

信用评级公告

联合〔2021〕7292号

联合资信评估股份有限公司通过对湖南五江轻化集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持湖南五江轻化集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+ ，“19 五江轻化 MTN001”和“21 五江轻化 MTN001”信用等级为 AA^+ ，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十九日

湖南五江轻化集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
湖南五江轻化集团 有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 五江轻化 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 五江轻化 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期兑付日
21 五江轻化 MTN001	10 亿元	10 亿元	2024/04/29
19 五江轻化 MTN001	10 亿元	10 亿元	2022/10/30

评级时间：2021 年 7 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域 风险	2
			行业风险	3
		自身 竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
			资本结构	1
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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，公司经营业绩稳健，盈利能力强，经营性现金流保持大额净流入；新疆湘晟钛合金项目投产，产能利用率大幅提升，项目收益逐步显现。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到近年来市场竞争环境日趋激烈，公司传统轻化消费品产品板块收入规模下滑；新冠肺炎疫情对新疆钛合金项目产能释放产生一定影响；公司有息债务规模持续增长，控股股东所持全部公司股权因质押受限，所有者权益稳定性较弱等因素对公司信用水平造成的不利影响。

公司经营活动现金流状况良好，现金类资产和 EBITDA 对存续债券保障能力强。

未来，随着公司新疆钛合金项目产能释放以及感光干膜产品经营业绩进一步显现，公司营业收入、利润规模有望进一步扩大，综合实力将得到提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“21 五江轻化 MTN001”和“19 五江轻化 MTN001”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 公司保温瓶业务行业地位领先。跟踪期内，公司保持在保温瓶行业的领先地位，市场竞争力强。
2. 新疆湘晟钛合金项目产能提升，新材料板块收入规模快速提升。目前，公司实际拥有钛合金产品产能 2 万吨海绵钛和钛合金型材加工能力，包括钛合金板（9250 吨）、焊管（3000 吨）、无缝管（2000 吨）和钛合金带（2000 吨）。2020 年钛合金产能利用率 88.45%，较上年提升 33.27 个百分点，实现销售收入 21.40 亿元，同比增长 52.97%。
3. 公司经营活动现金流状况良好，现金类资产和 EBITDA 对存续债券的保障能力强。2020 年，公司经营活动现金流量为 20.37 亿元，EBITDA 为 39.11 亿元，经营活动现金流量净额偿债倍数为 1.02 倍，EBITDA 偿债倍数为 1.96 倍。截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产

分析师：罗 峤 范 瑞

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

53.29 亿元，现金类资产偿债倍数为 2.45 倍。

关注

1. **公司受限资产规模大，再融资空间较小。**为推进钛合金项目建设及运营影响，2015 年 10 月，控股股东所持全部公司股权因钛合金项目质押受限。公司银行借款以抵押借款和质押借款为主，受限资产规模大，再融资空间较小，截至 2021 年 3 月底，公司所有权或使用权受到限制的资产共计 143.71 亿元，占资产总额的 36.56%。

2. **跟踪期内，公司有息债务规模继续保持增长，且短期债务比重提升，存在一定短期偿债压力。**截至 2020 年底，公司全部债务 159.67 亿元，较上年底增长 8.06%，其中短期债务 90.78 亿元，较上年底增长 20.66%。短期债务占全部债务的比重为 56.85%，短期偿债压力加大。

3. **跟踪期内，公司营运资金对资金占用较大。**截至 2021 年 3 月底，公司应收票据、应收账款和预付款项合计 94.25 亿元，占公司流动资产的 46.43%。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	44.74	45.74	48.93	53.29
资产总额(亿元)	339.37	369.18	393.12	401.87
所有者权益(亿元)	192.00	212.30	226.77	229.99
短期债务(亿元)	81.92	75.24	90.78	96.99
长期债务(亿元)	57.61	72.53	68.89	68.56
全部债务(亿元)	139.53	147.77	159.67	165.55
营业收入(亿元)	177.14	179.75	166.39	42.32
利润总额(亿元)	30.21	31.68	24.48	4.17
EBITDA(亿元)	40.03	44.55	39.11	--
经营性净现金流(亿元)	24.25	27.74	20.37	0.86
营业利润率(%)	24.01	25.07	21.26	18.04
净资产收益率(%)	12.02	11.39	8.56	--
资产负债率(%)	43.43	42.50	42.32	42.77
全部债务资本化比率(%)	42.09	41.04	41.32	41.85
流动比率(%)	198.11	206.24	198.81	197.04
经营现金流动负债比(%)	27.02	32.99	20.96	--
现金短期债务比(倍)	0.55	0.61	0.54	0.55
EBITDA 利息倍数(倍)	5.42	7.34	5.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.49	3.32	4.08	--

公司本部(母公司)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	86.11	95.21	93.60	93.53
所有者权益(亿元)	55.11	63.40	63.07	62.92
全部债务(亿元)	10.15	20.55	19.68	19.48
营业收入(亿元)	25.29	29.66	27.37	6.29
利润总额(亿元)	6.70	9.04	5.03	0.39
资产负债率(%)	36.00	33.41	32.61	32.73
全部债务资本化比率(%)	15.56	24.48	23.78	23.64
流动比率(%)	91.88	103.55	95.76	96.40
经营现金流动负债比(%)	7.30	10.55	12.05	--
现金短期债务比(倍)	1.31	0.98	0.80	0.84

注: 1.2018 年-2021 年 3 月, 合并报表层面已将其其他流动负债和长期应付款中的计息债务调整进入全部债务; 2.公司 2021 年一季度财务数据未经审计

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 五江轻化 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/12/25	杨涵、闫力、闫旭	一般工商企业信用评级方法(V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
19 五江轻化 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/9/27	杨涵、闫力、闫旭	一般工商企业信用评级方法(V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
19 五江轻化 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/09/02	杨涵、闫力、闫旭	一般工商企业信用评级方法(V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

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，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于湖南五江轻化集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 1996 年 3 月 18 日，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。2018 年经资本公积转增股本 16.42 亿元，公司股本增至 20 亿元。截至 2021 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。

公司是以轻化工产业为主，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，近年来在传统轻化和建材业务基础之上，完成了向商贸和新材料业务的外延式扩张。

截至 2021 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、供销管理部和安环质管部 6 个综合管理部门，详情见附件 1-2。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 393.12 亿元，所有者权益 226.77 亿元（含少数股东权益 31.35 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 166.39 亿元，利润总额 24.48 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 401.87 亿元，所有者权益 229.99 亿元（含少数股东权益 32.02 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 42.32 亿元，利润总额 4.17 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、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，截至本报告出具日，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
21 五江轻化 MTN001	10.00	10.00	2021/4/29	3 年
19 五江轻化 MTN001	10.00	10.00	2019/10/30	3 年

资料来源：Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更

加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，

已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速) 平均值)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，

疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分

别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速 (8.60%) 也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进

度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**

随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业现状及政策

公司主要业务包括保温瓶、捣固焦、建材、商贸物流、新材料等，收入主要来自玻璃行业和高端钛材制造行业。

1. 玻璃行业

跟踪期内，受全球疫情影响，日用玻璃制品产量和保温瓶制品产量同比均有所下降。

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，2020 年国内日用玻璃制品及玻璃包装容器产量 2473.47 万吨，累计同比下降 6.94%。

(2) 保温瓶制品

保温瓶产品工业属于传统工业，随着经济的发展，保温瓶产品的生产技术和消费水

平都在不断提高，并已发展为完全竞争的行业。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. 高端钛材制造行业

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退出市场，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。

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 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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 20.00 亿元，实收资本 20.00 亿元，公司实际控制人为自然人肖安江。

截至 2021 年 3 月底，公司股东肖自江先生和肖安江先生将所持有的合计 100%股权质押给中国进出口银行和中国农业银行，用于新疆湘晟新材料科技有限公司（以下简称“新疆湘晟”）2 万吨钛及钛合金新材料项目建设贷款，贷款期限 13 年（包括 3 年宽限期）。

2. 企业规模

跟踪期内，公司在主要经营领域保持较强实力，具有一定的规模和技术优势，竞争能力强；随着新疆湘晟项目投产，新材料业务收入规模快速提升。

公司是以轻化工产业为主，商贸产业、建材产业、新材料和畜牧业等为辅的多元化大型民营企业集团，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、新疆建有 3 个生产基地，年产能达 1.52 亿只，拥有全国 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。跟踪期内，

公司轻化产品保持较强市场地位和竞争实力。

公司是全国首家“钛矿-海绵钛-钛合金”全产业链制造企业。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，钛合金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。

3. 企业信用记录

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 2021 年 5 月 12 日，公司本部无未结清的关注和不良信贷记录，已结清的信贷记录中存在一笔关注类贷款（银行分类所致）及 6 笔欠息（最近一笔已于 2017 年 12 月 25 日结清）。

截至 2021 年 7 月 18 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理架构、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营状况

2020 年，受疫情影响，公司收入规模有所下降，毛利率有所下降。其中轻化产品仍为公司第一大收入来源。受岳塘商贸城一期经营性物业上年销售完毕叠加疫情期间公司给商户减免租金影响，公司商贸板块收入同比有所下滑；新疆湘晟钛合金项目年内产能放量，新材料业务收入规模快速提升。

2020 年，公司主营业务收入 156.82 亿元，同比下降 8.61%，主要系商贸收入大幅下降所致。从收入构成来看，2020 年，轻化产品（包括消费品和捣固焦）是公司主要的收入来源，同比变化不大；受疫情影响影响，建材业务收入同比下降 16.85%；受上年岳塘商贸城物业销售收入规模较大导致可比基数较高以及疫情期

间公司给商户减免租金综合影响，公司商贸业务收入同比大幅下降 45.59%；新材料业务同比大幅增长 39.32%，主要系钛合金销量大幅增长所致。

2020 年，公司主营业务综合毛利率同比下降 3.64 个百分点，主要系建材和商贸业务毛利率下降较多所致。分业务板块来看，2020 年，轻量化产品毛利率同比增加 0.53 个百分点；公司建材产品毛利率同比减少 6.53 个百分点，主要系受疫情影响，玻璃销量大幅下降所致；公司

商贸业务毛利率减少 15.54 个百分点，主要系新冠疫情期间，公司给租户减免租金所致；新材料毛利率下降 3.64 个百分点，主要系钛合金材及其相关产品价格下降所致。

2021 年 1—3 月，公司主营业务实现收入 40.22 亿元，同比增长 39.94%，主要系上年同期受新冠疫情影响，公司收入基数较低所致。2021 年 1—3 月，公司综合毛利率为 19.39%，同比减少 4.47 个百分点，主要系轻量化板块毛利率下滑所致。

表 3 2018—2020 年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目		2018 年			2019 年			2020 年		
		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	51.93	30.35	22.22	49.99	29.14	24.24	48.20	30.74	24.72
	捣固焦	36.03	21.06	23.05	33.49	19.52	23.90	35.51	22.64	24.52
	小计	87.96	51.41	22.56	83.48	48.65	24.10	83.71	53.38	24.63
建材		12.93	7.56	22.92	14.42	8.40	20.31	11.99	7.65	13.78
商贸		57.69	33.72	30.70	46.35	27.01	29.86	25.22	16.08	14.32
新材料		8.27	4.83	25.25	23.07	13.44	30.20	32.14	20.49	26.56
畜牧业		4.26	2.49	12.34	4.27	2.49	11.62	3.76	2.40	11.04
合计		171.11	100.00	25.21	171.59	100.00	25.85	156.82	100.00	22.21

资料来源：公司提供

2. 消费品

2020 年，公司消费品收入主要来自于保温瓶制品、搪瓷制品和玻璃器皿。其中保温瓶业务经营稳定，搪瓷日用品和玻璃器皿受疫情和竞争激烈影响，产销量均有所下滑。

公司消费品产业具体业务可以划分为保温瓶制品、搪瓷制品和玻璃器皿的制造与销售等业务。

表 4 公司消费品产业主要生产企业及业务情况

经营实体	主要产品
娄底市五江实业有限公司	保温瓶、搪瓷日用品等
新疆五江兴华实业有限公司	保温瓶、玻璃器皿等
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、新疆建有三个生产基地，主要负责消费品的生产和经营。从消费品收入构成来看，保温瓶是主要收入来源。2020

年，保温瓶收入占消费品的 80.08%，搪瓷日用品收入占消费品的 9.85%，日用玻璃器皿收入占消费品的 6.89%。

（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，主要销售产品为保温瓶和玻璃内胆。

跟踪期内，公司保温瓶生产所需原材料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，2020 年，公司保温瓶制品前五名供应商合计采购金额 3.92 亿元，占采购总额的 13.90%，集中度一般。

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公司拥有 7200 万只

的商品保温瓶内胆产能。

跟踪期内，公司保温瓶生产及销售模式未发生重大变化。2020 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 90% 以上。从销售价格来看，2020 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 94% 以上，产销基本平衡。2020 年，公司保

温瓶制品实现销售收入 38.60 亿元，同比略有下降，以国内销售为主；同期，保温瓶毛利率 26.98%，同比略有下降，但变动不大。

从客户集中度来看，2020 年公司保温瓶制品前 5 名销售客户销售金额合计为 9.90 亿元，占保温瓶营业收入 25.66%，集中度一般。

表 5 2018 - 2020 年公司主要保温瓶产品产销情况（单位：万只、万元、元/只、%）

产 品	项 目	2018 年	2019 年	2020 年
3.2L 不锈钢保温瓶	产能	1200	1200	1200
	产量	1152	1154	1082
	产能利用率	96.00	96.17	90.17
	委托加工	913	894	752
	产量合计	2065	2048	1834
	销量合计	1945	1930	1743
	产销率	94.19	94.24	95.04
	销售均价（不含税）	67.32	67.50	67.51
	销售收入（不含税）	130952	130275	117648
3.2L 全塑保温瓶	产能	4300	4300	4300
	产量	4225	4219	3822
	产能利用率	98.26	98.12	88.88
	委托加工	923	938	674
	产量合计	5148	5157	4496
	销量合计	5030	5068	4289
	产销率	97.71	98.27	95.40
	销售均价（不含税）	36.51	36.85	36.76
	销售收入（不含税）	183651	186756	157666

注：保温瓶产能主要针对自产成套产品，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）搪瓷日用品和日用玻璃器皿

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。

受市场竞争加剧和疫情影响，2020 年公司搪瓷日用品和日用玻璃器皿产销量均同比大幅下滑，但产销率维持高水平。同期，搪瓷产品

前 5 名供应商采购金额为 0.68 亿元，占搪瓷采购的比例为 16.54%，公司对供应商的依赖程度不高。

从客户集中度来看，2020 年公司搪瓷日用品前 5 名销售金额为 1.37 亿元，占搪瓷总销售金额的比重为 28.89%，客户集中度一般。

表 6 2018 - 2020 年公司搪瓷日用品和玻璃器皿产销情况（单位：万件、%）

项 目	2018 年			2019 年			2020 年		
	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	1209.66	1208.35	99.89	1154.04	1138.36	98.64	869.54	848.91	97.63
日用玻璃器皿	523.67	522.75	99.82	480.63	477.55	99.36	352.75	348.21	98.71

资料来源：公司提供

3. 捣固焦及其副产品

跟踪期内，公司捣固焦产销量均较上年有

所增长，销售均价略有提高，下游客户集中度仍较高。

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 95%）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。2020 年，公司捣固焦向前五名供应商采购金额合计 5.65 亿元，占总采购金额 21.09%，集中度一般。

2020 年，公司生产捣固焦 190 万吨，同比有所增长，销量 187.15 万吨，产销率达 98.50%，销售情况良好。

表 7 2018 - 2020 年公司主要捣固焦产品产销情况
(单位: 万吨、%、吨/元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
销量	192	181	187.15
产量	194	185	190
产销率	98.97	97.84	98.50
销售均价	1872	1846	1897

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，2020 年公司捣固焦前五名销售客户销售金额合计 27.06 亿元，占其总销售额比重为 76.20%，集中度高，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

2020 年公司，受疫情影响，建材产品销售规模有所下降。

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 2020 年销售收入为 11.99 亿元，同比下降 16.85%，主要系受疫情影响，各类施工项目进度放缓，建材产品销量下降所致。

表 8 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		2018 年	2019 年	2020 年
优质浮法玻璃	销售数量	243.23	203.87	174.84
	销售均价	69.03	70.06	84.67
超白玻璃	销售数量	171.80	262.59	204.37
	销售均价	108.45	105.21	108.41
low-e 中空玻璃原片	销售数量	548.09	493.74	389.29
	销售均价	79.93	75.81	86.50
low-e 中空玻璃	销售数量	105.64	110.01	50.12
	销售均价	154.04	152.86	128.92
中空玻璃	销售数量	134.18	150.03	63.81
	销售均价	74.31	73.41	72.08

注：销售均价为不含税单价
资料来源：公司提供

跟踪期内，建材业务采购和销售模式均未发生重大变化。从客户集中度来看，2020 年，公司建材产品前五名客户销售收入为 2.70 亿元，占比为 33.02%，集中度较高。

5. 商贸

2020 年，公司商贸板块收入同比大幅下降，主要系岳塘商贸城一期已经完成销售，经营性物业销售收入较上年下滑所致。同时，疫情期间公司主动给租户减免物业租金，导致出租收入亦有所下滑。

(1) 经营性物业

公司经营性物业项目主要包括五江建材家居城、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新中弘实业发展有限公司（以下简称“中弘公司”，公司持股 50.88%）负责经营。公司计划总投资 172.00 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 52.00 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 50.00 亿元；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 70.00 亿元。目前二、三期项目尚未启动。

一期项目的主要收入来源是两部分：一是 60% 的商铺和公寓销售收入，二是自持 40% 的商业物业租金收入。截至 2017 年底，一期项目已累计完成 52.00 亿元的投资资金。截至 2020 年底，一期项目已全部完成销售，累计确认销售收入 88.54 亿元，实现回款 79.79 亿元，累计销售面积 90 万平方米（2019 年销售 15 万平米，实现收入 12.21 亿元）。截至 2020 年底，公司

一期项目自持的 60 万平方米已全部与商户签订了租赁合同，租金从 2019 年 5 月开始收取。2020 年，公司实现租金收入 1.82 亿元，较上年大幅下降，主要系疫情期间，公司对商铺租赁者采取了一系列减租政策来缓解租赁者压力。

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 9 2020 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	600000	100.00	18236.16
五江建材家居城	娄底亨瑞特商贸有限公司	100.00	131912	100.00	16842.90
涟源五江购物中心	涟源亨瑞特商贸有限公司	100.00	23060	100.00	2806.60

注：岳塘商贸城项目租金从 2019 年 5 月开始收取

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。

2020 年，公司商品贸易实现收入 20.85 亿元，同比下降 6.84%，主要系受疫情影响，贸易规模下降所致。

表 10 公司商品贸易经营情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	10.73	46.01	7.21	9.76	43.61	7.22	9.04	43.36	7.16
钢材	7.35	31.52	4.58	7.36	32.89	4.62	7.04	33.76	4.63
纯碱	2.95	12.65	6.17	2.96	13.23	6.15	2.67	12.81	6.17
聚丙烯	2.29	9.82	5.34	2.30	10.28	5.36	2.10	10.07	5.31
合计	23.32	100.00	6.06	22.38	100.00	6.03	20.85	100.00	5.99

资料来源：公司提供

6. 新材料

2020 年，随着新疆湘晟钛合金产能逐渐释放，公司新材料业务收入规模大幅增长；同期，感光干膜收入稳定增长。

（1）感光干膜

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，感光干膜采购、生产及销售结算方式未发生重

大变化。

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。公司与多家供应商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，2020 年前五大供应商总采购金额为 2.98 亿元，占比 34.15%，供应商集中度较高。

2020 年公司新增一条生产线，并已全部投入生产，截至 2020 年底，公司拥有四条生产线，拥有高分辨率感光干膜年设计产能约 2.25 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 11 公司感光干膜产能产量表(单位: 万平方米、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
产能	15000	15000	22500
产量	13677	13681	18356
产能利用率	91.18	91.21	81.58

资料来源：公司提供

2020 年，公司感光干膜产量为 18356 万平方米，同比增长 34.17%，产能利用率为 81.58%，较上年下降 9.62 个百分点，主要系 2020 年新增产线产能规模较大所致。

随着销量增长，2020 年感光干膜销售收入 12.31 亿元，同比增长 35.57%。从客户集中度来看，2020 年，公司前五名客户感光干膜销售额为 1.76 亿元，占其销售总额的比重为 22.99%，客户集中度较低。

表 12 公司感光干膜产品销售情况
(单位: 亿元、万平方米、元/平方米)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
销售收入	8.27	9.08	12.31
销量	12142	13185	17997
销售均价	6.81	6.89	6.84

资料来源：公司提供

(2) 钛合金

公司下属的新疆湘晟(公司直接持股 20%，间接持股 40%)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。目前，新疆湘晟已经形成了从钛精矿到富钛料到海绵钛，再到钛加工型材的全产业链生产模式。

公司钛合金项目采购的主要原材料为：金红石、镁锭、石油焦、工业盐和高钛渣，上述原材料约占到公司全部采购成本的 60%~75%。

表 13 钛合金产品原材料采购情况
(单位: 吨、元/吨)

项目	2019 年		2020 年	
	采购量	均价	采购量	均价
金红石	29200	8250	36909	8500
石油焦	8300	3050	11877	3010
镁锭	8000	17700	3956	14750
工业盐	48000	190	49010	169
高钛渣	4800	7600	5827	7020

资料来源：公司提供

公司钛合金项目于 2019 年 5 月正式投产。目前，公司实际拥有 2 万吨海绵钛和钛合金型材加工能力，包括钛合金板(9250 吨)、焊管(3000 吨)、无缝管(2000 吨)和钛合金带(2000 吨)。2020 年钛(合金)板带产量和销量均大幅提升，产能利用率 88.45%，较上年提升 33.27 个百分点，产销率 99.25%。2020 年钛合金及其相关产品实现销售收入 21.40 亿元，同比增长 52.97%，主要系钛合金产品产能逐渐释放，效益逐渐显现所致。

新疆湘晟通过了 ISO9001:2015 质量管理体系、ISO4500:2018 职业健康安全管理体系和 AS9100D 宇航质量管理体系认证；通过了欧盟承压设备 PED 板材、钛带两个类别共计 18 个牌号产品的认证；完成了 GJB9100C 国军标质量管理体系认证的第一阶段审核。公司正在准备武器装备保密资格认证、武器装备科研生产备案、武器装备承制资格、NADCAP 特殊过程认证以及波音公司产品认证的筹备工作。

产品市场开拓方面，新疆湘晟已经开始向韩国出口了钛卷、向欧盟出口钛合金锻件、向日本神户制钢提供了相关产品进行认证检测，并小批量供货。波音公司已于 2019 年 11 月到公司现场考察并达成合作意向，有望于 2021 年

进入国际高端用户市场。

表 14 2019 - 2020 年钛合金及其他相关产品产销情况 (单位: 万元、%、吨、元/吨)

产品		2019 年				2020 年			
		收入	产量	销量	均价	收入	产量	销量	均价
钛 (合金) 板带	热轧板	12708	1262	1250	101665	40060	5021	4923	81371
	冷轧纯钛板	15150	1311	1271	119167	35188	3678	3633	96848
	钛复合板材	18676	2910	2862	65250	26748	4488	4532	59026
	钛合金板材	45930	1998	1847	248663	44380	2095	2118	209544
	钛合金棒	36251	1355	1316	275465	51947	2407	2350	221036
	小 计	128715	8836	8546	150604	198323	17689	17556	113022
相关副产品		11145	38804	38804	2872.13	15637	44966	44966	3478
合 计		139860	47640	47350	--	213960	62655	62522	--

资料来源: 公司提供

7. 经营效率

跟踪期内, 公司运营效率较上年有所下降。

2020 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 3.37 次、2.43 次和 0.44 次, 受收入下降影响, 公司 2020 营运效率较上年有所下降。

8. 未来发展

未来公司将传统保温瓶业务进行升级, 同时进一步加快发展高附加值的钛合金、感光膜等业务。

将坚持以《中国制造 2025》和“工业 4.0”为指引, 以建立智能、智慧、智联工厂为发展方向、以提质增效为核心, 对现有产业进行自动化、智能化改造, 促进现有保温瓶、外壳、搪瓷及玻璃器皿传统产业提质升级, 保持行业竞争力的优势地位; 以《中国制造 2025》重点发展航天、航海、舰船和特种结构材料为指南, 继续深度跟踪国际新材料前沿发展, 抓住“一带一路”发展机遇, 按照“产品高附加值、产业高端定位、高水平建设、高起点设计”的要求, 加大航空航海基础材料发展力度; 大力发展电子信息产业核心材料光刻胶-高分辨率感光干膜产业, 抢占外资品牌的市场份额, 不断夯实行业龙头地位; 坚持走循环经济的路子, 不断延伸产业链, 实现保温瓶搪瓷产业和焦化

产业联动发展; 以“节能降耗、循环发展”为准则, 加大余热利用、尾气发电、节能减排等方面的研究和投入, 增强企业发展内功; 顺应国内旅游消费升级的发展潮流, 充分挖掘天山天池世界自然遗产潜力, 大力发展旅游文化产业。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年合并财务报告, 湖南楚才会计师事务所(普通合伙)对该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 2021 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围变化情况来看, 截至 2020 年底, 公司合并范围未发生变化。截至 2021 年 3 月底, 公司合并范围较 2020 年底无变化, 公司财务报告可比性强。

截至 2020 年底, 公司合并资产总额 393.12 亿元, 所有者权益 226.77 亿元(含少数股东权益 31.35 亿元); 2020 年, 公司实现营业收入 166.39 亿元, 利润总额 24.48 亿元。

截至 2021 年 3 月底, 公司合并资产总额 401.87 亿元, 所有者权益 229.99 亿元(含少数股东权益 32.02 亿元); 2021 年 1-3 月, 公司实现营业收入 42.32 亿元, 利润总额 4.17 亿元。

2. 资产质量

截至 2020 年末, 公司资产规模较年初有所增长, 资产结构较年初变化不大, 较为均衡。随着对在建工程的持续投入及在建工程转固, 公司固定资产保持较快增长, 货币资金较为充裕, 但资产抵押规模较大, 资产质量一般。

截至 2020 年底, 公司合并资产总额 393.12 亿元, 较上年底增长 6.48%, 变动不大。其中, 流动资产占 49.14%, 非流动资产占 50.86%。公司资产结构相对均衡, 资产结构较上年底变化不大。

(1) 流动资产

截至 2020 年底, 公司流动资产 193.17 亿元, 较上年底增长 11.42%, 主要系预付款和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金(占 20.08%)、应收票据(占 5.25%)、应收账款(占 21.53%)、预付款项(占 19.26%)和存货(占 29.49%)构成。

截至 2020 年底, 公司货币资金 38.78 亿元, 较上年底增长 5.53%, 变动不大。货币资金中有 13.21 亿元受限资金, 受限比例为 34.06%, 主要为各类保证金。

截至 2020 年底, 公司应收票据 10.15 亿元, 较上年底增长 12.93%, 主要系收取票据增加所致。公司应收票据均为银行承兑汇票。

截至 2020 年底, 公司应收账款账面价值 41.59 亿元, 较上年底增长 9.10%。应收账款账龄以 1 年以内为主(占 94.64%), 累计计提坏账 0.23 亿元, 计提比例 0.55%; 应收账款前五大大欠款方合计金额为 2.45 亿元, 占比为 5.87%, 集中度低。

截至 2020 年底, 公司预付款项 37.20 亿元, 较上年底增长 11.11%, 主要系公司为了锁定原料价格提前预付货款所致。账龄来看, 1 年以内的占 82.42%, 1~2 年占 12.51%, 2~3 年的占 3.47%, 账龄在 3 年及以上的占 1.61%。从集中度来看, 按预付对象归集的期末余额前五名合计 3.24 亿元, 占公司预付款项的 8.70%, 均为预付工程款。

截至 2020 年底, 公司存货 56.97 亿元, 较上年底增长 13.53%, 主要系公司备货原材料以及受疫情影响, 库存商品增长所致。存货主要由原材料(占 35.95%)、库存商品(占 32.51%)和房地产开发产品(占 21.12%)构成, 未计提跌价准备。

(2) 非流动资产

截至 2020 年底, 公司非流动资产 199.94 亿元, 较上年底增长 2.11%, 公司非流动资产主要由长期股权投资(占 9.08%)、投资性房地产(占 12.03%)、固定资产(占 64.51%)、和在建工程(占 7.49%)所构成。

截至 2020 年底, 公司长期股权投资 18.15 亿元, 较上年底下降 19.27%, 主要系公司退出对湖南清泉房地产开发有限公司的投资所致。公司长期股权投资主要由湖南日兴房地产开发有限公司(账面价值 7.04 亿元)、江西海西宇顺物流有限公司(账面价值 2.16 亿元)、哈密红山能源有限公司(账面价值 2.21 亿元)、樟树市江景豪苑置业有限公司(账面价值 1.91 亿元)和新疆海盛文化投资有限公司(账面价值 1.75 亿元)所构成。

截至 2020 年底, 公司投资性房地产 24.06 亿元, 较上年底未发生变化, 采用公允价值计量模式。公司投资性房地产主要由涟源五江购物中心和五江建材城所构成。

截至 2020 年底, 公司固定资产 128.98 亿元, 较上年底增长 17.64%, 主要系钛合金项目、感光覆膜项目转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物(占 31.60%)和机器设备(占 67.54%)所构成, 累计计提折旧 38.41 亿元, 固定资产成新率 77.05%, 成新率较高。

截至 2020 年底, 公司在建工程 14.97 亿元, 较上年底下降 44.75%, 主要系部分在建工程转固所致。

截至 2021 年 3 月底, 公司所有权或使用权受到限制的资产共计 143.71 亿元, 占资产总额的 36.56%, 受限比例很高。

表 15 截至 2021 年 3 月底公司受限资产情况
(单位: 亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	11.90	保证金
存货	4.84	借款抵押物
固定资产-房屋建筑物	33.28	借款抵押物
固定资产-机器设备	58.75	借款抵押物
投资性房地产	24.06	借款抵押物
其他非流动资产	7.58	借款抵押物
合计	143.71	--

资料来源: 公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2020 年末, 受益于利润积累, 公司所有者权益规模有所增长, 但未分配利润占比较高, 权益结构稳定性一般。

截至 2020 年底, 公司所有者权益 226.77 亿元, 较上年底增长 6.82%。其中, 归属于母公司所有者权益占比为 86.17%, 少数股东权益占比为 13.83%。归属于母公司所有者权益 195.41 亿元。其中, 实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占归属母公司所有者权益的比例为 10.23%、0.76%、1.83% 和 87.18%。归属母公司所有者权益中未分配利润占比较大, 权益结构稳定性一般。

截至 2021 年 3 月底, 公司所有者权益为 229.99 亿元, 较上年底增长 1.42%, 所有者权益结构变动不大。

(2) 负债

截至 2020 年末, 公司有息债务规模持续增长, 短期债务比重占比进一步提高, 有息借款以抵质押借款为主, 制约公司资产的变现能力, 存在一定短期偿债压力。

截至 2020 年底, 公司负债总额 166.35 亿元, 较上年底增长 6.03%。其中, 流动负债占 58.41%, 非流动负债占 41.59%。公司负债结构相对均衡, 负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底, 公司流动负债 97.17 亿元, 较上年底增长 15.59%, 主要系短期借款增长所致。公司流动负债主要由短期借款(占 42.68%)、

应付票据(占 28.25%)、一年内到期的非流动负债(占 12.21%)和其他流动负债(占 10.29%)构成。

截至 2020 年底, 公司短期借款 41.47 亿元, 较上年底增长 25.94%, 主要系营运资金需求增加所致。公司短期借款主要由抵押借款(占 75.36%)和保证借款(占 24.64%)构成。

截至 2020 年底, 公司应付票据 27.45 亿元, 较上年底增长 17.01%, 主要系原料采购增加, 采用票据支付所致。

截至 2020 年底, 公司一年内到期的非流动负债 11.87 亿元, 较上年底增长 34.04%, 主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至 2020 年底, 公司其他流动负债 10.00 亿元, 由短期融资券组成。截至 2021 年 4 月 30 日, 公司已按期兑付“20 五江轻化 CP001”短期融资券。

截至 2020 年底, 公司长期借款 58.64 亿元, 较上年底下降 4.84%; 长期借款主要由抵押借款(占 93.25%)和保证借款(占 6.74%)构成。

截至 2020 年底, 公司应付债券 10.00 亿元, 较上年底未发生变化。

截至 2021 年 3 月底, 公司负债总额 171.88 亿元, 较上年底增长 3.32%, 变动不大。其中, 流动负债占 59.94%, 非流动负债占 40.06%。公司流动负债与非流动负债相对均衡, 负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底, 公司全部债务 159.67 亿元, 较上年底增长 8.06%, 主要系短期债务增长所致。其中, 短期债务占 56.85%, 长期债务占 43.15%, 结构相对均衡。短期债务 90.78 亿元, 较上年底增长 20.66%, 主要系短期借款增长所致。长期债务 68.89 亿元, 较上年底下降 5.02%, 变动不大。截至 2020 年底, 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分别为 42.32%、41.32% 和 23.30%, 较上年底分别下降 0.18 个百分点、提高 0.28 个百分点和下降 2.16 个百分点。公司债务负担尚可。

截至 2021 年 3 月底,公司全部债务 165.55 亿元,较上年底增长 3.68%,变动不大。其中,短期债务占 58.59%,长期债务占 41.41%,结构相对均衡。短期债务 96.99 亿元,较上年底增长 6.84%。长期债务 68.56 亿元,较上年底下降 0.48%。截至 2021 年 3 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分别为 42.77%、41.85%和 22.96%,较上年底分别提高 0.45 个百分点、提高 0.54 个百分点和下降 0.34 个百分点。

4. 盈利能力

跟踪期内,受疫情影响,公司收入有所下降,各项盈利指标有所下降。受研发费用和财务费用增长,费用控制能力较上年略有下降,但整体控制能力仍然较好。

2020 年,公司实现营业收入 166.39 亿元,同比下降 7.43%,主要系疫情影响所致。2020 年,公司营业成本 130.27 亿元,同比下降 2.10%,同比变化不大。2020 年,公司营业利润率为 21.26%,同比下降 3.80 个百分点。

2020 年,公司费用总额为 15.31 亿元,同比增长 1.21%,同比变化不大。从构成看,公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 25.90%、20.58%、6.59%和 46.93%。其中,销售费用为 3.96 亿元,同比下降 23.66%,主要系疫情影响所致;管理费用为 3.15 亿元,同比下降 6.28%;研发费用为 1.01 亿元,同比增长 153.94%,主要系研发人员增长,薪酬支出增加所致;财务费用为 7.18 亿元,同比增长 16.39%,主要系债务负担增加所致。2020 年,公司期间费用率为 9.20%,同比提高 0.79 个百分点,公司费用控制能力较上年变动不大。

非经常性损益方面,2020 年,公司实现投资收益 4.01 亿元,同比增长 145.99%,主要系公司处置湖南清泉房地产开发有限公司所致。公司投资收益占营业利润比重为 16.34%,对营业利润有一定影响。2020 年,公司实现其他收益 0.48 亿元,同比增长 269.90%,主要系政府

补助增加所致,其他收益占营业利润比重为 1.94%,对营业利润影响不大。2020 年,公司利润总额 24.48 亿元,同比下降 22.72%,主要系疫情影响所致。

2020 年,公司总资产收益率和净资产收益率分别为 6.84%、8.56%,同比分别下降 1.36 个百分点、下降 2.83 个百分点。

2021 年 1—3 月,公司实现营业收入 42.32 亿元,同比增长 42.36%,主要系上期受疫情影响,收入基数较低所致。2021 年 1—3 月,公司营业成本 34.44 亿元,同比增长 51.83%。2021 年 1—3 月,营业利润率为 18.04%,同比下降 3.60 个百分点,主要系原料成本增长所致。

5. 现金流分析

跟踪期内,公司经营活动现金保持较大规模净流入,主营业务获现能力良好;公司存在持续资本投入,经营活动现金净流量尚不足以覆盖投资资金需求,公司存在较大对外融资需求。考虑到公司钛合金项目已经建设完毕,建设投资支出压力将得以控制,公司对外融资压力或将得到缓解。

从经营活动来看,2020 年,公司经营活动现金流入 194.76 亿元,同比下降 5.45%,主要系收入下降所致;经营活动现金流出 174.39 亿元,同比下降 2.16%,同比变化不大。综上,2020 年,公司经营活动现金净流入 20.37 亿元,同比下降 26.57%。2020 年,公司现金收入比为 107.72%,同比下降 1.86 个百分点,收入实现质量高。

从投资活动来看,公司投资活动现金流入规模很小,2020 年,公司投资活动现金流入 0.07 亿元,同比下降 72.11%;投资活动现金流出 17.72 亿元,同比下降 47.20%,主要系新疆钛合金项目正式投产所致。综上,2020 年,公司投资活动现金净流出 17.65 亿元,同比下降 47.00%。

综上,2020 年,公司筹资活动前现金流量净额为 2.72 亿元,同比下降 148.83%。

从筹资活动来看, 2020 年, 公司筹资活动现金流入 57.20 亿元, 同比下降 20.23%, 主要系上年同期发债规模较大所致; 筹资活动现金流出 56.53 亿元, 同比下降 22.33%, 主要系偿还到期债务规模较小所致。综上, 2020 年, 公司筹资活动现金净流入 0.67 亿元, 同比净流出转为净流入。

2021 年 1—3 月, 公司经营活动现金流入 48.04 亿元, 同比增长 83.06%, 主要系上年同期疫情导致基数较低所致; 经营活动现金流出 47.18 亿元, 同比增长 96.06%。综上, 2021 年 1—3 月, 公司实现经营活动现金净流入 0.86 亿元, 同比下降 60.69%。2021 年 1—3 月, 公司现金收入比为 113.33%。从投资活动来看, 2021 年 1—3 月, 公司实现投资活动现金净流出 0.65 亿元, 同比下降 53.45%。2021 年 1—3 月, 公司实现筹资活动现金净流入 4.22 亿元, 同比增长 3.37%。

6. 公司本部(母公司)财务分析

公司本部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, 债务结构有待改善。公司本部承担部分业务经营职能, 盈利性尚可, 同时投资收益对公司利润贡献很大。跟踪期内, 母公司经营活动现金流较为稳定, 投资活动现金流呈净流出, 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。

截至 2020 年底, 母公司资产占合并口径的 23.81%; 母公司负债占合并口径的 18.35%; 母公司所有者权益占合并口径的 27.81%; 母公司营业收入占合并口径的 16.45%; 母公司利润总额占合并口径的 20.56%; 母公司全部债务占合并口径的 12.33%。

截至 2020 年底, 母公司资产总额 93.60 亿元, 较上年底下降 1.69%, 变化不大。其中, 流动资产 19.66 亿元(占比 21.00%), 非流动资产 73.94 亿元(占比 79.00%)。从构成看, 流动资产主要由货币资金(占 33.35%)、应收票据(占 6.10%)、应收账款(占 8.48%)、预

付款项(占 14.09%)、其他应收款(占 21.31%)、存货(占 6.22%)、其他流动资产(占 10.45%)构成; 非流动资产主要由长期应收款(占 15.03%)、长期股权投资(占 72.19%)、固定资产(占 6.28%)、其他非流动资产(占 5.32%)所构成。截至 2020 年底, 母公司货币资金为 6.56 亿元。

截至 2020 年底, 母公司负债总额 30.53 亿元, 较上年底下降 6.03%。其中, 流动负债 20.53 亿元(占比 67.24%), 非流动负债 10.00 亿元(占比 32.76%)。从构成看, 流动负债主要由短期借款(占 44.23%)和其他流动负债(占 48.72%)构成, 其他流动负债为短期融资券; 非流动负债主要由应付债券(占 100.00%)构成。母公司 2020 年资产负债率为 32.61%, 较 2019 年下降 0.80 个百分点。截至 2020 年底, 母公司全部债务 29.68 亿元。其中, 短期债务占 66.31%、长期债务占 33.69%。截至 2020 年底, 母公司短期债务为 9.68 亿元, 存在一定的债券偿付压力。截至 2020 年底, 母公司全部债务资本化比率 32.00%, 母公司债务负担较轻。

截至 2020 年底, 母公司所有者权益为 63.07 亿元, 较上年底下降 0.52%。其中, 实收资本为 20.00 亿元(占 31.71%)、资本公积合计 1.33 亿元(占 2.11%)、未分配利润合计 38.17 亿元(占 60.51%)、盈余公积合计 3.57 亿元(占 5.66%)。

2020 年, 母公司营业收入为 27.37 亿元, 利润总额为 5.03 亿元。同期, 母公司投资收益为 3.36 亿元。

现金流方面, 2020 年, 公司母公司经营活动现金流净额为 2.47 亿元, 投资活动现金流净额-2.31 亿元, 筹资活动现金流净额-2.29 亿元。

7. 偿债能力

跟踪期内, 公司偿债指标较上年有所提升, 整体偿债能力很强。但现金类资产对短期债务保障程度一般, 存在一定短期偿债压力。

截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 206.24% 和 146.55% 下降至 198.81% 和 140.18%，流动资产对流动负债的保障程度尚可。截至 2020 年底，公司现金短期债务比由上年底的 0.61 倍下降至 0.54 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较低。整体看，公司短期偿债能力一般。

2020 年，公司 EBITDA 为 39.11 亿元，同比下降 12.21%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 18.06%）、计入财务费用的利息支出（占 17.92%）、利润总额（占 62.59%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 7.34 倍下降至 5.58 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 3.32 倍提高至 4.08 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力尚可。

截至 2021 年 3 月底，公司共获授信额度 172.76 亿元，未使用授信额度 39.86 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额 15785.63 万元，被担保企业相对分散，担保风险处于可控范围。

表 16 截至 2021 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
湖南省方源建筑工程有限公司	9500.00
娄底市玖洲贸易有限公司	1487.63
娄底市玖洲贸易有限公司	690.00
湖南三星合金工业有限公司	898.00
娄底鸿盛洗涤有限公司	410.00
湖南大科激光有限公司	1000.00
湖南京华机械锻造有限公司	900.00
涟源市鑫泰农业科技发展有限公司	900.00
合计	15785.63

资料来源：公司提供

十、存续期内债券偿还能力分析

截至本出报告出具日，公司存续期内债券总额为 20.00 亿元，分别为 10.00 亿元“21 五江轻化 MTN001”和 10.00 亿元“19 五江轻化

MTN001”，无将于一年内到期的债券。

2020 年，公司经营活动现金流入量和流量净额分别为 194.76 亿元和 20.37 亿元，分别为上述债券发行总额的 9.74 倍和 1.02 倍；EBITDA/未来待偿债券本金峰值为 3.91 倍。

表 17 公司存续债券保障情况
(单位: 亿元、倍)

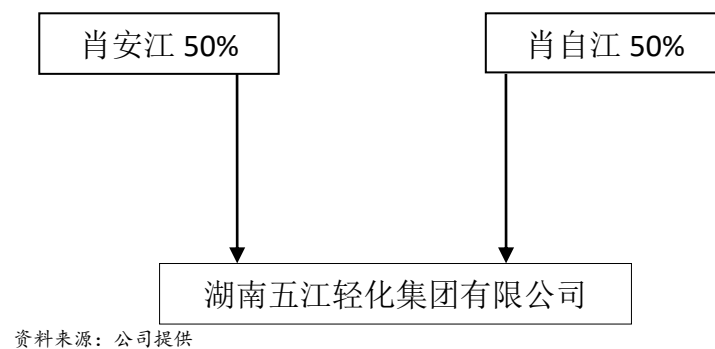
项 目	2020 年
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	20.00
未来待偿债券本金峰值（亿元）	10.00
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额（倍）	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	19.48
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	2.04
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	3.91

注：1. 本年度剩余应到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底）；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十一、结论

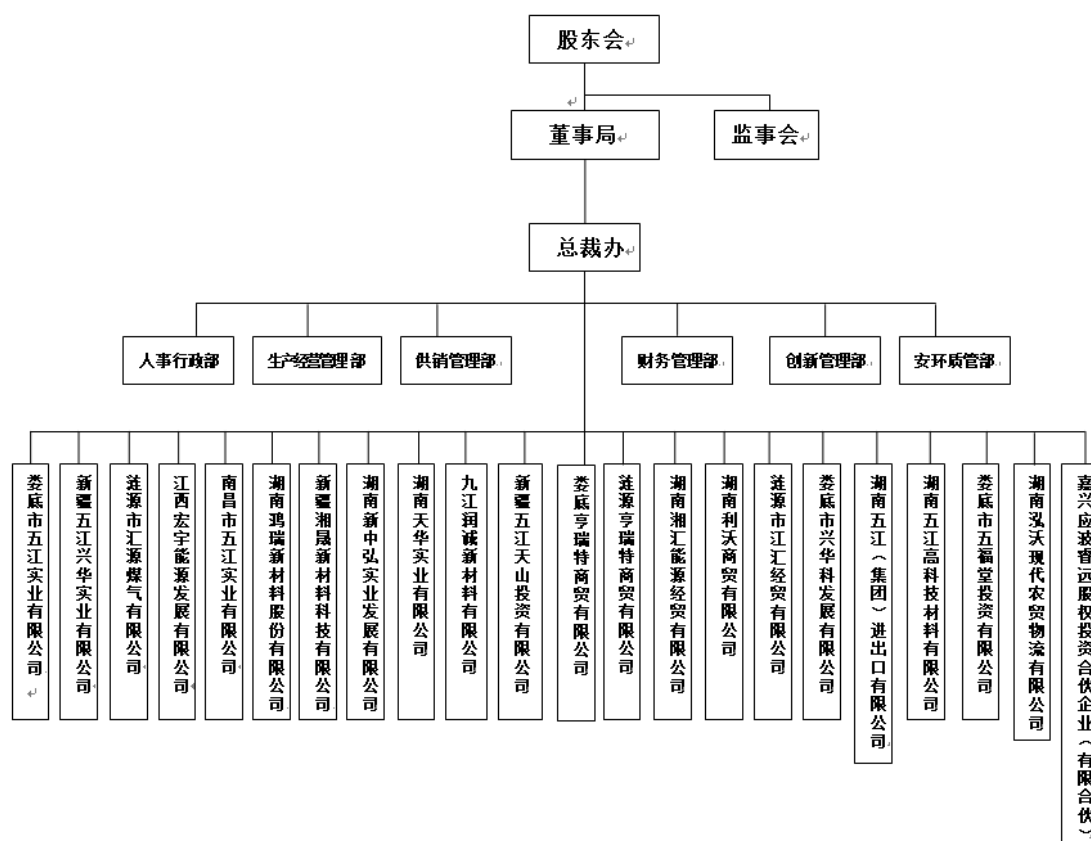
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“21 五江轻化 MTN001”“19 五江轻化 MTN001”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图

五江集团组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	44.74	45.74	48.93	53.29
资产总额(亿元)	339.37	369.18	393.12	401.87
所有者权益(亿元)	192.00	212.30	226.77	229.99
短期债务(亿元)	81.92	75.24	90.78	96.99
长期债务(亿元)	57.61	72.53	68.89	68.56
全部债务(亿元)	139.53	147.77	159.67	165.55
营业收入(亿元)	177.14	179.75	166.39	42.32
利润总额(亿元)	30.21	31.68	24.48	4.17
EBITDA(亿元)	40.03	44.55	39.11	--
经营性净现金流(亿元)	24.25	27.74	20.37	0.86
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.90	4.07	3.37	--
存货周转次数(次)	2.71	2.78	2.43	--
总资产周转次数(次)	0.55	0.51	0.44	--
现金收入比(%)	109.61	109.59	107.72	113.33
营业利润率(%)	24.01	25.07	21.26	18.04
总资本收益率(%)	8.58	8.19	6.84	--
净资产收益率(%)	12.02	11.39	8.56	--
长期债务资本化比率(%)	23.08	25.47	23.30	22.96
全部债务资本化比率(%)	42.09	41.04	41.32	41.85
资产负债率(%)	43.43	42.50	42.32	42.77
流动比率(%)	198.11	206.24	198.81	197.04
速动比率(%)	147.50	146.55	140.18	140.07
经营现金流动负债比(%)	27.02	32.99	20.96	--
现金短期债务比（倍）	0.55	0.61	0.54	0.55
EBITDA 利息倍数(倍)	5.42	7.34	5.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.49	3.32	4.08	--

注：1.2018 年 - 2021 年 3 月，合并报表层面已将其其他流动负债和长期应付款中的计息债务调整进入全部债务；2.公司 2021 年一季度财务数据未经审计

资料来源：联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.77	10.38	7.76	7.83
资产总额(亿元)	86.11	95.21	93.60	93.53
所有者权益(亿元)	55.11	63.40	63.07	62.92
短期债务(亿元)	26.68	20.55	19.68	19.28
长期债务(亿元)	3.47	10.00	10.00	10.20
全部债务(亿元)	30.15	30.55	29.68	29.48
营业收入(亿元)	25.29	29.66	27.37	6.29
利润总额(亿元)	6.70	9.04	5.03	0.39
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	2.01	2.30	2.47	0.70
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.36	11.71	9.70	--
存货周转次数(次)	13.00	22.01	19.37	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.33	0.29	--
现金收入比(%)	114.21	108.36	112.59	113.15
营业利润率(%)	18.07	18.29	15.23	14.96
总资本收益率(%)	9.55	9.88	5.57	--
净资产收益率(%)	11.31	13.09	7.31	--
长期债务资本化比率(%)	5.93	13.62	13.69	13.95
全部债务资本化比率(%)	35.36	32.52	32.00	31.91
资产负债率(%)	36.00	33.41	32.61	32.73
流动比率(%)	91.88	103.55	95.76	96.40
速动比率(%)	88.14	98.21	89.81	89.85
经营现金流动负债比(%)	7.30	10.55	12.05	--
现金短期债务比 (倍)	0.33	0.51	0.39	0.41
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--

注：1.公司 2021 年 1-3 月财务数据未经审计；2.其他流动负债中的有息部分已计入短期债务

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。