信用等级公告

联合〔2019〕2304 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及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”和“19 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

二〇一九年七月二十九日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

湖南五江轻化集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+
上次主体长期信用等级：AA^+

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
19 五江轻化 CP001	10 亿元	2020/05/07	A-1	A-1

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 29 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.81	34.80	32.74	26.83
资产总额(亿元)	261.10	308.55	339.37	358.72
所有者权益(亿元)	144.54	171.23	192.00	198.31
短期债务(亿元)	54.09	73.76	81.92	81.12
长期债务(亿元)	52.78	56.21	57.61	71.80
全部债务(亿元)	106.87	129.97	139.53	152.93
营业收入(亿元)	147.07	176.08	177.14	47.71
利润总额(亿元)	23.20	30.07	30.21	8.20
EBITDA(亿元)	32.02	39.18	40.03	--
经营性净现金流(亿元)	9.03	15.88	24.25	2.16
营业利润率(%)	21.56	22.10	24.01	24.34
净资产收益率(%)	12.37	13.44	12.02	--
资产负债率(%)	44.64	44.51	43.43	44.72
全部债务资本化比率(%)	42.51	43.15	42.09	43.54
流动比率(%)	227.79	217.89	198.11	217.21
经营现金流动负债比率(%)	14.16	19.57	27.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.34	3.32	3.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.31	6.52	5.42	--

注：1.2019 年 1-3 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，公司经营业绩稳定，盈利能力稳健，钛合金项目逐步投产，项目收益逐步显现。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，市场竞争激烈以及电器板块的逐步退出，公司消费品板块收入有所下滑，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以及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”和“19 五江轻化 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司保持在保温瓶行业的领先地位，销售约占全国 20%~30%的市场份额。
2. 公司钛合金项目于 2018 年底开始生产，该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，公司成为全国首家“钛矿-海绵钛-钛合金”全产业链生产企业。未来，随着钛合金项目的逐步达产，公司新材料板块收入和利润或将实现大幅增长。
3. 公司经营活动现金流状况良好，现金类资产和 EBITDA 对“18 五江轻化 CP001”、“19 五江轻化 CP001”保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，公司逐步退出家电业务，使得

消费品板块收入有所下降。

2. 公司钛合金项目计划总投资 76.00 亿元，未来若钛行业市场需求发生变化，公司产能未能充分释放，或将对公司效益产生不利影响。
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 2019 年 3 月底，公司注册资本 20 亿元，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 2019 年 3 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 20 家全资及控股子公司。

截至 2018 年底，公司资产（合并）总额 339.37 亿元，所有者权益合计 192.00 亿元（其中包含少数股东权益 28.17 亿元）。2018 年公司实现营业收入 177.14 亿元，利润总额 30.21 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产（合并）总额 358.72 亿元，所有者权益合计 198.31 亿元（其中包含少数股东权益 30.30 亿元）。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 47.71 亿元，利润总额 8.20 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

截至本报告出具日，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”和“19 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
19 五江轻化 CP001	10.00	10.00	2019.05.08	2020.05.07

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。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。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，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位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，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。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，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经

济增速或将有所回落，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。

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势态，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。近年来，中国大宗商品销售总额增速呈现放缓趋势。2013 年以前，销售总额增速保持在接近 12%的高速发展水平。2014-2016 年，随着国民经济运行进入“新常态”，销售总额增速出现适度放缓，保持在 8%左右。2017 年-2018 年，销售总额增速下降至 5.3%和 4.6%，连续两年低于 GDP 增速。2018 年，经济增速稳中趋缓，上半年相对较好，但下半年稳中有变的态势较为明显。在此背景下，大宗商品市场销售规模增速也有明显下滑。据初步估算，2018 年全年，大宗商品销售总额达到 72.8 万亿元，可比价同比增长 4.6%，增速较上年同期下降 0.7 个百分点。从全年走势来看，四个季度平均增速分别为 5.1%、4.3%、4.5%和 1.5%，呈明显下行趋势。

（2）主要贸易品种运行情况

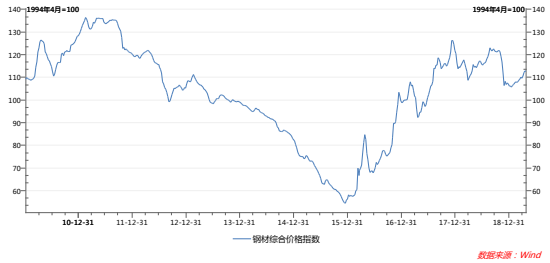
钢材

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



注：中钢协，1994 年=100
数据来源：Wind 资讯

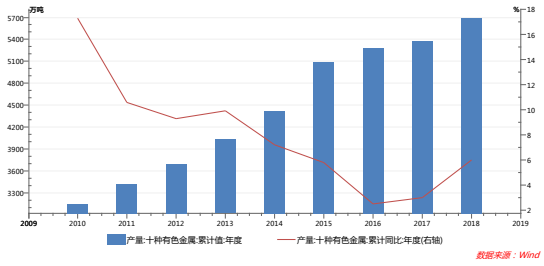
钢材价格方面，国际金融危机以来，受国外发达国家经济持续低迷、中国经济增速减缓、房地产政策调控等综合因素影响，下游用钢领域景气度弱化、钢材消费量明显下降，市场需求大幅减少，主要钢铁产品处于供大于求状态，产能过剩矛盾凸显；根据中钢协公布的钢材综合价格指数，钢材价格2010年以后呈快速下跌态势，于2015年跌至谷底。2016年2月4日，国务院发文《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，受供给侧改革去产能政策的实施致使供给下降，同时焦炭及铁矿石等原燃料价格的上涨以及房地产、建筑、汽车等下游行业回暖等综合因素影响，黑色系商品价格大幅上涨，钢材市场回暖，钢材价格于2016年止跌回升并呈现波动增长态势。2017年，多省发布了重点基础建设投资计划，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。延续2017年下半年价格走势，2018年钢材价格总体处于相对高位，钢材综合价格指数平均为115.8点，同比增长7.6%。2018年上半年钢材价格指数基本稳定在110～120点，7月起价格持续上涨，至11月钢材价格开始快速下跌，截至12月底钢材综合价格指数跌至107.1点，较年内最高点下降13%。

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。

有色金属

有色金属行业是中国原材料工业的重要组成部分，广泛用于机械、电子、建筑、国防、科技等行业。2011 年以后，受全球经济持续低迷，中国经济增速逐步放缓影响，中国有色金属产量增速回落至个位数水平，目前最常用的十种有色金属中铝、铜、铅、锌的产量占国内有色金属产量的90%以上。2018年，十种有色金属产量 5688 万吨，同比增长6%。

图 2　中国近年十种有色金属产量情况

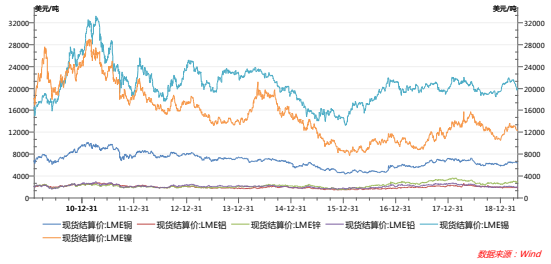


注：十种有色金属：铜、铝、铅、锌、镍、锡、镁、钛、锑、汞
资料来源：Wind 资讯

受限于中国有色金属矿产资源储量较低，且有色金属深加工产业及新材料开发水平较发达经济体差距较大，中国有色金属长期存在巨额逆差，有色金属资源对外依存度保持较高水平；国内市场来看，中国有色金属生产企业主要集中于西部内陆企业，主要消费区域集中于东部沿海发达区域，有色金属资源分布及消费需求等方面差异共同导致有色金属产品庞大的贸易规模及交易。

有色金属标准化程度极高，相关贸易接近完全竞争行业，市场价格透明，准入门槛低，行业利润率极低，行业内通常参考伦敦金属交易所（LME）、纽约商品交易所（COMEX）及上海期货交易所有色金属期货合约报价作为有色金属交易价格。由于有色金属价格波动较大，买卖双方通常通过点价方式确定交易价格，即由买方以某月份的期货价格为计价基础，以期货价格加上或减去双方协商同意的升贴水来确定双方买卖现货商品价格的交易方式。点价期一般为 1～2 个月。

图 3　主要有色金属价格情况（美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

2018 年，中美贸易战背景下，市场避险情绪较强，有色金属价格整体弱势震荡，国内工业金属下游需求偏弱。

总体看，在中国经济增速放缓、全球经济复苏依旧乏力的大环境下，有色金属行业短期仍将以调整为主；长期来看，伴随世界经济复苏、新兴经济快速增长以及资源储量刚性制约供给的综合影响下，有色金属长期将持续获得需求端支撑，发展前景良好。

（3）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。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。

3. 高端钛材制造行业

钛行业在国民经济发展中具有重要地位，对国防、经济及科技发展具有战略意义，是支撑尖端科技技术进步的重要原材料产业。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，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，国内市场所需物料主要依赖进口。

“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≤20000kWh，全行业实现达标排放，清洁生产。

2018 年，全球钛行业市场逐渐复苏，国际、国内航空市场出现明显的增长；同时，在国家持续推进供给侧结构改革和环保政策等多方面因素的影响下，部分落后产能、排放不达标钛加工企业相继推出市场，行业集中度有所提升，但目前钛行业仍存在结构性产能过剩、中低端产品竞争激烈、供大于求、同质化等问题。随着国民经济结构战略性调整以及产业转型升级，未来钛行业在航空、航天、船舶、核电、信息技术、高端装备制造、新能源、新材料、体育休闲、海水淡化、海洋工程装备、生物医药及高性能医疗器械等产业上仍具有较大的市场发展机遇。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 20 亿元，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2019年3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。2018 年，公司主营业务收入 171.11 亿元，同比略有增长；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，2018 年占主营业务收入的 51.41%，同比增加 1.23 个百分点。公司轻化业务板块 2018 年实现收入 87.96 亿元，同比略有增长，其中消费品实现收入 51.93 亿元，同比下降 4.29%，主要系市场竞争加剧所致，捣固焦实现收入 36.03 亿元，同比增长 16.11%，主要系市场价格上升所致；商贸业务收入 2018 年同比略有下降，占比为 33.72%；公司建材业务收入 12.93 亿元，同比略有下降，占比为 7.56%；新材料业务收入 8.27 亿元，同比有所增长，占比为 4.83%；畜产品及食品加工业务板块 2018 年收入同比基本稳定，占比为 2.49%。

2018 年，公司主营业务综合毛利率同比增加 1.83 个百分点至 25.21%，主要系占比大的轻化和商贸板块毛利率上升所致。按公司业务板块来看：轻化产品毛利率同比增加 2.60 个百分点至 22.56%，其中消费品板块 2018 年毛利率同比增加 1.04 个百分点，主要系高毛利产品占比上升所致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 2018 年毛利率为 22.92%，同比略有下降；公司商贸业务毛利率增长 2.45 个百分点至 30.70%，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，2018 年毛利率为 25.25%，同比减少 4.00 个百分点；公司畜牧业及食品加工毛利率同比略有下降，2018 年毛利率为 12.34%。

2019 年 1-3 月，公司主营业务收入为 46.55 亿元，同比略有下降，各细分板块收入规模及占比同比变化不大。其中消费品收入同比下滑 8.26%，商贸收入同比下降 20.60%，主要系岳塘商贸城项目的商铺已在 2018 年销售完毕，2019 年以来公司商贸板块未有新增商铺销售收入所致；其他业务收入规模同比变化不大。从毛利率来看，公司 2019 年 1-3 月综合毛利率为 27.67%，同比增加 0.84 个百分点，主要系轻化板块毛利率同比增加 2.43 个百分点至 22.43%；新材料毛利率 23.05%，同比减少 6.26 个百分点，主要系原材料涨价所致。

跟踪期内，公司 2018 年收入同比较为稳定，轻化和商贸板块毛利率同比有所上升，带动公司综合毛利率同比提升。

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	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 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	56.83	40.11	26.20	54.26	31.93	21.18	51.93	30.35	22.22	12.49	26.83	22.79
	捣固焦	28.36	20.02	16.50	31.03	18.26	17.85	36.03	21.06	23.05	7.27	15.62	21.82
	小 计	**85.19**	**60.13**	**23.56**	**85.29**	**50.18**	**19.96**	**87.96**	**51.41**	**22.56**	**19.76**	**42.45**	**22.43**
建材		13.29	9.38	25.88	13.20	7.77	23.38	12.93	7.56	22.92	3.03	6.51	21.38
商贸		37.10	26.41	20.49	59.24	34.86	28.25	57.69	33.72	30.70	18.64	40.04	36.07
新材料		1.53	1.09	41.18	7.97	4.69	29.25	8.27	4.83	25.25	4.14	8.89	23.05

畜牧业	4.24	2.99	16.75	4.25	2.50	13.16	4.26	2.49	12.34	0.98	2.11	12.33
合计	**141.35**	**100.00**	**22.60**	**169.96**	**100.00**	**23.38**	**171.11**	**100.00**	**25.21**	**46.55**	**100.00**	**27.67**

注：商贸板块中包含经营性物业收入
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 4　公司主要消费品经营情况（单位：亿元、%）

产品	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-3 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	40.50	29.10	38.78	24.68	38.92	25.60	9.81	25.58
搪瓷日用品	7.03	23.87	6.91	13.04	6.50	13.34	1.75	12.76
日用玻璃器皿	3.97	15.95	4.11	11.75	4.27	12.31	0.93	12.16
家用电器	5.33	14.88	4.46	11.99	2.24	8.17	0.00	0.00
合计	**56.83**	**26.20**	**54.26**	**21.18**	**51.93**	**22.22**	**12.49**	**22.79**

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。公司采购的主要原材料包括不锈钢、聚丙烯、硝酸银、瓦楞纸和纯碱等，2018年，上述原材料的采购量均同比有所下降，主要系销量有所下降所致；采购均价方面，除去硝酸银和瓦楞纸采购价格有所下降外，其他主要原材料采购价格均有所上升，但整体价格波动幅度不大。

2018年，公司保温瓶制品前五名供应商合计采购金额3.88亿元，占采购总额的16.28%，集中度一般。

表5　公司保温瓶原材料采购情况 单位（吨、元/吨）

原材料	2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
不锈钢	31660	13058	29058	13124	6915	13135
聚丙烯	35180	8380	30864	8626	7026	8679
硝酸银	61490	2438	61036	2426	15897	2468
瓦楞纸	104780	3065	94589	2713	22579	2783
纯碱	46530	1667	46156	1957	11966	1981

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公司具有7200万只的商品保温瓶内胆产能。

2018年，公司保温瓶制品实现销售收入为38.92亿元，同比略有增长，其中97%左右来自国内销售；同期，保温瓶毛利率亦呈上升趋势，主要系高毛利率产品占比上升所致。2019年1-3月，公司保温瓶实现收入9.81亿元，同比上升2.62%，毛利率同比增加0.88个百分点。

跟踪期内，公司保温瓶生产及销售模式未发生重大变化。2018 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96%以上。从销售价格来看，2018 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 96%以上，产销基本平衡。从客户集中度来看，2018 年公司保温瓶制品前 5 名销售客户销售金额合计为 9.04 亿元，占营业收入23.23%，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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
3.2L 不锈钢保温瓶	产能	1200	1200	1200	300
	产量	1164	1138	1152	289
	产能利用率	97.00	94.83	96.00	96.33
	委托加工	969	906	913	221
	产量合计	2133	2044	2021	510
	销量合计	2110	1975	1945	492
	产销率	98.92	96.62	96.24	96.47
	销售均价（不含税）	63.71	65.83	67.32	67.39
	销售收入（不含税）	134416	130013	130952	33066
3.2L 全塑保温瓶	产能	4300	4300	4300	1075
	产量	4223	4221	4225	1052
	产能利用率	98.21	98.16	98.26	97.86
	委托加工	1116	1046	923	225
	产量合计	5339	5267	5148	1277
	销量合计	5281	5177	5030	1225
	产销率	98.91	98.29	97.71	95.93
	销售均价（不含税）	35.12	34.97	36.51	36.55
	销售收入（不含税）	185482	181054	183651	44775

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）

资料来源：公司提供

（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 2018 年搪瓷产品前 5 名供应商采购金额为 0.81 亿元，占采购的比例为 14.40%，公司对各供应商的依赖程度不高。

从客户集中度来看，2018 年公司搪瓷日用品前 5 名销售金额为 1.71 亿元，占总销售金额的比重为 26.29%，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	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 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	1247.99	1235.98	99.04	1213.72	1256.27	103.51	1209.66	1208.35	99.89	305.00	303.49	99.51

日用玻璃器皿	562.35	568.03	99.00	520.46	517.69	99.47	523.67	522.75	99.82	125.99	116.17	92.21

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。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。2018 年公司家用电器收入 2.24 亿元，同比下降 49.78%。

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。

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。2018 年，公司捣固焦向前五名供应商采购金额合计 5.82 亿元，占总采购金额 20.98%，集中度一般。

2018 年，公司生产捣固焦 194 万吨同比有所下降，主要系环保政策趋严，焦化行业实施限产，导致公司产量有所下降。

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
销量	211	214	192	39
产量	203	215	194	42
产销率	103.94	99.53	98.97	92.86
销售均价	1343	1450	1872	1870

注：销售均价为不含税单价

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2018 年公司捣固焦前五名销售客户销售金额合计 18.58 亿元，占其总销售额比重为 51.57%，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。

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 2018 年销售收入为 12.93 亿元，同比基本持平；2019 年 1-3 月，销售收入为 3.03 亿元，同比略有下降。

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		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
优质浮法玻璃	销售数量	117.79	265.71	243.23	36.35
	销售均价	72.44	77.36	69.03	67.98
超白玻璃	销售数量	233.90	78.12	171.80	86.28
	销售均价	107.72	110.95	108.45	108.12
low-e 中空玻璃原片	销售数量	623.73	665.89	548.09	127.16
	销售均价	80.88	82.26	79.93	78.22
low-e 中空玻璃	销售数量	146.01	97.06	105.64	27.43
	销售均价	158.41	156.97	154.04	151.78
中空玻璃	销售数量	111.55	119.35	134.18	26.85
	销售均价	76.08	77.42	74.31	74.56

注：销售均价为不含税单价

资料来源：公司提供

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，2018 年，公司建材产品前五名客户销售收入占比为 34.05%，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 年底，一期项目已完成所有待售商铺的销售工作，累计确认收入 76.32 亿元，累计回款 66.55 亿元。公司一期项目剩余部分已全部与商户签订了租赁合同，租金从 2019 年 5 月开始收取，预计租金收入 7.20 亿元，利润 3.60 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。

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 10　2018 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	13798.60
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	2753.00

资料来源：公司提供

（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。

2018 年，公司商品贸易实现收入 24.69 亿元，同比增长 6.88%，主要系钢材贸易收入和酒店经营收入增长所致。公司商贸贸易以煤炭和钢材为主，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。

2019 年 1-3 月，公司商品贸易实现收入 5.98 亿元，同比上升 6.60%。

表 11　公司商品贸易经营情况（单位：亿元、%）

产品	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 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	12.57	49.86	7.12	11.00	47.61	6.62	10.73	43.46	7.21	2.57	42.98	6.79
钢材	7.00	27.75	4.57	6.48	28.04	4.41	7.36	29.81	4.58	1.65	27.59	4.55
纯碱	2.96	11.75	5.50	3.07	13.31	5.05	2.96	11.99	6.17	0.79	13.21	6.01
聚丙烯	2.68	10.64	5.27	2.41	10.45	5.22	2.30	9.32	5.34	0.61	10.2	5.32
酒店经营	--	--	--	0.14	0.59	7.82	1.34	5.42	44.94	0.36	6.02	43.52
合计	**25.21**	**100.00**	**6.03**	**23.10**	**100.00**	**5.57**	**24.69**	**100**	**8.17**	**5.98**	**100**	**8.11**

资料来源：公司提供

煤炭贸易

2018 年，公司向前五名供应商采购煤炭金额合计 2.68 亿元，占煤炭贸易采购总额的 26.96%，上游供应商集中度一般。

表 12　2018 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	8.06	肥煤
河南神火煤电股份有限公司	0.64	6.42	瘦煤
江西煤业集团有限责任公司	0.52	5.26	主焦煤
山东能源实业有限公司	0.46	4.65	气煤
淮南矿业（集团）有限责任公司	0.26	2.58	1/3 焦煤
合计	**2.68**	**26.96**	--

资料来源：公司提供

表13　2018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	0.88	8.16
江西昊元实业有限公司	0.68	6.35
涟源市宏源福利洗煤厂	0.59	5.51
涟源市祥兴煤炭贸易有限公司	0.51	4.75
娄底市蓝资凝石科技有限公司	0.45	4.20
合计	**3.11**	**28.97**

资料来源：公司提供

2018年，公司合计向前五名客户销售煤炭金额3.11亿元，占煤炭贸易收入的28.97%，下游客户集中度一般。

钢材贸易

2018 年，公司向前五大钢材贸易供应商共计采购 4.56 亿元，占总采购金额的 64.95%，集中度高。

表 14　2018 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	1.40	19.89	建筑用钢
湖南华菱涟源钢铁有限公司	1.04	14.84	薄板
萍乡萍钢安源钢铁有限公司	0.92	13.04	建筑用钢
湖南华菱湘潭钢铁有限公司	0.68	9.73	建筑用钢
广东韶钢松山股份有限公司	0.52	7.45	建筑用钢
合计	**4.56**	**64.95**	--

资料来源：公司提供

2018 年，公司向前五名客户销售钢材金额 2.09 亿元，占钢材贸易收入的 28.45%，下游客户集中度一般。

表15　2018年公司钢材贸易前五大销售客户

单位（亿元、%）

名称	销售金额	占比
长沙友仁建筑工程有限公司	0.54	7.29
湖南省方源建筑有限公司	0.49	6.65
中铁十一局集团有限公司	0.42	5.71
中铁二局第四工程有限公司	0.35	4.76
湖南省建筑工程集团总公司	0.30	4.03
合计	**2.09**	**28.45**

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，2018 年五大供应商总采购金额为 2.09 亿元，占比 28.45%，供应商集中度一般。

（2）生产

截至 2018 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 16　公司感光干膜产能产量表(单位:万平方米、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
产能	15000	15000	15000	3750
产量	2544	13463	13677	3432
产能利用率	16.96	89.75	91.18	91.52

资料来源:公司提供

2018 年,公司感光干膜产量为 13677 万平方米,同比略有上升,产能利用率为 91.18%,产能利用率高。2019 年 1-3 月,产量为 3432 万平方米,产能利用率为 91.52%。

(3)销售

随着公司感光干膜产量的增长,2018 年,公司新材料收入也同比增至 8.27 亿元。2019 年 1-3 月,实现销售收入 2.03 亿元。

表 17　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
2016年	2294	6.69	1.53
2017年	11786	6.76	7.97
2018年	12142	6.81	8.27
2019年1-3月	2976	6.83	2.03

资料来源:公司提供

从客户集中度来看,2018 年,公司前五名客户感光干膜销售额为 2.24 亿元,占其销售总额的比重为 27.13%,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。2018 年,公司畜产品及畜肉制品实现收入为 4.26 亿元,同比较为平稳。

8. 经营效率

2018 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 4.90 次、2.71 次和 0.55 次,除存货周转次数保持稳定外,其他两项指标同比均有所下降。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 2019 年 3 月底共完成投资 120.97 亿元,2019 年 4-12 月尚需投资 7.03 亿元,公司未来资本支出规模不大。

表 18　截至 2019 年 3 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 2019 年 3 月底已投资	2019 年 4-12 月计划投资	2020 年投资计划	资金筹措方式		
						自筹	借款	其他
1	年产 2 万吨钛及钛合金	760000	689704	70296	--	230000	530000	--
2	岳塘国际商贸城(一期)	520000	520000	0	--	125700	112500	281800
	合计	**1280000**	**1209704**	**70296**	--	**355700**	**642500**	**281800**

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 2019 年 3 月

底，银行已发放贷款 52.50 亿元，自筹资金已到位 23.55 亿元，已完成投资 68.97 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 7.03 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 3 月底，该项目资金已全部到位。钛合金项目投产后，公司将用新疆湘晟公司当年的未分配利润、计提的折旧费和摊销费偿还贷款，项目建成投产后发生的建设投资贷款利息计入企业当年的财务费用。钛合金项目选择 8 年（达产后）等额本息偿还的方式偿还贷款。

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。

钛合金项目已经形成了从钛精矿到富钛料到海绵钛再到太加工型材的全产业链生产模式，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，预计钛合金项目达产后年营业收入将达 30.35 亿元，年均利润总额 8.65 亿元。

截至 2019 年 3 月底，新疆湘晟已经和广州广船国际股份有限公司、中航黎明锦西化工机械（集团）有限责任公司、兰州兰石重型装备股份有限公司等多家国内知名企业签署了意向购销合同，目前处于产品认证阶段。此外，公司已经和宝鸡钛业股份有限公司、西安金浩新金属材料有限公司、台州市泰澄电子科技有限公司、宝鸡市朝阳东盛工贸有限公司、鲁西工业装备有限公司、北京金宇顺达科技股份有限公司等多家知名企业签订了销售合同，截至 2019 年 6 月底，在手订单 5 亿元。2019 年 1-6 月，钛合金项目已实现收入 6.00 亿元。预计 2019 年全年可实现销售收入约 20 亿元，净利润约 2.6 亿元。

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 2018 年合并财务报告，中准会计师事务所（特殊普通合伙）湖南分所对 2018 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 2019 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围变化情况来看，2018 年，公司合并范围新增 1 家子公司湖南五江高科技材料有限公司。2019 年 3 月底，公司合并范围较 2018 年底无变化。总体看，公司合并范围变动对财务报表可比性影响不大。

截至 2018 年底，公司资产（合并）总额 339.37 亿元，所有者权益合计 192.00 亿元（其中包含少数股东权益 28.17 亿元）。2018 年公司实现营业收入 177.14 亿元，利润总额 30.21 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产（合并）总额 358.72 亿元，所有者权益合计 198.31 亿元（其中包含少数股东权益 30.30 亿元）。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 47.71 亿元，利润总额 8.20 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 339.37 亿元，其中流动资产占 52.40%，主要由货币

资金（占 20.75%）、应收账款（占 18.95%）、存货（占 25.55%）和预付款项（占 27.35%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 36.90 亿元，同比略降，构成为银行存款（65.56%）和少量库存现金，其中使用受限货币资金 8.07 亿元。

截至 2018 年底，公司应收账款为 33.69 亿元，同比增长 41.07%，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 0.94%，计提比例一般。从账龄来看，账龄在一年以内的占 93.40%，1～2 年占 2.96%，2 年以上占 3.64%，账龄偏短。从集中度来看，截至 2018 年底，公司应收账款按欠款方归集的期末余额前五名合计 3.53 亿元，占 12.10%，账龄均在 1 年以内，集中度较低。

截至 2018 年底，公司预付款项为 48.64 亿元，同比略降。从账龄来看，1 年以内占 78.03%，1～2 年占 13.70%，2～3 年占 0.57%，账龄在 3 年及以上的占 7.70%。从集中度来看，按预付对象归集的期末余额前五名合计 15.52 亿元，占公司预付款项 31.91%，账龄均在 1～2 年，均为预付工程款，公司未对预付款项计提坏账准备。

表 19　截至 2018 年底公司预付款余额前五名情况

（单位：亿元、%）

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	5.11	10.51	工程未完工
湖南省方源建筑工程有限公司	4.71	9.68	工程未完工
广东海晟贸易有限公司	2.20	4.52	工程未完工
佛山盛荣鑫钛材设备有限公司	1.85	3.80	工程未完工
绍兴润泰机械科技有限公司	1.65	3.39	工程未完工
合计	**15.52**	**31.91**	--

资料来源：公司年报

截至2018年底，公司存货为45.43亿元，同比下降14.02%，主要系原材料和岳塘国际商贸城项目产生的开发成本下降所致。截至2018年底，公司存货主要构成为原材料（占32.07%）、库存商品（占23.99%）、开发产品（占28.48%）。公司对存货计提跌价准备528.34万元，计提比例低。

截至2018年底，公司非流动资产为161.54亿元，同比增长22.56%，主要由长期股权投资（占12.27%）、投资性房地产（占14.71%）、固定资产（占56.43%）和在建工程（占9.24%）构成。

截至2018年底，公司长期应收款为5.52亿元，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 2018 年底，公司长期股权投资为 19.82 亿元，同比增长 18.13%，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 7.62 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 4.26 亿元，持股比例为 28.42%）、哈密红山能源有限公司（账面价值 2.00 亿元，公司间接持股比例 44%）和江西海西宇顺物流有限公司（账面价值 1.92 亿元，持股比例 49%）的权益性投资。

截至 2018 年底，公司投资性房地产为 23.77 亿元，同比持平，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 2018 年底，公司固定资产为 91.16 亿元，同比大幅增长 71,61%，主要系新疆湘晟钛合金项目和岳塘国际商贸城项目部分在建的房屋及建筑物转固所致；公司固定资产主要由房屋建筑物和机器设备构成，截至 2018 年底账面价值分别为 29.56 亿元和 60.65

亿元。公司固定资产累计折旧 24.50 亿元。

截至 2018 年底，公司在建工程 14.93 亿元，同比下降 40.82%，主要系钛合金项目 2018 年转固 35.20 亿元所致（2018 年钛合金项目在建工程新增投资 25.85 亿元）。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产共计 69.40 亿元，包括投资性房地产（23.77 亿元）、固定资产（30.08 亿元）、货币资金（8.07 亿元）和存货（4.84 亿元）。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总计 358.72 亿元，较 2018 年底增长 5.70%，其中，流动资产占比 53.65%，非流动资产占比 46.35%；流动资产中，预付款项较上年底增加 6.31 亿元，主要系新疆湘晟在建工程预付设备款；非流动资产较 2018 年底变化不大。

总体看，跟踪期内随着钛合金项目建设逐步完工，公司资产规模持续增长，固定资产占比进一步增加，货币资金较为充裕，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 2018 年底，公司所有者权益为 192.00 亿元，归属于母公司的权益为 163.83 亿元，主要由实收资本（占 12.21%）、资本公积（占 0.91%）、其他综合收益（占 3.02%）及未分配利润（占 82.48%）构成。截至 2018 年底，公司未分配利润为 135.12 亿元，同比增长 14.49%，主要系公司当期净利润结转所致。公司少数股东权益由 2017 年底的 25.27 亿元增至 28.17 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 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 198.31 亿元，较 2018 年底增长 3.29%，主要系盈余公积增长所致。

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 2018 年底，公司负债合计 147.38 亿元，其中流动负债占比 60.91%，非流动负债占比 39.09%。

截至 2018 年底，公司流动负债为 89.77 亿元，同比增长 10.66%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。公司流动负债的主要构成为短期借款（占 32.08%）、应付票据（占 27.42%）和其他流动负债（占 22.28%）。

截至 2018 年底，公司短期借款为 28.80 亿元，同比下降 3.95%，构成为抵押借款（占 77.08%）和保证借款（占 22.92%）。

截至 2018 年底，公司应付票据 24.62 亿元，同比增长 22.12%，主要系销售规模增长所致，均为银行承兑汇票。

截至 2018 年底，公司其他流动负债为 20.00 亿元，系发行短期融资券“18 五江轻化 CP001”（10 亿元）和“18 五江轻化 CP002”（10 亿元）。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 57.61 亿元，同比略增，构成为长期借款（占 97.35%）和长期应付款（占 2.65%）。

截至 2018 年底，公司长期借款为 56.08 亿元，包括 46.92 亿元抵押借款和 9.17 亿元保证借款；长期应付款 1.53 亿元，为融资租赁应付款。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总计 160.41 亿元，较 2018 年底增长 8.84%，流动负债占比有所下降。截至 2019 年 3 月底，公司流动负债较上年底基本持平；非流动负债较上年底增长 24.64%至 71.80 亿元，主要系长期借款较上年底增长 25.53%至 70.40 亿元所致；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 2019 年 3 月底由上年底的 4.41 亿元下降至 1.40 亿元。

有息负债方面，截至 2018 年底，公司全部债务 139.53 亿元，短期债务和长期债务分别占 58.71%和 41.29%。债务结构较为均衡。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务规模为 152.93 亿元，较上年底增长 7.36%，主要系长期债务增长所致。

截至 2018 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 43.43%、42.09%和 23.08%，同比变化均不大。截至 2019 年 3 月底，上述三项指标均较 2018 年底均有所上升，分别为 44.72%、43.54%和 26.58%。

总体看，跟踪期内公司债务规模持续增长，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

2018 年，公司实现营业收入 177.14 亿元，营业成本为 132.94 亿元，利润总额为 30.21 亿元，同比均保持平稳。

从期间费用来看，2018 年，公司期间费用合计 12.40 亿元，同比上升 18.06%；其中，销售费用同比上升 23.85%至 4.18 亿元；管理费用（包含研发费用）同比略有增长；财务费用同比增长 15.74%。公司期间费用占营业收入比重为 7.00%，期间费用控制能力较好。

2018 年，公司投资收益为 0.66 亿元，同比下降 22.47%，主要为权益法核算的长期股权投资；其他收益为 348.89 万元，同比大幅下降，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。

2019 年 1-3 月，公司营业收入为 47.71 亿元，较上年同期增长 4.46%，主要系新材料板块增长所致；同期利润总额 8.20 亿元，较上年同期增长 2.92%。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 24.01%、9.11%和 12.02%，除营业利润率同比有所上升外，其他两项指标均有所下降。2019 年 1-3 月，公司营业利润率 24.34%。

总体看，跟踪期内公司营业收入保持稳定，非经常性损益规模较小，整体盈利能力稳健。考虑到随着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，2018 年，公司经营活动现金流入为 205.13 亿元，同比增长 6.74%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 194.17 亿元，同比略有增长；经营活动现金流出为 180.88 亿元，同比略有增长，以购买商品、接受劳务支付的现金为主。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 24.25 亿元，同比增长 52.73%。从收入实现质量上看，2018 年，公司现金收入比为 109.61%，同比变化不大，公司收入实现质量较高。

公司投资活动现金流入规模较小，2018 年为 3.19 亿元，同比增加 2.03 亿元；2018 年，公司投资活动现金流出为 25.56 亿元，同比增长 9.55%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金；2018 年，公司投资活动现金净额为-19.37 亿元，净流出规模同比持平。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入 66.26 亿元，同比变化不大，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 42.85%至 69.86 亿元，主要为偿还借款及利息支付的现金，2018 年为 58.14 亿元，同比增长 35.42%。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-3.60 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 2.16 亿元，现金收入比为 99.29%；投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-14.65 亿元和 13.67 亿元。

总体看，公司经营性净现金流不断增长，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 2018 年底，公司流动比率及速动比率分别为 198.11%及 147.50%，同比均略有下降。同期，公司经营现金流动负债比为 27.02%，较去年上升 7.44 个百分点。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率及速动比率分别为 217.21%及 164.25%。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，2018 年，公司 EBITDA 为 40.03 亿元，EBITDA 利息倍数为 5.42 倍；同期，全部债务/EBITDA 倍数为 3.49 倍。整体看，公司长期偿债能力良好。

截至 2019 年 3 月底，公司共获授信额度 138.73 亿元，未使用授信额度 20.22 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 1.32 亿元，担保比率为 0.67%，被担保企业相对分散，整体担保风险可控。

表 20　2019 年 3 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	3700.00
长沙罡正建材贸易有限公司	2000.00
湖南三星合金工业有限公司	1370.00
娄底鸿盛洗涤有限公司	455.00
娄底市玖洲贸易有限公司	3300.00
湖南京华机械锻造有限公司	1200.00
涟源市鑫泰农业科技发展有限公司	1200.00
合计	**13225.00**

资料来源：公司提供

6. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额为 86.11 亿元，同比增长 7.64%，主要来自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 29.38%，非流动资产占 70.62%。截至 2018 年底，母公司流动资产 25.30 亿元，主要包括货币资金（占 30.32%）和其他应收款（占 44.98%）；非流动资产 57.09 亿元，以长期股权投资（占 87.03%）为主。整体看，母公司资产流动性偏弱，资产质量一般。

截至 2018 年底，母公司负债合计 31.00 亿元，同比基本持平。母公司流动负债为 27.53 亿元，以短期借款和其他流动负债（短期融资券）为主，分别为 6.08 亿元和 20.00 亿元；非流动负债均系长期借款，为 3.47 亿元。截至 2018 年底，母公司全部债务为 30.15 亿元，短期债务 26.68 亿元，长期债务 3.47 亿元，资产负债率 36.00%。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 2018 年底，母公司所有者权益为 55.11 亿元，同比增长 12.77%，主要为未分配利润的增加；其中，实收资本 20.00 亿元，资本公积 1.33 亿元，其他综合收益 4.94 亿元，盈余公积 2.28 亿元，未分配利润 26.55 亿元，母公司所有者权益稳定性一般。

2018 年，母公司实现营业收入 25.29 亿元，较上年变动不大；期间费用合计 2.25 亿元，其中财务费用为 1.91 亿元。2018 年，母公司利润总额为 6.70 亿元，其中，投资收益为 4.92 亿元，母公司盈利能力尚可，利润对非经营性损益依赖大。

2018 年，母公司经营活动现金流入为 28.89 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 28.88 亿元；经营活动现金流出为 26.88 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金为 22.58 亿元，经营性净现金流为 2.01 亿元。母公司投资活动现金流入为 4.82 亿元，主要为取得投资收益收到的现金；投资活动现金流出为 4.17 亿元，主要为投资支付的现金；投资活动产生的现金流量净额为 0.65 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-2.31 亿元。

整体看，跟踪期内，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高，稳定性一般；母公司经营活动现金流较为稳定，投资活动现金流支出减少，筹资活动现金流呈净流出态势，考虑到短期债务规模较大，仍存在一定对外融资需求及偿债压力。

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 7 月 29 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“19 五江轻化 CP001”（余额 10.00 亿元，2020 年 5 月到期），均在一年内到期。截至 2018 年底，公司现金类资产（剔除使用受限的货币资金）为 32.74 亿元，为一年内到期债券余额的 1.64 倍。截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（剔除使用受限的货币资金）为 26.83 亿元，为一年内到期债券余额的 1.34 倍。2018 年，公司经营活动现金流入量和净额分别为 205.13 亿元和 24.25 亿元，分别为公司一年内到期债券余额的 10.26 倍和 1.21 倍；同期，公司 EBITDA 为 40.03 亿元，为一年内到期债券余额的 2.00 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较强。

表21　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

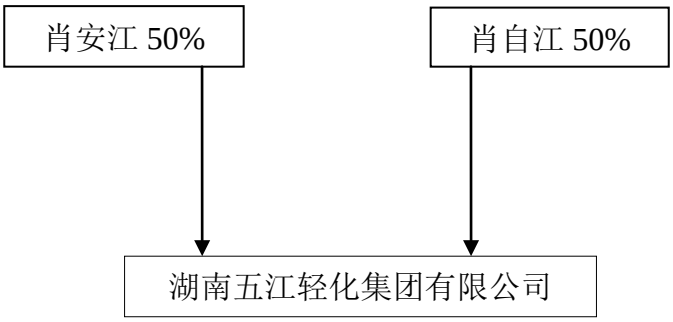
项目	2018 年
一年内到期债券余额	20.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.64
经营活动现金流入量/一年内到期债券余额	10.26
经营活动现金流净额/一年内到期债券余额	1.21
EBITDA/应付债券余额	2.00

注：公司短期融资券和超短融计入其他流动负债科目
资料来源：联合资信整理

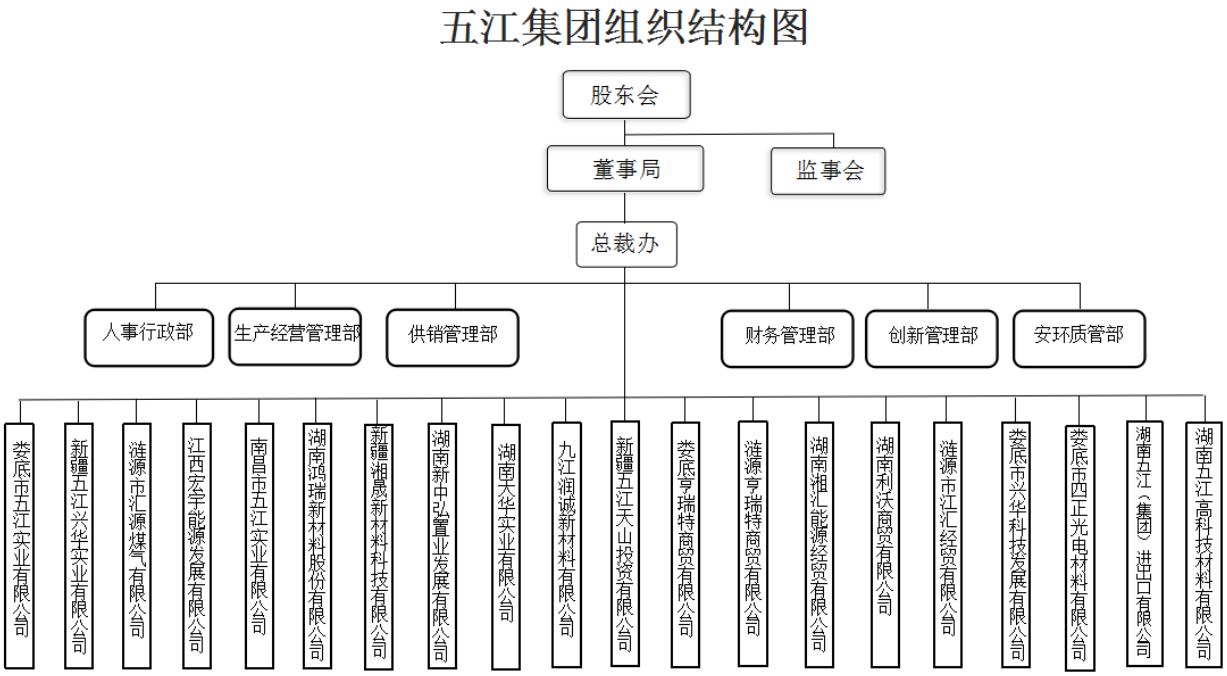
十一、结论

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”和“19 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



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.81	34.80	32.74	26.83
资产总额(亿元)	261.10	308.55	339.37	358.72
所有者权益(亿元)	144.54	171.23	192.00	198.31
短期债务(亿元)	54.09	73.76	81.92	81.12
长期债务(亿元)	52.78	56.21	57.61	71.80
全部债务(亿元)	106.87	129.97	139.53	152.93
营业收入(亿元)	147.07	176.08	177.14	47.71
利润总额(亿元)	23.20	30.07	30.21	8.20
EBITDA(亿元)	32.02	39.18	40.03	--
经营性净现金流(亿元)	9.03	15.88	24.25	2.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.12	6.59	4.90	--
存货周转次数(次)	4.79	2.70	2.71	--
总资产周转次数(次)	1.13	0.62	0.55	--
现金收入比(%)	112.16	108.80	109.61	99.29
营业利润率(%)	21.56	22.10	24.01	24.34
总资本收益率(%)	9.13	9.64	9.11	--
净资产收益率(%)	12.37	13.44	12.02	--
长期债务资本化比率(%)	26.75	24.71	23.08	26.58
全部债务资本化比率(%)	42.51	43.15	42.09	43.54
资产负债率(%)	44.64	44.51	43.43	44.72
流动比率(%)	227.79	217.89	198.11	217.21
速动比率(%)	152.84	152.75	147.50	164.25
经营现金流动负债比(%)	14.16	19.57	27.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.31	6.52	5.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.34	3.32	3.49	--

注：1.公司 2019 年 1-3 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　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

附件 4-3　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