

跟踪评级公告

联合[2016]683号

广东榕泰实业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

广东榕泰实业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

广东榕泰实业股份有限公司发行的“12 榕泰债”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月二十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

广东榕泰实业股份有限公司 公司债券2016年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA

评级展望: 稳定

上次评级结果: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
12榕泰债	7.5亿元	5年(3+2)	AA	AA	2015年6月24日

跟踪评级时间: 2016年6月21日

主要财务数据:

项目	2014年	2015年	16年3月
资产总额(亿元)	37.21	40.89	51.24
所有者权益(亿元)	20.37	20.48	29.04
长期债务(亿元)	7.91	7.91	7.57
全部债务(亿元)	16.08	19.76	19.50
营业收入(亿元)	11.90	9.94	2.78
净利润(亿元)	0.31	0.21	0.26
EBITDA(亿元)	1.81	1.89	--
经营性净现金流(亿元)	2.42	3.98	-1.55
营业利润率(%)	15.47	18.43	28.01
净资产收益率(%)	1.52	1.01	--
资产负债率(%)	45.25	49.90	43.33
全部债务资本化比率(%)	44.12	49.10	40.17
流动比率(倍)	2.46	2.08	1.70
EBITDA全部债务比(倍)	0.11	0.10	--
EBITDA利息倍数(倍)	2.23	2.13	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.24	0.25	--

注: 1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 2、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 3、2016年一季度财务数据未经审计, 相关财务指标未年化; 4、2015年债券公司已回购5.00万, 本次债券未偿还本金为74,995.00万元; 5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内, 广东榕泰实业股份有限公司(以下简称“公司”或“广东榕泰”)作为氨基复合材料生产行业的龙头企业, 面对化工行业产能过剩, 公司不断拓展省内外销售渠道, ML材料销售收入稳定增长; 原材料降价增加了公司盈利空间, 公司毛利率水平得到提升; 2016年一季度, 公司并购北京森华易腾信息技术有限公司(以下简称“森华易腾”)后, 资产和权益规模扩大, 盈利能力同比有所提升。但联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)也关注到化工行业下游需求持续低迷、公司苯酐及二辛酯销售订单减少、费用控制能力下降及合并商誉减值风险较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

随着原材料价格的持续走低, 公司主要产品ML材料将获得更多的利润空间。2016年初, 公司并购森华易腾, 随着国家对“互联网+”行动计划的大力推动, 未来公司整体收入和利润水平有望增长。

综上, 联合评级继续维持公司“AA”的主体长期信用等级, 评级展望维持“稳定”; 同时维持“12榕泰债”的债项信用等级“AA”。

优势

1. 公司作为氨基复合材料生产行业的龙头企业, 不断拓展省内外销售渠道, 2015年ML材料销售收入稳定增长。

2. 甲醇、尿素等大宗原材料的价格持续走低, 有利于降低公司营业成本, 2015年公司综合毛利率得到提升。

3. 2016年1月, 公司并购在互联网数据存储方面具有一定知名度的综合服务商森华易腾, 森华易腾业务近年来扩张迅速, 盈利能力强, 公司整体经营情况有望得到改善。

4. 2015年, 公司资产规模稳步增长, 现

金类资产规模较大，短期债务偿还能力较强。

关注

1. 2015 年，受下游行业需求放缓影响，公司主导产品中苯酐及二辛酯销售收入有所减少，公司整体收入规模有所下滑。

2. 由于新化工基地转固及发行了 40,000 万元的一年期定向融资工具，折旧和利息支出的增加带动期间费用大幅增长，较大程度侵蚀了营业利润，公司盈利规模下降较快。

3. 公司并购森华易腾后，经营主业发生变化，存在一定的跨行业管理风险；并购过程中产生的商誉价值较大，若森华易腾经营情况未达预期，未来将面临较大的商誉减值风险。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

候珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: // www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



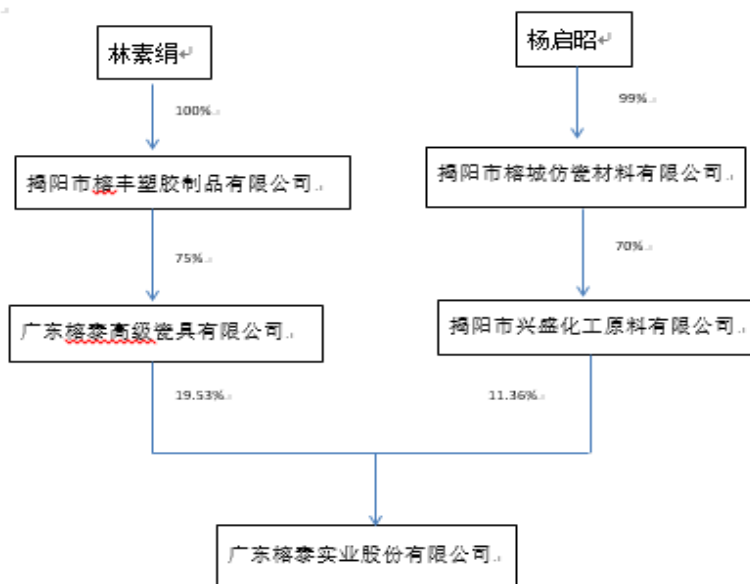
联合信用评级有限公司

一、主体概况

广东榕泰实业股份有限公司（以下简称“公司”或“广东榕泰”）系经广东省人民政府办公厅粤办函[1997]683号文和广东省体改委粤体改[1997]133号文批准，由广东榕泰高级瓷具有限公司（以下简称“榕泰瓷具”）和揭阳市兴盛化工原料有限公司（以下简称“兴盛化工”，与榕泰瓷具是关联企业）作为主要发起人于1997年12月发起设立的股份有限公司，初始总股本为12,000万股。2001年5月公司向社会公开发行人民币普通股4,000万股，并于2001年6月在上海证券交易所上市交易（股票简称“广东榕泰”，证券代码“600589”）。

2016年1月28日，公司向高大鹏、肖健共发行股份103,575,831股收购了其持有的森华易腾100%股权，公司完成变更登记后，股本由增发前的60,173.00万股变更为70,530.58万股。截至2016年3月底，公司注册资本为70,530.58万元，公司控股股东榕泰瓷具持有公司19.53%的股份，公司实际控制人为林素娟女士。林素娟配偶杨启昭通过揭阳市兴盛化工原料有限公司持有公司股权比例为11.36%，夫妻双方合计持有公司股权比例为30.89%。截至2016年3月底公司股权结构如下图所示。

图1 截至2016年3月底公司股权结构示意图



资料来源：公司提供

2016年1月，公司并购森华易腾，进军互联网行业；截至2016年3月底，公司主营业务变更为：氨基复合材料、苯酚及增塑剂等化工材料的生产与销售，和IDC¹及其增值服务。跟踪期内，公司组织架构未发生变化，总部设有行政管理部、人力资源部、财务部、内审部、证券部、投资发展部、供销部、生产管理部和产品开发中心等职能部门（详见附件1）；截至2016年3月底，公司下辖4家子公司；合并范围内共有在职员工928名。

截至2015年底，公司合并资产总额408,854.60万元，负债合计204,025.27万元，所有者权益（含少数股东权益）合计204,829.33万元，其中归属于母公司所有者权益203,880.40万元。2015年公司实现营业收入99,393.91万元，净利润（含少数股东损益）2,071.08万元，其中归属于母公

¹ IDC，互联网数据中心。

司所有者的净利润为 2,078.00 万元。经营活动产生的现金流量净额-15,474.82 万元，现金及现金等价物净增加额-20,184.91 万元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 512,426.69 万元，负债合计 222,053.22 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 290,373.47 万元，其中归属于母公司的所有者权益 289,425.13 万元。2016 年一季度公司实现营业收入 27,763.35 万元，净利润（含少数股东损益）2,622.14 万元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2,622.72 万元。经营活动产生的现金流量净额-36,512.87 万元，现金及现金等价物净增加额-41,222.96 万元。

公司注册地址：广东省揭阳市榕城区新兴东二路 1 号；法定代表人：杨宝生。

二、债券概况

“广东榕泰实业股份有限公司 2012 年 7.5 亿元公司债券”采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者询价配售相结合的方式于 2013 年 1 月 28 日发行结束，并已于 2013 年 3 月 12 日起在上海证券交易所挂牌交易，证券简称为“12 榕泰债”，证券代码“122219”。本次债券的起息日为 2013 年 1 月 24 日，债券期限为 5 年，并附第 3 年末公司赎回选择权、公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。发行票面利率为 5.90%，扣除发行费用后的净募集款项为 74,250.00 万元。

债券持有人有权选择在回售登记期（2015 年 12 月 28 日至 2015 年 12 月 30 日）将其持有的债券全部或部分进行回售申报登记，回售的价格为债券面值 100 元/张。根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对“12 榕泰债”公司债券回售申报情况的统计，本次回售申报有效数量为 50 手（1 手为 10 张），回售金额为 5.00 万元。

截至到 2014 年底，公司已将“12 榕泰债”募集的资金全部依照《公司债券募集说明书》规定的用途使用，其中 4.5 亿元用于偿还银行贷款，3 亿元用于补充流动资金。2016 年 1 月 26 日，公司已支付 2015 年 1 月 24 日至 2016 年 1 月 23 日期间利息，不存在债券违约情况。

三、行业分析

公司的 ML 氨基复合材料业务属于氨基塑料行业，是合成材料制造业的一个分支。与传统的氨基复合材料相比，ML 氨基复合材料各项性能指标均有所提高，特别是卫生指标（游离醛含量）和储存期方面提升明显，同时生产成本显著降低约 30%。氨基复合材料是一种热固性塑料，以三聚氰胺和甲醛为主要原料，加入适量的木浆纤维素填料以及着色剂，外观和手感如瓷器，无毒无味，耐酸耐碱，硬度和抗冲击强度高。氨基复合材料属于新材料，属于国家战略性新兴产业的产业目录之一，受到国家政策的大力支持。

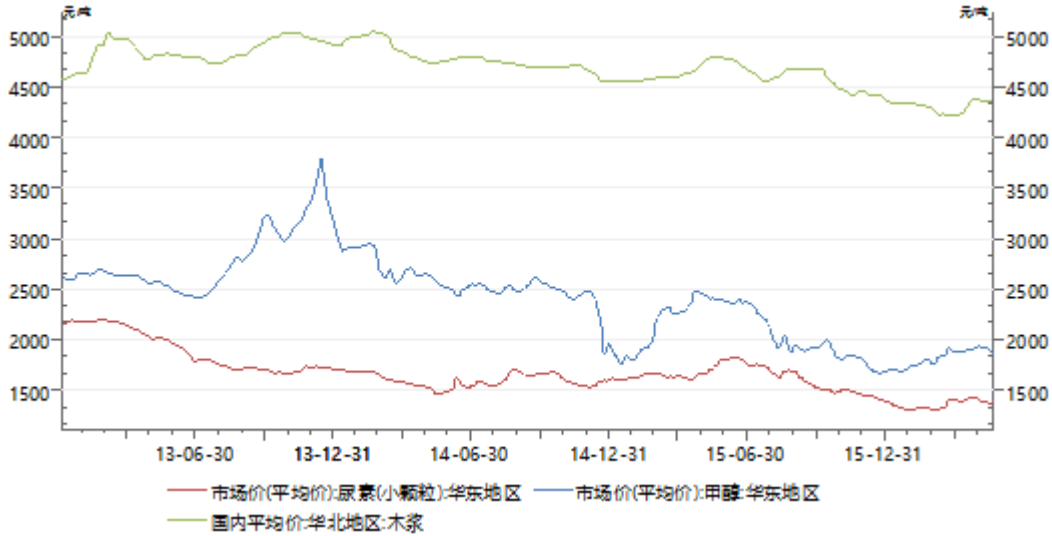
氨基复合材料的主要原材料为甲醛、尿素和木浆，上述三种原料成本之和约占氨基复合材料生产总成本的 70%~80%。甲醛的生产原料来自甲醇。氨基复合材料的用途主要为替代氨基模塑料中的高性能产品，目前比较常见的是用于制作各种餐具、电器和日用品，下游行业包括下游的汽车塑料零部件、仿瓷餐具、家具制造、麻将生产等行业。

从原材料价格变动趋势来看，受下游的醋酸、甲醚以及甲基叔丁基醚（MTBE）需求不及预期影响，甲醇价格大幅下跌。截至 2015 年底，甲醇价格为 1,699 吨，较 2014 年底下降 23.64%。甲醇价格的整体下跌，有助于公司降低生产氨基复合材料的成本。

作为氨基复合材料主要生产原料，2013 年以来尿素和木浆价格也呈现震荡下跌态势，截至

2016年5月底，尿素价格为1,403元/吨，较2015年初下降11.87%；木浆价格为4,390元/吨，较年初下降3.91%。尿素和木浆价格的下降在一定程度上降低了氨基复合材料的生产成本。尿素价格走低的根本原因是尿素产能严重过剩，造成尿素市场的供给远远大于实际需求。此外，尿素的主要原料煤炭价格的持续下跌，也是尿素价格下跌的诱因。

图2 2013年以来甲醇、尿素木浆价格走势一览²（单位：元/吨）



从下游需求看，氨基复合材料的下游产品主要为餐具制品、娱乐制品（包括桥牌、麻将、色子等）、卫生洁具、插排插座等，其中以生产餐具制品出口占较大市场份额。ML氨基复合材料行业发展前景广阔。一方面，随着人民生活水平的提高，汽车保有量在逐年提升，乘用车销量的逐年增长带动了汽车塑料配件的需求。另一方面，餐饮行业提高卫生水平、降低原材料成本的需求使得仿瓷餐具在餐饮行业中得到迅速推广。但近年来，全球宏观经济整体呈下行态势，下游需求偏弱，这对行业内企业来说是利空因素。

从行业竞争看，公司是国内该行业的龙头企业，也是参与制订国内氨基复合材料标准的起草单位，公司生产的ML氨基复合材料是在氨基复合材料的基础上通过改变原料配方，加入助剂M和助剂L而开发出的新一代产品，具有自主知识产权，新产品具备更加环保、优质和低成本的优点。但近年来，由于国内外经济环境、政策、替代品的竞争和其他各种生产要素成本的变化，该行业在国内的生产优势和竞争优势正在逐渐降低。

总体看，跟踪期内，氨基复合材料的原材料价格震荡下行，生产成本大幅下降，有利于提升行业整体盈利能力。但近年来受宏观经济下行以及替代品的出现，该行业在国内竞争优势逐渐被削弱。

四、管理分析

2016年2月28日，公司第六届董事会及监事会进行换届选举，其中两位独立董事石志博和林良协任期届满离任，同时任命高大鹏为公司董事。除此之外，公司的董事、监事和高级管理层无人员变动。

² 甲醇的主要消费区在华东地区，市场活跃程度高，具有较好的价格代表性。此处的甲醇价格取自华东地区市场价（中间价）。

高大鹏，38岁，本科学历，曾任世纪互联数据中心有限公司任客户经理、北京网联无限科技有限公司任客户经理、任客户经理、赛尔网络有限公司任客户经理、信元公众信息技术有限责任公司任部门经理；2005年11月成立森华易腾并任董事长。2016年1月18日，公司成功收购森华易腾后，高大鹏持有公司8.08%的股权，并担任公司董事。

整体看，跟踪期内，公司收购森华易腾后，实际控制人及核心生产、研发团队人员未发生重大变动，公司管理运营情况正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2015年，受宏观经济增速放缓、市场需求减弱及大宗商品价格暴跌的影响，化工行业产能过剩严重。公司全年实现营业收入99,393.91万元，同比下降16.46%；营业利润2,349.63万元，同比下降23.17%。公司收入来源主要为ML氨基复合材料、苯酐及二辛酯，2015年占营业收入的比例为82.01%，较2014年比重上升6.64个百分点，主营业务较为突出。

从主营业务收入构成看，2015年，公司产品种类未发生重大变化；但由于受大宗商品大幅降价及市场需求不足的影响，公司苯酐及二辛酯（两种产品生产线相同，故合并在一起）合计销售量减少及平均售价下跌，使得两种产品收入同比大幅下降50.08%，2015年为14,130.78万元，收入占比相应由2014年的31.57%下降至17.34%；公司积极拓展ML材料销售渠道，2015年产品销售收入为67,383.60万元，较上年增长9.81%。

表1 2014~2015年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%、百分点）

项目	2014年			2015年			收入同比变化	毛利率变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
ML材料	61,366.03	68.43	28.48	67,383.60	82.66	27.13	9.81	-1.35
苯酐及二辛酯	28,306.20	31.57	-0.60	14,130.78	17.34	-2.92	-50.08	-2.32
合计	89,672.23	100.00	19.30	81,514.38	100.00	21.92	-9.10	2.62

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从毛利率变化情况看，受市场需求减少、国际大宗商品价格持续走低及人工成本升高的影响，公司主要产品毛利率均呈下降趋势。其中ML氨基复合材料毛利率较上年小幅降低1.35个百分点至27.13%，主要系人工成本小幅增长所致；苯酐及二辛酯的毛利率近两年持续为负且不断下降，2015年毛利率下降至-2.92%，主要系销售收入大幅减少但固定成本仍保持一定水平所致。2015年，公司主营业务综合毛利率为21.92%，较上年提高2.62个百分点，由于ML材料是公司核心技术产品，市场竞争力强，毛利率水平相对较高，2015年ML材料收入比重提高带动了公司整体毛利率水平提升。

销售区域划分方面，2015年，受境外市场需求下降的影响，外销收入较上年大幅降低34.24%至3,055.81万元。同时由于广东省内客户主要为出口企业，出口量下降导致公司在省内销售收入也有所下降，2015年为59,460.74万元，同比下降8.76%。公司广东省外（国内）收入同比降幅相对较小。

表2 2015年公司主营业务收入分地区情况（单位：万元、%、百分点）

地区	收入	占比	收入同比增长
广东省内	59,460.74	72.95	-8.76
广东省外（国内）	18,997.82	23.31	-4.36
国外	3,055.81	3.75	-34.24
合计	81,514.38	100	-9.1

资料来源：公司年报

2016年一季度，由于并购子公司森华易腾，公司共实现营业收入27,763.35万元，综合毛利率为28.32%，较上年同期均有所增长。

整体看，2015年，公司主营业务及产品结构未发生重大变化，其中核心的ML材料业务占比仍较大。但受宏观经济下行及大宗商品降价的影响，苯酐及二辛酯合计销量大幅下滑，公司整体收入规模有所降低；由于毛利率相对较高的ML材料销售占比提升，公司综合毛利率有所上升。

2. 业务运营

公司主要采取以销定产和零星产销相结合的生产模式。供销部根据客户需求计划制定业务需求给生产管理部，生产管理部根据业务需求及库存状况制定出月产计划及周产计划，各生产单位根据生产计划和生产产品型号要求指令实施生产。

公司营业成本主要包括原材料、人工工资、折旧，此外还有能源及其他。公司采用以销定产的经营模式，2015年，公司营业成本随收入的减少而有所降低。2015年，公司主要成本构成中，原材料（占比86.46%）、人工工资、折旧所占比重较上年基本保持稳定，但单位人工成本较上年略有增长。公司采购模式和采购原材料等均较上年未发生重大变化。

表3 2014~2015年公司主要成本构成及占比情况（单位：万元、%）

项目	2014年		2015年		成本同比变化
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
原材料	62,579.94	86.47	55,026.42	86.46	-12.07
人工工资	1,751.34	2.42	1,562.29	2.45	-10.79
折旧	8,041.05	11.11	7,059.59	11.09	-12.21
合计	72,372.33	100.00	63,648.31	100.00	-12.05

资料来源：公司年报

从原材料构成看，公司生产所需的原材料主要包括甲醛（36.50%的甲醛溶液，公司采购甲醇制成甲醛）、尿素、木浆、辛醇和邻二甲苯等。2015年，受大宗商品价格下降的影响，原材料中除尿素价格较上年小幅下降1.71%外，甲醇、木浆、辛醇和邻二甲苯的采购价格分别较上年下降20.77%、10.42%、34.10%、32.24%，均呈大幅下跌趋势。原材料成本下降，有利于提升公司盈利水平。采购量方面，由于甲醛主要依靠甲醇来生产，可以外购也可以自产，公司每年采购甲醇的量视甲醛价格而定，2015年由于大宗商品降价，公司外采甲醛增多，甲醇采购量小幅下降。由于ML材料销售情况较好，尿素、木浆采购量均有所增长。辛醇和邻二甲苯是苯酐及二辛酯的主要原料，受销售量下降的影响，原材料采购量也随之减少。

表 4 近两年公司主要原材料采购均价情况 (单位: 吨、元/吨、%)

项目	2014 年		2015 年		采购均价同比增长幅度
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	
甲醇	55,078.32	2,837.75	51,495.91	2,248.26	-20.77
尿素	32,568.00	1,943.13	35,411.25	1,909.83	-1.71
木浆	26,522.66	4,965.06	67,604.84	4,447.93	-10.42
辛醇	9,108.84	9,537.18	7,331.05	6,284.80	-34.10
邻二甲苯	19,048.29	8,968.99	16,841.32	6,077.11	-32.24

资料来源: 公司提供

从产能方面看, 公司是国内塑料制造行业的龙头企业, 技术和生产工艺均处于国内领先水平, 市场占有率接近 40%。目前公司具有年产氨基复合材料 14 万吨、甲醛 14 万吨、苯酐及二辛酯 7 万吨 (苯酐和二辛酯为同一条生产线) 的生产能力。2015 年, 公司产能情况未发生变化。

产量方面, 受下游需求低迷的影响, ML 材料、苯酐为消化上年库存, 本年产量均有所下降, 分别为 8.29 万吨和 1.23 万吨, 同比降低 7.93% 和 38.85%; 二辛酯产量也较上年有所下降, 为 1.13 万吨, 同比降低 28.86%。公司产能利用率处于较低水平, ML 材料为 59%, 苯酐为 61%, 二辛酯为 23%, 苯酐和二辛酯产能利用率均较上年出现大幅下降。

表 5 公司产能产量情况

产品	项目	2014 年	2015 年
ML 材料	产能 (吨)	140,000.00	140,000.00
	产量 (吨)	90,062.05	82,923.95
	产能利用率 (%)	64.33	59.23
苯酐	产能 (吨)	20,000	20,000
	产量 (吨)	20,093.00	12,286.57
	产能利用率 (%)	100.47	61.43
二辛酯	产能 (吨)	50,000	50,000
	产量 (吨)	15,786.18	11,325.36
	产能利用率 (%)	31.57	22.65

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

整体看, 2015 年, 由于大宗商品价格走弱, 生产 ML 材料的主要原料价格下跌, 提高了公司的盈利空间; 同时, 受下游需求低迷的影响, 公司为消化库存, 减少了产量, 产能利用率也相应下降, 处于较低水平。

3. 销售情况

ML 氨基复合材料的下游产品主要为餐具制品、娱乐制品 (包括桥牌、麻将、色子等)、卫生洁具、插排插座等, 其中以生产餐具制品出口占较大市场份额。销售模式方面, 公司与客户签订销售合同时, 主要有二种方式: 一种是与顾客签订年度供销框架合同, 订单期限一般为一年, 先行确定一年内的供货品种和总供货量, 具体交货时, 根据客户提供的出货计划以及预估信息作为生产安排的基础, 根据顾客提供的计划进行出货; 另外一种接收到顾客的订单, 对于订单进行评审, 双方签订合同后, 通知生产管理部门安排生产, 最后根据合同或者顾客要求进行安排出货。

2015 年, 公司 ML 材料、苯酐、二辛酯的产销率分别为 115.04%、113.83% 和 87.46%, 比上年分别增加 17.95 个百分点、增加 47.24 个百分点和降低 28.75 个百分点。由于 ML 材料和苯酐上

年库存积压较多，公司为回笼资金，2015 年产量下降，因此产销率得到提升。

从销售数量看，2015 年，公司积极拓展销售渠道，ML 材料销售量为 95,396.44 万吨，销售量较去年同比增长 9.11%；苯酐销售数量同比增长 4.54%；二辛酯销售数量同比下降 46.01%。

2015 年，受国际大宗商品价格走低的影响，公司苯酐和二辛酯销售均价大幅下降；ML 材料由于在技术上具有明显竞争优势，价格基本保持稳定。ML 材料 2015 年销售均价为 8,264.33 元/吨；苯酐销售均价为 6,184.46 元/吨，同比下降 40.22%；二辛酯销售均价为 7,958.30 元/吨，同比下降 24.25%。

表 6 近两年公司主要产品产销情况（单位：万吨，元/吨）

产品	2014 年		2015 年	
	销量	销售均价	销量	销售均价
ML 材料	87,433.26	8,211.78	95,396.44	8,264.33
苯酐	13,379.36	10,345.88	13,986.35	6,184.46
二辛酯	18,347.30	10,506.25	9,905.65	7,958.30

资料来源：公司提供

从客户集中度看，2015 年公司对前五大客户实现销售收入 18,254.87 万元，占年度销售总额的比例为 18.46%，客户集中度较上年同期有一定的下降，大客户销售比较稳定，但中小客户销售变化较大。

总体看，2015 年，公司依然保持着氨基复合材料生产行业的龙头地位，ML 材料的产销情况正常，综合毛利率维持在较高水平；但受宏观经济下行、大宗商品价格下跌的影响，公司苯酐和二辛酯销售收入下降较快。

4. 投资情况

公司主要在建项目新化工基地正全面加紧进行，预计全部达产时间为 2017 年，公司未来对新化工基地的战略规划是将化工基地建设成为公司集约化的生产基地及销售物流配送中心。截至 2016 年 3 月底，公司已投资 51,262.51 万元，尚需投资 14,737.49 万元。公司未来投资压力不大。

表 7 截至 2016 年 3 月底公司主要投资项目一览

项目	主要产品	设计产能	预计投资总额（万元）	截至 2016 年 3 月底已投资（万元）	未来投资计划金额（万元）	资金来源	预定投产日期
新化工基地	苯酐\增塑剂\注塑型氨基塑料（高级密胺材料）\甲醛	5 万吨\10 万吨\6 万吨\20 万吨	66,000.00	51,262.51	14,737.49	自筹	2017 年

资料来源：公司提供

5. 重大事项

公司拟向互联网领域逐步转型，通过增发股份和配套募集资金，于 2016 年 1 月 18 日完成了对森华易腾 100% 股权的并购工作。并购后，公司主营业务变更为 ML 材料等化工产品生产与销售、IDC 及其增值服务两项主业。

森华易腾 100% 股权的交易价格确定为 120,000.00 万元，其中 84,000.00 万元以股份支付，由公司向森华易腾股东高大鹏、肖健共发行股份 103,575,831 股，发行价格以 8.11 元/股计算；剩余 26,000 万元由现金支付。以 2015 年 5 月 31 日作为评估基准日，森华易腾经审计净资产账面价值

为 7,785.34 万元，实际购买溢价率较高。

森华易腾是国内具有一定知名度的 IDC 综合服务运营商，主营业务包括 IDC 及其增值服务、云计算、CDN 业务。森华易腾经过十来年的业务积累，已形成了行业口碑、核心技术、客户资源、人才队伍等核心竞争优势：1) 带宽资源：森华易腾拥有电信运营商国家级主干机房的良好资源和完备的数据中心基础设施，拥有接入中国电信、中国联通、中国移动、中国教育网、中国铁通、中国科技网资源的多线机房。森华易腾各机房之间通过光纤直连，采用高端核心设备做堆叠，可以实现机房间的相互冗余，云计算的主机漂移，提供高质量的多网络出口融合的互联网出口带宽。2) 客户资源：森华易腾专注于互联网娱乐行业，为数百家客户提供专业的 IDC 及其增值服务，包括小米科技、金山云、酷狗音乐等行业知名企业。森华易腾凭借自身完整的服务体系已在互联网行业，为超过数百家互联网企业提供优质服务，在 IDC 行业具有一定的品牌优势。3) 核心技术优势：森华易腾拥有多项软件著作权，著作权对应的核心技术主要为数据中心运营、管理、网络资源调配、网络监控相关业务提供服务。

IDC 行业方面，2014 年中国 IDC 市场增长迅速，在过去六年，中国 IDC 市场复合增长率达到 38.60%。云计算作为新一代信息技术的核心，已上升到国家战略的高度，得到了国家各级政府部门的大力支持。2015 年 3 月，李克强总理在政府工作报告中提出要制定“互联网+”行动计划，推动移动互联网、云计算、大数据、物联网等与现代制造业结合，促进电子商务、工业互联网和互联网金融健康发展，引导互联网企业拓展国际市场。未来，我国 IDC、云计算行业将继续保持高速增长。

表 8 2014~2016 年 3 月底森华易腾财务情况（单位：万元）

资产负债表	2014 年底	2015 年底	2016 年 3 月底
流动资产	7,151.56	12,716.16	14,693.75
非流动资产	1,296.16	1,523.88	1,522.88
资产总计	8,447.72	14,240.04	16,216.63
流动负债	3,094.77	2,131.74	2,090.02
非流动负债	--	0.26	0.26
负债合计	3,094.77	2,132.00	2,090.28
所有者权益合计	5,352.95	12,108.04	14,126.36
少数股东权益	--	--	--
利润表	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
营业收入	15,488.26	20,939.41	6,488.68
营业成本	9,222.26	10,693.54	3,372.30
营业利润	4,202.93	7,852.62	2,414.09
净利润	3,548.45	6,665.09	2,018.31

资料来源：公司提供

近两年一期，森华易腾资产和权益规模持续快速增长，截至 2016 年 3 月底，森华易腾资产规模为 16,216.63 万元，所有者权益合计为 14,126.36 万元；近两年，森华易腾营业收入和净利润规模大幅增长，2015 年分别为 20,939.41 万元和 6,665.09 万元，2016 年 1~3 月为 6,488.68 万元和 2,018.31 万元。森华易腾财务情况良好。

并购后，2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 27,763.35 万元，同比增长 2.37%；净利润（含少数股东损益）2,622.14 万元，同比增长 129.46%；其中归属于母公司所有者的净利润为 2,622.72

³由于公司实际购买日为 2016 年 1 月 18 日，公司 1 季度利润表仅将森华易腾 2 月和 3 月产生的收入和费用纳入合并范围。

万元，同比增长 129.38%。

整体看，随着我国互联网的高速发展，国家也正大力推进“互联网+”行动计划，森华易腾作为互联网综合服务商，未来发展前景较好。此次并购后，公司将改变多年来单一依赖 ML 氨基复合材料业务的状况，有效分散经营风险。

6. 经营关注

化工行业产能过剩，公司转型压力大

公司化工产品受传统产品需求增速下降、产能过剩的影响，产量较去年大幅下降，产能利用率较低。考虑到国内经过多年的去库存周期后，化工行业产能过剩现象仍未有实质好转，国内企业继续依靠固定资产投资增长进行扩张的发展模式难以持续。公司传统化工业务未来发展面临一定的不确定性。

跨行业管理风险和并购商誉减值风险

公司并购森华易腾后，由传统化工行业进军互联网行业，若现有管理水平不能与业务变更速度相匹配，未来经营管理风险将加大；同时本次并购完成后，在上市公司合并资产负债表中形成大额商誉。根据《企业会计准则》规定，本次交易形成的商誉不作摊销处理，但需在未来每年年度终了进行减值测试。若森华易腾未来经营状况未达预期，则存在商誉减值的风险。

7. 未来发展

公司目前主营为化工材料和 IDC 及其综合服务两个主业，未来公司发展重点一方面将放在做强做大互联网产业，另一方面公司将在条件成熟时择机逐步剥离较为低效的化工材料资产。

未来一段时期，公司主要工作内容：一方面公司将加大对森华易腾的扶持力度，将通过利用资本市场平台做强做大互联网产业。另一方面公司将通过加强管理，降低产品生产成本和优化产品质量，进一步巩固扩大国内市场占有率，积极参与国际化工新材料产业竞争，增强国际市场竞争能力。

总体看，公司向互联网转型思路明确，若转型成功，将有较好的发展前景。

六、财务分析

公司提供的 2014 和 2015 年度合并财务报表已经广东正中珠江会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2016 年一季度财务报表未经审计。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及 2014 年最新的会计准则修订指引。2015 年，公司合并范围未发生变化，2014 年和 2015 年的财务数据可比性较强；2016 年 1 月中旬，公司收购了经营范围为互联网数据储存的北京森华易腾通信技术有限公司，并购后公司主业发生变化，2016 年一季度数据可比性受到一定影响。截至 2016 年 3 月底，公司合并范围内的子公司包括：揭阳市新三泰化工有限公司、揭阳市三泰商贸物流有限公司、揭阳市天元投资有限公司和北京森华易腾通信技术有限公司。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 408,854.60 万元，负债合计 204,025.27 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 204,829.33 万元，其中归属于母公司所有者权益 203,880.40 万元。2015 年公司实现营业收入 99,393.91 万元，净利润（含少数股东损益）2,071.08 万元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2,078.00 万元。经营活动产生的现金流量净额 39,767.12 万元，现金及现金等价物净增加额 50,141.21 万元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 512,426.69 万元，负债合计 222,053.22 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 290,373.47 万元，其中归属于母公司的所有者权益 289,425.13 万元。2016 年一季度公司实现营业收入 27,763.35 万元，净利润（含少数股东损益）2,622.14 万元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2,622.72 万元。经营活动产生的现金流量净额-15,474.82 万元，现金及现金等价物净增加额-20,184.91 万元。

1. 资产质量

流动资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 408,854.60 万元，较年初增长 9.89%，主要来自于流动资产的增加。截至 2015 年底，公司流动资产 257,138.93 万元，较年初增长 18.72%；非流动资产 151,715.67 万元，较年初减少 2.41%。从资产结构看，2015 年底公司流动资产占总资产比例为 62.89%，非流动资产占总资产比例为 37.11%，以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产主要由货币资金（占比 59.94%）、应收账款（占比 18.62%）和存货（占比 18.68%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金为 154,124.75 万元，较年初大幅增长 44.19%，主要系货款回收及发行了 4 亿元一年期非公开定向融资债务工具所致。2015 年末公司货币资金中，银行存款 146,396.46 万元，其他货币资金 7,545.43 万元，库存现金 182.85 万元。其他货币资金全部为使用受限资金，占比为 4.90%，受限规模较小。

截至 2015 年底，公司应收账款为 47,880.75 万元，较年初下降 4.10%，主要系 2015 年化工产品销售收入下降及公司对应收账款的追收力度增强所致。应收账款主要为应收化工产品货款，账龄在 1 年以内的应收账款占比 89.91%，1~2 年的占比 10.09%，公司已计提坏账准备 2,789.88 万元，计提较为充分。公司前五名单位的应收账款占比 25.96%，集中度一般，均与公司为非关联方关系。

截至 2015 年底，公司存货账面价值 48,044.77 万元，较年初小幅增长 1.02%。2014 年末公司的存货主要由原材料（占比 66.49%）、库存商品（占比 25.50%）和在产品（占比 8.02%）组成；公司共计提存货跌价准备 453.55 万元，计提比例为 0.93%，考虑到化工产品下游需求低迷、市场价格仍将持续下跌，公司存货仍面临一定的减值风险。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产共计 151,715.67 万元，较年初小幅下降 2.41%。公司非流动资产主要由固定资产（占比 47.40%）、在建工程（占比 27.67%）、无形资产（占比 12.01%）和投资性房地产（占比 8.59%）组成。非流动资产结构符合公司资本密集型的行业特点，且在跟踪期内保持稳定。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 71,915.51 万元，较年初下降 8.60%，主要系计提折旧所致；2015 年底公司的固定资产主要由房屋建筑物和机器设备构成，成新率 54.57%，成新率一般。固定资产中价值为 22,558.84 万元的甲醛仓库、车间、办公室、地都仓库、化工城招待所及地都苯酐配套用房尚未办妥产权证。公司于年末对各项固定资产进行检查，未发现由于遭受毁损而不具备生产能力和转让价值、或技术落后被淘汰等原因而需计提减值准备的情形，故不计提固定资产减值准备。

截至 2015 年底，在建工程账面价值为 41,974.33 万元，较年初增长 16.47%，主要系公司加大对新化工基地的投入所致。2015 年底，公司在建工程主要由榕泰化工产业基地项目新化工基地组成。公司已对在建工程计提了 6,598.89 万元的减值准备，主要系榕泰化工产业基地项目因长期停

建，部分设备可回收价值下降。

截至 2015 年底，公司无形资产 18,221.72 万元，较年初下降 2.17%，主要系计提无形资产摊销所致。公司的无形资产全部为土地使用权，已计提累计摊销 3,530.98 万元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 512,426.69 万元，较年初增长 25.33%，主要系并购森华易腾产生了 10.64 亿元的商誉所致；受商誉大幅增加的影响，公司资产结构转变为以非流动资产为主，流动资产和非流动资产占比分别为 48.22%和 51.78%。

总体看，2015 年，公司资产规模稳步增长；由于发行定向融资工具及加快对应收账款的催收，流动资产中货币资金增长较快；非流动资产仍以固定资产和在建工程为主。整体看，公司资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 204,025.27 万元，较年初增长 21.18%，主要系流动负债中的应付票据大幅增长及发行了 40,000.00 万元一年期的定向融资工具所致。从负债构成看，流动负债占比 60.69%，以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债 123,821.10 万元，较年初增长 40.49%，主要系应付票据大幅增长所致。公司的流动负债主要由短期借款（占比 43.91%）、应付票据（占比 19.49%）和其他流动负债（占比 32.80%）组成。

截至 2015 年底，公司短期借款为 54,370.00 万元，较年初下降 27.31%，主要系 2015 年公司发行了 4 亿元的一年期非公开定向融资债务工具，对部分银行短期借款进行了偿还所致。公司 2015 年底短期借款全部由抵押借款（占比 91.06%）和保证借款（占比 8.94%）组成。

截至 2015 年底，公司应付票据为 24,127.76 万元，较年初增长 246.44%，主要系公司为了降低资金成本，与供应商进行票据结算增加所致。

2015 年公司新增其他流动负债；截至 2015 年底为 40,610.00 万元，主要系公司于 2015 年 9 月发行了 40,000.00 万元一年期非公开定向融资债务工具所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债 80,204.17 万元，较年初下降 0.03%。公司 2015 年底非流动负债主要为应付债券；应付债券账面价值为 79,056.25 万元，系“12 榕泰债”，较年初保持不变，占非流动负债比重为 98.57%。

从公司的债务情况看，由于 4 亿元一年期定向融资工具发行成功，2015 年底公司的短期债务较年初大幅上升 44.93%至 118,497.76 万元；长期债务较年初保持不变，余额为 79,056.25 万元，全部为应付公司债券；受上述因素影响，全部债务为 197,554.01 万元，较年初下降 22.84%。2015 年底公司资产负债率为 49.90%，较年初增加 4.65 个百分点；由于一年期定向融资工具的发行，全部债务资本化比率较年初上升至 49.10%；长期债务资本化比率为 27.85%，较年初有所下降。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 222,053.22 万元，较年初增长 8.84%，主要系流动负债中其他应付款大幅增长所致。债务结构仍以流动负债（占比 65.38%）为主。受并购过程产生 10.64 亿元商誉的影响，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 43.33%、40.17%和 20.69%，较年初大幅下降。

总体看，2015 年，由于发行定向融资工具及大量使用票据结算，流动负债增长较快；公司非流动负债以应付债券为主，较上年基本稳定；刚性债务以短期债务为主，债务负担有所加重。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 204,829.33 万元，较年初增长 0.56%。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益 203,880.40 万元。归属于母公司所有者权益中，股本占 29.51%，资本公积（主要为股本溢价）占 27.63%，盈余公积占 6.90%，未分配利润占 35.95%，权益结构较年初基本稳定。公司所有者权益中股本和资本公积占比较大，所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 290,373.47 万元，较年初增长 41.76%，主要系并购森华易腾增发股份产生了较多的股本溢价所致；归属于母公司所有者权益为 289,425.13 万元，股本占 24.37%，资本公积占比 44.53%，未分配利润占比 26.23%，盈余公积占比 4.86%，权益结构仍以股本和资本公积为主，权益结构较为稳定。

总体看，公司所有者权益规模较大，稳定性较好。

3. 盈利能力

自 2013 年以来，受宏观经济下行，化工产品产能过剩的影响，公司收入及盈利水平呈持续大幅下降趋势。2015 年，公司实现营业收入 99,393.91 万元，同比下降 16.46%。其中，主营业务收入较 2014 年有所减少，同比下降 9.10%至 81,514.38 万元；主营业务成本较上年下降 12.05%至 63,648.31 万元，受甲醇等原材料价格下降较快的影响，主营业务成本较主营业务收入降幅更大。2015 年，公司营业利润较上年下降 23.17%至 2,349.63 万元，利润总额较上年下降 22.37%至 2,388.05 万元，净利润较上年下降 32.83%至 2,071.08 万元。

费用控制方面，2015 年公司期间费用共 16,416.39 万元，同比上升 15.54%，主要系生产厂房转固后计提的折旧费增长、及非公开发行定向融资工具产生的利息支出增加所致。销售费用随销售收入的下降而下降，2015 年为 1,185.35 万元，同比降低 16.88%，主要系产品运输费用及广告宣传费用降低所致；管理费用为 6,539.42 万元，同比上升 40.74%，主要系公司当期进行重组业务产生的费用较多及新增固定资产导致折旧费用增加所致；财务费用为 8,691.62 万元，同比上升 6.83%，主要系公司发行 4 亿元的非公开发行定向融资工具使得计提的利息支出增加。2015 年，公司费用收入比为 16.52%，较上年上升 4.57 个百分点，费用控制水平下降。

2015 年，公司投资收益及营业外收入规模均较小，利润总额对其不形成重大依赖。

从盈利指标看，2015 年，受原材料价格下降速度较快的影响，公司营业利润率较上年有所提升，为 18.43%；总资本收益率和净资产收益率分别为 2.85%和 1.01%，均较上年有一定幅度下降，处于一般水平。

2016 年 1~3 月，由于并购子公司森华易腾，公司实现营业收入 27,763.35 万元、利润总额 3,124.75 万元和净利润 2,622.14 万元。营业收入同比增长 2.37%，利润总额同比增长 138.78%，净利润同比增长 129.46%。

总体看，2015 年，受下游需求低迷的影响，公司收入规模较上年有所下降；期间费用有所上升，对净利润的侵蚀较大；公司整体盈利水平一般。

4. 现金流

从经营活动看，2015 年，公司经营活动产生的现金流入为 107,500.43 万元，主要为销售化工产品收回的货款，受化工产品收入规模减少的影响，现金流入较上年下降 8.38%；经营活动产生的现金流出为 67,733.30 万元，较上年降低 27.26%，主要系 2015 年为消化库存生产使用原材料减少及原材料价格下跌所致。同期，公司经营活动现金流净额为 39,767.12 万元，较上年增长 64.18%。从收入实现质量来看，近两年公司的现金收入比分别为 98.30%和 107.37%，公司加快对应收账款

的催收力度，公司收入实现质量有所提高。

从投资活动看，2015年，公司投资活动现金流入为126.44万元，全部为长期股权投资取得的投资收益，较上年的2,663.62万元下降较多；投资活动现金流出为2,913.17万元，全部为公司建设生产厂房支出，较上年大幅下降，主要系公司榕泰化工产业基地项目和商贸物流项目基本竣工，后续投入较少所致。2015年公司投资活动现金流净额为-2,786.73万元，现金流净额由净流入转为净流出状态。

从筹资活动看，2015年公司筹资活动现金流入为97,275.04万元，较上年增长18.48%，包括非公开发行定向融资工具40,000万元和取得借款收到的现金。筹资活动现金流出为84,114.22万元，较上年增长11.77%，主要系偿还借款增加及支付的股利和利息增多所致。筹资活动现金流净额为13,160.82万元，较上年增长92.32%。

2016年1~3月，公司经营活动现金流净额为-36,512.87万元；投资活动现金流净流出额为-15,181.91万元；筹资活动现金流量净额为10,471.82万元。现金及现金等价物净增加额为-41,222.96万元。

总体看，2015年，公司经营活动现金流充裕，收现质量得到提升；由于并购及在建工程项目所需资金规模较大，公司筹资活动现金流入增加，有一定的外部融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015年末公司流动比率、速动比率分别为2.08倍和1.69倍，较年初均有所降低；现金短期债务比为1.31倍，较年初的1.33倍小幅下降，现金类资产对短期债务的保障程度较高；经营现金流流动负债比为32.12%，较年初27.48%有明显增长。

从长期偿债能力指标来看，2014~2015年公司EBITDA分别为18,078.94万元和18,939.40万元。从2015年的EBITDA构成看，利润总额占比12.61%，折旧占比36.24%，摊销占比4.31%，计入财务费用的利息支出占46.84%，以折旧和利息支出为主，稳定性不强。EBITDA利息倍数分别为2.23倍和2.13倍，EBITDA全部债务比分别为0.11倍和0.10倍，近两年EBITDA对全部债务的保障能力较弱。

截至2016年3月底，公司共获得银行授信额度13.00亿元，尚未使用额度5.50亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2016年3月底，公司无对外担保事项且无重大诉讼事项。

截至2016年5月24日，根据中国人民银行征信中心出具的征信报告，公司历史上无贷款违约情况，信用状况良好。

总体看，公司现金类资产相对充裕，经营现金流对债务的保障能力良好，短期债务偿还能力较强；EBITDA中利润总额占比较小，长期偿债能力一般。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达154,681.44万元，约为“12榕泰债”本金合计（75,000.00万元）的2.06倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达204,829.33万元，约为债券本金合计（75,000.00万元）的2.73倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“12榕泰债”按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为18,939.40万元，约为债券本金合计（75,000.00万元）的0.25倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 107,500.43 万元，约为债券本金合计（75,000.00 万元）的 1.43 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为氨基复合材料行业的龙头企业，公司对“12 榕泰债”仍具有较强的偿还能力。公司对“12 榕泰债”的偿还能力很强。

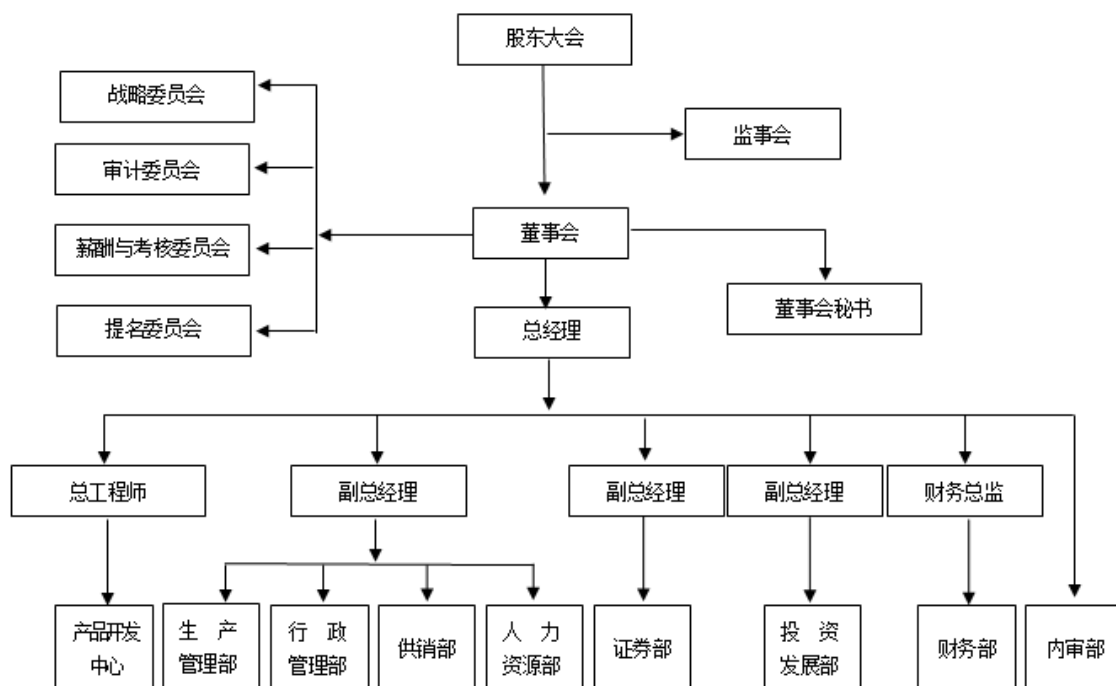
八、综合评价

跟踪期内，公司作为氨基复合材料生产行业的龙头企业，面对化工行业产能过剩，公司不断拓展省内外销售渠道，ML 材料销售收入稳定增长；原材料降价增加了公司盈利空间，公司毛利率水平得到提升；2016 年一季度，公司并购森华易腾后，资产和权益规模扩大，盈利能力同比有所提升。但联合评级也关注到化工行业下游需求持续低迷、公司苯酐及二辛酯销售订单减少、费用控制能力下降及合并商誉减值风险较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

随着原材料价格的持续走低，公司主要产品 ML 材料将获得更多的利润空间。2016 年初，公司并购森华易腾，随着国家对“互联网+”行动计划的大力推动，未来公司整体收入和利润水平有望增长。

综上，联合评级继续维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“12 榕泰债”的债项信用等级“AA”。

附件 1 广东榕泰实业股份有限公司组织结构图



附件 2 广东榕泰实业股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	37.21	40.89	51.24
所有者权益 (亿元)	20.37	20.48	29.04
短期债务 (亿元)	8.18	11.85	11.93
长期债务 (亿元)	7.91	7.91	7.57
全部债务 (亿元)	16.08	19.76	19.50
营业收入 (亿元)	11.90	9.94	2.78
净利润 (亿元)	0.31	0.21	0.26
EBITDA (亿元)	1.81	1.89	--
经营性净现金流 (亿元)	2.42	3.98	-1.55
应收账款周转次数 (次)	2.28	1.91	--
存货周转次数 (次)	2.06	1.67	--
总资产周转次数 (次)	0.33	0.25	0.06
现金收入比率 (%)	98.30	107.37	106.04
总资本收益率 (%)	3.21	2.85	--
总资产报酬率 (%)	3.13	2.88	--
净资产收益率 (%)	1.52	1.01	--
营业利润率 (%)	15.47	18.43	28.01
费用收入比 (%)	11.94	16.52	15.67
资产负债率 (%)	45.25	49.90	43.33
全部债务资本化比率 (%)	44.12	49.10	40.17
长期债务资本化比率 (%)	27.96	27.85	20.69
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.23	2.13	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.10	--
流动比率 (倍)	2.46	2.08	1.70
速动比率 (倍)	1.92	1.69	1.29
现金短期债务比 (倍)	1.33	1.31	0.95
经营现金流流动负债比率 (%)	27.48	32.12	-25.15
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.24	0.25	--

注: EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。