	117.09	112.16	107.97
营业利润率(%)	17.93	18.66	21.56	22.74
总资本收益率(%)	8.37	7.43	8.81	--
净资产收益率(%)	10.40	9.79	12.37	--
长期债务资本化比率(%)	24.25	27.30	26.75	23.35
全部债务资本化比率(%)	41.72	45.05	42.51	40.53
资产负债率(%)	45.71	47.82	44.64	42.37
流动比率(%)	176.84	198.56	227.79	232.66
速动比率(%)	137.38	138.86	152.84	159.90
经营现金流动负债比(%)	27.30	10.04	14.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.78	4.98	6.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.58	4.25	3.34	--

注： 1. 公司 2017 年上半年财务数据未经审计； 2. 现金类资产已剔除使用受限的货币资金； 3. 长期应付款已计入长期债务。

### 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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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