跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]706 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主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“17五江轻化CP002”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年四月二十七日

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：010-85679696
传真：010-85679228
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^+	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
17五江轻化CP002	10亿元	2018/11/6	A-1	A-1

评级时间：2018 年 4 月 27 日

财务数据

项　目	2014年	2015年	2016年	2017年9月
现金类资产(亿元)	18.95	18.27	20.81	30.09
资产总额(亿元)	196.14	233.77	261.10	287.73
所有者权益(亿元)	106.48	121.97	144.54	163.44
短期债务(亿元)	42.15	54.20	54.09	66.63
长期债务(亿元)	34.09	45.79	52.78	50.88
全部债务(亿元)	76.24	99.99	106.87	117.51
营业收入(亿元)	122.65	132.01	147.07	135.70
利润总额(亿元)	14.37	15.65	23.20	24.20
EBITDA(亿元)	21.32	23.54	32.02	--
经营性净现金流(亿元)	15.17	6.63	9.03	18.31
营业利润率(%)	17.93	18.66	21.56	22.57
净资产收益率(%)	10.40	9.79	12.37	--
资产负债率(%)	45.71	47.82	44.64	43.20
全部债务资本化比率(%)	41.72	45.05	42.51	41.83
流动比率(%)	176.84	198.56	227.79	226.89
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	7.52	--

注：1.公司 2017 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；3.2015 年长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务及相关指标；4.截至 2017 年 9 月底的短期债务考虑了其他流动负债中的“17 五江轻化 CP001”。

分析师

魏铭江　刘丙江　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、新材料业务和畜牧业为辅的多元化大型民营集团企业。跟踪期内，公司保温瓶销售良好，岳塘商贸城项目竣工交付及感光干膜销量大幅上升带动公司资产规模、收入及利润实现较快增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资本支出规模大，短期偿债压力较大，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，随着公司在建的钛合金项目完工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 AA^+ 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“17 五江轻化 CP002”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销售情况良好，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 CP002”保障能力较强。

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，短期债务偿还压力较大。
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. 2017 年前三季度，公司消费品板块受市场竞争及部分原材料上涨影响，毛利率出现一定下滑。

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 2017 年底，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 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 9 月底，公司资产（合并）总额 287.73 亿元，所有者权益合计 163.44 亿元（其中包含少数股东权益 21.28 亿元）。2017 年 1～9 月，公司实现营业收入 135.70 亿元，利润总额 24.20 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、本期短期融资券概况及募集资金使用情况

本期短期融资券发行额度、存续期等情况如下表所示。截至 2018 年 3 月底，本期短期融资券所募集资金已使用 9.03 亿元。

表 1　本期短期融资券概况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	余额	起息日	兑付日
17 五江轻化 CP002	10.00	10.00	2017.11.06	2018.11.06

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

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；

全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，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（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3

个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。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，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%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。

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玻璃产业率先发力，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水平和消费水平都在不断提高，并已发展为完全竞争的行业。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，具有表面晶莹光洁、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。

从下游需求端看，房地产是平板玻璃主要需求端，占总需求的 75%左右，其中地产新增占比约 60%～70%，剩余的是地产翻修的需求。其次是汽车领域和出口，都占总需求的 10%左右，剩余的 5%用于光伏和电子显示器等。房地产行业对平板玻璃的需求量较大，商品房销售数据是较好的需求领先指标，新开工面积累计增速与玻璃产量相关性较高。2016～2017 年上半年房地产销售超预期，虽然累计同比增速有所下滑，但是截至 2017 年 10 月底仍然保持在 10%以上增速；房地产销售情况良好也带动了新开工面积的增速，虽然国家对房地产市场持续调控，房屋新开工面积同比增速下滑趋势明显，但是 2017 年每月房屋新开工面积累计同比缓慢下滑，截至 2017 年 10 月底，房屋新开工面积累计同比保持在 5%以上。考虑到玻璃需求较房屋新开工面积一般滞后约 2～3 个季度，参照房屋新开工面积增速趋稳，未来房地产方面玻璃需求量或许与 2017 年持平。

截至 2017 年 11 月 30 日，全国共有浮法玻璃生产线 361 条，总产能 12.92 亿重箱，同比增加 1.8%；在产生产线 230 条，在产产能 9.03 亿重箱，同比减少 2.7%；1～10 月共生产玻璃 6.71 亿重箱，同比增加 4.3%。玻璃行业的供给的变化主要来自三方面，分别是新增产能、冷修产能和冷修复产产能。总体来看，行业供给明年有望持续收缩，新增产能受政策影响，难有大规模增长；冷修复产产能受环保和原材料上涨影响，复产难度较大；政府强制对不合格产线进行停产，叠加明年大量产线进入自然冷修年龄，整体供需格局有望改善。

截至 2017 年 11 月 30 日，全国白玻均价为 1636 元/吨，较年初上涨 9.07%，同比增长 10.69%；全国库存 3106 万重箱，全年平均库存水平与上一年持平，今年 2～8 月份玻璃生产企业库存保持高位运行，雨季之后下游需求进入金九银十旺季，库存迅速下降。由于环保限产停产的不断发酵叠加企业复产意愿下降和明年进入冷修高峰期，供给端持续收缩，预

计明年全国玻璃企业库存水平有所下降，下游房地产政策紧缩，需求有望和今年保持一致，整体来看供需格局有望向好，明年玻璃价格有望继续保持高位运行。

截至 2018 年 1 月 5 日，中国玻璃综合指数 1193.26 点，同比上年同期上涨 108.78 点；中国玻璃价格指数 1216.32 点，同比上涨 120.77 点；中国玻璃信心指数 1101.02 点，同比上年同期上涨 60.81 点。整体来看，2017 年以来，玻璃制品行业表现较好。

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 ^{2}，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产业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。截至2017年9月底，公司已经取得钛矿和煤矿的探矿权，采矿权手续预计2018年底办理完成。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 9 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 9 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。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，

捣固焦板块毛利率亦呈较快上升趋势，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 1～9 月，公司主营业务收入为 130.65 亿元，同比增长 37.17%，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。2017 年 1～9 月，公司商贸板块实现收入 44.46 亿元，同比增长 123.30%，主要系岳塘国际商贸城项目确认收入所致；新材料由于前期认证完成，2017 年以来产能快速提升，收入亦呈大幅增长，2017 年 1～9 月实现收入 6.66 亿元。从毛利率来看，公司 2017 年 1～9 月综合毛利率为 24.25%，同比增长 6.70 个百分点，主要系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和焦炭价格上涨导致捣固焦毛利率上升所致。2017 年 1～9 月，新材料板块毛利率较 2016 年相比出现大幅下滑，主要系原材料价格上涨导致单位成本上升所致。

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 1-9 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
轻化	消费品	52.58	44.27	23.74	53.74	42.77	24.64	56.83	40.11	26.20	42.74	32.71	21.30
	捣固焦	23.87	20.10	10.98	26.13	20.79	14.70	28.36	20.02	16.50	24.76	18.95	17.60
	小 计	**76.45**	**64.37**	**19.77**	**79.87**	**63.56**	**21.37**	**85.19**	**60.13**	**23.56**	**67.50**	**51.66**	**19.94**
建材		10.58	8.91	26.16	12.99	10.34	26.89	13.29	9.38	25.88	8.95	6.85	24.62
商贸		26.25	22.11	9.42	27.61	21.98	7.97	37.10	26.41	20.49	44.46	34.03	30.74
新材料		1.10	0.93	32.73	1.18	0.94	27.97	1.53	1.09	41.18	6.66	5.10	28.72
畜牧业		4.37	3.68	18.31	4.01	3.19	16.96	4.24	2.99	16.75	3.08	2.36	14.46
合计		**118.76**	**100.00**	**18.12**	**125.66**	**100.00**	**18.92**	**141.35**	**100.00**	**22.60**	**130.65**	**100.00**	**24.25**

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 1～9 月，公司消费品板块收入同比持平，受市场竞争加剧及原材料价格上涨影响，整体产品毛利率同比有所下降。

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 1-9 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	37.90	26.41	38.00	27.74	40.50	29.10	30.97	24.82
搪瓷日用品	6.09	25.78	6.78	23.30	7.03	23.87	4.96	12.42
日用玻璃器皿	3.11	14.47	3.48	18.68	3.97	15.95	3.15	11.47
家用电器	5.48	8.21	5.48	8.58	5.33	14.88	3.65	11.97
合计	**52.58**	**23.74**	**53.74**	**24.64**	**56.83**	**26.20**	**42.73**	**21.30**

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，对国外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 1-9 月
3.2L 不锈钢保温瓶	产能	1200	1200	1200	900
	产量	1140	1188	1164	886
	产能利用率	95.00	99.00	97.00	98.44
	委托加工	960	992	969	746
	产量合计	2100	2180	2133	1632
	销量合计	1980	2100	2110	1613
	产销率	94.29	96.33	98.92	98.84
	销售均价（不含税）	65.50	63.50	63.71	66.76
	销售收入（不含税）	129690	133350	134416	107669
3.2L 全塑保温瓶	产能	4300	4300	4300	3225
	产量	4128	4215	4223	3190
	产能利用率	96.00	98.02	98.21	98.91
	委托加工	1237	1366	1116	951
	产量合计	5365	5581	5339	4141
	销量合计	5122	5197	5281	4073
	产销率	95.47	93.12	98.91	98.36
	销售均价（不含税）	34.10	34.80	35.12	35.15
	销售收入（不含税）	174660	180856	185482	143160

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 1-9 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	1107.87	1106.12	99.84	1230.89	1231.95	100.09	1247.99	1235.98	99.04	879.18	871.56	99.13
日用玻璃器皿	448.21	447.03	99.74	533.28	534.62	100.25	562.35	568.03	99.00	448.26	443.50	98.94

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。

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	主焦煤
安徽恒源煤电股份有限公司销售分公司	1.08	5.35	1/3 焦煤
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
合计	**4.30**	**21.35**	--

资料来源：公司提供

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。

（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 9 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，同期毛利率上升 1.8 个百分点，主要系公司在 2016 年上半年冶金焦价格处于相对低位且行业毛利整体处于低位时主动控制销量，增加库存，在

下半年冶金焦价格逐步上涨时逐步释放库存，使得库存商品盈利水平大幅提高。

2017 年 1～9 月，捣固焦收入 24.76 亿元，同比上升 24.61%，毛利率 17.60%，同比上升 6.98 个百分点，主要系公司动态调整煤炭和焦炭库存，使得煤炭采购成本低位运行，而焦炭市场价格处于上升趋势且上涨速度高于煤炭，使得公司捣固焦毛利率上升明显。

表 10　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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
销量	180	200	211	163
产量	184	198	203	168
产销率	97.83	99.00	103.94	97.02
销售均价	1328	1307	1343	1520

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 1-9 月
优质浮法玻璃	销售数量	108.62	114.6	117.79	94.89
	销售均价	70.24	67.31	72.44	72.22
超白玻璃	销售数量	257.46	234.85	233.90	68.38
	销售均价	109.42	104.75	107.72	110.91
low-e 中空玻璃原片	销售数量	602.3	653.72	623.73	516.32
	销售均价	80.21	77.16	80.88	81.39
low-e 中空	销售数量	91.47	142.67	146.01	76.31
	销售均价	166.46	158.35	158.41	155.84
中空玻璃	销售数量	65.08	103.27	111.55	85.01
	销售均价	71.26	74.37	76.08	75.80

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 8 月开业运营，意向进驻商户超过总面积的 100%，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，项目预售资金 28.18 亿元已全部完成投入。截至 2017 年底，一期项目已累计完成 52 亿元的投资资金。

一期项目建成后，公司可实现物业销售面积 75 万平方米，销售收入逾 60 亿元，开业后每年有逾 75 万平方米的自持物业对外出租，保守估计年租金收入 9 亿元，利润 4.5 亿元。截至 2017 年底，累计已实现签约销售收入 45.06 亿元，销售面积 53.85 万平方米，销售比重为 71.80%，公司在商铺达到可销售状态前，仅提前收取少量定金，在商铺达到可销售状态后，按权责发生制确认销售商铺的销售收入，同时结转相应的认购定金。公司一期项目预计 2018 年 8 月开业。

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。

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其具有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　2017 年 1~9 月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	10432
涟源五江购物中心	涟源亨瑞特商贸有限公司	100.00	23060	100	1806

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。

2017 年 1～9 月，公司商品贸易实现收入 17.32 亿元，同比下降 8.70%，主要系煤炭和钢材贸易收入有所下降所致。同期，公司新增酒店经营收入 0.10 亿元，主要系公司的天山温泉国际大酒店项目建设完成并投入使用。

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 1-9 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	10.35	40.97	10.64	13.28	50.34	6.77	12.57	49.86	7.12	8.25	47.61	7.41
钢材	10.85	42.95	8.66	8.44	31.99	4.27	7.00	27.75	4.57	4.86	28.05	4.39
纯碱	2.03	8.04	2.96	2.52	9.55	6.46	2.96	11.75	5.50	2.31	13.31	4.95
聚丙烯	2.03	8.04	3.94	2.14	8.11	5.94	2.68	10.64	5.27	1.81	10.44	5.12
酒店经营	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.10	0.59	7.84
合计	**25.26**	**100.00**	**8.64**	**26.38**	**100.00**	**5.87**	**25.21**	**100.00**	**6.03**	**17.32**	**100.00**	**6.00**

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

表16　2016年公司煤炭贸易前五大销售客户（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

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。

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
合计	**3.99**	**60.15**	-

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大销售客户

（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
合计	**2.05**	**29.31**

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1-9月
产能	3000	8500	15000	11250
产量	2068.29	2053.35	2543.61	9941.92

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。

（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。截至 2017 年底，销售意向金额约 9.00 亿元，2017 年 1～9 月，实现销售收入 6.66 亿元。

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	1.10
2015年	1852	6.37	1.18
2016年	2294	6.69	1.53
2017年1-9月	9911	6.72	6.66

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 1～9 月公司前五名客户感光干膜销售额为 1.60 亿元，占其销售总额的比重为 24.00%，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。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 6.68 次、3.37 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 9 月底共完成投资 86.63 亿元，2017 年尚需投资 16.37 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 9 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9月底已投资	2017年9-12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	380600	129400	107000	143000	30	70	--
2	岳塘国际商贸城（一期）	520000	485700	34300	--	--	24	22	54
	合计	**1280000**	**866300**	**163700**	**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）。

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 9 月底，银行已发放贷款 21 亿元，自筹资金已到位近 18.06 亿元，已完成投资 38.06 亿元。项目建设期为 3 年，预计回款期限为 13 年（2018 年开始回款）。公司引进国内外钛行业专家后，对原设计方案进行了适度的调整和优化，另外哈密市政府负责的市政天然气管道未能如期竣工铺设入园，经与政府协商后，入园天然气管道改由公司自行建设（由政府出资，公司负责施工及质量把控），因受新疆天气影响，天然气管道建设要到 2018 年 4 月底才能开工。由于以上两方面因素的影响，该项目预计 2018 年 10 月底前试生产。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。

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 1～9 月财务报表未经审计。从合并报表范围变化情况来看，2016 年以来公司合并范围未发生变化。

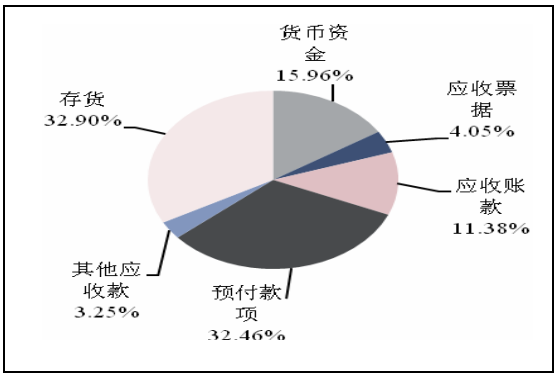
截至 2016 年底，公司资产（合并）总额 261.10 亿元，所有者权益合计 144.54 亿元（其中包含少数股东权益 16.23 亿元）。2016 年公司实现营业收入 147.07 亿元，利润总额 23.20 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司资产（合并）总额 287.73 亿元，所有者权益合计 163.44 亿元（其中包含少数股东权益 21.28 亿元）。2017 年 1～9 月，公司实现营业收入 135.70 亿元，利润总额 24.20 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。截至2016年底，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，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%）、湖南省油富置业有限公司（账面价值 1.15 亿元，持股比例 30%）、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 2016 年底，公司投资性房地产为 21.72 亿元，同比增长 6.13%，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。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 9 月底，公司资产总计 287.73 亿元，较 2016 年底增长 10.20%，主要系随着公司收入增加，货币资金和应收账款相应有所增加所致，资产中流动资产占 57.89%，公司资产结构较 2016 年底变化不大。

总体看，公司资产规模持续增长，资产中存货、预付款项和固定资产占比较高，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 9 月底，公司所有者权益为 163.44 亿元，较 2016 年底增长 13.08%，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 21.28 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 9 月底，公司负债总计 124.29 亿元，较 2016 年底小幅增长，其中其他流动负债新增 10.00 亿元，系公司于 2017 年 8 月发行 10 亿元短期融资券“17 五江轻化 CP001”所致。

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 9 月底，公司全部债务规模为 117.51 亿元，其中短期债务占 56.70%，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 9 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 43.20%、41.83%和 23.74%。

总体看，近年公司负债总额持续增长，债务负担适宜，债务结构合理，但公司有息借款以抵质押借款为主，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 1～9 月，公司营业收入和营业成本分别为 135.70 亿元和 103.66 亿元，同比分别增长 34.78%和 21.94%。

2016 年及 2017 年 1～9 月，公司期间费用分别为 10.43 亿元和 7.47 亿元，分别占营业收入的 7.09%和 5.50%，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；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；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，同比增长 48.23%。2017 年 1～9 月，公司利润总额为 24.20 亿元，同比增长 103.08%。

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分别为 21.56%、8.81%和 12.37%。2017 年 1～9 月，公司营业利润率 22.57%，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%。从收入实现质量上看，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1～9月，公司经营活动产生的现金流量净额为18.31亿元，现金收入比为109.82%；投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-11.64亿元和3.52亿元。

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9月底，公司流动比率及速动比率分别为226.89%及162.72%。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7.52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9月底，公司共获授信额度143.77亿元，未使用授信额度45.73亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至2017年9月底，公司对外担保1.15亿元，担保比率为0.70%，被担保企业相对分散，整体担保风险可控。

表24　2017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	4700.00
长沙罡正建材贸易有限公司	900.00
娄底市玖洲贸易有限公司	1780.00
湖南三星合金工业有限公司	1100.00
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
合计	**11474.00**

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2018年3月23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年底，公司一年内到期的债券余额为20.00亿元，为“17五江轻化CP001”（余额10.00亿元，2018年8月到期）以及“17五江轻化CP002”（余额10.00亿元，2018年11月到期）。公司现金类资产（剔除使用受限的货币资金）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	2017年9月
一年内到期债券余额	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.04
经营活动现金流入量/一年内到期债券余额	8.08
经营活动现金流净额/一年内到期债券余额	0.45

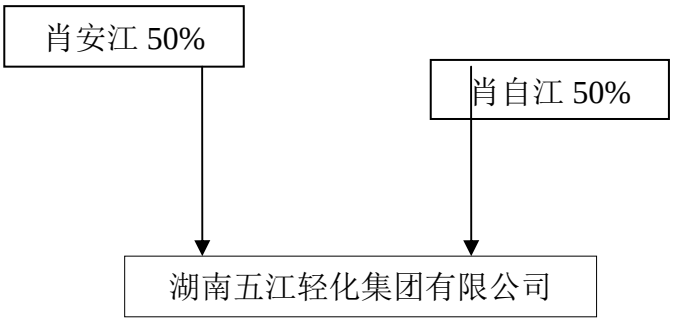
注：公司2017年11月发行的10亿元“17五江轻化CP002”未计入一年内到期的债券余额。

资料来源：联合资信根据企业提供的年报和资料整理

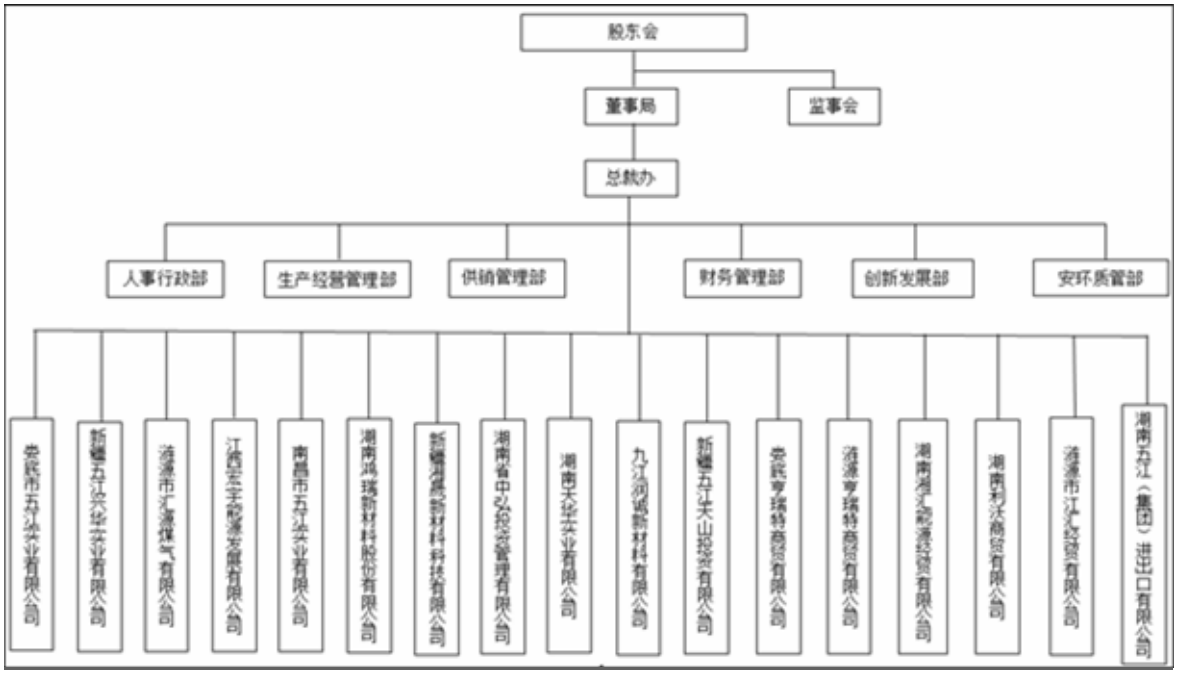
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持五江轻化集团有限公司的主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“17五江轻化CP002”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 9 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 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.95	18.27	20.81	30.09
资产总额(亿元)	196.14	233.77	261.10	287.73
所有者权益(亿元)	106.48	121.97	144.54	163.44
短期债务(亿元)	42.15	54.20	54.09	66.63
长期债务(亿元)	34.09	45.79	52.78	50.88
全部债务(亿元)	76.24	99.99	106.87	117.51
营业收入(亿元)	122.65	132.01	147.07	135.70
利润总额(亿元)	14.37	15.65	23.20	24.20
EBITDA(亿元)	21.32	23.54	32.02	--
经营性净现金流(亿元)	15.17	6.63	9.03	18.31
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.20	6.29	7.09	--
存货周转次数(次)	5.03	3.49	2.63	--
总资产周转次数(次)	0.66	0.61	0.59	--
现金收入比(%)	110.42	117.09	112.16	109.82
营业利润率(%)	17.93	18.66	21.56	22.57
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	23.74
全部债务资本化比率(%)	41.72	45.05	42.51	41.83
资产负债率(%)	45.71	47.82	44.64	43.20
流动比率(%)	176.84	198.56	227.79	226.89
速动比率(%)	137.38	138.86	152.84	162.72
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	7.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.58	4.25	3.34	--

注：公司 2017 年 1~9 月财务数据未经审计；现金类资产已剔除使用受限的货币资金；2015 年长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务及相关指标。

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