

信用等级公告

联合〔2020〕3741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”的信用等级为 AA⁺，“20 五江轻化 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二〇年九月二十七日



湖南五江轻化集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次评级结果	上次评级结果	评级展望
湖南五江轻化集团有限公司	AA ⁺	AA ⁺	稳定
20 五江轻化 CP001	AA-1	AA-1	稳定
19 五江轻化 MTN001	AA ⁺	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
20 五江轻化 CP001	10 亿元	10 亿元	2021/05/06
19 五江轻化 MTN001	10 亿元	10 亿元	2022/10/30

评级时间：2020 年 9 月 27 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				
--					--	

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，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，公司传统轻工消费品产品板块收入规模下滑；新冠疫情肺炎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基本面造成的不良影响。

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“20 五江轻化 CP001”信用等级为 A-1，维持“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投产，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）。2019 年钛合金项目实现销售收入 18.85 亿元，利润总额 1.44 亿元。截至 2020 年 8 月底，公司在手订单 10.20 亿元。
3. 公司经营活动现金流状况良好，现金类资产和 EBITDA 对“20 五江轻化 CP001”和“19 五江轻化 MTN001”的保障能力强。

分析师：闫力 杨涵

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

关注

1. 跟踪期内，市场竞争加剧叠加环保政策趋严，公司轻量化板块收入有所下滑。受退出家电业务以及环保政策趋严的影响，2019 年公司消费品类和捣固焦业务分别实现收入 49.99 和 33.49 亿元，分别同比下降 3.74% 和 7.05%。
2. 新冠肺炎疫情对新疆湘晟钛合金项目产能释放产生一定影响。2020 年上半年，新疆湘晟实现收入 10.40 亿元，利润总额 0.33 亿元。若未来钛合金项目市场需求发生变化，产能未能释放，或将对公司经营产生不利影响。
3. 跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，存在一定短期偿债压力。受公司推进钛合金项目建设及运营影响，公司债务规模高企，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，受限资产规模较大。较大规模的存货、应收账款和预付款对营运资本形成一定占用，公司有息债务规模持续增长，存在一定短期偿债压力。
4. 公司所有者权益结构中未分配利润占比高，权益结构稳定性较弱。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产(亿元)	34.80	32.74	31.17	37.95
资产总额(亿元)	308.55	339.37	369.18	387.26
所有者权益(亿元)	171.23	192.00	212.30	219.35
短期债务(亿元)	73.76	81.92	75.24	83.11
长期债务(亿元)	56.21	57.61	73.19	78.23
全部债务(亿元)	129.97	139.53	148.43	161.34
营业收入(亿元)	176.08	177.14	179.75	74.09
利润总额(亿元)	30.07	30.21	31.68	8.70
EBITDA(亿元)	39.18	40.03	44.55	--
经营性净现金流(亿元)	15.88	24.25	27.74	2.80
营业利润率(%)	22.10	24.01	25.07	20.56
净资产收益率(%)	13.44	12.02	11.39	--
资产负债率(%)	44.51	43.43	42.50	43.36
全部债务资本化比率(%)	43.15	42.09	41.15	42.38
流动比率(%)	217.89	198.11	206.24	210.85
经营现金流动负债比(%)	19.57	27.02	32.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.52	5.42	7.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.32	3.49	3.33	--

公司本部（母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	80.00	86.11	95.21	94.84
所有者权益（亿元）	48.87	55.11	63.40	63.85
全部债务(亿元)	30.67	30.15	30.55	30.05
营业收入(亿元)	25.10	25.29	29.66	12.32
利润总额(亿元)	2.47	6.70	9.04	0.53
资产负债率（%）	38.91	36.00	33.41	32.68
全部债务资本化比率(%)	38.56	35.36	32.52	32.00
流动比率（%）	86.06	91.88	103.54	105.19
经营现金流动负债比(%)	8.19	7.30	10.55	--

注：1.公司 2020 年 1-6 月财务数据未经审计；2.合并口径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

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
20 五江轻化 CP001	A-1	AA ⁺	稳定	2020/02/20	杨涵、闫力、闫旭	一般工商企业信用评级方法(2019 年) 一般工商企业主体信用评级模型(2019 年)	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(2019 年) 一般工商企业主体信用评级模型(2019 年)	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 2020 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

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。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 2020 年 6 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 2020 年 6 月底，公司设财务管理部、人事行政部、生产经营管理部、创新管理部、供销管理部和安环质管部 6 个综合管理部门，并拥有 20 家全资及控股子公司。

截至 2019 年底，公司资产（合并）总额 369.18 亿元，所有者权益合计 212.30 亿元（其中包含少数股东权益 29.54 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 179.75 亿元，利润总额 31.68 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司资产（合并）总额 387.26 亿元，所有者权益合计 219.35 亿元（其中包含少数股东权益 30.46 亿元）。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 74.09 亿元，利润总额 8.70 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

公司存续期内债券概况如下表所示，截至本报告出具日，募集资金均已按用途使用完毕。

表 1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
20 五江轻化 CP001	10.00	10.00	2020/05/06	2021/05/06
19 五江轻化 MTN001	10.00	10.00	2019/10/30	2022/10/30

资料来源：Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的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。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020年上半年中国经济出现负增长，GDP累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长

-6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 2 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模；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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，

出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。

全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。

2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同

期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，

重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2% 持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现

利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前中国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年中国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢

复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对中国外需具有较大提振作用；同时中国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年中国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对下半年经济的拉动作用不宜高估。

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，涉及玻璃行业、贸易行业和新材料行业等。

1. 玻璃行业

跟踪期内，玻璃行业发展较为平稳，行业利润率有所提升。其中日用玻璃制品产量同比有所增；保温瓶制品产量同比下滑幅度有所收窄。

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。2019 年，玻璃制品主营业务收入 1164.42 亿元，累计同比增长 4.88%，同比下降 0.10 个百分点；实现利润 70.00 亿元，同比增长 19.15%；主营业务收入利润率 6.01%，同比提高 0.72 个百分点。

(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，2019 年国内日用玻璃制品及玻璃包装容器产量 2657.93 万吨，累计同比增长 2.79%，增幅提高 1.55 个百分点，同比增速有所加快。

(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。2019 年玻璃保温容器产量 17014 万个，累计同比下降 1.47%，降幅收窄 4.22 个百分点。

2. 贸易行业

(1) 国际贸易

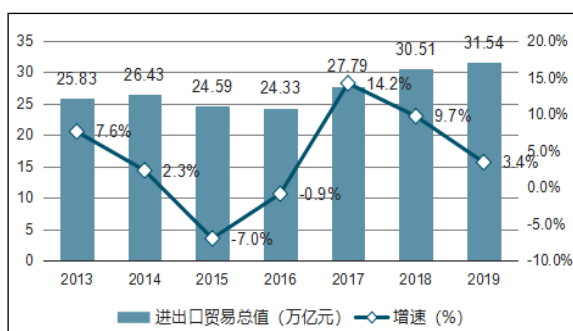
近年来，世界经济增速放缓，不稳定不确定因素增多，国内外风险挑战明显上升，国内相继出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，有效降低了企业负担，虽中美贸易摩擦余温未消，但在国内完善的工业门类和制造业体系的支撑和一带一路政策的推进下，2019 年全年外贸进出口仍保持稳定增长。2020 年初新冠疫情爆发以来国内外需求短期承压，考虑到政府采取的一系列稳定外贸发展的措施，预计 2020 年中国外贸有望保持总体平稳。

近年来，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

2019 年，在全球经贸风险和不确定性加剧的背景下，中国出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，不断优化外贸结构和营

商环境，企业创新挖潜多元化市场，外贸总体保持稳中提质势头，全年实现外贸进出口总值31.54 万亿元人民币，同比增长 3.4%，全年进出口、出口、进口均创历史新高，但增速进一步下滑。其中，贸易出口 17.23 万亿元，同比增长 5%；进口 14.31 万亿元，同比增长 1.6%；出口额增速远高于进口额增速。2019 年，中国贸易顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%，贸易顺差大幅回升，表明国内完善的工业门类和制造业基础为外贸发展提供了强有力支撑。

图 1 中国进出口贸易总值及增速



资料来源：中国产业信息网

从区域分布上看，随着中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之恶化，中国主要贸易伙伴结构发生变化。欧盟仍然是中国第一大贸易伙伴，但东盟取代美国成为中国第二大贸易伙伴。2019 年，中国对东盟进出口 4.43 万亿元，增长 14.1%；对美国进出口 3.73 万亿元，下降 10.7%；第四大贸易伙伴是日本，对日本进出口 2.17 万亿元，增长 0.4%。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%，高出整体增速 7.4 个百分点。

从外贸参与主体来看，2019 年，民营企业进出口 13.48 万亿元，增长 11.4%，占中国外贸总值的 42.7%，比 2018 年提升 3.1 个百分点。其中，出口 8.9 万亿元，增长 13%；进口 4.58 万亿元，增长 8.4%。外商投资企业进出口 12.57 万亿元，占中国外贸总值的 39.9%。国有企业进出口 5.32 万亿元，占 16.9%。民营企业首次超过外商投资企业，成为中国第一大外贸主体。

2020 年以来，新型冠状病毒肺炎疫情相继在国内及全球爆发，对世界经济发展造成了冲击，贸易行业物流部分中断，订单不能按期交付，境内外需求下降，采购及销售周期拉长，安全和维护成本上升，世界贸易组织预测 2020 年全球货物贸易下滑较大。随着国际市场的需求萎缩，外贸新订单减少等问题开始逐步显现，外贸发展可能面临一定困难。2020 年一季度，中国货物贸易进出口总值 6.57 万亿元人民币，比去年同期下降 6.4%。其中，出口 3.33 万亿元，下降 11.4%；进口 3.24 万亿元，下降 0.7%；贸易顺差 983.3 亿元，减少 80.6%。随着国内疫情防控取得阶段性重要成效，经济社会秩序加快恢复，在疫情期间，民营企业根据疫情发展规律，调整生产计划，适当做出生产预案，中国 4 月当月出口 1.41 万亿元，同比增长 8.2%，由负转正。

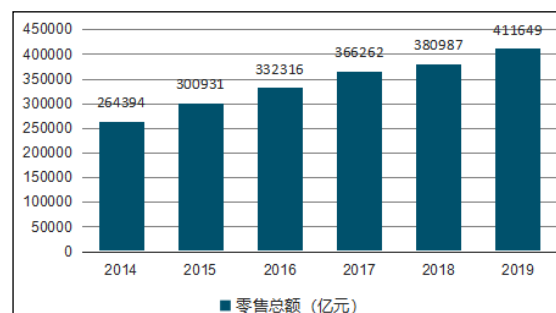
同时，考虑到各地各部门采取了一系列稳定外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链产业链，全年来看，中国外贸有望保持总体平稳。

(2) 国内贸易

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，社会消费品零售总额保持增长，但增速持续下滑。

根据国家统计局数据，2019 年，社会消费品零售总额 411649 亿元，比上年名义增长 8.0%（扣除价格因素实际增长 6.0%），增速较上年放缓 1 个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 372260 亿元，增长 9.0%。

图 2 近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：中国产业信息网

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

3. 高端钛材制造行业

2019年，全球钛行业市场持续复苏，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性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。

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 $\leq 20000\text{kWh}$ ，全行业实现达标排放，清洁生产。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 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。

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%股权质押给中国进出口银行作为牵头行的银团贷款人，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。保温瓶的经营主体为子公司娄底市五江实业有限公司（以下简称“娄底五江”）。截至2019年底，娄底五江资产总额45.65亿元，所有者权益22.30亿元；2019年实现收入30.21亿元，利润总额2.46亿元。

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，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。截至2019年底，新疆湘晟新材料科技有限公司（以下简称“湘晟新材料”）资产总额89.01亿元，所有者权益24.26亿元；2019年实现收入18.85亿元，利润总额1.67亿元。截至2020年8月底，公司在手订单10.20亿元。

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2020年9月8日，公司本部无未结清的关注和不良信贷记录，已结清的存在一笔关注类贷款、4笔关注类银行承兑汇票及6笔贴现，上述关注类事项，均因银行分类所致。

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

2019年，公司收入规模保持平稳，毛利率稳中有升，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销售收入结转较上年减少影响，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投产，新材料业务收入规模快速提升。受新冠肺炎疫情影响，2020年一季度，公司收入及利润规模同比均有所下降。

1. 经营状况

2019年，公司主营业务收入171.59亿元，同比变化不大；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，2019年占主营业务收入的48.65%，同比减少2.76个百分点。公司轻化业务板块2019年实现收入83.48亿元，同比略有下滑，其中消费品实现收入49.99亿元，同比下降3.74%，主要系公司退出家用电器业务所致。捣固焦实现收入33.49亿元，同比下降7.05%，主要系环保政策趋严，业务有所收缩；商贸业务收入2019年同比下降19.66%，收入占比下降至27.01%，主要系岳塘商贸城一期收入大部分在2018年完成结转，2019年主要系尾盘销售，收入同比有所下滑所致；公司建材业务实现收入14.42亿元，同比增长11.52%，收入占比为7.56%；新材料业务实现收入23.07亿元，同比大幅增长14.80亿元，收入占比提升至13.44%，主要系新疆湘晟钛合金项目投产所致；畜牧业2019年收入同比维持稳定，收入占比为2.49%。

2019年，公司主营业务综合毛利率同比增加0.64个百分点至25.85%，主要系占比大的轻化和新材料板块毛利率上升所致。分业务板块来看：轻化产品毛利率同比增加1.54个百分点至24.10%，其中消费品板块2019年毛利率同比增加2.02个百分点，主要系高毛利产品占比上升所致；同期，捣固焦板块毛利率有所提升，主要系生产工艺改进，生产成本有所降低；公司建材产品2019年毛利率为20.31%，同比减少2.61个百分点，主要系受玻璃价格走低影响；公司商贸业务毛利率减少0.84个百分点至29.86%；新材料业务受感光干膜销售量价齐升以及新疆钛合金项目达产影响，毛利率提高至

30.20%；公司畜牧业毛利率同比略有下滑，2019年为11.62%。

受新冠肺炎疫情影响，2020年1—3月，公司主营业务收入实现28.74亿元，同比下降38.26%，除新材料板块外，其他板块收入规模均同比有所下降。其中商贸收入同比下降67.76%，主要系受疫情影响，商品贸易收入下

滑所致；新材料业务实现收入6.13亿元，同比增长48.06%，主要受益于新疆湘晟项目投产及感光覆膜业务收入增长。从毛利率来看，2020年1—3月，公司综合毛利率为23.86%，同比减少3.81个百分点，主要系商贸板块毛利率下滑所致。

表3 近年来公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目		2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	54.26	31.93	21.18	51.93	30.35	22.22	49.99	29.14	24.24	8.33	28.97	23.44
	捣固焦	31.03	18.26	17.85	36.03	21.06	23.05	33.49	19.52	23.90	6.01	20.90	22.76
	小 计	85.29	50.18	19.96	87.96	51.41	22.56	83.48	48.65	24.10	14.33	49.87	23.15
建材		13.20	7.77	23.38	12.93	7.56	22.92	14.42	8.40	20.31	1.72	5.98	17.01
商贸		59.24	34.86	28.25	57.69	33.72	30.70	46.35	27.01	29.86	6.01	20.90	23.05
新材料		7.97	4.69	29.25	8.27	4.83	25.25	23.07	13.44	30.20	6.13	21.32	29.34
畜牧业		4.25	2.50	13.16	4.26	2.49	12.34	4.27	2.49	11.62	0.55	1.93	11.58
合计		169.96	100.00	23.38	171.11	100.00	25.21	171.59	100.00	25.85	28.74	100.00	23.86

资料来源：公司提供

2. 消费品

2019年，受公司退出家电业务影响，消费品收入同比略有下滑。其中保温瓶制品经营较为稳定，搪瓷日用品和玻璃器皿受竞争激烈影响，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、玻璃器皿和家用电器的制造与销售等四个业务。

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、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，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业务的收入和毛利率。

表5 公司主要消费品经营情况（单位：亿元、%）

产品	2017年		2018年		2019年		2020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	38.78	24.68	38.92	25.60	39.62	27.23	6.55	26.32
搪瓷日用品	6.91	13.04	6.50	13.34	6.50	13.36	1.15	13.23
日用玻璃器皿	4.11	11.75	4.27	12.31	3.87	11.97	0.63	12.05
家用电器	4.46	11.99	2.24	8.17	--	-	--	-
合计	54.26	21.18	51.93	22.22	49.99	24.24	8.33	23.44

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，2019年，

上述原材料的采购量均同比有所增长；采购均价方面，除纯碱采购价格有所下降外，其他主要原材料采购价格均略有上升，但整体价格波动幅度不大。

2019年，公司保温瓶制品前五名供应商合计采购金额3.90亿元，占采购总额的13.51%，集中度一般。

表6 近年保温瓶制品原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

项 目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1-3 月	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
不锈钢	31660	13058	29058	13124	29776	13132	6786	13130
聚丙烯	35180	8380	30864	8626	30925	8646	7017	8625
硝酸银	61490	2438	61036	2426	63794	2520	15247	2507
瓦楞纸	104780	3065	94589	2713	95445	2786	22043	2780
纯碱	46530	1667	46156	1957	48313	1948	11538	1940

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。

2019年，公司保温瓶制品实现销售收入为39.62亿元，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。受疫情影响，2020年1—3月，公司保温瓶实现收入6.55

亿元，同比下降36.60%，毛利率为26.32%，同比略有下滑。

跟踪期内，公司保温瓶生产及销售模式未发生重大变化。2019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，2019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。从客户集中度来看，2019年公司保温瓶制品前5名销售客户销售金额合计为9.92亿元，占营业收入25.03%，集中度较高。2020年一季度，公司主要产品产能利用率和产销率均虽同比有所下降，但均维持在高位。

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、%）

产 品	项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
3.2L 不锈钢保温瓶	产能	1200	1200	1200	300
	产量	1138	1152	1154	253
	产能利用率	94.83	96.00	96.20	84.33
	委托加工	906	913	894	116
	产量合计	2044	2065	2048	369
	销量合计	1975	1945	1930	327
	产销率	96.62	94.19	94.24	88.61
	销售均价（不含税）	65.83	67.32	67.50	67.47
	销售收入（不含税）	130013	130952	130275	22061
3.2L 全塑保温瓶	产能	4300	4300	4300	1075

产量	4221	4225	4219	871
产能利用率	98.16	98.26	98.12	81.02
委托加工	1046	923	938	122
产量合计	5267	5148	5157	993
销量合计	5177	5030	5068	813
产销率	98.29	97.71	98.27	81.92
销售均价（不含税）	34.97	36.51	36.85	36.72
销售收入（不含税）	181054	183651	186756	29870

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、玻璃器皿和家电业务

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。2019 年公司已退出家用电器业务，该业务未产生收入。

受市场竞争加剧影响，2019 年公司搪瓷日

用品和日用玻璃器皿产销量均同比略有下滑，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 0.79 亿元，占采购的比例为 14.08%，公司对各供应商的依赖程度不高。

从客户集中度来看，2019 年公司搪瓷日用品前 5 名销售金额为 1.70 亿元，占总销售金额的比重为 26.15%，客户集中度较高。

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、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	1213.72	1256.27	103.51	1209.66	1208.35	99.89	1154.04	1138.36	98.64	263.06	202.51	76.98
日用玻璃器皿	520.46	517.69	99.47	523.67	522.75	99.82	480.63	477.55	99.36	76.24	75.94	99.61

资料来源：公司提供

3. 捣固焦及其副产品

跟踪期内，受环保政策趋严、公司环保设备改造影响，公司捣固焦产品产销量均有所下滑，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 75%）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。2019 年，公司捣固焦向前五名供应商采购金额合计 5.47 亿元，占总采购金额 21.48%，集中度一般。

2019 年，公司生产捣固焦 185 万吨，同比有所下降，主要系环保政策趋严，公司对环保

设备改造升级，导致公司产量有所下降。

表 9 近年来公司主要捣固焦产品产销情况
（单位：万吨、%、吨/元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
销量	214	192	181	32.42
产量	215	194	185	33
产销率	99.53	98.97	97.84	98.24
销售均价	1450	1872	1846	1853

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，2019 年公司捣固焦前五名销售客户销售金额合计 18.69 亿元，占其总销售额比重为 55.80%，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

2019 年公司建材产品收入规模稳步增长；

2020 年一季度，受疫情影响，收入下滑较为严重。

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 2019 年销售收入为 14.42 亿元，同比增长 11.52%；2020 年 1—3 月，受疫情影响，销售收入为 1.72 亿元，同比下降 43.23%。

表 10 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		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
优质浮法玻璃	销售数量	265.71	243.23	203.87	22.04
	销售均价	77.36	69.03	70.06	74.94
超白玻璃	销售数量	78.12	171.80	262.59	30.86
	销售均价	110.95	108.45	105.21	104.20
low-e 中空玻璃原片	销售数量	665.89	548.09	493.74	49.44
	销售均价	82.26	79.93	75.81	73.65
low-e 中空玻璃	销售数量	97.06	105.64	110.01	10.18
	销售均价	156.97	154.04	152.86	146.81
中空玻璃	销售数量	119.35	134.18	150.03	13.99
	销售均价	77.42	74.31	73.41	69.78

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，2019 年，公司建材产品前五名客户销售收入占比为 32.27%，集中度较高。

5. 商贸

2019 年，公司商贸板块收入同比有所下滑，主要系岳塘商贸城一期进行尾盘销售，经营性物业销售收入较上年下滑所致；受煤炭价格下跌影响，商品贸易板块收入略有下降。

(1) 经营性物业

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 2019 年底，累计确认销售收入 88.54 亿元，销售累计回款 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），销售率 100%。截至 2019 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。2019 年及 2020 年一季度，实现租金收入 8.72 亿元和 1.82 亿元。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，由于公司商铺的租赁均签订中长期租赁合同，疫情不对公司商铺出租率造成影响。

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

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

表 11 2019 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	87209.63
五江建材家居城	娄底亨瑞特商贸有限公司	100.00	131912	100.00	13462.28
涟源五江购物中心	涟源亨瑞特商贸有限公司	100.00	23060	100.00	2764.81

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。

2019 年，公司商品贸易实现收入 22.38 亿

元，同比下降 4.11%，主要系受煤炭价格下跌影响，煤炭贸易收入有所下降。其他贸易品种收入同比变动不大。

2020 年 1—3 月，公司商品贸易实现收入 3.75 亿元，同比下降 37.29%。

表 12 公司商品贸易经营情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	11.00	47.61	6.62	10.73	46.01	7.21	9.76	43.61	7.22	1.72	45.71	7.01
钢材	6.48	28.04	4.41	7.35	31.52	4.58	7.36	32.89	4.62	1.10	29.38	4.60
纯碱	3.07	13.31	5.05	2.95	12.65	6.17	2.96	13.23	6.15	0.52	13.98	6.08
聚丙烯	2.41	10.45	5.22	2.29	9.82	5.34	2.30	10.28	5.36	0.41	10.92	5.27
合计	22.96	100.00	5.05	23.32	100.00	6.06	22.38	100.00	6.03	3.75	100.00	5.98

资料来源：公司提供

煤炭贸易

2019 年，公司向前五名供应商采购煤炭金额合计 2.44 亿元，占煤炭贸易采购总额的 26.91%，上游供应商集中度较高。

2019 年，公司合计向前五名客户销售煤炭金额 2.80 亿元，占煤炭贸易收入的 28.74%，下游客户集中度较高。

钢材贸易

公司钢材贸易模式与煤炭相同。公司利用自己在钢厂销售焦炭的优势，与上游客户建立了长期的战略合作伙伴关系。2019 年，公司向五大钢材贸易供应商共计采购 4.51 亿元，占总采购金额的 64.23%，集中度很高。

2019 年，公司向前五名客户销售钢材金额 1.95 亿元，占钢材贸易收入的 26.47%，下游客户集中度较高。

6. 新材料

跟踪期内，随着新疆湘晟钛合金项目投产，

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。

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，2019 年五大供应商总采购金额为 2.14 亿元，占比 33.54%，供应商集中度较高。

生产

截至 2019 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 13 公司感光干膜产能产量表(单位: 万平方米、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
产能	15000	15000	15000
产量	13463	13677	13681
产能利用率	89.75	91.18	91.21

资料来源: 公司提供

2019 年, 公司感光干膜产量为 13681 万平方米, 同比略有上升, 产能利用率为 91.21%, 维持在高位。

销售

随着销量增长, 2019 年感光干膜销售收入 9.08 亿元, 同比增长 9.79%。从客户集中度来看, 2019 年, 公司前五名客户感光干膜销售额为 2.09 亿元, 占其销售总额的比重为 22.99%,

表 14 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	2017 年	2018 年	2019 年
销售收入	7.97	8.27	9.08
销量	11786	12142	13185
销售均价	6.76	6.81	6.89

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。钛合金项目由贵阳铝镁设计研究院和中色科技有限公司参与研发, 设计采用的大型钛渣电炉熔炼高钛渣、大型沸腾氯化钛、大型倒 U 型还原蒸馏炉生产海绵钛、

多极槽镁电解生产工艺、复极式离子膜工艺生产氯气, 采用 EB 炉熔炼钛锭, 快锻机生产钛合金锻件、炉卷轧机生产钛带、钛板、钛管等工艺方案合理可行。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。

项目区位优势和资源供应

新疆湘晟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, 形成了以化工、电力、冶金、煤炭等为主体的完整工业体系。

公司钛合项目的主要原材料为钛精矿、金属镁、残焦和碳素电极。钛精矿方面, 公司已通过招拍挂手续取得 15 平方公里钛铁矿的探矿权, 同时公司与哈密市瑞泰矿业签订了 20 年的战略合作协议, 约定以攀枝花钛精矿的出厂价(不含运费)为本项目的到厂价, 哈密市瑞泰矿业已具备年产 30 万吨钛精矿生产能力。金属镁供应方面, 哈密拥有丰富的白云石资源, 现有四个金属镁厂, 可就地采购。残焦供应方面, 哈密的煤炭资源数量过 5000 亿吨, 残焦生产企业众多, 价格低廉, 为全国知名的残焦(兰炭)生产基地。碳素电极方面, 新疆湘晟计划从兰州方大碳素集团公司采购碳素。

采购

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

表15 钛合金产品原材料采购情况
(单位: 吨、元/吨、%)

项目	2019 年		2020 年 1-3 月	
	采购量	均价	采购量	均价
金红石	29200	8250	6000	8300
石油焦	8300	3050	2520	3015
镁锭	8000	17700	1600	15960
工业盐	48000	190	9800	190
高太渣	4800	7600	1800	7020

资料来源: 公司提供

生产和销售

公司钛合金项目于 2018 年底试车投入运营,

并于 2019 年正式投产。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)。2019 年产能利用率 55.18%,产销率 96.72%。

2019 年钛合金项目实现销售收入 18.85 亿元,利润总额 1.44 亿元。其中主营钛合金产品销售收入 12.87 亿元,副产品收入 1.11 亿元,其他贸易收入 4.86 亿元¹。受疫情影响,2020 上半年,产能未能充分释放,新疆湘晟实现收入 10.40 亿元、利润总额 0.33 亿元。目前钛合金项目均已恢复正常生产。公司已经和台州市泰澄电子科技有限公司、宝鸡巨成钛业股份有限公司、宝鸡市朝阳东盛工贸有限公司、宝鸡钛业股份有限公司、江苏铼钰新材料科技有限公司、宝鸡市西部钛材有限公司等多家企业签订了销售合同。截至 2020 年 8 月底,公司在手订单 10.20 亿元。

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 16 2019 年钛合金及其他相关产品产销情况

(单位:万元、%、吨、元/吨)

产品		收入	毛利率	产量	销量	均价
钛 (合金) 带板	热轧板	12708	23	1262	1250	101665
	冷轧纯钛板	15150	25	1311	1271	119167
	钛复合板材	18676	28	2910	2862	65250

¹ 其他贸易收入未列入新材料业务板块

钛合金板材	45930	28	1998	1847	248663
钛合金棒	36251	30	1355	1316	275465
小计	128715	28	8836	8546	150604
相关副产品	11145	--	38804	38804	2872.13
合计	139860	--	8836	8546	--

资料来源:公司提供

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。2019 年,公司畜产品及畜肉制品实现收入为 4.27 亿元,同比较为平稳。

8. 经营效率

2019 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 3.82 次、2.78 次和 0.51 次,除存货周转次数有所提升外,其他两项指标同比均有所下降。总体看,公司经营效率尚可。

9. 未来发展和投资计划

跟踪期内,公司继续加大对钛合金项目及感光干膜生产线的投入。上述两个项目投资已基本进入尾声。未来随着产能逐步释放,公司综合实力有望进一步提升。

公司目前主要在建项目包括年产 2 万吨钛及钛合金和年产 3 亿平方米感光干膜(光刻胶)生产线。公司下辖钛合金项目总投资 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(达产后 8 年等额本息偿还),23.00 亿元由公司自筹。截至 2020 年 3 月底,钛合金项目累计完成投资 75.25 亿元。该项目已于 2019 年投产。

截至 2020 年 3 月底,公司主要在建工程共完成投资 86.18 亿元,2020 年 4—12 月尚需投资 2.82 亿元,2021 年尚需投资 1.66 亿元,公司未来资本支出规模不大。

表 17 截至 2020 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资额	截至 2020 年 3 月底已投资	计划投资			资金筹措方式	
			2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年	自筹	借款
年产 2 万吨钛及钛合金	760000.00	752501.73	7498.27	--	--	230000.00	530000.00
年产 3 亿平方米感光干膜（光刻胶）生产线	101832.49	64566.00	20674.00	16592.49	--	38030.85	63801.64
合 计	861832.49	817067.73	28172.27	16592.49	--	268030.85	593801.64

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2019 年合并财务报告，中准会计师事务所（特殊普通合伙）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 2020 年半年度财务报表未经审计。

从合并范围变化情况看，2019 年，公司合并范围新增 1 家子公司娄底市五福堂投资有限公司。截至 2020 年 6 月底，公司合并范围较 2019 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 2019 年底，公司资产（合并）总额 369.18 亿元，所有者权益合计 212.30 亿元（其中包含少数股东权益 29.54 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 179.75 亿元，利润总额 31.68 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司资产（合并）总额 387.26 亿元，所有者权益合计 219.35 亿元（其中包含少数股东权益 30.46 亿元）。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 74.09 亿元，利润总额 8.70 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，受新疆湘晟钛合金项目投产影响，公司应收账款和存货等经营性资产规模有所增长；随着对在建工程的持续投入及建固定资产转固，公司在建工程及固定资产保持较快增长；货币资金较为充裕、资产抵押规模较大；存货、经营性应收、预付款规模大对公司资金形成一定占用。

截至 2019 年底，公司资产总额 369.18 亿元，较上年底增长 8.78%；其中流动资产占

49.96%，非流动资产占 50.04%。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产合计 173.37 亿元，较上年底略有下降。公司流动资产主要构成为货币资金（占 21.20%）、应收账款（占 21.99%）、存货（占 28.94%）和预付款项（占 19.31%）。

截至 2019 年底，公司货币资金 36.75 亿元，较上年底变化不大，构成为银行存款（占 22.08 亿元）和少量库存现金，使用受限货币资金 14.56 亿元（主要为票据、信用证保证金）。

截至 2019 年底，公司应收账款账面价值 38.13 亿元，较上年底增长 13.15%，主要系新疆湘晟钛合金项目产能逐步释放，收入增长带动应收账款规模增长所致。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 0.58%，计提比例一般。从账龄来看，账龄在一年以内的占 94.50%，1~2 年占 3.58%，2 年以上占 1.92%；公司应收账款按欠款方归集的期末余额前五名合计 3.11 亿元（占 8.11%）；应收账款账龄较短，集中度较低。

截至 2019 年底，公司存货为 50.18 亿元，较上年底增长 10.45%，主要系钛合金项目备货及存货增加所致；公司存货主要构成为原材料（占 34.79%）、库存商品（占 29.41%）、开发产品（占 24.27%）。公司对存货计提跌价准备 91.26 万元，计提比例低。

截至 2019 年底，公司预付款项为 33.48 亿元，较上年底下降 31.16%，主要系在建项目预付款按项目进展结转至固定资产所致（前五大占比 9.64%）。从账龄来看，1 年以内的占 82.64%，1~2 年占 12.31%，2~3 年的占 3.40%，账龄在 3 年及以上的占 1.65%。从集中度来看，按预付

对象归集的期末余额前五名合计 3.23 亿元，占公司预付款项的 9.64%，均为预付工程款，公司未对预付款项计提坏账准备。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 195.81 亿元，较上年底增长 21.22%，主要由长期股权投资（占 11.48%）、投资性房地产（占 12.29%）、固定资产（占 55.99%）和在建工程（占 14.44%）构成。

截至 2019 年底，公司长期应收款为 5.50 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。参股公司经营效益良好但暂无分红，公司未对该项借款计提坏账准备。

截至 2019 年底，公司长期股权投资为 22.48 亿元，较上年底增长 13.45%，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 7.82 亿元，持股比例为 31.50%）、湖南日兴房地产开发有限公司（账面价值 4.36 亿元，持股比例为 35%）、哈密红山能源有限公司（账面价值 2.21 亿元，公司间接持股比例 44.00%）和江西海西宇顺物流有限公司（账面价值 2.05 亿元，持股比例 49%）的权益性投资。

截至 2019 年底，公司投资性房地产为 24.06 亿元，较上年底变化不大，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 2019 年底，公司固定资产为 109.64 亿元，较上年底大幅增长 20.28%，主要系购置机器设备 13.81 亿元及新疆湘晟钛合金项目部分在建项目转固所致；公司固定资产主要由房屋建筑物和机器设备构成，账面价值分别为 36.36 亿元和 72.22 亿元；公司固定资产累计折旧 31.35 亿元。

截至 2019 年底，公司在建工程 28.28 亿元，较上年底增长 89.46%，主要系钛合金项目、感光覆膜项目投及生产线改造投入增加所致。主

要构成为钛合金项目（21.01 亿元、生产线改造 2.09 亿元及感光覆膜项目 0.21 亿元）

截至 2020 年 6 月底，公司资产总计 387.26 亿元，较 2019 年底增长 4.90%，其中，流动资产占比 49.11%，非流动资产占比 50.89%；流动资产中，存货较 2019 年底增长 10.40%，主要系受疫情影响，增加备货所致；应收账款较 2019 年底增长 17.14%，主要系钛合金项目产能逐步释放，销售收入增长带动应收账款增加。

截至 2020 年 6 月底，公司所有权或使用权受到限制的资产共计 134.11 亿元，包括货币资金 12.44 亿元、投资性房地产 24.06 亿元、无形资产 4.76 亿元和固定资产 92.85 亿元。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，债务结构有所改善；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。

（1）负债

截至 2019 年底，公司负债合计 156.89 亿元，较上年底增长 6.45%，主要系长期借款和应付债券所致；负债总额中流动负债占 53.58%，非流动负债占 46.42%。

截至 2019 年底，公司流动负债为 84.06 亿元，较上年底下降 6.36%。公司流动负债的主要构成为短期借款（占 39.17%）、应付票据（占 27.90%）、一年内到期的非流动负债（占 10.53%）和其他流动负债（占 11.90%）。

截至 2019 年底，公司短期借款为 32.93 亿元，较上年底增长 14.34%，构成为抵押借款（占 76.16%）和保证借款（占 23.87%）。

截至 2019 年底，公司应付票据 23.46 亿元，较上年底下降 4.72%，均为银行承兑汇票。

截至 2019 年底，公司其他流动负债为 10.00 亿元，构成为公司发行的短期债券（19 五江轻化 CP001）。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 8.85 亿元，构成为一年内到期的长期

借款(8.19 亿元)和一年内到期的长期应付款。

截至 2019 年底,公司非流动负债为 72.83 亿元,较上年底增长 26.41%,构成为长期借款(占 84.61%)和应付债券(占 13.73%)。

截至 2019 年底,公司长期借款为 61.62 亿元,包括抵押借款(58.12 亿元)和质押借款 2.70 亿元;公司抵押借款主要为新疆湘晟 2 万吨钛及钛合金新材料项目建设贷款(贷款金额 53.00 亿元,贷款利率为人民银行基准利率)之中剩余期限在 1 年以上的部分,公司为相关贷款提供担保,公司实控人及其一致行动人以其持有的公司 100%股权为相关贷款提供担保。

截至 2019 年底,公司应付债券 10.00 亿元,为“19 五江轻化 MTN001”。

截至 2020 年 6 月底,公司负债总计 167.91 亿元,较 2019 年底增长 7.03%,流动负债占比有所提升。截至 2020 年 6 月底,公司流动负债较 2019 年底增长 7.30%至 90.20 亿元,主要系短期借款增加所致;非流动负债较 2019 年底增长 6.72%至 72.83 亿元,主要系长期借款增长 8.50%至 66.86 亿元所致。

截至 2019 年底,公司全部债务 148.43 亿元,短期债务和长期债务分别占 50.69%和 49.31%,债务结构有所改善。截至 2020 年 6 月底,公司全部债务规模为 161.34 亿元,较 2019 年底增长 8.70%,主要系长短期借款增长所致。

(2) 所有者权益

跟踪期内,受益于利润积累,公司所有者权益规模有所增长;未分配利润占比较高,权益结构稳定性较弱。

截至 2019 年底,公司所有者权益为 212.30 亿元,归属于母公司的权益为 182.76 亿元,主要由实收资本(占 10.94%)、资本公积(占 0.81%)及未分配利润(占 83.84%)构成;公司未分配利润为 153.22 亿元,同比增长 13.40%,主要系公司当期净利润结转所致;公司少数股东权益为 29.54 亿元,同比增长 13.40%。

截至 2020 年 6 月底,公司所有者权益为 219.35 亿元,较 2019 年底增长 3.32%,主要系

未分配利润积累所致。

4. 盈利能力

跟踪期内,公司营业收入保持稳定,非经常性损益规模较小,整体盈利能力强。受新冠肺炎疫情影响,2020 年上半年,公司收入及利润规模同比均有所下滑。

2019 年,公司实现营业收入 179.75 亿元,营业成本为 133.07 亿元,利润总额为 31.68 亿元,同比均保持平稳。

从期间费用来看,2019 年,公司期间费用合计 15.13 亿元,同比上升 21.95%;其中,销售费用同比上升 24.34%至 5.19 亿元;管理费用同比增长 33.55%至 3.36 亿元;财务费用同比增长 13.84%至 6.17 亿元;公司期间费用率为 8.42%(去年同期为 7.00%),期间费用控制能力有所下滑。

2019 年,公司投资收益为 1.63 亿元,同比增长 145.11%,主要为权益法核算的长期股权投资 1.60 亿元;其他收益为 128.87 万元,主要系政府补助收益。整体看,公司非经常性损益对利润总额影响不大。

2020 年 1—6 月,受疫情影响,公司营业收入为 74.09 亿元,较上年同期下降 19.19%;同期利润总额 8.70 亿元,较上年同期下降 39.83%。

从盈利指标来看,2019 年,公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 25.07%、8.18%和 11.39%,除营业利润率同比有所上升外,其他两项指标均有所下降。2020 年 1—6 月,公司营业利润率 20.56%。

5. 现金流分析

跟踪期内,公司经营活动现金保持稳定较大规模净流入,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,公司存在一定对外融资需求。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。

经营活动方面, 2019 年, 公司经营活动现金流入为 205.98 亿元, 同比变化不大, 其中, 销售商品、提供劳务收到的现金为 196.98 亿元, 同比略有增长; 经营活动现金流出为 178.24 亿元, 同比下降 1.46%, 以购买商品、接受劳务支付的现金为主。2019 年, 公司经营活动产生的现金流量净额为 27.74 亿元, 同比增长 14.39%。从收入实现质量上看, 2019 年, 公司现金收入比为 109.59%, 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, 2019 年为 0.26 亿元; 同年, 公司投资活动现金流出为 33.56 亿元, 同比增长 48.76%, 主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金; 2019 年, 公司投资活动现金净额为-33.30 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 71.70 亿元, 同比增长 8.21%, 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 4.18%至 72.78 亿元, 主要为偿还借款及利息支付的现金, 2019 年为 60.99 亿元, 同比增长 4.90%。2019 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.80 亿元。

2020 年 1—6 月, 公司经营活动产生的现金流量净额为 2.80 亿元(上年同期为 5.55 亿元), 现金收入比为 88.00%; 投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-5.76 亿元(上年同期为-15.48 亿元)和 8.03 亿元(上年同期为 9.59 亿元)。

6. 公司本部(母公司)财务分析

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, 债务结构有待改善; 盈利能力对投资收益依赖程度较高, 稳定性一般。跟踪期内, 母公司经营活动现金流较为稳定, 投资活动现金流支出有所增长, 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 2019 年底, 母公司资产总额为 95.21 亿元, 同比增长 10.57%, 主要来自长期应收款

和长期股权投资的增长; 从资产构成来看, 流动资产占 23.72%, 非流动资产占 76.28%。截至 2019 年底, 母公司流动资产 22.58 亿元, 主要包括货币资金(9.18 亿元)、预付款项(3.48 亿元)和其他应收款(占 5.98 亿元); 非流动资产 72.62 亿元, 以长期股权投资(58.30 亿元)和长期应收款(11.11 亿元)为主。整体看, 母公司资产流动性偏弱, 资产质量一般。

截至 2019 年底, 母公司负债合计 31.81 亿元, 同比变化不大。母公司流动负债为 21.80 亿元, 以短期借款和其他流动负债(短期融资券)为主, 分别为 8.76 亿元和 10.00 亿元; 非流动负债为应付债券 10.00 亿元。截至 2019 年底, 母公司全部债务为 30.55 亿元, 短期债务 20.55 亿元, 长期债务 10.00 亿元, 资产负债率 33.41%。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 2019 年底, 母公司所有者权益为 63.40 亿元, 同比增长 15.06%, 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 34.01 亿元, 母公司所有者权益稳定性一般。

2019 年, 母公司实现营业收入 29.66 亿元, 同比增长 17.28%; 期间费用合计 2.49 亿元, 其中财务费用为 2.05 亿元。2019 年, 母公司利润总额为 9.04 亿元, 其中, 投资收益为 6.08 亿元, 母公司盈利能力尚可, 利润对投资收益依赖大。2019 年, 母公司收到子公司分红 5.58 亿元。

2019 年, 母公司经营活动现金流入为 32.41 亿元, 同比增长 12.18%, 主要为销售商品、提供劳务收到的现金为 32.14 亿元; 经营活动现金流出为 30.11 亿元, 主要为购买商品、接受劳务支付的现金为 27.80 亿元, 经营性净现金流为 2.30 亿元。母公司投资活动现金流入为 5.60 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 5.18 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 0.42 亿元。母公司筹资活动流入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-1.90 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。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率及速动比率分别为 206.24%及 146.55%。同期，公司经营现金流动负债比为 32.99%，较去年上升 5.98 个百分点。截至 2020 年 6 月底，公司流动比率及速动比率分别为 210.85%及 149.43%；截至 2020 年 6 月底，公司现金类资产对短期债务覆盖倍数为 0.46 倍。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 44.55 亿元，EBITDA 利息倍数为 7.34 倍（2018 年为 5.42 倍）；同期，全部债务/EBITDA 倍数为 3.33 倍（2018 年为 3.49 倍）。

截至 2020 年 6 月底，公司共获授信额度 156.33 亿元，未使用授信额度 29.16 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2020 年 6 月底，公司对外担保余额 4805.63 万元，被担保企业相对分散，担保风险处于可控范围。

表 18 截至 2020 年 6 月底公司对外担保情况
(单位：万元)

被担保公司	担保余额
娄底市玖洲贸易有限公司	1495.00
湖南三星合金工业有限公司	995.63
娄底鸿盛洗涤有限公司	415.00
湖南京华机械锻造有限公司	950.00
涟源市鑫泰农业科技发展有限公司	950.00
合 计	4805.639

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“20 五江轻化 CP001”和 10.00 亿元“19 五江轻化 MTN001”，其中“20 五江轻化 CP001”将于 2021 年 5 月到期。

2019 年，公司经营活动现金流入量和流量

净额分别为 205.98 亿元和 27.74 亿元，分别为上述债券发行总额的 10.30 倍和 1.39 倍；EBITDA/存续债券余额为 2.23 倍。截至 2019 年底，公司剔除受限后现金类资产 31.17 亿元，为一年内到期债券余额的 3.12 倍，保障能力强。

表 19 公司存续债券保障情况

(单位：亿元、倍)

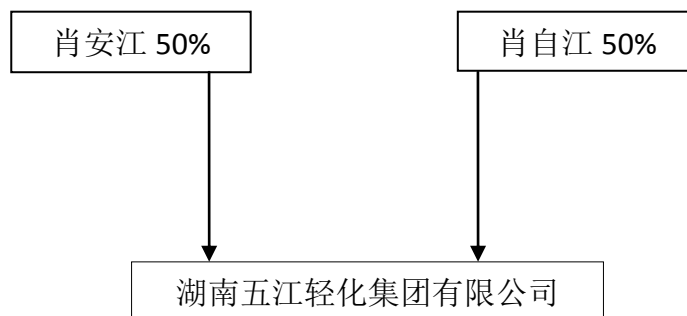
项 目	2019 年
一年内到期债券余额	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.12
经营活动现金流入量/应付债券余额	10.30
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.39
EBITDA/应付债券余额	2.23

资料来源：联合资信根据企业提供的年报和资料整理

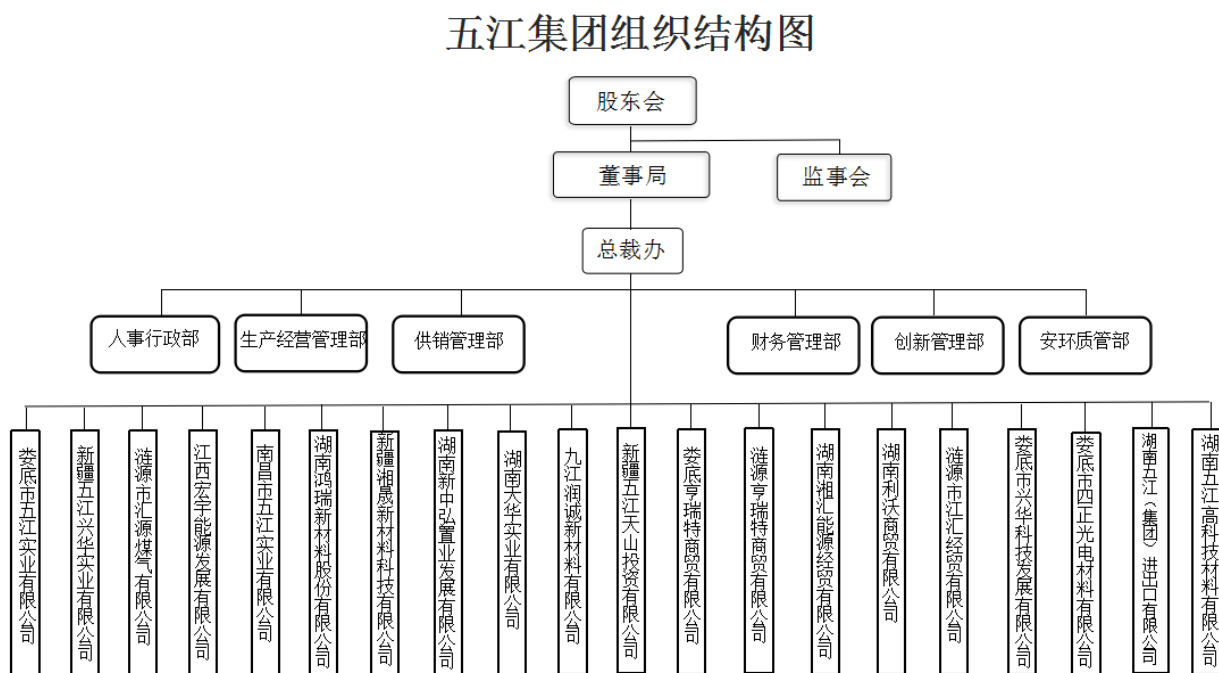
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 五江轻化 CP001”信用等级为 A-1，维持“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 2020 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 6 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	34.80	32.74	31.17	37.95
资产总额(亿元)	308.55	339.37	369.18	387.26
所有者权益(亿元)	171.23	192.00	212.30	219.35
短期债务(亿元)	73.76	81.92	75.24	83.11
长期债务(亿元)	56.21	57.61	73.19	78.23
全部债务(亿元)	129.97	139.53	148.43	161.34
营业收入(亿元)	176.08	177.14	179.75	74.09
利润总额(亿元)	30.07	30.21	31.68	8.70
EBITDA(亿元)	39.18	40.03	44.55	--
经营性净现金流(亿元)	15.88	24.25	27.74	2.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.59	4.90	3.82	--
存货周转次数(次)	2.70	2.71	2.78	--
总资产周转次数(次)	0.62	0.55	0.51	--
现金收入比(%)	108.80	109.61	109.59	106.75
营业利润率(%)	22.10	24.01	25.07	20.56
总资本收益率(%)	9.64	9.19	8.18	--
净资产收益率(%)	13.44	12.02	11.39	--
长期债务资本化比率(%)	24.71	23.08	25.64	26.29
全部债务资本化比率(%)	43.15	42.09	41.15	42.38
资产负债率(%)	44.51	43.43	42.50	43.36
流动比率(%)	217.89	198.11	206.24	210.85
速动比率(%)	152.75	147.50	146.55	149.43
经营现金流动负债比(%)	19.57	27.02	32.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.52	5.42	7.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.32	3.49	3.33	--

注：1.公司 2020 年 1-6 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 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.21	8.77	10.38	10.33
资产总额(亿元)	80.00	86.11	95.21	94.84
所有者权益(亿元)	48.87	55.11	63.40	63.85
短期债务(亿元)	26.17	26.68	20.55	20.05
长期债务(亿元)	4.50	3.47	10.00	10.00
全部债务(亿元)	30.67	30.15	30.55	30.05
营业收入(亿元)	25.10	25.29	29.66	12.32
利润总额(亿元)	2.47	6.70	9.04	0.53
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	2.18	2.01	2.30	1.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	23.23	11.36	11.71	--
存货周转次数(次)	20.39	13.00	22.01	--
总资产周转次数(次)	0.63	0.30	0.33	--
现金收入比(%)	115.09	114.21	108.36	0.00
营业利润率(%)	12.72	18.07	18.29	13.47
总资本收益率(%)	3.57	9.55	11.01	--
净资产收益率(%)	4.17	11.31	13.09	--
长期债务资本化比率(%)	8.43	5.93	13.62	13.54
全部债务资本化比率(%)	38.56	35.36	32.52	32.00
资产负债率(%)	38.91	36.00	33.41	32.68
流动比率(%)	86.06	91.88	103.54	105.19
速动比率(%)	78.00	88.14	98.20	99.57
经营现金流动负债比(%)	8.19	7.30	10.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--

注：1.公司 2020 年 1-6 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 4 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 5 同行业企业对比数据

发行人	中国轻工集团有限公司	北京京城机电控股有限责任公司	湖南五江轻化集团有限公司
企业性质	中央国企	地方国企	民企
级别	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
综合毛利率(%)	11.19	13.85	25.85
销售债权周转次数(次)	7.21	3.10	3.82
财务数据时点	2019 年		
资产总额(亿元)	138.07	377.41	369.18
所有者权益(亿元)	49.87	105.93	212.30
营业收入(亿元)	103.49	91.94	179.75
利润总额(亿元)	0.82	0.51	31.68
经营活动现金流净额(亿元)	3.08	10.32	27.74
资产负债率(%)	63.88	71.93	42.50

资料来源：联合资信根据公开信息整理

附件 6-1 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 6-2 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 6-3 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

附件 6-4 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