

信用评级公告

联合〔2023〕7005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⁺，维持“21 五江轻化 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年七月二十七日

湖南五江轻化集团有限公司 2023 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

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

评级时间：2023 年 7 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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V4.0.202208

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：

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	1
			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		1
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			aa ⁺	
外部支持调整因素：--			--	
评级结果			AA ⁺	

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、建材产业为辅、新材料业务持续有力发展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，营业总收入、利润总额和经营性净现金流同比均有所增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到控股股东所持全部公司股权因质押受限，应收、预付类款项和存货对营运资金占用明显，资产流动性较弱；短期债务占比高，具有一定短期偿债压力和一定融资需求；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。

公司现金类资产、经营活动现金流和 EBITDA 对存续债券的偿付能力强。

未来，随着公司新疆钛合金项目产能完全释放，公司营业总收入、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”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 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。
- 经营稳健，盈利能力强。**2022 年，公司营业总收入同比增长 7.86% 至 204.71 亿元，利润总额同比增长 3.37% 至 31.74 亿元，经营性净现金流同比增长 3.26% 至 21.92 亿元。
- 新疆湘晟钛合金项目产能完全释放，新材料板块收入规模快速提升。**截至 2022 年底，公司实际拥有年产 2 万吨海绵钛和钛合金型材加工能力，包括冷轧钛板带（4000 吨）、热轧钛板带（4500 吨）、钛复合板材（2000 吨）、钛合金板材（4700 吨）和钛合金棒（4800）。2022 年，钛（合金）板带产能完全释放，效益逐渐显现，产量和

分析师：杨 恒 李敬云

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

销量同比均有所提升，产能利用率和产销率均维持在较高水平。

关注

1. **受限资产规模大，再融资空间受一定影响。**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，截至2023年3月底，公司所有权或使用权受到限制的资产共计158.20亿元，占资产总额的33.95%。

2. **营运资金占用明显，权益稳定性弱。**截至2022年底，公司应收票据、应收账款、预付款项和存货合计181.15亿元，占公司流动资产的80.98%；未分配利润占所有者权益的74.67%。

3. **短期债务占比较高，具有一定短期偿债压力。**截至2023年3月底，公司短期债务96.22亿元，占全部债务的比重为58.43%；4—12月需偿还有息债务占比为48.70%。

4. **存在一定融资需求。**考虑到短期债务规模较大以及存在持续性资本投入，公司存在一定融资需求。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	48.93	50.37	47.63	52.70
资产总额(亿元)	393.12	428.73	451.32	465.97
所有者权益(亿元)	226.77	262.64	287.25	292.81
短期债务(亿元)	90.78	100.41	88.82	96.22
长期债务(亿元)	68.89	57.75	68.36	68.45
全部债务(亿元)	159.67	158.16	157.19	164.67
营业总收入(亿元)	166.39	189.79	204.71	56.66
利润总额(亿元)	24.48	30.70	31.74	7.28
EBITDA(亿元)	39.27	47.70	50.03	--
经营性净现金流(亿元)	20.37	21.23	21.92	8.01
营业利润率(%)	21.26	23.13	22.33	19.61
净资产收益率(%)	8.56	9.35	8.57	--
资产负债率(%)	42.32	38.74	36.35	37.16
全部债务资本化比率	41.32	37.59	35.37	35.99
流动比率(%)	198.81	191.48	233.72	231.29
经营现金流动负债比(%)	20.96	19.61	22.90	--
现金短期债务比(倍)	0.54	0.50	0.54	0.55
EBITDA 利息倍数(倍)	5.60	6.24	6.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.07	3.32	3.14	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	93.60	95.04	91.15	92.02
所有者权益(亿元)	63.07	67.72	72.51	72.88
全部债务(亿元)	29.68	26.43	17.87	18.20
营业总收入(亿元)	27.37	29.68	30.36	6.50
利润总额(亿元)	5.03	5.20	6.00	0.48
资产负债率(%)	32.61	28.74	20.45	20.80
全部债务资本化比率(%)	32.00	28.07	19.77	19.98
流动比率(%)	95.76	118.46	201.09	166.79
经营现金流动负债比(%)	12.05	13.68	74.94	--
现金短期债务比(倍)	0.39	0.44	0.58	0.48

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 2023 年一季度数据未经审计，相关财务指标未年化；4. 已将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；5. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据财务报告及公司提供资料整理计算

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	2022/07/26	杨恒、华艾嘉	一般工商企业信用评级方法 (V3.1.202204) 一般工商企业主体信用评级模型(打分表)(V3.1.202204)	阅读全文
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

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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受湖南五江轻化集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、本报告所列示的主体评级及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。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

湖南五江轻化集团有限公司

2023 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 58.00 万元，肖安江和肖自江各占 50.00% 的股权，法定代表人为肖自江。2000 年 2 月，公司注册资本由 58.00 万元变更为 3458.00 万元。2000 年 10 月，公司名称变更为现名，注册资本由 3458.00 万元变更为 11800.00 万元。2004 年，公司注册资本由

11800.00 万元变更为 35800.00 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 20.00 亿元。截至 2023 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，肖自江和肖安江各持有 50.00% 股权，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 50.00%，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。

2022 年，公司主营业务较上年无重大变更。

截至 2023 年 3 月底，公司合并范围内拥有一级子公司 11 家，相关股权质押情况如下表所示。

表 1 截至 2023 年 3 月底公司子公司股权质押情况

公司名称	持股比例（%）	质押比例（%）	质押权人	股权出质设立登记日期
娄底市五江实业有限公司	100.00	65.00	湖南省农业信贷融资担保有限公司	2021/03/10
	100.00	35.00	中国工商银行股份有限公司娄底涟钢支行	2017/05/11
娄底市五福堂科技发展有限公司	100.00	100.00	中国工商银行股份有限公司娄底分行	2020/01/07
湖南省湘汇能源经贸有限公司	99.00	10.00	中国工商银行股份有限公司娄底分行	2017/05/31

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2022 年底，公司合并资产总额 451.32 亿元，所有者权益 287.25 亿元（含少数股东权益 41.02 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 204.71 亿元，利润总额 31.74 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 465.97 亿元，所有者权益 292.81 亿元（含少数股东权益 41.65 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 56.66 亿元，利润总额 7.28 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 2023 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 2 截至 2023 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	2021/04/29	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》](#)。

五、行业分析

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 and 高端钛材制造行业。

1. 玻璃行业

2022 年，中国日用玻璃行业整体发展较为稳健；随着行业准入政策的出台与趋严，中国日用玻璃行业向资源节约、环境友好型产业发展，行业内技术落后、能耗大、规模小的企业将逐步被淘汰或兼并，具有技术、规模、品牌优势的企业将得到扶持和壮大，市场将呈现良好发展态势。

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。

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。

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。根据中研网数据，2022 年，中国玻璃包装容器行业累计完成产量 1987.37 万吨，同比下降 1.24%。在“供给侧结构性改革”和“环保整治攻坚战”持续推进的背景下，我国出台日用玻璃行业准入政策，规范日用玻璃行业生产经营和投资行为，推进节能减排清洁生产，引导日用玻璃行业向资源节约、环境友好型产业发展。此外，在国内日用玻璃行业准入政策日益趋严的情况下，行业

内技术落后、能耗大、规模小的企业将逐步被淘汰或兼并，具有技术、规模、品牌优势的企业将得到扶持和壮大，市场将呈现良好发展态势。

2. 高端钛材制造行业

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退出市场，行业集中度有所提升。随着国民经济结构战略性调整以及产业转型升级，未来钛行业在相关应用领域与产业上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。

“十四五”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。“十四五”期间，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 $\leq 20000\text{kWh}$ ，全行业实现达标排放，清洁生产。

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 2023 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，公司控股股东和实际控制人为自然人肖安江。

截至 2023 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股份有限公司，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. 企业规模及竞争力

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；随着新疆湘晟项目完全投产，新材料业务收入规模快速提升。

公司是以轻化工产业为主，新材料产业持续有力发展，商贸产业、建材产业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，跟踪期内，公司轻化产品保持较强市场地位和竞争实力。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，截至 2023 年 3 月底，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的主力生产企业，搪瓷日用品生产能力名列全

国前五名,“五江”牌日用保温瓶产品和日用搪瓷产品被评为“湖南省名牌产品”“中国质量过硬服务放心信誉品牌”是中国驰名商标品牌。

公司是全国首家“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,是国家战略性新兴产业。截至2022年底,公司实际拥有年产2万吨海绵钛和钛合金型材加工能力,包括冷轧钛板带(4000吨)、热轧钛板带(4500吨)、钛复合板材(2000吨)、钛合金板材(4700吨)和钛合金棒(4800);钛(合金)板带产能完全释放,效益逐渐显现。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

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2023年7月11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1笔关注类中长期借款、6笔关注类贴现及4笔关注类银行承兑汇票,主要系银行系统及分类政策原因造成,中国农业银行股份有限公司涟源支行和中国建设银行股份有限公司涟源支行均已出具相关情况说明。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,公司无逾期或违约记录,履约情况良好。

截至本报告出具日,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,公司股权结构以及主要管理制度未发生变化。

八、经营分析

1. 经营状况

2022年,受新材料业务收入增长影响,公司营业总收入同比有所增长;受新材料、商贸、建材和畜牧业业务毛利率下降影响,公司综合毛利率同比略有下降。

2022年,公司营业总收入和利润总额同比均有所增长。从构成看,2022年,轻化业务(包括消费品和捣固焦)收入同比略有增长,其中捣固焦收入同比有所增长,主要系销售均价提升所致;消费品收入有所下降,主要系受下游需求下降影响,搪瓷日用品产销量和销售收入下降,以及日用玻璃器皿逐步退出市场,2022年不再进行生产和销售所致。2022年,新材料业务收入和占比同比均增长,主要系钛合金生产线产能完全释放,收入提升;以及新增子公司湖南康钛尔家居科技发展有限公司(以下简称“湖南康钛尔”)及相关钛制餐厨制品收入所致。2022年,商贸业务收入和占比同比均有所增长,主要系煤炭行业上行,以及聚丙烯等商品下游需求增长,相关销售收入增长所致。2022年,公司建材业务收入和占比同比均有所下降,主要系生产窑炉到期停炉维修,玻璃纤维及玻璃产品产销量下降所致。畜牧业收入占比较小,对营业总收入影响不大。

毛利率方面,2022年,受消费品(主要为保温瓶等产品)销售均价提升,且原材料采购成本下降等因素影响,公司轻化业务毛利率同比略有提升;受感光干膜产品毛利率下降因素影响,公司新材料业务毛利率同比有所下降;受“薄利多销”销售策略影响,公司商贸业务毛利率同比有所下降;受生产窑炉停炉维修,且生产成本增加影响,公司建材业务毛利率同比有所下降;畜牧业对综合毛利率影响较小。综上,2022年,公司综合毛利率同比略有下降。

2023年1—3月,公司实现营业总收入56.66亿元,同比增长24.08%;实现利润总额7.28亿元,同比增长13.29%。2023年1—3月,公司综合毛利率为19.94%,同比下降3.76个百分点。

表 3 公司营业总收入和毛利率构成情况

项目		2021 年			2022 年		
		收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
轻化	消费品	50.12	26.41	25.78	44.62	21.80	27.71
	捣固焦	47.08	24.80	26.18	55.25	26.99	25.73
	小计	97.20	51.21	25.97	99.87	48.79	26.61
新材料		40.47	21.32	28.89	55.99	27.35	24.66
商贸		23.40	12.33	16.53	35.54	17.36	13.19
建材		15.48	8.16	19.07	9.70	4.74	12.04
畜牧业		4.00	2.11	11.50	3.60	1.76	10.83
其他		9.24	4.87	7.30	--	--	--
合计		189.79	100.00	23.65	204.71	100.00	22.78

资料来源：公司提供

2. 消费品

2022 年，公司消费品收入主要来自于保温瓶制品和搪瓷日用品；保温瓶制品整体经营较为稳定；受下游需求下降影响，搪瓷日用品产销量、销售收入和毛利率同比均有所下降，但产销率有所提升，且维持在较高水平。受公司产品转型影响，日用玻璃器皿逐步退出市场，2022 年不再进行生产和销售。

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，主要营运子公司为娄底市五江实业有限公司（截至 2022 年底，公司直接持股 100.00%）、新疆五江兴华实业有限公司（截至 2022 年底，公司间接持股 60.00%）和南昌市五江实业有限公司（截至 2022 年底，公司间接持股 100.00%）。

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。2022 年，保温瓶收入占消费品的 89.48%，搪瓷日用品收入占消费品的 10.52%。

（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、纯碱和石英砂等，2022 年，公司保温瓶制品前五名供应商合计采购金额 4.05 亿元，占保温瓶制品采购总额的 14.40%，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。2022 年，公司保温瓶制品产能、产量、销量、销售均价、产能利用率和产销率等指标整体较为稳定。2022 年，公司保温瓶制品实现销售收入 39.93 亿元，同比略有增长，销售区域以国内销售为主；同期，保温瓶毛利率 29.49%，同比提升 2.03 个百分点。

从客户集中度来看，2022 年公司保温瓶制品前五名销售客户销售金额合计为 9.83 亿元，占保温瓶销售收入的 24.62%，集中度一般。

表 4 公司主要保温瓶产品产销情况

产 品	项 目	2021 年	2022 年
3.2L 不锈钢保温瓶	产能（万只）	1200	1200
	产量（万只）	1109	1107

	产能利用率 (%)	92.42	92.25
	委托加工 (万只)	803	795
	产量合计 (万只)	1912	1902
	销量合计 (万只)	1859	1862
	产销率 (%)	97.25	97.91
	销售均价 (元/只 (不含税))	67.60	67.56
	销售收入 (万元 (不含税))	125693	125807
3.2L 全塑保温瓶	产能 (万只)	4300	4300
	产量 (万只)	4021	4025
	产能利用率 (%)	93.51	93.60
	委托加工 (万只)	781	785
	产量合计 (万只)	4802	4810
	销量合计 (万只)	4737	4765
	产销率 (%)	98.64	99.06
	销售均价 (元/只 (不含税))	36.80	36.72
	销售收入 (万元 (不含税))	174317	174963

资料来源：公司提供

(2) 搪瓷日用品和日用玻璃器皿

公司搪瓷日用品和日用玻璃器皿的原材料主要为玻璃原料、不锈钢、铁板和瓷釉等，跟踪期内，搪瓷日用品供应稳定，随市场价格浮动；公司采购、生产和销售模式均未发生重大变化；受公司产品转型影响，日用玻璃器皿逐步退出市场，2022 年不再进行生产和销售。

2022 年，受下游需求下降影响，公司搪瓷日用品产量和销量同比均略有下降，产销率有所提升，且维持在较高水平；搪瓷产品前五名供应商采购金额为 0.71 亿元，占搪瓷采购的比例为 17.18%，集中度一般。2022 年，公司搪瓷日用品实现销售收入 4.70 亿元，同比下降 29.11%，毛利率为 12.55%，同比下降 0.49 个百分点。

从客户集中度来看，2022 年公司搪瓷日用品前五名销售金额为 1.32 亿元，占搪瓷总销售金额的比重为 28.19%，集中度一般。

表 5 公司搪瓷日用品和日用玻璃器皿产销情况

项 目	2021 年			2022 年		
	产量 (万件)	销量 (万件)	产销率 (%)	产量 (万件)	销量 (万件)	产销率 (%)
搪瓷日用品	889.53	871.28	97.95	850.16	844.80	99.37
日用玻璃器皿	186.57	184.30	98.78	--	--	--

注：“--”表示不适用

资料来源：公司提供

3. 捣固焦及其副产品

2022 年，受下游需求推动和公司调整产品结构影响，公司主要捣固焦产品产量、销量、销售均价和产销率同比均有所提升；上下游集中度均较高。

公司化工类产品主要是捣固焦及其副产品，主要营运子公司为江西宏宇能源发展有限公司（截至 2022 年底，公司直接持股 80.00%，间接持股 20.00%）和涟源市汇源煤气有限公司（截至 2022 年底，公司间接持股 100.00%）。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。2022 年，公司捣固焦业务向前五名供应商采购金额合计 21.40 亿元，占总采购金额 57.94%，集中度较高。

2022 年，受下游需求推动和公司调整产品结构影响，主要捣固焦产品产量、销量、销售均价和产销率同比均有所提升。

表 6 公司主要捣固焦产品产销情况

项目	2021 年	2022 年
销量 (万吨)	173.46	181.14

产量（万吨）	175.00	182.00
产销率（%）	99.12	99.53
销售均价（吨/元）	2714	2801

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，2022 年公司捣固焦业务前五名销售客户销售金额合计 33.34 亿元，占其总销售额比重为 65.71%，集中度较高，主要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

2022 年，受生产窑炉到期停炉维修影响，公司主要建材产品销量下降，销售均价除中空玻璃外均有所下降，上下游集中度均一般。

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，主要营运子公司为江西宏宇能源发展有限公司（截至 2022 年底，公司直接持股 80.00%，间接持股 20.00%）和九江润诚新材料有限公司（截至 2022 年底，公司直接持股 100.00%）。2022 年，受生产窑炉到期停炉维修影响，公司主要建材产品销量下降；销售均价除中空玻璃外均有所下降。

表 7 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		2021 年	2022 年
优质浮法玻璃	销售数量	207.75	163.73
	销售均价	91.65	75.41
超白玻璃	销售数量	300.24	268.13
	销售均价	108.90	101.16
low-e 中空玻璃原片	销售数量	352.56	311.66
	销售均价	97.34	82.04
low-e 中空玻璃	销售数量	100.82	72.18
	销售均价	119.96	110.72
中空玻璃	销售数量	106.74	74.27
	销售均价	78.45	82.47

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，2022 年，公司建材业务前五大供应商采购金额为 1.42 亿元，占建材业务采购总额的 20.48%；前五名客

户销售收入为 2.29 亿元，占建材业务销售总额的 28.98%，上下游集中度均一般。

5. 商贸

2022 年，公司商贸板块收入同比有所增长。

其中，经营性物业较为稳健，整体变化不大；商品贸易业务收入和毛利率同比均有所增长。

（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，2022 年实现租金 1.92 亿元，同比增长 2.40%。

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；2022 年实现租金 1.61 亿元，同比下降 5.03%。

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；2022 年实现租金 0.26 亿元，同比下降 6.29%。

表 8 2022 年公司现代商贸物流产业和经营性物业经营情况

名称	经营主体	直接和间接持股比例 (%)	可租面积 (平方米)	年租金 (万元)
岳塘国际商贸城	湖南新中弘实业发展有限公司	50.88	600000	19180.24
五江建材家居城	娄底亨瑞特商贸有限公司	100.00	131912	16120.66
涟源五江购物中心	涟源亨瑞特商贸有限公司	100.00	23060	2639.18

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。

2022 年，公司商品贸易业务收入和毛利率

同比均有所增长，主要系受煤炭行业上行，以及薄膜、编制纤维、管材和注塑制品等聚丙烯制成品市场需求增长等因素影响，公司煤炭和聚丙烯类贸易产品收入和毛利率同比均有所提升所致。

表 9 公司商品贸易经营情况

项目	2021 年			2022 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
煤炭	7.64	42.16	7.21	12.00	39.13	7.95
钢材	6.05	33.39	4.70	6.08	19.82	5.46
纯碱	2.54	14.02	6.26	6.53	21.27	6.87
聚丙烯	1.89	10.43	5.49	6.07	19.78	6.68
合计	18.12	100.00	6.06	30.68	100.00	6.98

资料来源：公司提供

6. 新材料

2022 年，随着新疆湘晟钛合金产能完全释放，以及合并范围变化影响，公司新材料业务收入规模增长较快。

公司新材料业务的营运主体主要为子公司湖南康钛尔（2022 年 8 月 30 日公司取得被购买方 95.00%的实际控制权纳入合并范围）、湖南瑞钛新材料科技股份有限公司（以下简称“湖南瑞新材”；截至 2022 年底，公司间接持股 95.00%）和新疆湘晟（截至 2022 年底，公司直接持股 28.00%，间接持股 41.00%）。2022 年，公司实现钛合金及其他相关产品收入 34.07 亿元；实现其他收入 21.92 亿元。

新疆湘晟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%。2022 年，金红石、石油焦和高钛渣采购量和均价同比均有所提升，主要系前期供应链不通畅，物流运输受阻，供应错配所致；镁锭和工业盐采购量和均价同比均有所下降，主要系技术创新导致单位耗材量下降，以及 2021 年市场供应不足，均价提升，2022 年价格回调至合理水平所致。

表10 钛合金产品原材料采购情况

项目	2021 年		2022 年	
	采购量 (吨)	均价 (元/吨)	采购量 (吨)	均价 (元/吨)
金红石	63299	9281	70722	10500
石油焦	25053	4115	29052	5012

镁锭	1769	28655	1761	23580
工业盐	83046	176	72189	167
高钛渣	14918	8009	15260	9540

资料来源：公司提供

公司钛合金项目于 2019 年 4 月正式投产。截至 2022 年底，公司实际拥有 2 万吨海绵钛和钛合金型材加工能力，包括冷轧钛板带（4000 吨）、热轧钛板带（4500 吨）、钛复合板材（2000 吨）、钛合金板材（4700 吨）和钛合金棒（4800）。2022 年，钛（合金）板带产能完全释放，效益逐渐显现，产量和销量同比均有所提升，产能利用率和产销率均维持在较高水平。

新疆湘润新材料科技有限公司目前公司已取得 GB/T19001-2016 ISO9001:2015 质量管理体系认证；AS9100D/EN9100:2018 国际航空、航天及防务组织质量管理体系认证；GJB9001C-2017 武器装备质量管理体系认证；三级保密资格证书及武器装备科研生产许可备

案；武器装备承制资格；PED 2014/68/EU 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，目前正在开展 NORSOK 产品认证（出口用于石油管道、天然气管道）和挪威船级社认证（出口用于船舶）。

产品市场开拓方面，新疆湘晟已经开始向韩国出口钛卷、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。目前公司航空领域直接用户包含中国航空制造技术研究院，间接用户包含航空工业沈阳飞机（工业）集团有限公司、航空工业贵州安大航空锻造等单位。航天领域间接用户包含中国航天三江集团有限公司，舰船领域直接用户包含中国船舶重工集团有限公司第七二五研究所。

表 11 钛合金及其他相关产品产销情况

产品		2021 年					2022 年				
		收入 (万元)	产能 (吨)	产量 (吨)	销量 (吨)	均价 (元/吨)	收入 (万元)	产能 (吨)	产量 (吨)	销量 (吨)	均价 (元/吨)
钛 (合金) 板带	热轧板	60354	3000	7059	6992	86315	53233	4500	6006	5908	90097
	冷轧纯钛板	44923	5000	4652	4492	100008	47620	4000	4666	4464	106678
	钛复合板材	52125	1800	8375	8270	63028	55475	2000	8503	8384	66165
	钛合金板材	79931	3450	3689	3583	223092	97331	4700	4302	4261	228433
	钛合金棒	56260	3000	2500	2436	230912	74766	4800	3193	3164	236332
	小 计	293594	16250	26275	25774	113912	328425	20000	26670	26181	125444
相关副产品		15891	--	50361	50361	3155	12275	--	42179	42179	2910
合 计		309485	16250	76636	76135	--	340700	20000	68849	68360	--

注：钛材产能为纯钛的产能，钛复合板材含钛量 30%，折算后 2021 年钛材产量 20412.5 吨，产能利用率 125.60%；2022 年钛材产量 20717.67 吨，产能利用率 103.59%；2021 年产销率为 99.35%，2022 年产销率为 99.29%

资料来源：公司提供

7. 经营效率

2022 年，公司部分经营效率指标略有提升，整体经营效率尚可。

2022 年，公司销售债权周转次数同比下降 0.20 次至 3.23 次；存货周转次数和总资产周转次数同比分别提升 0.04 次和 0.01 次至 2.57 次和 0.47 次。

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等业务。

公司将坚持以《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；顺应国内旅游文化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 2022 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 2023 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围变化情况看，2022 年，公司合并范围较上年底新增子公司 4 家（新疆华钦

新材料科技有限公司、湖南五江新材料集团有限公司、娄底市鸿霖实业发展有限公司和湖南康钛尔），截至 2022 年底，公司合并范围内子公司共计 27 家。2023 年 1—3 月，公司合并范围无变化，公司财务报告可比性强。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 451.32 亿元，所有者权益 287.25 亿元（含少数股东权益 41.02 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 204.71 亿元，利润总额 31.74 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 465.97 亿元，所有者权益 292.81 亿元（含少数股东权益 41.65 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 56.66 亿元，利润总额 7.28 亿元。

2. 资产质量

截至 2022 年底，公司资产规模较上年底有所增长，资产构成较为均衡；货币资金较为充裕，应收、预付类款项和存货占比较大，对营运资金占用明显，资产受限比例较高，流动性较弱，公司整体资产质量一般。

截至 2022 年底，公司资产总额较上年底有所增长，流动资产与非流动资产均有不同程度增长；资产构成较为均衡。

表 12 公司资产主要构成情况

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	207.29	48.35	223.69	49.56	236.33	50.72
货币资金	39.74	19.17	35.93	16.06	39.66	16.78
应收账款	48.31	23.31	56.17	25.11	57.06	24.14
预付款项	41.65	20.09	48.05	21.48	54.41	23.02
存货	57.72	27.85	65.24	29.17	65.92	27.89
非流动资产	221.44	51.65	227.63	50.44	229.64	49.28
投资性房地产	48.11	21.73	47.54	20.88	47.54	20.70
固定资产（合计）	121.60	54.91	127.76	56.13	125.41	54.61
资产总额	428.73	100.00	451.32	100.00	465.97	100.00

注：各资产科目占比为该科目在对应的流动资产总额或非流动资产总额中的占比

数据来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2022 年底，公司货币资金较上年底略有下降；从构成看，主要为银行存款（占 68.15%）

和其他货币资金（占 31.76%）；货币资金中有 11.41 亿元受限资金，主要为各类保证金。

截至 2022 年底，公司应收账款较上年底有所增长；从账龄看，应收账款账龄以 1 年以内为主（占 87.32%），累计计提坏账 0.78 亿元，计提比例 1.36%；应收账款前五大欠款方合计金额为 3.55 亿元，占应收账款总额的 6.24%，集中度低；应收账款计提坏账准备 0.78 亿元，计提比例为 1.36%，计提比例低。

截至 2022 年底，公司预付款项较上年底有所增长，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 80.38%，1~2 年占 13.79%，2~3 年的占 3.43%，3 年及以上的占 2.40%；从集中度来看，按预付对象归集的期末余额前五名合计 4.01 亿元，占预付款项总额的 8.33%。

截至 2022 年底，公司存货较上年底有所增长，主要系公司备货原材料和库存商品增长所致；构成主要为原材料（占 38.95%）和库存商品（占 48.71%），未计提跌价准备。

截至 2022 年底，公司投资性房地产较上年底略有下降，从构成看，全部为房屋、建筑物；公司投资性房地产主要由涟源五江购物中心、五江建材家居城和岳塘国际商贸城构成。

截至 2022 年底，公司固定资产（合计）较上年底有所增长；从构成看，主要由房屋及建筑物（占 29.01%）和机器设备（占 69.00%）所构成；累计计提折旧 56.64 亿元；固定资产成新率 70.62%，成新率较高。

截至 2023 年 3 月底，公司所有权或使用权受到限制的资产共计 158.20 亿元，占资产总额的 33.95%，受限比例较高。

表 13 截至 2023 年 3 月底公司受限资产情况

项目	账面价值 (亿元)	占总资产比重 (%)	受限原因
货币资金	10.78	2.31	保证金

表 14 公司负债主要构成情况

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	108.26	65.18	95.71	58.33	102.18	59.01
短期借款	51.26	47.35	48.53	50.71	48.71	47.67
应付票据	26.35	24.34	30.77	32.15	31.03	30.37

存货	1.14	0.25	借款抵押物
固定资产-房屋建筑物	36.21	7.77	借款抵押物
固定资产-机器设备	52.04	11.17	借款抵押物
无形资产	2.91	0.62	借款抵押物
投资性房地产	47.54	10.20	借款抵押物
其他非流动资产	7.58	1.63	借款抵押物
合计	158.20	33.95	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2022 年底，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，权益结构稳定性弱。

截至 2022 年底，公司所有者权益 287.25 亿元，较上年底增长 9.37%，主要系利润积累所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 85.72%，少数股东权益占比为 14.28%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 6.96%、0.52%、2.00% 和 74.67%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性弱。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益 292.81 亿元，较上年底增长 1.94%，较上年底变化不大。

(2) 负债

截至 2022 年底，公司负债和有息债务较上年底变化不大；截至 2023 年 3 月底，公司负债规模较上年底有所增长，结构以流动负债为主；有息债务规模处于合理水平，但有一定短期偿债压力。

截至 2022 年底，公司负债总额较上年底变化不大；公司负债以流动负债为主。

一年内到期的非流动负债	12.80	11.82	9.52	9.95	16.48	16.13
非流动负债	57.84	34.82	68.36	41.67	70.98	40.99
长期借款	45.06	77.90	55.38	81.01	58.45	82.35
应付债券	10.00	17.29	10.00	14.63	10.00	14.09
负债总额	166.09	100.00	164.07	100.00	173.16	100.00

注：各负债科目占比为该科目在对应的流动负债总额或非流动负债总额中的占比

数据来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2022 年底，公司短期借款较上年底有所下降，主要系公司偿还借款所致；构成为抵押借款（占 67.07%）和保证借款（占 32.93%）。

截至 2022 年底，公司应付票据较上年底有所增长；构成全部为银行承兑汇票。

截至 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底有所下降，主要系一年内到期的长期借款下降所致；构成为一年内到期的长期借款（占 77.76%）和一年内到期的长期应付款（占 22.24%）。

截至 2022 年底，公司长期借款较上年底有所增长，主要系营运资金需求增加，借款增长所致；构成为抵押借款（占 87.26%）和保证借款（占 12.74%）。

截至 2022 年底，公司应付债券 10.00 亿元，构成为“21 五江轻化 MTN001”。

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额 173.16 亿元，较上年底增长 5.54%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。其中，流动负债占 59.01%，非流动负债占 40.99%，负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，截至 2022 年底，公司全部债务 157.19 亿元，较上年底下降 0.62%，较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务占 56.51%，长期债务占 43.49%，结构相对均衡，其中，短期债务 88.82 亿元，较上年底下降 11.54%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债下降所致；长期债务 68.36 亿元，较上年底增长 18.37%，主要系长期借款增长所致。从债务指标来看，截至 2022 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 36.35%、35.37%和 19.22%，较上

年底分别下降 2.39 个百分点、2.22 个百分点和提高 1.20 个百分点。

截至 2023 年 3 月底，公司全部债务 164.67 亿元，较上年底增长 4.76%，主要系短期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占 58.43%，长期债务占 41.57%，结构相对均衡，其中，短期债务 96.22 亿元，较上年底增长 8.32%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致；长期债务 68.45 亿元，较上年底增长 0.13%，较上年底变化不大。从债务指标来看，截至 2023 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 37.16%、35.99%和 18.95%，较上年底分别提高 0.81 个百分点、0.63 个百分点和下降 0.28 个百分点。整体看，公司债务规模处于合理水平，但有一定短期偿债压力。

表 15 截至 2023 年 3 月底公司有息债务期限分布情况

项目	2023 年 4—12 月	2024 年	2025 年	2026 年 及以后	合计
金额 (亿元)	80.84	32.83	8.72	43.61	166.00
占比(%)	48.70	19.78	5.25	26.27	100.00

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业总收入和利润总额同比均有所增长，期间费用控制能力较上年有所提升，非经常性损益对利润总额有一定补充。

公司营业总收入与利润总额分析详见“八、经营分析”。

期间费用方面，2022 年，公司费用总额同比有所下降。其中，销售费用同比下降 13.53%，主要系“业务经费”“业务招待费”和“广告费”下降所致；管理费用同比下降 4.78%，主要系“办公费”和“差旅费”下降所致；研发

费用同比下降 22.42%，主要系“材料耗用”下降所致；财务费用同比下降 9.10%，主要系利息下降所致。2022 年，公司期间费用率为 7.82%，同比下降 1.58 个百分点。

非经常性损益方面。2022 年，公司其他收益同比增长 134.50%至 0.48 亿元，主要系政府补助和各项补贴增长所致；投资收益同比下降 49.67%至 2.40 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益和处置长期股权投资产生的投资收益下降所致。

从盈利指标看，2022 年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率同比均有所下降。

表 16 公司盈利能力变化情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
营业总收入（亿元）	189.79	204.71	56.66
营业成本（亿元）	144.90	158.08	45.36
期间费用（亿元）	17.85	16.01	3.93
其中：销售费用（亿元）	4.64	4.01	1.09
管理费用（亿元）	3.98	3.79	1.01
研发费用（亿元）	1.32	1.02	0.19
财务费用（亿元）	7.91	7.19	1.64
投资收益（亿元）	4.77	2.40	0.05
利润总额（亿元）	30.70	31.74	7.28
营业利润率（%）	23.13	22.33	19.61
总资产收益率（%）	7.66	7.22	--
净资产收益率（%）	9.35	8.57	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 56.66 亿元，同比增长 24.08%；实现利润总额 7.28 亿元，同比增长 13.29%。

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，存在一定融资需求。

表 17 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	219.56	235.19	58.87
经营活动现金流出小计	198.33	213.27	50.86
经营现金流量净额	21.23	21.92	8.01
投资活动现金流入小计	6.20	9.31	0.00

投资活动现金流出小计	15.08	22.28	11.12
投资活动现金流量净额	-8.88	-12.97	-11.12
筹资活动前现金流量净额	12.35	8.95	-3.11
筹资活动现金流入小计	69.20	68.87	17.16
筹资活动现金流出小计	77.61	82.80	9.69
筹资活动现金流量净额	-8.41	-13.94	7.47
现金收入比（%）	108.39	108.88	103.78

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2022 年，公司经营活动现金流入和流出同比均有所增长，经营活动现金净流入同比亦有所增长。2022 年，公司现金收入比同比略有提升，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2022 年，公司投资活动现金流入同比有所增长，主要系收回投资收到的现金和处置子公司及收到其他于投资活动有关的现金增长所致；投资活动现金流出同比有所增长，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增长所致。综上，2022 年，公司投资活动现金净流出规模有所增长。

2022 年，公司筹资活动前现金流量净流入额同比有所下降。

从筹资活动来看，2022 年，公司筹资活动现金流入同比略有下降，主要系收到其他与筹资活动有关的现金（2021 年为融资租赁款 5.00 亿元和“21 五江轻化 MTN001”发行款项 10.00 亿元）下降所致；筹资活动现金流出同比有所增长，主要系偿还债务支付的现金增长所致。综上，2022 年，公司筹资活动现金流量净流出额同比有所增长。

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入 8.01 亿元；投资活动现金净流出 11.12 亿元；筹资活动现金净流入 7.47 亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司偿债指标表现较好，整体偿债能力较强；间接融资渠道畅通。

表 18 公司偿债能力指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
短期偿债	流动比率（%）	191.48	233.72	231.29
	速动比率（%）	138.16	165.55	166.78

能力	经营现金/流动负债 (%)	19.61	22.90	--
	经营现金/短期债务 (倍)	0.21	0.25	--
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.50	0.54	0.55
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	47.70	50.03	--
	全部债务/EBITDA	3.32	3.14	--
	经营现金/全部债务 (倍)	0.13	0.14	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	6.24	6.69	--
	经营现金/利息支出 (倍)	2.78	2.93	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同；“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2022 年，公司流动资产对流动负债的覆盖能力较强；经营性净现金流对流动负债的保障能力较强；现金类资

产和经营性净现金流对短期债务的保障能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2022 年，公司 EBITDA 和经营性净现金流对利息支出的覆盖能力较强；经营性净现金流对全部债务的覆盖能力弱。

截至 2023 年 3 月底，公司共获授信额度 246.06 亿元，其中未使用授信额度 105.11 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2023 年 3 月底，公司无重大未决诉讼事项。

截至 2023 年 3 月底，公司对外担保余额 13658.00 万元，被担保企业相对分散，担保风险处于可控范围。

表 19 截至 2023 年 3 月底公司对外担保情况

被担保公司	担保方式	担保期限	担保余额 (万元)	是否反担保
湖南通鸿工贸有限公司	保证	2022/10/27-2023/10/27	2000.00	是
湖南通鸿工贸有限公司	保证	2022/10/30-2023/04/30	4000.00	是
湖南省方源建筑工程有限公司	保证	2022/06/21-2024/06/21	5000.00	是
湖南三星合金工业有限公司	保证	2022/07/28-2023/07/27	648.00	是
娄底市鸿盛洗涤有限公司	保证	2023/03/07-2023/09/07	390.00	是
涟源市京华机械锻造有限公司	保证	2022/04/28-2023/04/26	810.00	是
涟源市鑫泰农业科技发展有限公司	保证	2022/04/28-2023/04/26	810.00	是
合计	--	--	13658.00	--

资料来源：公司提供

7. 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，所有者权益稳定性弱；债务负担一般，但有一定短期偿付压力。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较高。跟踪期内，公司本部经营活动现金流较为稳定，筹资活动现金流呈净流出态势，考虑到短期债务规模较大，存在一定融资需求。

截至 2022 年底，公司本部资产总额 91.15 亿元，较上年底下降 4.10%。其中，流动资产 13.11 亿元（占 14.38%），非流动资产 78.03 亿元（占 85.62%）。从构成看，流动资产主要

由货币资金（占 17.90%）、应收票据（占 7.63%）、应收账款（占 16.00%）、预付款项（占 25.89%）、其他应收款（合计）（占 21.74%）和存货（占 10.85%）构成；非流动资产主要由长期应收款（占 18.59%）、长期股权投资（占 63.01%）、固定资产（合计）（占 6.11%）和其他非流动资产（占 7.81%）构成。截至 2022 年底，公司本部货币资金为 2.35 亿元。

截至 2022 年底，公司本部负债总额 18.64 亿元，较上年底下降 31.77%。其中，流动负债 6.52 亿元（占 34.98%），非流动负债 12.12 亿元（占 65.02%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 73.32%）、应付票据（占 9.20%）、

其他应付款（合计）（占 7.24%）和一年内到期的非流动负债（占 5.68%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 17.49%）和应付债券（占 82.51%）构成。公司本部 2022 年底资产负债率为 20.45%，较上年底下降 8.29 个百分点。截至 2022 年底，公司本部全部债务 17.87 亿元。其中，短期债务占 32.18%、长期债务占 67.82%。截至 2022 年底，公司本部全部债务资本化比率 19.77%，公司本部债务负担一般。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 72.51 亿元，较上年底增长 7.06%。在所有者权益中，实收资本为 20.00 亿元（占 27.58%）、资本公积合计 1.33 亿元（占 1.84%）、未分配利润合计 46.66 亿元（占 64.35%）、盈余公积合计 4.52 亿元（占 6.23%）。所有者权益稳定性弱。

2022 年，公司本部营业总收入为 30.36 亿元，利润总额为 6.00 亿元。同期，公司本部投资收益为 3.35 亿元。

现金流方面，2022 年，公司本部经营活动现金流净额为 4.89 亿元，投资活动现金流净额 2.34 亿元，筹资活动现金流净额-10.56 亿元。

截至 2022 年底，公司本部资产占合并口径的 20.20%；公司本部负债占合并口径的 11.36%；公司本部全部债务占合并口径的 11.37%；公司本部所有者权益占合并口径的 25.24%。2022 年，公司本部营业总收入占合并口径的 14.83%；公司本部利润总额占合并口径的 18.89%。

十、债券偿还能力分析

公司现金类资产、经营活动现金流和 EBITDA 对存续债券的偿付能力强。

截至 2022 年底，公司本部存续债券余额共 10.00 亿元。公司现金类资产 47.63 亿元，为公司存续债券待偿还本金的 4.76 倍。2022 年，公司经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 分别为 235.19 亿元、21.92 亿元和 50.03 亿元，分别为公司本部存续债券待偿还余额的 23.52 倍、2.19 倍和 5.00 倍。公司对存续

债券偿付能力强。

表 20 截至 2022 年底公司存续债券偿还能力指标

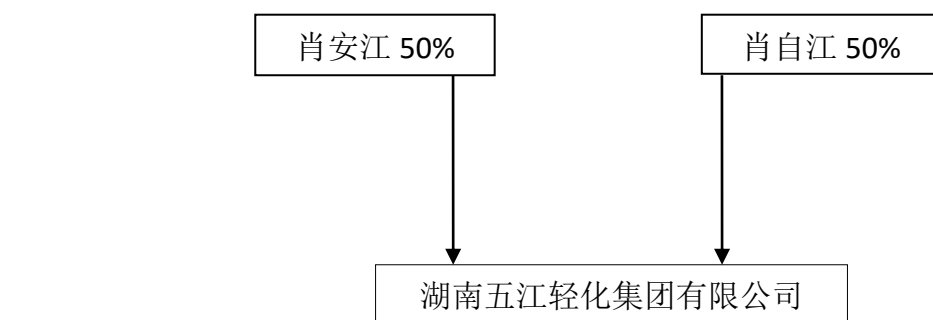
项目	2022 年
待偿债券余额（亿元）	10.00
现金类资产/待偿债券余额（倍）	4.76
经营活动现金流入量/待偿债券余额（倍）	23.52
经营活动现金流量净额/待偿债券余额（倍）	2.19
EBITDA/待偿债券余额（倍）	5.00

资料来源：联合资信整理

十一、结论

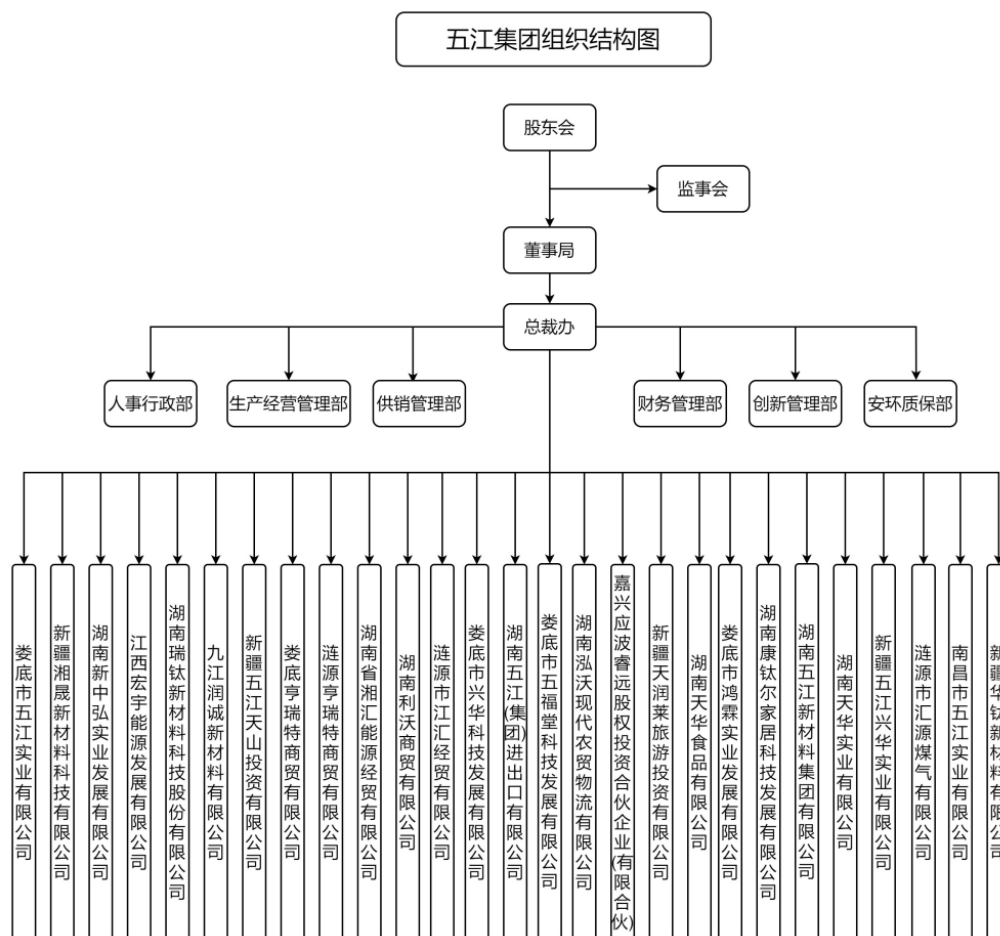
基于对公司经营风险和财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“21 五江轻化 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底湖南五江轻化集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底湖南五江轻化集团有限公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底湖南五江轻化集团有限公司一级子公司情况

序号	企业名称	级次	经营地	业务性质	持股比例（%）		取得方式
					直接	间接	
1	娄底市五江实业有限公司	一级	湖南涟源	生产、销售保温瓶及搪瓷制品	100.00	--	设立
2	新疆湘晟新材料科技有限公司	一级	新疆哈密	生产、销售保温瓶及玻璃制品	20.00	41.00	设立
3	宏宇能源能源发展有限公司	一级	江西樟树	玻璃及焦化产品的生产和销售	80.00	20.00	设立
4	湖南省湘汇能源经贸有限公司	一级	湖南天心	商贸	99.00	--	设立
5	湖南五江（集团）进出口有限公司	一级	娄底经开	进出口贸易	100.00	--	设立
6	九江润诚新材料有限公司	一级	江西彭泽	玻璃纤维生产销售	100.00	--	设立
7	娄底市兴华科技发展有限公司	一级	湖南娄星区	日化产品、钢材销售	100.00	--	设立
8	娄底市五福堂科技发展有限公司	一级	湖南娄底	投资管理	100.00	--	设立
9	嘉兴应波睿远股权投资合伙企业（有限合伙）	一级	嘉兴南湖	股权投资	88.89	--	设立
10	湖南五江新材料集团有限公司	一级	湖南长沙	新材料及相关技术生产、研发	80.00	--	设立
11	湖南康钦尔家居科技发展有限公司	一级	湖南娄底	家居制品等研发、生产、销售	95.00	--	非同一控制下的企业合并

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	48.93	50.37	47.63	52.70
资产总额（亿元）	393.12	428.73	451.32	465.97
所有者权益（亿元）	226.77	262.64	287.25	292.81
短期债务（亿元）	90.78	100.41	88.82	96.22
长期债务（亿元）	68.89	57.75	68.36	68.45
全部债务（亿元）	159.67	158.16	157.19	164.67
营业总收入（亿元）	166.39	189.79	204.71	56.66
利润总额（亿元）	24.48	30.70	31.74	7.28
EBITDA（亿元）	39.27	47.70	50.03	--
经营性净现金流（亿元）	20.37	21.23	21.92	8.01
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.37	3.43	3.23	--
存货周转次数（次）	2.43	2.53	2.57	--
总资产周转次数（次）	0.44	0.46	0.47	--
现金收入比（%）	107.72	108.39	108.88	103.78
营业利润率（%）	21.26	23.13	22.33	19.61
总资本收益率（%）	6.84	7.66	7.22	--
净资产收益率（%）	8.56	9.35	8.57	--
长期债务资本化比率（%）	23.30	18.03	19.22	18.95
全部债务资本化比率（%）	41.32	37.59	35.37	35.99
资产负债率（%）	42.32	38.74	36.35	37.16
流动比率（%）	198.81	191.48	233.72	231.29
速动比率（%）	140.18	138.16	165.55	166.78
经营现金流动负债比（%）	20.96	19.61	22.90	--
现金短期债务比（倍）	0.54	0.50	0.54	0.55
EBITDA 利息倍数（倍）	5.60	6.24	6.69	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.07	3.32	3.14	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别说明均为合并口径；3. 2023 年一季度数据未经审计，相关财务指标未年化；4. 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；5. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据财务报告及公司提供资料整理计算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	7.76	6.92	3.35	3.61
资产总额（亿元）	93.60	95.04	91.15	92.02
所有者权益（亿元）	63.07	67.72	72.51	72.88
短期债务（亿元）	19.68	15.88	5.75	7.47
长期债务（亿元）	10.00	10.55	12.12	10.74
全部债务（亿元）	29.68	26.43	17.87	18.20
营业总收入（亿元）	27.37	29.68	30.36	6.50
利润总额（亿元）	5.03	5.20	6.00	0.48
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	2.47	2.29	4.89	0.06
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.70	9.50	9.37	--
存货周转次数（次）	19.37	18.17	17.15	--
总资产周转次数（次）	0.29	0.31	0.33	--
现金收入比（%）	112.59	111.26	113.99	105.87
营业利润率（%）	15.23	15.25	16.12	14.23
总资本收益率（%）	4.97	4.94	5.29	--
净资产收益率（%）	7.31	6.87	6.60	--
长期债务资本化比率（%）	13.69	13.48	14.32	12.84
全部债务资本化比率（%）	32.00	28.07	19.77	19.98
资产负债率（%）	32.61	28.74	20.45	20.80
流动比率（%）	95.76	118.46	201.09	166.79
速动比率（%）	89.81	109.30	179.28	147.00
经营现金流动负债比（%）	12.05	13.68	74.94	--
现金短期债务比（倍）	0.39	0.44	0.58	0.48
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 2023 年一季度数据未经审计，相关财务指标未年化；4. 已将其他流动负债中的计息债务调整进入全部债务；5. “--”表示指标不适用；

资料来源：联合资信根据财务报告及公司提供资料整理计算

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	(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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(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	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 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%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据

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 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

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 + 使用权资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

期间费用率 = 费用总额 / 营业总收入

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持