

# 信用评级公告

联合〔2020〕5196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及其拟发行的 2021 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定湖南五江轻化集团有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，湖南五江轻化集团有限公司 2021 年度第一期中期票据信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十二月二十五日



## 湖南五江轻化集团有限公司

### 2021 年度第一期中期票据信用评级报告

#### 评级结果：

主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

本期中期票据信用等级：AA<sup>+</sup>

评级展望：稳定

#### 债项概况：

本期中期票据发行规模：10 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2020 年 12 月 25 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 <sup>+</sup> | 评级结果  |         | AA <sup>+</sup> |
|---------|-----------------|-------|---------|-----------------|
| 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

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对湖南五江轻化集团有限公司（以下简称“公司”）的评级，反映了其作为以轻化工产业为主，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，在高新技术研发与应用、制造能力和多元化产业布局等方面具备的综合优势。近年来，公司积极推进产业调整，主业经营平稳，盈利能力强，经营性现金流保持大额净流入；随着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；受推进钛合金项目建设及运营影响，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以及所有者权益稳定性较弱等因素对公司信用基本面造成的不利影响。

公司经营活动现金流净额和 EBITDA 对本期中期票据保障程度高。

未来，随着公司新疆钛合金项目产能释放，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。联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，违约风险很低。

#### 优势

1. 保温瓶业务行业地位领先。公司是中国大型保温瓶制品生产企业，下辖湖南、江西、新疆等三个生产基地，拥有年设计产能 1.52 亿只，占据全国 20%~30% 的市场份额。

分析师：杨涵 闫力 闫旭

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. 随着新疆湘晟钛合金项目投产及产能利用率提升，公司新材料板块收入规模快速增长。目前，公司钛合金项目实际拥有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）。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；2020前三季度，钛合金项目实现销售收入17.26亿元，为公司新的收入增长点。截至2020年10月底，公司在手订单18.80亿元。

3. 公司经营性物业区域优势明显，带来稳定租金收入。公司持有的以岳塘国际商贸城为代表的经营性物业基础设施配套齐全，出租率高，盈利能力稳定。2019年，公司经营性物业年租金收入10.35亿元。

4. 公司经营活动获现能力良好，经营活动现金流净额和EBITDA对本期中期票据保障程度高。

#### 关注

1. 受市场竞争环境日趋激烈及退出家电业务影响，公司轻化产品消费板块收入持续下滑。作为传统优势产业，近年来公司轻化产品板块收入有所波动，消费品业务收入持续下滑。近三年，公司消费品业务收入逐年小幅下滑态势。

2. 近年来，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。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，推高短期债务，存在一定短期偿债压力。若未来钛合金项目市场需求发生变化，产能未能有效释放，或将对公司经营产生不利影响。

3. 融资渠道有待扩宽。截至2020年9月底，公司受限资产规模149.36亿元，且控股股东所持全部公司股权因钛合金项目质押受限；公司未使用银行授信额度小，间接融资渠道有待拓宽。

4. 公司所有者权益结构中未分配利润占比很高，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 9 月 |
| 现金类资产(亿元)      | 34.80  | 32.74  | 31.17  | 39.13      |
| 资产总额(亿元)       | 308.55 | 339.37 | 369.18 | 394.46     |
| 所有者权益(亿元)      | 171.23 | 192.00 | 212.30 | 224.44     |
| 短期债务(亿元)       | 73.76  | 81.92  | 75.24  | 87.57      |
| 长期债务(亿元)       | 56.21  | 57.61  | 72.53  | 75.33      |
| 全部债务(亿元)       | 129.97 | 139.53 | 147.77 | 162.90     |
| 营业收入(亿元)       | 176.08 | 177.14 | 179.75 | 118.74     |
| 利润总额(亿元)       | 30.07  | 30.21  | 31.68  | 14.81      |
| EBITDA(亿元)     | 39.18  | 40.03  | 44.55  | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | 15.88  | 24.25  | 27.74  | 4.68       |
| 营业利润率(%)       | 22.10  | 24.01  | 25.07  | 20.42      |
| 净资产收益率(%)      | 13.44  | 12.02  | 11.39  | --         |
| 资产负债率(%)       | 44.51  | 43.43  | 42.50  | 43.10      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 43.15  | 42.09  | 41.04  | 42.06      |
| 流动比率(%)        | 217.89 | 198.11 | 206.24 | 208.65     |
| 经营现金流动负债比(%)   | 19.57  | 27.02  | 32.99  | --         |
| 现金短期债务比(倍)     | 0.47   | 0.40   | 0.41   | 0.45       |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 6.52   | 5.42   | 7.34   | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 3.32   | 3.49   | 3.32   | --         |

公司本部(母公司)

| 项 目          | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 9 月 |
|--------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额(亿元)     | 80.00  | 86.11  | 95.21  | 95.60      |
| 所有者权益(亿元)    | 48.87  | 55.11  | 63.40  | 64.64      |
| 全部债务(亿元)     | 30.67  | 30.15  | 30.55  | 29.68      |
| 营业收入(亿元)     | 25.10  | 25.29  | 29.66  | 19.53      |
| 利润总额(亿元)     | 2.47   | 6.70   | 9.04   | 1.49       |
| 资产负债率(%)     | 38.91  | 36.00  | 33.41  | 32.39      |
| 全部债务资本化比率(%) | 38.56  | 35.36  | 32.52  | 31.47      |
| 流动比率(%)      | 86.06  | 91.88  | 103.54 | 107.16     |
| 经营现金流动负债比(%) | 8.19   | 7.30   | 10.55  | --         |

注: 1.公司 2020 年 1-9 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.合并口径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

主体评级历史:

| 信用等级            | 评级展望 | 评级时间      | 项目小组       | 评级方法/模型                                                  | 评级报告                 |
|-----------------|------|-----------|------------|----------------------------------------------------------|----------------------|
| AA <sup>+</sup> | 稳定   | 2020/9/27 | 闫力 杨涵      | 一般工商企业信用评级方法(V3.0.201907)<br>一般工商企业主体信用评级模型(V3.0.201907) | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA <sup>+</sup> | 稳定   | 2019/9/2  | 杨涵 闫力 闫旭   | 一般工商企业信用评级方法(2019 年)<br>一般工商企业主体信用评级模型(2019 年)           | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA <sup>+</sup> | 稳定   | 2017/5/23 | 魏铭江 杨涵 刘丙江 | 制造业企业信用分析要点(2014 年)<br>制造业企业信用评级模型(2014 年)               | <a href="#">阅读全文</a> |

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

## 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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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 年度第一期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

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 20.00 亿元。截至 2020 年 9 月底，公司注册资本 20.00 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。

公司目前形成了以轻化工产业为主，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。

截至 2020 年 9 月底，公司设财务管理部、人事行政部、生产经营管理部、创新管理部、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 9 月底，公司（合并）资产总额为 394.46 亿元，所有者权益合计为 224.44 亿元（含少数股东权益 30.14 亿元）。2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 118.74 亿元，利润总额 14.81 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。

### 二、本期中期票据概况

公司拟申请注册总金额为 10 亿元的中期票据，本期计划发行 2021 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），拟发行额度 10 亿元，发行期限为 3 年。偿还方式为按年付息，到期一次还本。公司发行本期中期票据所募集资金将全部用于偿还有息债务。

本期中期票据无担保。

### 三、宏观经济和政策环境分析

#### 1. 宏观经济运行

2020 年三季度，中国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。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较多不确定因素。

**经济保持逐季复苏势头。**由于中国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9% 和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017-2020 年前三季度中国主要经济数据

| 项目                | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年前三季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|
| GDP (万亿元)         | 83.2   | 91.9   | 99.1   | 72.3       |
| GDP 增速 (%)        | 6.9    | 6.7    | 6.1    | 0.7        |
| 规模以上工业增加值增速 (%)   | 6.6    | 6.2    | 5.7    | 1.2        |
| 固定资产投资增速 (%)      | 7.2    | 5.9    | 5.4    | 0.8        |
| 社会消费品零售总额增速 (%)   | 10.2   | 9.0    | 8.0    | -7.2       |
| 出口增速 (%)          | 10.8   | 7.1    | 5.0    | 1.8        |
| 进口增速 (%)          | 18.7   | 12.9   | 1.6    | -0.6       |
| CPI 增幅 (%)        | 1.6    | 2.1    | 2.9    | 3.3        |
| PPI 增幅 (%)        | 6.3    | 3.5    | -0.3   | -2.0       |
| 城镇失业率 (%)         | 3.9    | 4.9    | 5.2    | 5.4        |
| 城镇居民人均可支配收入增速 (%) | 6.5    | 5.6    | 5.0    | -0.3       |
| 公共财政收入增速 (%)      | 7.4    | 6.2    | 3.8    | -6.4       |
| 公共财政支出增速 (%)      | 7.7    | 8.7    | 8.1    | -1.9       |

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. 增速及增幅均为累计同比增长数，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；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

**经济结构改善，消费贡献提升。**2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35% 回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53% 上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01% 下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

**消费持续改善，季度增速由负转正。**2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1% 和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）

显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020 年前三季度中国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，中国出口增速分别为 -13.4%、0.1% 和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

**复工水平不断提升，工业生产逐季回升。**截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2% 的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8% 的降幅大幅收窄。

**CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。**2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较

多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

#### 社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。

2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，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，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

#### 财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

**就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。**2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，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，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

## 2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

**积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。**2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其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。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，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

**货币政策回归，融资成本有所回升。**2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，

有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21% 和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11% 和 4.04%）均明显回升。

### 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。**2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前中国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，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。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社融规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度中国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

**投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。**2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

**消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。**冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

**进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。**一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑中国出口增速；另一方面，全球经济逐步

恢复，海外需求上升支撑中国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

#### 四、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

近三年，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

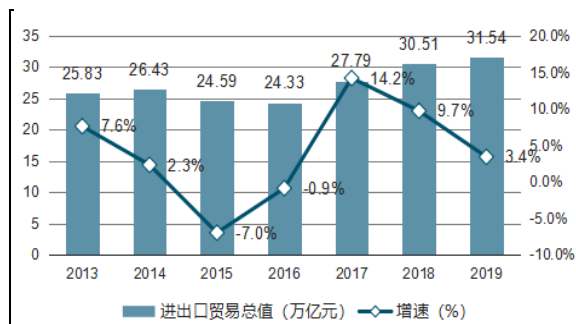
近年来，世界经济增速放缓，不稳定不确定因素增多，国内外风险挑战明显上升，国内相继出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，有效降低了企业负担，虽中美贸易摩擦余温未消，但在国内完善的工业门类和制造业体系的支撑和一带一路政策的推进下，2019 年全年外贸进出口仍保持稳定增长。2020 年初新冠疫情爆发以来国内外需求短期承压，考虑到政府采取的一系列稳定外贸发展的措施，预计 2020 年中国外贸有望保持总体平稳。

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

求逐步恢复，2020 年前三季度，中国货物贸易进出口总值 23.12 万亿元人民币，比去年同期增长 0.70%。其中，出口 12.71 万亿元，增长 1.80%；进口 10.41 万亿元，下降 0.6%；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。

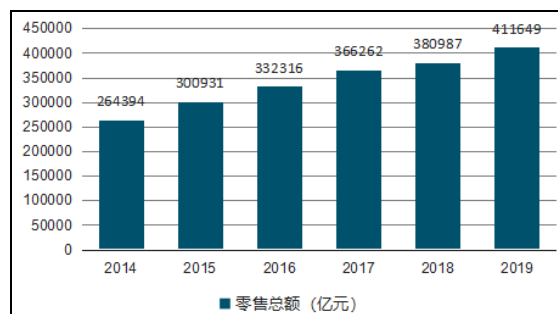
同时，各地各部门采取了一系列稳定外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链产业链，全年来看，中国外贸有望保持总体平稳。

## (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。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2020 年 9 月底,公司注册资本 20.00 亿元,实收资本 20.00 亿元,公司最终控股股东和实际控制人为自然人肖安江。

2015 年 10 月 21 日,肖自江先生和肖安江先生将所持有的公司合计 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 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

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多元化的大型民营企业集团。公司在其主要经营领域保持较强实力,保温瓶业务市场份额领先;2019年以来,随着新疆湘晟项目投产,公司新材料业务收入规模快速提升,在手订单充裕;经营性物业区域优势明显、租金稳定。

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。截至 2019 年底,全资子公司娄底市五江实业有限公司(以下简称“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。2019年以来，随着新疆湘晟项目建成投产，公司新材料业务收入规模快速提升，在手订单充足。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9月底，公司在手订单18.80亿元。

### 3. 人员素质

**公司高管人员具有多年与公司主营业务所处行业相关生产管理经验；公司员工素质符合生产型企业的特点，能够满足当前生产经营的需要。**

公司董事局主席肖安江先生，男，汉族，出生于1963年，大学本科学历，1996年至2000年9月，任涟源市宏宇搪铝工业有限公司总经理；2000年10月至2011年9月，任公司总裁；2011年9月至2013年4月，任公司董事局主席兼总裁，2013年5月至今，任公司董事局主席。

公司总裁肖志军先生，出生于1976年，大学本科学历，中国人民大学EMBA研究生（在读），2000年8月加入公司，先后担任营销执行董事，集团副总裁，董事局副局长、总裁等职。现任公司董事局副局长、总裁。

截至到2020年9月底，公司在职员工合计13952人，从学历来看，大学本科及以上人员占15.93%，大专人员占24.52%，中专及中专以下人员占59.55%。从年龄看，30岁及以下人员占26.39%，31~50岁人员占67.95%，51岁及以上人员占5.66%。

### 4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91431382617119209XT），截至2020年11月20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（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）过往债务履约情况良好。

## 六、管理分析

**公司建立了较为完善的治理结构和良好的管理机制，能够满足公司的日常经营管理需要。**

### 1. 法人治理结构

公司根据《公司章程》和现代企业管理制度等有关法律、法规的规定，形成了股东会、董事局、监事会、总裁办暨“三会一班子”的法人治理体系。

股东会是公司最高权力机构，由肖自江、肖安江两名自然人股东组成，按照股东会议事规则，负责选举、罢免董事局和监事会成员，批准修改公司章程、财务预决算方案和决定公司经营方针、投资计划，批准公司利润分配方案，决定企业的合并和解散等（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决定）。股东会分为定期股东会和临时股东会，定期股东会每半年召开一次。

董事局是公司的决策机构，成员根据股东提名，由股东会选举产生，董事局对股东会负责，按照“董事局工作制度”，认真执行股东会的决议，制订企业经营目标、重大方针和管理原则，提出盈利分配方案，任免总裁办人员并决定其报酬，决定大额资金使用，并定期或就重大事项及时向股东会报备。目前公司董事局成员共计8人，其中董事局主席1人、荣誉主席1人，副主席3人、其他董事3人。董事任期每届3年，任期届满，可连选连任。董事局主席由董事局选举产生，对董事局负责。

监事会是公司的监督机构，成员根据股东提名，由股东会选举产生，对股东会负责。目前公司监事会成员共5人，其中监事会主席1

人，监事 4 人。

总裁办是公司的决策执行机构，公司设总经理（总裁）1 人，由董事局聘任或解聘，主持公司经营管理工作，对董事局负责；公司设副总经理（副总裁）7 人，财务总监 1 人。总裁办成员由董事局任免，对董事局负责，执行董事局决议，定期召开总裁办公会议，依据公司章程和总裁办工作制度主持公司生产经营管理工作，组织实施董事局的决定、拟订公司内部管理机构设置方案、拟订公司的基本管理制度并组织实施公司年度经营计划和投资方案等；并向董事局报告工作，接受监事会的监督。

## 2. 管理水平

公司设财务管理部、人事行政部、生产经营管理部、安环质管部、创新发展部和供销管理部等职能部门。公司按照现代企业管理体制和《公司法》及《公司章程》，对各子公司实施战略财务型管控模式，建立了完善的法人治理结构和合理的经营管理体系，建立和完善了经营管理各层级和各部门组织体系，明确了各部门的职责权限。

重大决策管理方面，公司根据《公司法》和《公司章程》等有关法律、法规的规定，制定了《重大决策管理制度》，对公司内外投资、对外融资、收购和出售资产、资产抵押、对外担保、委托理财、关联交易、财产清查和处理等决策管理的程序、权限、责任进行了明确的规定，保证了决策的科学性。

财务管理方面，公司从资金管理、成本管理、费用管理、委派会计人员工作考核办法等方面制定了较详细的财务管理制度体系，规范了公司和下属公司的财务管理。其中资金管理制度规定银行账户由公司统一管理，公司总裁和财务总监负责对公司本部及各子公司的银行账户开立、变更和注销进行审批，公司总裁拥有最终审批权。子公司之间、子公司和外部企业之间不得相互调剂资金。在现金管理方面，严格了库存现金和收支的制度，明确了各级限

额和审批权限。在成本管理方面，公司实行成本管理责任制。在费用管理方面，明确规定了费用管理的范围、内容、开支标准和管理权限、保障审批程序和方法、监督与约束等。

投资管理制度方面，为规范公司及其控股子公司的投资活动，明确投资权限、程序和管理职责，建立有效的投资风险约束机制，不断提高公司整体经济效益，公司根据有关法律法规及规定，结合公司业务实际，制定《投资管理制度》，对本部及控股子公司投资行为从论证、决策、实施到投资效果评价全过程进行管理。公司规定各子公司新建、技改和对外投资项目，必须先报创新发展部调研论证，后报集团分管领导审查，再报总裁、董事局主席审批后方可实施。

产品质量管理方面，为了加强对公司产品质量的监督管理，提高公司质量管理水平，增强企业竞争能力和自我发展能力，公司设立了各级质量管理机构并配备了专职的质量管理人员，为公司质量管理提供组织保障。公司根据国家有关法律法规及标准要求并结合公司实际，制定了《质量管理制度》。制度明确规定各子公司应严格按质量管理体系要求实行全员、全过程质量管理，同时从质量目标的制定和实施、质量责任、过程控制、关键工序控制、不合格品控制、持续改进、质量事故处置等方面做了全面而又具体的规定，公司各级职能部门通过对产品质量实行全过程监管和控制，确保公司质量目标实现。

环保管理制度方面，公司严格按照《中华人民共和国环境保护法》开展生产经营，并结合下属各子公司所属行业特点制定了《环保管理制度》，对公司节能减排、环境保护等方面进行管理。各子公司建立、健全了环境保护责任制，明确总经理、生产副总经理、部门负责人、车间主任、工段长、班组长、岗位员工等人员在环境保护工作中的职责，将生产过程中的环境保护控制指标纳入公司经济责任制考核指标中进行严格管控和考核。对公司清洁能

源使用、资源利用、污染物排放与治理、环保设施管理、环保检查、环境污染事件处置等均做出了具体规定。

## 七、经营分析

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。近三年，公司收入规模较为平稳，毛利率稳中有升。2019年随着新疆湘晟钛合金项目投产，新材料业务收入规模快速提升。2020年前三季度，受新冠肺炎疫情及岳塘商贸城一期经营性物业销售收入上年结转完毕影响，公司收入规模同比有所下降。

### 1. 经营状况

2017—2019年，公司主营业务收入保持平稳，分别为169.96亿元、171.11亿元和171.59亿元。其中，轻化产品（包括消费品和捣固焦）收入规模有所波动，商贸业务随着岳塘商贸城一期项目经营性物业收入结转进度呈现逐年下降态势，新材料业务收入规模快速提升。同期，公司建材业务和畜牧业收入较为稳定。

轻化产品为公司第一大收入来源，2019年，占主营业务收入的48.65%，同比减少2.76个百分点，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%，主要系市场竞争激烈，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。2019年，商贸业务收入同比下降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年收入主要来自尾盘销售；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；建材业务和畜牧业分别实现收入14.42亿元和4.27亿元，收入占比分别为8.40%和2.49%。

2017—2019年，公司综合毛利率稳中有升。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，生产成本有所降低所致；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%。

受新冠肺炎疫情及经营性物业销售收入同比减少影响，2020年1—9月，公司主营业务收入实现112.38亿元，同比下降10.34%；其中轻化产品和新材料业务仍同比增长，主要受益于产品种类的拓展。从毛利率来看，2020年1—9月，公司综合毛利率为21.62%，同比减少3.44个百分点，各业务板块毛利率均有所下滑。

表2 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1-9月 |       |       |
|----|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|    |     | 收入    | 占比    | 毛利率   | 收入    | 占比    | 毛利率   | 收入    | 占比    | 毛利率   | 收入        | 占比    | 毛利率   |
| 轻化 | 消费品 | 54.26 | 31.93 | 21.18 | 51.93 | 30.35 | 22.22 | 49.99 | 29.14 | 24.24 | 35.92     | 31.97 | 24.66 |
|    | 捣固焦 | 31.03 | 18.26 | 17.85 | 36.03 | 21.06 | 23.05 | 33.49 | 19.52 | 23.90 | 25.78     | 22.94 | 22.68 |
|    | 小计  | 85.29 | 50.18 | 19.96 | 87.96 | 51.41 | 22.56 | 83.48 | 48.65 | 24.10 | 61.71     | 54.91 | 23.83 |
| 建材 |     | 13.20 | 7.77  | 23.38 | 12.93 | 7.56  | 22.92 | 14.42 | 8.40  | 20.31 | 6.90      | 6.14  | 15.14 |

|     |        |        |       |        |        |       |        |        |       |        |        |       |
|-----|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
| 商贸  | 59.24  | 34.86  | 28.25 | 57.69  | 33.72  | 30.70 | 46.35  | 27.01  | 29.86 | 19.35  | 17.22  | 13.16 |
| 新材料 | 7.97   | 4.69   | 29.25 | 8.27   | 4.83   | 25.25 | 23.07  | 13.44  | 30.20 | 21.89  | 19.48  | 26.10 |
| 畜牧业 | 4.25   | 2.50   | 13.16 | 4.26   | 2.49   | 12.34 | 4.27   | 2.49   | 11.62 | 2.53   | 2.25   | 11.09 |
| 合计  | 169.96 | 100.00 | 23.38 | 171.11 | 100.00 | 25.21 | 171.59 | 100.00 | 25.85 | 112.38 | 100.00 | 21.62 |

资料来源：公司提供

## 2. 消费品

近三年，受市场竞争加剧及退出家电业务影响，消费品收入呈现小幅下滑趋势。2019年，保温瓶制品经营较为稳定，搪瓷日用品和玻璃器皿产销量均有所下滑。2020年前三季度，消费品业务新增餐厨制品业务，搪瓷日用品和玻璃器皿收入均同比有所下滑，保温瓶制品收入同比变化不大。

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(2019年以来退出家电)。

表3 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       |
|------|------------|
| 娄底五江 | 保温瓶及搪瓷日用品等 |

|              |                |
|--------------|----------------|
| 新疆五江兴华实业有限公司 | 保温瓶、玻璃器皿、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。从营业收入构成来看，保温瓶是主要收入来源，其收入所占比重一直保持在60%以上，保温瓶的收入和毛利率将直接影响公司消费品业务的收入和毛利率。从毛利率来看，保温瓶产品作为公司的核心产品，毛利率较高。2017年，受原材料价格上涨影响，包括保温瓶在内的主要消费品毛利率都出现不同程度的下降。2018年以来，随着公司进行产品的换代和转型，消费品毛利率持续提升。

表4 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1-9月 |       |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|
|        | 收入    | 毛利率   | 收入    | 毛利率   | 收入    | 毛利率   | 收入        | 毛利率   |
| 保温瓶制品  | 38.78 | 24.68 | 38.92 | 25.60 | 39.62 | 27.23 | 29.03     | 27.28 |
| 搪瓷日用品  | 6.91  | 13.04 | 6.50  | 13.34 | 6.50  | 13.36 | 3.57      | 12.12 |
| 日用玻璃器皿 | 4.11  | 11.75 | 4.27  | 12.31 | 3.87  | 11.97 | 2.49      | 10.09 |
| 餐厨制品   | --    | --    | --    | --    | --    | --    | 0.84      | 30.67 |
| 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 | 35.93     | 24.66 |

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

公司保温瓶制品生产所需的主要原材料包括聚丙烯、不锈钢、硝酸银、瓦楞纸、纯碱等。其中在大宗物资采购上，由公司的供销管理部实行集中竞价，各子公司按竞价结果采购。公司与主要供应商实行优质低价预付采购原则，建立了长期战略合作关系，在大宗物料采购价

格上通常较市价有3%~5%的折扣，具有一定的议价能力。公司采用银行承兑汇票、现汇等方式支付货款，实行按月集中结算。2019年，保温瓶制品主要原材料的采购量均同比有所增长；同期，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5 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 1-9 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 | 22403        | 13070 |
| 聚丙烯 | 35180  | 8380  | 30864  | 8626  | 30925  | 8646  | 22882        | 8586  |
| 硝酸银 | 61490  | 2438  | 61036  | 2426  | 63794  | 2520  | 49343        | 2634  |
| 瓦楞纸 | 104780 | 3065  | 94589  | 2713  | 95445  | 2786  | 68180        | 2836  |
| 纯碱  | 46530  | 1667  | 46156  | 1957  | 48313  | 1948  | 36815        | 1893  |

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。

销售方面, 公司主要采用“区域代理+渠道直销+连锁直营”三种渠道并存的销售模式。从销售价格来看, 近三年保温瓶产品销售价格小幅提升, 公司保温瓶制品产销率保持较高水平。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%, 集中度适宜。

销售结算方面, 公司对国内客户的结算方式通常采用 T/T 现汇进行结算, 对国外客户的结算方式通常采用 T/T 现汇和 L/C 进行结算。

2017—2019 年, 公司保温瓶制品销售收入保持稳定, 2019 年为 39.62 亿元, 同比略有增长, 其中 97%左右来自国内销售; 同期, 受益于产品结构升级, 保温瓶毛利率逐年提升。2020 年 1—9 月, 公司保温瓶实现收入 29.03 亿元, 毛利率 27.28%, 均同比变化不大。

近三年及一期, 公司保温瓶制品产销量保持稳定, 产能利用率及产销率均维持在较高水平。

表6 近年来公司主要保温瓶产品产销情况 (单位: 万只、万元、元/只、%)

| 产 品         | 项 目       | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1-9 月 |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|--------------|
| 3.2L 不锈钢保温瓶 | 产能        | 1200   | 1200   | 1200   | 900          |
|             | 产量        | 1138   | 1152   | 1154   | 812          |
|             | 产能利用率     | 94.83  | 96.00  | 96.17  | 90.22        |
|             | 委托加工      | 906    | 913    | 894    | 576          |
|             | 产量合计      | 2044   | 2065   | 2048   | 1388         |
|             | 销量合计      | 1975   | 1945   | 1930   | 1291         |
|             | 产销率       | 96.62  | 94.19  | 94.24  | 93.01        |
|             | 销售均价(不含税) | 65.83  | 67.32  | 67.50  | 67.45        |
|             | 销售收入(不含税) | 130013 | 130952 | 130275 | 87106        |
| 3.2L 全塑保温瓶  | 产能        | 4300   | 4300   | 4300   | 3225         |
|             | 产量        | 4221   | 4225   | 4219   | 2875         |
|             | 产能利用率     | 98.16  | 98.26  | 98.12  | 89.15        |
|             | 委托加工      | 1046   | 923    | 938    | 526          |
|             | 产量合计      | 5267   | 5148   | 5157   | 3401         |
|             | 销量合计      | 5177   | 5030   | 5068   | 3199         |
|             | 产销率       | 98.29  | 97.71  | 98.27  | 94.07        |
|             | 销售均价(不含税) | 34.97  | 36.51  | 36.85  | 36.69        |
|             | 销售收入(不含税) | 181054 | 183651 | 186756 | 117388       |

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、玻璃器皿和家用电器

### 搪瓷日用品和日用玻璃器皿产销情况

公司搪瓷产品生产所需的主要原材料是冷轧薄板和瓷釉等，冷轧薄板的供应商遍布全国各地，货源充足，能满足市场需求，主要采购地在湖南、广东、上海、山东、河南等；瓷釉实行就近采购原则，供应商均为湖南本土企业。公司采用银行承兑汇票、现汇等方式支付货款，实行按月集中结算。2019 年，公司退出家电业

务，2020 年前三季度，新增厨房制品业务。

受市场竞争加剧影响，2018 年以来，搪瓷日用品和日用玻璃器皿产销量均持续下滑，但产销率维持在较高水平。

从客户集中度来看，公司 2019 年搪瓷产品前 5 名供应商采购金额为 0.79 亿元，占采购的比例为 14.08%，公司对各供应商的依赖程度不高。

表 7 近年来公司搪瓷日用品和玻璃器皿产销情况（单位：万件、%）

| 项 目    | 2017 年  |         |        | 2018 年  |         |       | 2019 年  |         |       | 2020 年 1-9 月 |        |       |
|--------|---------|---------|--------|---------|---------|-------|---------|---------|-------|--------------|--------|-------|
|        | 产量      | 销量      | 产销率    | 产量      | 销量      | 产销率   | 产量      | 销量      | 产销率   | 产量           | 销量     | 产销率   |
| 搪瓷日用品  | 1213.72 | 1256.27 | 103.51 | 1209.66 | 1208.35 | 99.89 | 1154.04 | 1138.36 | 98.64 | 659.59       | 629.03 | 90.43 |
| 日用玻璃器皿 | 520.46  | 517.69  | 99.47  | 523.67  | 522.75  | 99.82 | 480.63  | 477.55  | 99.36 | 263.71       | 261.37 | 99.11 |

资料来源：公司提供

## 3. 捣固焦及其副产品

**受环保政策趋严、公司环保设备改造影响，近年来，公司捣固焦产品产销量有所波动，下游客户集中度较高。**

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（以下简称“江西宏宇”，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。

### （1）采购

公司捣固焦生产所需的主要原料为洗精煤，实行集中整合采购，公司与主要供应商建立了长期战略合作关系，采购价格上通常较市价有 3%~5% 的折扣，具有一定议价能力。结算方式上，公司采用银行承兑汇票、现汇等方式支付货款，实行预付和按月集中结算。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。

### （2）生产和销售情况

公司拥有湖南和江西两个生产基地，具有年产 220 万吨的生产能力。2017—2019 年，捣

固焦产量均呈下降趋势，主要系环保政策趋严，焦化行业实施限产，导致公司产量有所下降。

销售方面，公司采取直销和分销，针对大型钢厂采取直销模式，其他客户（主要是铸造焦使用客户）采取分销模式。2017—2019 年，公司分别销售捣固焦 214 万吨、192 万吨和 181 万吨；捣固焦产销率相对平稳，近三年分别为 99.53%、98.97% 和 97.84%。从销售区域看，公司捣固焦销售覆盖了湖南、江西、广东、福建等市场，市场相对集中，湖南和江西占了较大份额。销售收入方面，近三年，公司捣固焦收入有所波动，分别为 31.03 亿元、36.03 亿元和 33.49 亿元；同期，毛利率稳步提升，2019 年为 23.90%，主要系生产工艺改进，成本有所降低所致。2020 年前三季度，捣固焦收入同比略有提升。

销售结算方面，公司对国内客户通常采用 T/T 现汇和银行承兑汇票的结算方式。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为 18.69 亿元，占其总销售额的 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。

表 8 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<br>1-9 月 |
|------|--------|--------|--------|-----------------|
| 销量   | 214    | 192    | 181    | 141             |
| 产量   | 215    | 194    | 185    | 143             |
| 产销率  | 99.53  | 98.97  | 97.84  | 98.60           |
| 销售均价 | 1450   | 1872   | 1846   | 1824            |

注: 销售均价为不含税单价  
资料来源: 公司提供

#### 4. 建材

近三年, 建材业务收入规模有所波动。2020 年前三季度, 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。建材业务经营主体为公司下属江西宏宇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—9 月, 受疫情影响, 销售收入为 6.90 亿元, 同比下降 33.20%。

采购方面, 公司建材产品生产主要原料为纯碱、石英砂、白云石、长石粉、萤石粉, 纯碱和石英砂以厂家直供为主。建材产品的销售采取直销和分销两种模式。目前, 公司已拥有 10 多家直销客户、20 多家一级代理商和 50 多家二级代理商。公司的销售渠道覆盖江西、福建、广东三个省份。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。销售结算方面, 公司对国内客户通常采用 T/T 现汇和银行承兑汇票方式进行结算。

表 9 公司主要建材产品销售情况  
(单位: 万重箱、元/重箱、万平方米、元/平方米)

| 产品           |      | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年<br>1-9 月 |
|--------------|------|--------|--------|--------|-----------------|
| 优质浮法玻璃       | 销售数量 | 265.71 | 243.23 | 203.87 | 101.51          |
|              | 销售均价 | 77.36  | 69.03  | 70.06  | 77.53           |
| 超白玻璃         | 销售数量 | 78.12  | 171.80 | 262.59 | 106.15          |
|              | 销售均价 | 110.95 | 108.45 | 105.21 | 105.25          |
| low-e 中空玻璃原片 | 销售数量 | 665.89 | 548.09 | 493.74 | 219.84          |
|              | 销售均价 | 82.26  | 79.93  | 75.81  | 78.36           |
| low-e 中空玻璃   | 销售数量 | 97.06  | 105.64 | 110.01 | 22.09           |
|              | 销售均价 | 156.97 | 154.04 | 152.86 | 135.36          |
| 中空玻璃         | 销售数量 | 119.35 | 134.18 | 150.03 | 23.97           |

|  |      |       |       |       |       |
|--|------|-------|-------|-------|-------|
|  | 销售均价 | 77.42 | 74.31 | 73.41 | 69.44 |
|--|------|-------|-------|-------|-------|

注: 销售均价为不含税单价  
资料来源: 公司提供

#### 5. 商贸

公司商贸业务主要包括经营性物业和商品贸易两个业务板块。其中, 商品贸易涉及煤炭、钢材、纯碱和聚丙烯等产品, 近年较为稳定; 随着岳塘商贸城经营性物业销售进入尾声, 物业收入规模回落, 收入构成由“物业销售收入为主”逐渐转为“不动产租赁收入为主”, 2020 年经营性物业收入主要为租金收入。

##### (1) 经营性物业

经营性物业项目主要包括五江建材家居城和涟源五江购物中心、中国(中部)岳塘国际商贸城(以下简称“岳塘国际商贸城”)及其他相关物业经营收入。

公司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(截至 2020 年 9 月底, 贷款余额 2.32 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。截至目前, 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 2019 年底, 90 万平方米物业已全部销售完毕, 累计确认销售收入 88.54 亿元, 销售累计回款 79.79 亿元。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 年前三季度，实现租金现金流入 8.72 亿元和 1.82 亿元（目前租金收取模式为现金流口径，租金从 2019 年开始收入，所以当年确认收入金额较大。未来逐步转为按季收入并按权责发生制确认收入）。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。2019 年，公司经营性物业年租金收入 10.35 亿元。

表 10 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  |

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。2017—2019 年，公司商品贸易收入有所波动，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。

公司商品贸易以煤炭和钢材为主，纯碱和聚丙烯的代采购业务（玻璃建材产品原材料）占比相对较小。

2020 年 1—9 月，公司商品贸易实现收入 16.13 亿元，同比略有下滑。

表 11 公司商品贸易经营情况（单位：亿元、%）

| 项目  | 2017 年 |        |      | 2018 年 |        |      | 2019 年 |        |      | 2020 年 1-9 月 |       |      |
|-----|--------|--------|------|--------|--------|------|--------|--------|------|--------------|-------|------|
|     | 收入     | 占比     | 毛利率  | 收入     | 占比     | 毛利率  | 收入     | 占比     | 毛利率  | 收入           | 占比    | 毛利率  |
| 煤炭  | 11.00  | 47.61  | 6.62 | 10.73  | 46.01  | 7.21 | 9.76   | 43.61  | 7.22 | 7.28         | 45.17 | 6.91 |
| 钢材  | 6.48   | 28.04  | 4.41 | 7.35   | 31.52  | 4.58 | 7.36   | 32.89  | 4.62 | 5.27         | 32.67 | 5.13 |
| 纯碱  | 3.07   | 13.31  | 5.05 | 2.95   | 12.65  | 6.17 | 2.96   | 13.23  | 6.15 | 2.00         | 12.38 | 6.51 |
| 聚丙烯 | 2.41   | 10.45  | 5.22 | 2.29   | 9.82   | 5.34 | 2.30   | 10.28  | 5.36 | 1.58         | 9.77  | 6.15 |
| 合计  | 22.96  | 100.00 | 5.05 | 23.32  | 100.00 | 6.06 | 22.38  | 100.00 | 6.03 | 16.13        | 100   | 6.21 |

资料来源：公司提供

## 煤炭贸易

从煤炭的贸易模式来看，公司采取“以销定购”的采购模式。采购价格方面，为了控制货源和锁定货物价格，在价格下降时，先签销售合同，再签采购合同，做到产品和原材料零库存；价格上涨时，先签采购合同，再签销售合同，做到产品和原材料最大库存，尽可能规避现货市场价格波动可能给公司带来的不利影

响。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。

采购结算方式：公司采用银行承兑汇票、现汇等方式支付货款，实行预付和按月集中结算。销售结算方式：公司与主要销售客户保持长期稳定关系，客户采用先款后货、20%~30%的定金、月结等相结合的销售结算模式。销售

集中度层面，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。

采购结算方面，公司采用银行承兑汇票、现汇等方式支付货款，实行预付和按月集中结算。销售结算方式：公司与主要销售客户保持长期稳定关系，客户采用先款后货、20%~30%定金、月结等相结合的销售结算模式。

公司通过以销定购的方式减少贸易产品价格波动风险。同时，公司通过规模采购提升对上游市场议价能力并给与下游客户一定的信用度和账期来提高利润：①公司依托在区域行业内的龙头地位，采购量较大，和下游客户保持长期稳定的合作关系，主要的贸易产品都能拿到供应商的促销优惠政策和最高返利奖政策，用来增厚公司利润。②公司充分发挥资金优势，根据下游客户的品质、资产、资本等经济实力进行信用评价，对信用度高的客户给与1000万元到5000万元不等的信用额度，并采用月结的方式，最长欠款周期可达90天。通过销售支持政策的实施，公司有效提高销售价格来获取更高的利润。

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

新材料业务包含感光干膜及钛合金业务。

2017—2018年，公司新材料业务主要为高分辨率感光干膜产品。2019年，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。

#### (1) 感光干膜

感光干膜是一种高分子的化合物，它通过紫外线的照射后能够产生一种聚合反应形成一种稳定物质附着于板面，从而达到阻挡电镀和蚀刻的功能。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。

#### 采购

公司感光干膜所需的主要原材料包括丁酮、树脂、PE、PET、单体等。公司与多家公司建立了良好的长期合作关系，建立了较完整的采购管理体系。公司的PET膜和丁酮供应商主要在山东等地，PE膜供应商主要在广东和日本等地，树脂的供应商主要在江苏等地。

结算方式上，公司采用银行承兑汇票、现汇等方式支付货款，实行预付和季度集中结算。

从供应商集中度来看，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15000万平方米，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。截至2020年9月底，感光干膜产能提升至16875万平方米，产量也随之提升至14062万平方米。

表12 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 | 2020年<br>1-9月 |
|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 产能    | 15000 | 15000 | 15000 | 16875         |
| 产量    | 13463 | 13677 | 13681 | 14062         |
| 产能利用率 | 89.75 | 91.18 | 91.21 | 83.33         |

资料来源：公司提供

#### 销售

感光干膜为信息技术产品关键原材料，具有良好的市场需求。近三年及一期，公司新材料实现收入逐年提升，2019年销售收入9.08亿元，同比增长9.79%；2020年前三季度，受益于产能提升，感光干膜业务收入规模快速提升。

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 13 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，再到钛加工型材料的全产业链生产模式。

公司钛合金项目总投资 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，23.00 亿元由公司自筹，截至 2020 年 9 月底，钛合金项目已全部完成投资。该项目预计回款期限为 13 年(2019 年 4 月开始回款)。该项目已于 2018 年 10 月试生产，2018 年 12 月开始产生收入。钛合金项目选择 8 年(达产后)等额本息偿还的方式偿还贷款。

### 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。

公司钛合金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%。原材料结算方面，主要方式为现汇及银行承兑汇票，账期在 2-3 个月左右，对个别原材料存在部分预付款。

表14 钛合金产品原材料采购情况(单位: 吨、元/吨)

| 项目  | 2019 年 |       | 2020 年 1-9 月 |       |
|-----|--------|-------|--------------|-------|
|     | 采购量    | 均价    | 采购量          | 均价    |
| 金红石 | 29200  | 8250  | 22000        | 8100  |
| 石油焦 | 8300   | 3050  | 9300         | 2950  |
| 镁锭  | 8000   | 17700 | 2150         | 14550 |
| 工业盐 | 48000  | 190   | 42000        | 169   |
| 高太渣 | 4800   | 7600  | 5000         | 6950  |

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%；2020 年前三季度产能利用率 68.42%，产销率 96.86%，产能利用率提升明显。

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。2020 前三季度，新疆湘晟实现收入 17.26 亿元（其中主营钛合金产品销售收入 12.71 亿元，副产品收入 1.00 亿元，其他贸易收入 3.55 亿元<sup>1</sup>）、利润总额 0.70 亿元。受新疆疫情影响，2020 年一季度生产受到一定影响，目前钛合金项目均已恢复正常生产。截至 2020 年 10 月底，公司在手订单 18.80 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。

目前的主要客户有宝鸡市朝阳东盛工贸有限公司、宝鸡市西部钛材有限公司等，2020 年前三季度，公司前五大客户销售金额 5.67 亿元，占比为 32.83%，集中度一般。结算方式主要为现汇及银行承兑汇票，账期为 2-3 个月。

表15 2020年1-9月钛合金项目前五大客户  
(单位: 亿元)

| 客户名称           | 销售金额 | 占比     | 种类   |
|----------------|------|--------|------|
| 宝鸡市朝阳东盛工贸有限公司  | 1.82 | 10.57% | 钛加工材 |
| 陕西兴盛新材料股份有限公司  | 1.46 | 8.44%  | 钛加工材 |
| 四川钛程钛业有限公司     | 1.04 | 6.04%  | 钛加工材 |
| 宝鸡市西部钛材有限公司    | 0.98 | 5.69%  | 钛加工材 |
| 南京万荟金属材料科技有限公司 | 0.36 | 2.09%  | 钛加工材 |
| 合计             | 5.67 | 32.83% |      |

资料来源：公司提供

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。

<sup>1</sup> 其他贸易收入未列入新材料业务板块

表 16 2020 年 1-9 月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）板带 | 热轧板   | 26700  | 20.35 | 3436  | 3373  | 79156  |
|         | 冷轧纯钛板 | 21152  | 22.34 | 2307  | 2270  | 93178  |
|         | 钛复合板材 | 18273  | 19.80 | 3170  | 3079  | 59345  |
|         | 钛合金板材 | 28415  | 26.26 | 1436  | 1361  | 208829 |
|         | 钛合金棒  | 32608  | 27.94 | 1627  | 1516  | 215024 |
|         | 主营业务  | 127149 | 23.87 | 11975 | 11599 | --     |
| 副产品     |       | 10048  | 19.55 | 32549 | 32549 | --     |
| 其他贸易收入  |       | 35480  | 6.62  | --    | --    | --     |
| 合 计     |       | 172677 | 20.07 | 11975 | 11599 | --     |

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（以下简称“湖南天华”）主要负责畜牧业的经营。湖南天华主要产品包括牲畜养殖、屠宰加工销售；速冻食品、肉制品及部分出口贸易等。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

2017—2019 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数逐年下降，2019 年分别为 4.07 次和 0.51 次；存货周转次数逐年提升，2019 年为 2.78 次。综合分析，公司整体经营效率尚可。

## 9. 未来发展

近年来，公司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。未来，公司将继续加大对新材料产业板块投入，随着钛合金项目的全面投产，公司收入将有望实现明显提升。

日用保温瓶产业方面，公司将对现有产品进行智能化和数字化升级，将“五江”打造成世界知名品牌，把公司打造成全球第一的轻工日用保温瓶产品生产公司；商贸物流方面，公司将以岳塘国际商贸城为核心，将岳塘国际商贸城打造成为中部地区最有影响力、最具辐射力、最具竞争力的现代商贸物流城。

因公司的主要产能分布在湖南、新疆等地，

2020年1月份爆发的新冠肺炎疫情对公司的原材料采购及产能影响较小，但对销售存在一定影响，主要体现在订单延迟及物流限制两个方面。疫情期间，公司做好了相关生产保障措施，积极与客户沟通，尽量保障急需的产品优先保证供应，不存在客户取消订单的情况。目前，公司已全面恢复正常生产经营。

## 八、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了2017年合并财务报告，中喜会计师事务所（特殊普通合伙）陕西分所对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。公司提供了2018—2019年合并财务报告，中准会计师事务所（特殊普通合伙）湖南分所对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年前三季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2017年，公司合并范围新增2家子公司，包括以前年度拟处置全资子公司娄底市兴华科技发展有限公司因未找到合适的交易对手，2017年重新纳入合并报表范围；公司本部将持有的娄底市四正光电材料有限公司100%转让给湖南鸿瑞新材料股份有限公司，2017年纳入合并报表范围。上述两家子公司以前年度均在可供出售金融资产中核算和列报。2018年，公司合并范围新增1家子公司，为湖南五江高科技材料有限公司。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9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（合并）资产总额为369.18亿元，所有者权益合计为212.30亿元（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9月底，公司（合并）资产总额为394.46亿元，所有者权益合计为224.44亿元（含少数股东权益30.14亿元）。2020年1—

9月，公司实现营业收入118.74亿元，利润总额14.81亿元。

### 2. 资产质量

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；随着对在建项目的持续投入及转固，公司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。

2017—2019年，公司资产总额有所增长，年均复合增长9.38%，2019年底为369.18亿元，主要系公司扩大对钛合金项目和岳塘商贸城项目投资以及信用扩张带来的应收账款增长所致。截至2019年底，公司资产总额中流动资产占46.96%，非流动资产占53.04%。

#### 流动资产

2017—2019年，公司流动资产变化不大。截至2019年底，公司流动资产为173.37亿元，较2018年底下降2.51%。截至2019年底，公司流动资产主要由货币资金（占21.2%）、应收票据（占5.18%）、应收账款（占21.99%）、预付款项（占19.31%）和存货（占28.94%）构成。

2017—2019年，公司货币资金保持相对稳定，年均复合下降1.57%。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）。

2017—2019年，公司应收账款快速增长，年均复合增长26.34%。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。

2017—2019 年，公司预付款项快速下降，年均复合下降 18.07%。截至 2019 年底，公司预付款项为 33.48 亿元，较 2018 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。

2017—2019 年，公司存货有所波动，年均复合下降 2.55%。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。

#### 非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 21.89%。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。

2017—2019 年，公司长期应收款有所下降，年均复合下降 5.69%。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。

2017—2019 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 15.77%。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。

2017—2019 年，公司投资性房地产保持相对稳定。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。

2017—2019 年，公司固定资产持续增长。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、感光覆膜项目投入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 9 月底，公司资产总额为 394.46 亿元，较 2019 年底增长 6.85%，主要系应收账款和存货增长所致。截至 2020 年 9 月底，公司资产总额中流动资产占 49.93%，非流动资产占 50.07%。截至 2020 年 9 月底，公司流动资产为 196.95 亿元，较 2019 年底增长 13.60%，除存货和应收账款增长外，其他项目变化不大。截至 2020 年 9 月底，公司非流动资产为 197.50 亿元，较 2019 年底增长 0.86%，除部分在建工程结转至固定资产外，其他项目变化不大。

截至 2020 年 9 月底，公司所有权或使用权受到限制的资产共计 149.36 亿元，包括货币资

金 13.26 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 107.28 亿元。

### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

近年来，受推进钛合金项目影响，公司有息债务规模持续增长，债务结构有所改善，但依然存在一定短期偿债压力；公司借款以抵押借款为主，对资产变现形成制约。

2017—2019 年，公司负债总额有所增长，年均复合增长 6.88%。截至 2019 年底，公司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%。

2017—2019 年，公司流动负债有所波动。截至 2019 年底，公司流动负债为 84.06 亿元，较 2018 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%）。

2017—2019 年，公司短期借款有所增长，年均复合增长 9.02%。截至 2019 年底，公司短期借款为 32.93 亿元，较 2018 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。

2017—2019 年，公司非流动负债不断增长，年均复合增长 13.83%。截至 2019 年底，公司非流动负债为 72.83 亿元，较 2018 年底增长 26.41%，构成为长期借款（占 84.61%）和应付

债券（占 13.73%）。

2017—2019 年，公司长期借款有所增长，年均复合增长 9.07%。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 9 月底，公司负债总额为 170.02 亿元，较 2019 年底增长 8.37%，主要系有息债务增长所致。截至 2020 年 9 月底，公司负债总额中流动负债占 55.52%，非流动负债占 44.48%。公司短期借款为 41.40 亿元，较 2019 年底增长 25.73%，主要业务规模扩大，资金需求增长所致；公司应付票据为 27.07 亿元，较 2019 年底增长 15.40%；长期借款为 64.76 亿元，较 2019 年底增长 5.10%，主要系公司增加固定资产投资支出所致。

2017—2019 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 6.63%。截至 2019 年底，公司全部债务中短期债务占 50.92%，长期债务占 49.08%，债务结构有所改善，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 42.50% 和 41.04%。截至 2020 年 9 月底，公司全部债务为 162.90 亿元，较 2019 年底增长 10.24%。截至 2020 年 9 月底，公司短期债务占 53.76%，长期债务占 46.24%，资产负债率和全部债务资本化比率较上年底略升。

#### 所有者权益

近年来，公司持续盈利，所有者权益规模逐年增长；权益结构中未分配利润占比很高，结构稳定性较弱。

2017—2019 年，公司所有者权益持续增长。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 9 月底，公司所有者权益为 224.44 亿元，较 2019 年底增长 5.72%，主要系利润积累所致。所有者权益较 2019 年底变化不大。

#### 4. 盈利能力

近年来，公司营业收入保持稳定，非经常性损益规模较小，期间费用控制能力有所下降，整体盈利能力强。受新冠肺炎疫情及经营性物业收入同比减少影响，2020 年前三季度，公司营业收入及利润总额同比均有所下滑。

2017—2019 年，公司营业收入保持相对稳定，年均复合增长 1.03%，2019 年为 179.75 亿元；营业成本保持相对稳定，年均复合下降 1.06%，2019 年为 133.07 亿元；同期，营业利润率逐年增长，2019 年为 25.07%。

2017—2019 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长率为 19.99%；2019 年，公司期间费用为 15.13 亿元，同比增长 21.95%。2017—2019 年，公司期间费用率逐年增长，2019 年为 15.13%；公司销售费用逐年增长，年均复合增长率为 24.09%；2019 年，公司销售费用为 5.19 亿元，同比增长 24.34%；公司管理费用逐年增长，年均复合增长率为 17.18%。2019 年，公司管理费用为 3.36 亿元，同比增长 33.55%；2019 年，公司研发支出为 0.40 亿元；公司财务费用逐年增长，年均复合增长率为 14.79%；2019 年，公司财务费用为 6.17 亿元，同比增长 13.84%，主要系有息债务增长所致。整体看，近年来公司期间费用控制能力呈下降趋势。

2017—2019 年，公司投资收益波动增长。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。

2017—2019 年，公司利润总额保持相对稳定，2019 年为 31.68 亿元。2017—2019 年，公司总资产收益率逐年下降，分别为 9.17%、8.58% 和 8.19%。2017—2019 年，公司净资产收益率逐年下降，分别为 13.44%、12.02% 和 11.39%。公司盈利能力强。

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 118.74 亿元，同比下降 7.86%；营业成本为 93.88 亿元，同比下降 3.29%，利润总额为 14.81 亿元，同比下降 28.37%，主要系新冠疫情影响，生产和建设节奏放缓所致。

#### 5. 现金流分析

近年来，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，2017—2019 年，公司经营活动现金流入有所增长。2019 年，公司经营活动现金流入为 205.98 亿元，同比略有增长，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 196.98 亿元，同比变化不大。2017—2019 年，公司经营活动现金流出保持相对稳定。2019 年，公司经营活动现金流出为 178.24 亿元，同比下降 1.46%；其中购买商品、接受劳务收到的现金为 140.30 亿元，同比下降 7.59%；支付给职工以及为职工支付的薪酬为 7.57 亿元，同比增长 12.72%；支付其他与经营活动有关的现金为 20.69 亿元。2017—2019 年，公司经营活动现金净流量分别为 15.88 亿元、24.25 亿元和 27.74 亿元。从收入实现质量看，2017—2019 年，公司现金收入比分别为 108.8%、109.61% 和 109.59%，现金收入的实现质量较高。

投资活动方面，2017—2019 年，公司投资活动现金流入波动下降，年均复合下降 52.49%，2019 年为 0.26 亿元，主要为收回投资收到的现

金为 0.21 亿元。2017—2019 年，公司投资活动现金流出有所波动，2019 年为 33.56 亿元；其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为 32.50 亿元；投资支付的现金为 1.06 亿元。2017—2019 年，公司投资活动现金净流量分别为 -19.43 亿元、-19.37 亿元和 -33.30 亿元。

筹资活动方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入波动中有所增长，年均复合增长 3.30%，2019 年为 71.70 亿元，其中取得借款收到的现金为 51.15 亿元，发行债券收到的现金为 20.00 亿元。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出快速增长，年均复合增长 22.00%，2019 年为 72.78 亿元，其中偿还债务支付的现金为 60.99 亿元；分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 11.03 亿元，支付其他与筹资活动有关的现金为 0.76 亿元。2017—2019 年，公司筹资活动现金净流量分别为 18.30 亿元、-3.60 亿元和 -1.08 亿元。

2020 年 1—9 月，公司经营活动现金流入为 125.42 亿元，经营活动现金净流量为 4.68 亿元；投资活动现金净流量为 -7.80 亿元；筹资活动现金净流量为 16.65 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。2019 年，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

公司整体偿债能力很强。但现金类资产对短期债务保障程度较弱，存在一定短期偿债压力。

从短期偿债指标看，2017—2019 年，公司

流动比率分别为 217.89%、198.11%和 206.24%。2017—2019 年，公司速动比率分别为 152.75%、147.5%和 146.55%，速动比率逐年下降。2017—2019 年，公司经营性现金流流动负债比率分别为 19.57%、27.02%和 32.99%。2017—2019 年，公司现金类资产（剔除使用受限的货币资金）分别为 34.80 亿元、32.74 亿元和 31.17 亿元，分别为短期债务的 0.47 倍、0.40 倍和 0.41 倍。截至 2020 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 208.65%和 146.80%，较 2019 年底增加 2.41 个百分点和增加 0.25 个百分点；截至 2020 年 9 月底，公司剔除受限资金的现金类资产为 39.13 亿元，较 2019 年底增长 25.54%，为短期债务的 0.45 倍。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 39.18 亿元、40.03 亿元和 44.55 亿元；2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 6.52 倍、5.42 倍和 7.34 倍；2017—2019 年，公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 3.32 倍、3.49 倍和 3.32 倍。公司长期偿债能力很强。

截至 2020 年 9 月底，公司共获授信额度 161.86 亿元，未使用授信额度 36.17 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2020 年 9 月底，公司对外担保余额 4803.63 万元，担保风险相对可控。

表 17 截至 2020 年 9 月底公司对外担保情况  
(单位: 万元)

| 被担保公司           | 担保余额    |
|-----------------|---------|
| 娄底市玖洲贸易有限公司     | 1493.00 |
| 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             | 4803.63 |

资料来源：公司提供

## 九、本期中期票据还债能力分析

### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行额度为10亿元，分别占2020年9月底全部债务和长期债务的6.14%和13.27%，对公司现有债务规模有一定影响。

考虑到本期中期票据资金将全部用于偿还

公司有息债务，发行后公司实际债务负担变化不大。

### 2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行额度的 19.22 倍、20.51 倍和 20.60 倍，公司经营活动现金流净额分别为本期中期票据拟发行额度的 1.59 倍、2.43 倍和 2.77 倍，公司经营活动现金流入量及净额对本期中期票据覆盖程度高；2017—2019 年，公司 EBITDA/本期发债额度分别为 3.92 倍、4.00 倍和 4.46 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。综合分析，公司经营活动现金流净额和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

## 十、结论

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企业，在高新技术研发与应用、制造能力和多元化产业布局等方面具备综合优势。

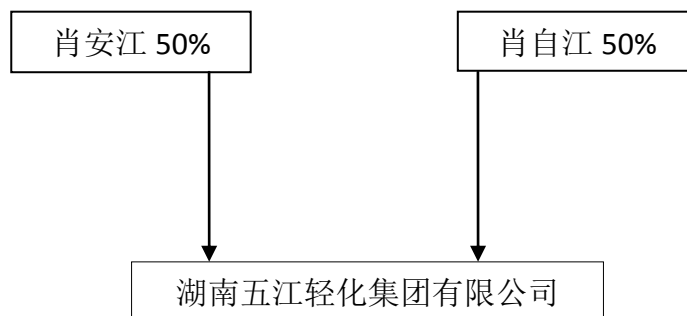
近年来，公司积极推进产业调整，在传统轻化和建材业务基础之上，完成了向商贸和新材料业务的外延式扩张。随着新疆湘晟项目建成投产，公司新材料收入规模快速提升。公司整体业绩稳健，盈利能力强，经营性现金流保持大额净流入。同时，随着对钛合金项目的建设性和运营投入，公司有息债务规模持续攀升，存在一定短期偿债压力。

公司经营活动现金流净额和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

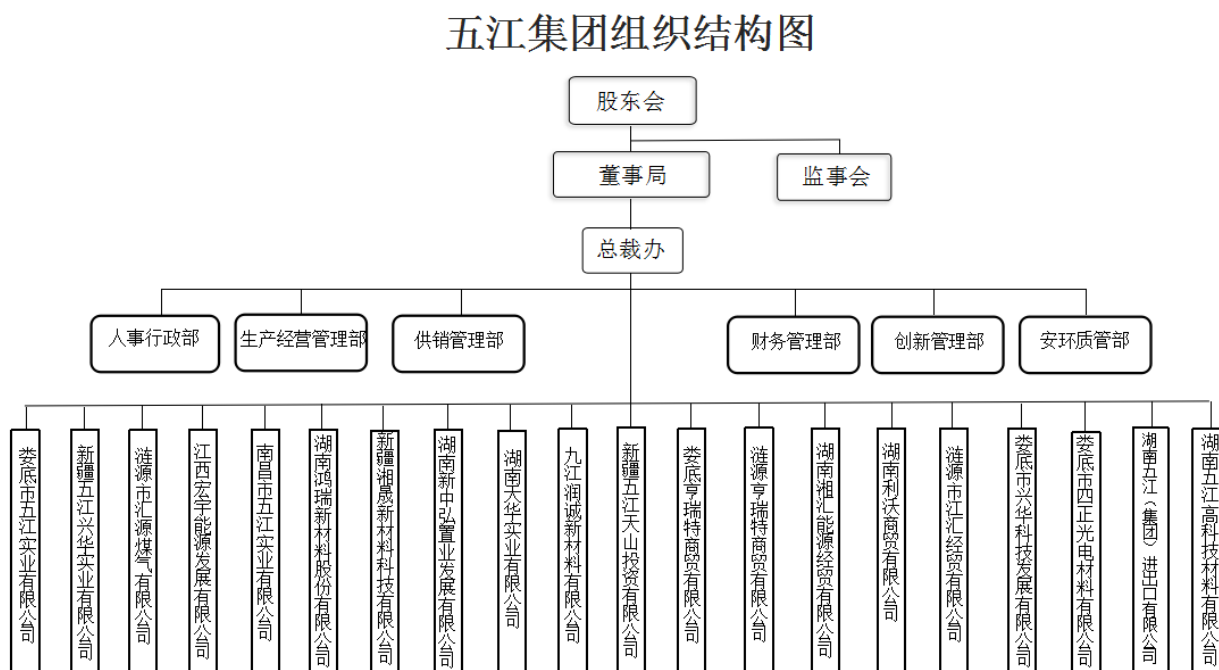
未来，随着公司在建的钛合金项目产能释放，公司营业收入利润规模有望进一步扩大，公司综合实力将得到提升。

综合分析，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，违约风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 9 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 9 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)      | 34.80  | 32.74  | 31.17  | 39.13      |
| 资产总额(亿元)       | 308.55 | 339.37 | 369.18 | 394.46     |
| 所有者权益(亿元)      | 171.23 | 192.00 | 212.30 | 224.44     |
| 短期债务(亿元)       | 73.76  | 81.92  | 75.24  | 87.57      |
| 长期债务(亿元)       | 56.21  | 57.61  | 72.53  | 75.33      |
| 全部债务(亿元)       | 129.97 | 139.53 | 147.77 | 162.90     |
| 营业收入(亿元)       | 176.08 | 177.14 | 179.75 | 118.74     |
| 利润总额(亿元)       | 30.07  | 30.21  | 31.68  | 14.81      |
| EBITDA(亿元)     | 39.18  | 40.03  | 44.55  | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | 15.88  | 24.25  | 27.74  | 4.68       |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)    | 6.59   | 4.90   | 4.07   | --         |
| 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 | 105.17     |
| 营业利润率(%)       | 22.10  | 24.01  | 25.07  | 20.42      |
| 总资本收益率(%)      | 9.17   | 8.58   | 8.19   | --         |
| 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  | 25.47  | 25.13      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 43.15  | 42.09  | 41.04  | 42.06      |
| 资产负债率(%)       | 44.51  | 43.43  | 42.50  | 43.10      |
| 流动比率(%)        | 217.89 | 198.11 | 206.24 | 208.65     |
| 速动比率(%)        | 152.75 | 147.50 | 146.55 | 146.80     |
| 经营现金流动负债比(%)   | 19.57  | 27.02  | 32.99  | --         |
| 现金短期债务比（倍）     | 0.47   | 0.40   | 0.41   | 0.45       |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 6.52   | 5.42   | 7.34   | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 3.32   | 3.49   | 3.32   | --         |

注：1.公司 2020 年 1-9 月财务数据未经审计；2.现金类资产已剔除使用受限的货币资金；3.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 9 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)      | 8.21   | 8.77   | 10.38  | 10.36      |
| 资产总额(亿元)       | 80.00  | 86.11  | 95.21  | 95.60      |
| 所有者权益(亿元)      | 48.87  | 55.11  | 63.40  | 64.64      |
| 短期债务(亿元)       | 26.17  | 26.68  | 20.55  | 19.68      |
| 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  | 29.68      |
| 营业收入(亿元)       | 25.10  | 25.29  | 29.66  | 19.53      |
| 利润总额(亿元)       | 2.47   | 6.70   | 9.04   | 1.49       |
| EBITDA(亿元)     | --     | --     | --     | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | 2.18   | 2.01   | 2.30   | 1.85       |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)    | 12.76  | 11.36  | 11.71  | --         |
| 存货周转次数(次)      | 11.24  | 13.00  | 22.01  | --         |
| 总资产周转次数(次)     | 0.41   | 0.30   | 0.33   | --         |
| 现金收入比(%)       | 115.09 | 114.21 | 108.36 | 113.02     |
| 营业利润率(%)       | 12.72  | 18.07  | 18.29  | 13.64      |
| 总资本收益率(%)      | -      | -      | 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  | 13.40      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 38.56  | 35.36  | 32.52  | 31.47      |
| 资产负债率(%)       | 38.91  | 36.00  | 33.41  | 32.39      |
| 流动比率(%)        | 86.06  | 91.88  | 103.54 | 107.16     |
| 速动比率(%)        | 78.00  | 88.14  | 98.20  | 101.61     |
| 经营现金流动负债比(%)   | 8.19   | 7.30   | 10.55  | --         |
| 现金短期债务比（倍）     | 0.31   | 0.33   | 1.04   | 0.53       |
| 全部债务/EBITDA(倍) | --     | --     | --     | --         |
| EBITDA 利息倍数（倍） | --     | --     | --     | --         |

注：公司 2020 年 1-9 月财务数据未经审计

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

| 指标名称            | 计算公式                                                    |
|-----------------|---------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>     |                                                         |
| 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%                      |
| 营业总收入年复合增长率     | (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1] ×100% |
| 利润总额年复合增长率      |                                                         |
| <b>经营效率指标</b>   |                                                         |
| 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%                             |
| <b>盈利指标</b>     |                                                         |
| 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-税金及附加) / 营业收入 ×100%                          |
| <b>债务结构指标</b>   |                                                         |
| 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%                               |
| <b>长期偿债能力指标</b> |                                                         |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA / 利息支出                                           |
| 全部债务 / EBITDA   | 全部债务 / EBITDA                                           |
| <b>短期偿债能力指标</b> |                                                         |
| 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%                              |
| 现金短期债务比         | 现金类资产 / 短期债务                                            |
| 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+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 5-1 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 5-2 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 5-3 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 |

## 联合资信评估股份有限公司关于 湖南五江轻化集团有限公司 2021 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

湖南五江轻化集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

湖南五江轻化集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对湖南五江轻化集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，湖南五江轻化集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注湖南五江轻化集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现湖南五江轻化集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对湖南五江轻化集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如湖南五江轻化集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对湖南五江轻化集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与湖南五江轻化集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。