



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

传化智联股份有限公司

主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告

CREDIT RATING REPORT





评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

评级报告导读

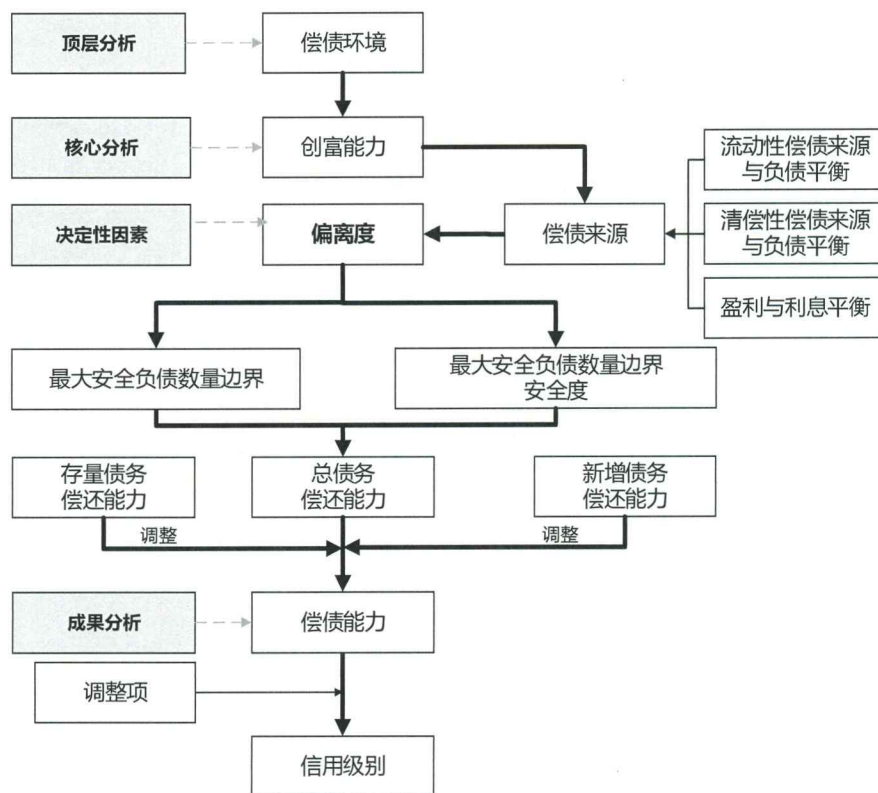
评级报告逻辑

评级结论回答的是债务人未来一定时期最大安全负债数量边界及其安全度，它由以财富创造能力为基石的偿债来源偏离度所决定。

偏离度是大公信用评级核心思想。偏离度是指以财富创造能力为基石每一种偿债来源与财富创造能力的距离，距离越远风险越大。偿债来源按照自主性和可靠性排序为：盈利、经营性现金流、债务收入、外部支持、可变现资产、外汇收入、货币发行。

评级报告依次分析偿债环境、财富创造能力和偿债来源，得到偿债来源偏离度，以此为核心测算出最大安全负债数量边界及其安全度，并最终得到偿债能力分析结论。

大公力求精准量化债务人偿债风险，体现的数字评级逻辑如下：



跟踪评级说明

根据大公承做的传化智联股份有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。



◆ 评定等级

主体信用					
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					
债券简称	额度 (亿元)	年限 (年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17 传化 01	10	5 (3+2)	AA	AA	2017. 11. 24
18 传化 01	10	3 (2+1)	AA	AA	2017. 11. 24

◆ 主要观点

大公对传化智联股份有限公司（以下简称“传化智联”或“公司”）“17 传化 01”、“18 传化 01”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。本次评级结果反映传化智联面临良好的偿债环境，市场竞争力很强，可用偿债来源偏离度很小，偿债能力很强。主要理由阐述如下：

1、公司偿债环境良好。中国结构性改革不断推进，充足的政策调整空间为公司业务发展提供良好的偿债环境；近年来我国物流产业快速发展，但物流成本占 GDP 比重与发达国家相比依然较高，我国物流产业具有较大发展空间。

2、公司财富创造能力很强。我国纺织行业规模较大，为印染助剂行业提供了较大的需求空间。公司是我国印染助剂行业的主要企业之一，印染助剂产能和市场占有率均位居行业前列，具有较强的市场竞争力；公司物流业务是通过线下公路港和线上信息平台为物流企业和司机提供服务的模式，运营及发展较好。2017 年以来，公司物流业务收入规模大幅增加，推动公司利润增长。公司期间费用规模较大，对盈利挤压明显。

3、公司可用偿债来源偏离度很小。公司经营性净现金流持续为净流出状态，经营性净现金流不能覆盖流动负债。随着公司物流板块业务的开展，以及物流在建项目投资持续支出，预计未来 1~2 年，公司将面临较大的资本支出压力。公司债务融资渠道畅通，且银行授信宽裕，具有很好的外部融资能力。

4、公司偿债能力很强。公司有息债务呈增长趋势，债务结构较为均衡，债务期限结构合理。公司偿债来源安全度较高，能对公司整体的负债偿还提供良好的保障；整体负债水平一般，存在



一定的新增融资空间。

◆ 优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 1、公司是我国印染助剂行业的主要企业之一，印染助剂产能和市场占有率均位居行业前列，仍具有较强的市场竞争力；
- 2、公司物流业务是通过线下公路港和线上信息平台模式，运营及发展较好；截至 2018 年 3 月末，公司已运营的公路港 48 个，且在全国 90 多个城市布局，为物流业务持续发展提供一定支撑；
- 3、2017 年以来，公司物流业务收入规模大幅增加，推动公司利润增长。

主要风险/挑战:

- 1、我国纺织行业的产量增速呈下降态势，印染助剂行业下游需求增速放缓；印染助剂行业污水排放较大，面临较大环保压力。
- 2、2017 年，公司期间费用规模较大，对盈利挤压明显；其他收益金额大，主要为政府补助，公司营业利润对政府补助的依赖性较强；
- 3、2017 年以来，随着公司供应链业务的开展，公司应收账款、预付款项及存货增长较快，影响资金流动性，经营性净现金流持续为净流出状态，且净流出规模持续扩大，无法对债务和利息形成保障，同时公司在建项目较多，未来面临较大的资本支出压力。
- 4、2017 年以来，受公司在建项目及经营规模扩大的资金需求影响，公司有息债务规模大幅增长，短期偿付压力较大。



主要财务数据与核心指标

(单位: 人民币亿元、%)

项目	2018年1~3月	2017年	2016年	2015年
总资产	267.75	240.79	170.19	144.82
所有者权益	125.73	125.05	117.15	111.57
总有息债务	88.39	65.18	28.30	16.32
营业收入	49.78	192.15	81.67	53.40
净利润	0.95	5.40	6.51	6.18
经营性净现金流	-13.27	-10.52	-4.01	4.14
毛利率	10.80	10.65	15.10	24.37
总资产报酬率	0.83	4.10	5.72	6.05
债务资本比率	41.28	34.26	19.46	12.77
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	-	8.06	17.00	14.90
经营性净现金流 / 总负债	-10.29	-12.46	-9.29	12.79

注: 公司提供了 2017 年及 2018 年 1~3 月财务报表, 天健会计师事务所 (特殊普通合伙) 对公司 2017 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

◆ 联系方式

评级小组负责人: 刘士楠

联系电话: +86-10-51087768

传真: +86-10-84583355

地址: 中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层

评级小组成员: 张博源 刘冬妮

客服电话: + 86-4008-84-4008

Email dagongratings@dagongcredit.com



大公国际资信评估有限公司

二〇一八年六月十四日

基本经营

（一）主体概况与公司治理

公司成立于 2001 年，原名浙江传化股份有限公司，注册资本为 6,000 万元，公司出资人为自然人徐传化、徐冠巨、徐观宝三人，其中，徐传化为徐冠巨、徐观宝两人之父，徐观宝为长子，徐冠巨为次子。截至 2018 年 3 月末，公司总股本为 32.58 亿元。

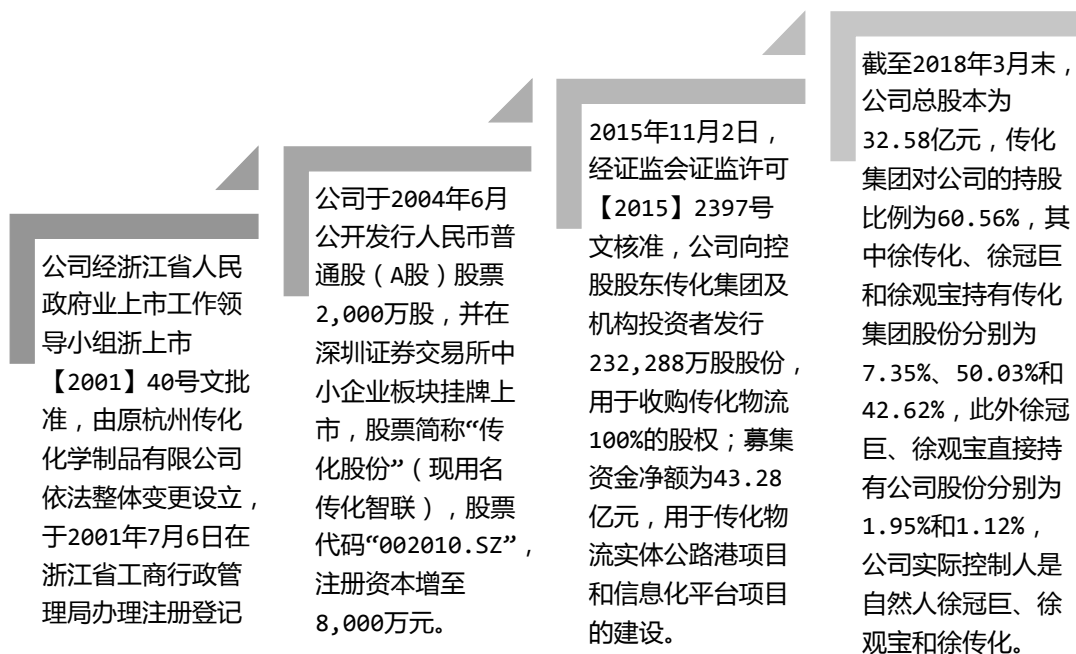


图1 公司历史沿革

数据来源：根据公司提供资料整理

公司建立了较为规范的法人治理结构，公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和证监会、上海证券交易所有关要求，建立并不断完善公司的法人治理结构，规范公司运作，切实维护公司及全体股东利益。公司股东大会、董事会、监事会、各经营层职责明确，各董事、监事和高级管理人员勤勉尽责，确保了公司安全、稳定、健康、持续的发展。

（二）盈利模式

公司的主要业务板块为印染助剂等化学产品的生产及物流业务



板块。化工板块一直以来为公司收入的主要来源，且利润较为稳定。2015 年，公司新增物流板块，且物流业务收入逐年显著提升，是公司营业收入的重要补充；2016 年，公司物流业务收入占比达到 47.65%；2017 年，公司物流业务收入占比达到 71.52%，超过化工业务收入。公司物流业务为首要发展目标，同时化工业务作为传化智联持续发展的业务板块，由此形成物流业务与化工业务协同发展格局。

公司物流板块核心业务运营主体为传化物流。2015 年，公司通过资产重组将母公司传化集团的物流板块资产注入公司，获得传化物流 100%的股权。

（三）股权链

截至 2018 年 3 月末，公司总股本为 32.58 亿元，控股股东传化集团对公司的持股比例为 60.56%，其中徐传化、徐冠巨和徐观宝持有传化集团股份分别为 7.35%、50.03%和 42.62%。公司实际控制人是自然人徐冠巨、徐观宝和徐传化。

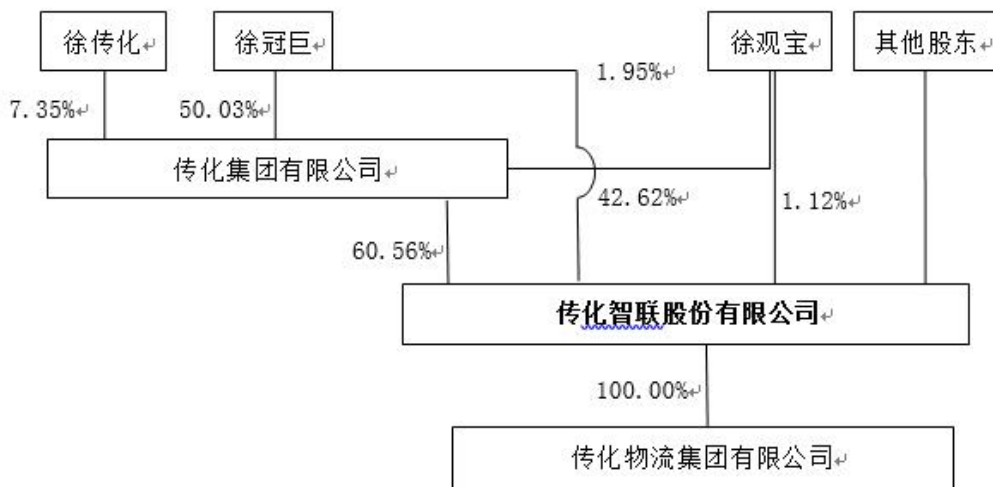


图 2 截至 2018 年 3 月末公司股权结构

数据来源：根据公司提供资料整理

（四）信用链

截至 2018 年 3 月末，公司总有息债务为 88.39 亿元，其中短期有息债务为 35.80 亿元，占总息债务比重为 40.50%。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2018 年 05 月 24 日，公司本部有一笔未结清关注类信用证，一笔已结清不



良关注类贷款，两笔已结清不良关注类贸易融资和十笔已结清不良关注类票据贴现。根据中国农业银行及中国工商银行提供的证明材料，上述不良及关注类信贷均为银行系统问题所致。截至本报告出具日，公司于 2017 年发行的 10 亿元“17 传化 01”和于 2018 年发行的 10 亿元“18 传化 01”尚未到还本付息日。

（五）本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）				
债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
17 传化 01	10	2017. 12. 04~ 2022. 12. 04	偿还银行贷款，补充流动资金	已按募集资金要求使用
18 传化 01	10	2018. 03. 22~ 2021. 03. 21	偿还银行贷款，补充流动资金	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债环境

中国供给侧改革不断推进，充足的政策调整空间为公司业务发展提供良好的偿债环境；近年来我国物流产业快速发展，但物流成本占 GDP 比重与发达国家相比仍较高，我国物流产业具有较大发展空间。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）宏观政策环境

中国供给侧改革不断推进，充足的政策空间有利于消费和产业结构升级，为公司业务发展提供良好的政治生态。

中国供给侧改革基本思路已经明确：对内坚决淘汰过剩产能为制造业升级和技术产业发展腾出空间，对外以“一带一路”战略为依托，加快全球产业链布局，拓宽经济发展空间。2017 年以来，在强调稳增长、保就业的同时，中国政府围绕“三去一降一补”在过剩产能、农业、财政、金融、国有企业混业改革等重点领域进一步提出具体要求和措施、加快改革进度，并与众多国家和国际组织就“一带一路”



建设达成合作协议，在政策对接、经济走廊建设、项目合作、资金支持等方面提出多项举措，表明其改革的决心和毅力。预计中期内，政府将继续对内深化供给侧改革以解决结构性失衡，对外推进“一带一路”发展战略扩大经济发展空间。2016 年底中央委员会第六次全体会议中“以习近平同志为核心的党中央”的提法表明执政核心凝聚力高，中国国内政局稳定，中国共产党执政基础稳固，能有效保障政策连续和有效执行。

政府政策调整空间依然充足，稳中求进的审慎态度、极强的政策执行能力将为中国经济转型和稳定政府偿债能力提供可靠保障。为防范系统性风险、抑制资产泡沫，2017 年以来政府着力发挥财政政策“经济稳定器”和“改革助推器”的作用。同时，政府在改革过程中注重稳增长、保就业、促民生，努力提高经济韧性，也有助于形成结构性改革与经济增长之间的良性互动，逐步化解改革阻力。

（二）产业环境

近年来我国物流产业快速发展，但物流成本占 GDP 比重与发达国家相比依然较高，我国物流产业具有较大发展空间。

近年来，在经济快速增长、电商规模不断扩大、运输网络日益完善及国家政策支持促进下，我国物流产业快速发展。根据 Wind 资讯的数据，2008~2017 年，全国社会物流总额和社会物流总费用均逐年增长。2017 年全国社会物流总额 252.80 万亿元，同比增长 6.70%，增速比上年同期提高 0.6 个百分点。2017 年我国物流运行总体向好，社会物流增长稳中有升。全年社会物流总需求呈现稳中有升的发展态势。2017 年，我国社会物流总费用 12.10 万亿元，同比增长 9.20%，增速低于社会物流总额、GDP 现价增长。社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.6%，比上年同期下降 0.3 个百分点，明显高于美国、日本和德国，同时也高于全球平均水平约 6.5 个百分点，2017 年，我国物流成本依然较高。

目前公路物流在我国物流总量占比约为 70%，但公路物流体系中存在着信用机制缺失、服务非标准化及配套服务不足等问题，因此我国公路物流尚处于集中度较低的增长阶段。而我国的铁路、航空、水路运输发展相对较快，因此受公路物流的影响，我国在综合运输领域，



特别是公路铁路、公路水路等多式联运方面，无法形成高效率的大物流运作体系，也在一定程度上制约了我国物流产业的发展。因此，发展公路物流是提升我国物流产业运营效率的首要任务。综合来看，我国公路物流未来具有较大发展潜力，物流产业具有较大发展空间。

财富创造能力

公司是我国印染助剂行业的主要企业之一，印染助剂产能和市场占有率均位居行业前列，仍具有较强的市场竞争力；公司物流业务是通过线下公路港和线上信息平台为物流企业和司机提供服务的模式，运营及发展较好；截至 2018 年 3 月末，公司已运营的公路港 48 个，且在全国 90 多个城市布局，为物流业务持续发展提供一定支撑；2017 年以来，公司物流业务收入及利润规模大幅增加，推动公司毛利润增长；公司期间费用规模较大，对盈利挤压明显。

财富创造能力指数：财富创造能力在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）市场需求

我国纺织行业规模较大，为印染助剂行业提供了较大的需求空间，但纺织行业的产量增速呈下降态势，印染助剂行业下游需求增速放缓；随着印染助剂产品的技术含量和绿色壁垒的提高，国内市场竞争将逐渐向高端化和差异化过渡。

我国纺织行业规模较大，已形成了从上游纤维原料加工到服装、家用和产业用终端产品制造的产业体系。根据 Wind，2007~2017 年，我国纺织行业主要产品布和纱的产量总体呈增长趋势，但产量增速呈下降趋势，印染助剂行业下游需求增速放缓。2015 年以来，我国布产量稳定在 700 亿米左右上下波动，纱产量在 4,000 万吨上下波动；2017 年，我国布产量为 695.60 亿米，同比下降 2.71%，纱产量为 4,050 万吨，同比增长 0.26%。纺织产品属于生活必需品，市场需求比较稳定。印染助剂行业需求主要来源于纺织印染，纺织行业的发展有利于带动国内印染助剂需求的稳定上升。



预计随着印染助剂产品的技术含量和绿色壁垒的提高，国内市场竞争将逐渐向高端化和差异化过渡，处于国内龙头地位的印染助剂厂商凭借规模、技术和环境保护方面的优势，将会获得较大的发展空间。

印染助剂的原材料主要为各类基础化工原料及化工中间体，其中 60% 为石油化工产品，原油价格的波动直接影响印染助剂产品的生产成本。印染助剂行业污水排放较大，面临较大环保压力。

印染助剂的原材料主要为各类基础化工原料及化工中间体，其中 60% 为石油化工产品，原油价格的波动直接影响印染助剂产品的生产成本。2015 年，受油气市场供需、金融、地缘政治等因素影响，布伦特 DTD、迪拜和 WTI 原油现货价经历先震荡上升、后震荡下降的波动过程，其中三大原油现货价格均在 2015 年 6 月达到约 60 美元/桶的年内高点，然后进入下行通道，于 2016 年初创出自 2008 年金融危机以来的新低，约 30 美元/桶，此后原油价格逐步回升，年底油价比年初低点上涨近一倍。2017 年，原油价格保持上涨态势。2018 年一季度，原油均价为 62.23 美金/桶，较年初上涨 4.82 美金/桶，涨幅为 8.05%，截至 2018 年 5 月 10 日，WTI 原油价格为 71.56 美金/桶。

2015 年，《纺织染整工业水污染物排放标准》正式开始实施，国家对污染排放监管范围和标准不断提升，环保压力更加突出。由于纺织染整行业是用水大户，也是污水排放大户，目前在很多地方发展都受到了限制，现在国家对印染的准入政策越来越严格，废水排放标准也非常严苛，成为制约纺织染整业生存和发展的瓶颈问题。印染助剂行业污水排放较大，面临较大环保压力。

（二）产品和服务竞争力

公司是我国印染助剂行业的主要企业之一，印染助剂产能和市场占有率均位居行业前列，具有较强的市场竞争力；公司物流业务是通过线下公路港和线上信息平台为物流企业和司机提供服务的模式，运营及发展较好；截至 2018 年 3 月末，公司已运营的公路港 48 个，且在全国 90 多个城市布局，为物流业务持续发展提供一定支撑。



1、化工业务

公司是我国印染助剂行业的主要企业之一，印染助剂产能和市场占有率均位居行业前列，仍具有较强的市场竞争力；公司位于长江三角洲地区，周边区域有大规模的纺织品生产基地，是我国最大的印染助剂消费市场之一，有助于公司加快产品和原材料的周转效率。

公司化工业务包括印染助剂、皮革化纤油剂、涂料、聚酯树脂、顺丁橡胶等，其中印染助剂业务是公司化工业务收入和毛利润的主要组成部分。

纺织印染助剂属于精细化学工业，主要用于纺织印染企业，可改善纺织印染品质，提高纺织品附加值，有纺织工业的味精之称。目前，公司纺织印染助剂产品将近几百种，覆盖印染加工中“前处理、染色、后整理”三大工序。我国印染助剂行业竞争比较激烈，全国共有近 3,000 家生产企业。国内产品系列齐全的印染助剂生产企业主要包括传化智联、广东德美精细化工股份有限公司和苏州联胜化学有限公司等。印染助剂产品品种较多，包括前处理剂、染色助剂、增白剂、功能性助剂、印花助剂、软片助剂、硅油助剂、防水剂、涂层助剂等 10 大系列，共计 1,300 多种产品规格。公司每年通过调整原材料配比、调整工序等手段新增 15%左右的新产品。公司是我国印染助剂行业的主要企业之一，印染助剂品种数量和产量均位居国内前列。

公司印染助剂产量及销量保持稳定增长，产销率和产能利用率一直保持在较高水平。2015~2017 年，公司印染助剂产能不断增长；2017 年，公司通过购买设备和技术改造提升印染助剂的产能，达到年产 35.30 万吨。2015~2017 年，公司印染助剂销量逐年增长，销售价格有所波动。公司印染助剂生产所需原辅材料种类较多，主要有环氧乙烷、丙烯酸、有机硅、表面活性剂、硬酯酸、防水剂等，大部分在国内采购，供应商主要为化工原料及中间体生产企业。由于环氧乙烷、丙烯酸、硬酯酸等均为石油化工产品，在原材料采购金额中占比为 60%左右，因此原油价格的波动将直接影响公司印染助剂产品的生产成本。公司与多家供应商建立了良好稳定的合作关系，保证原料供应充足、渠道畅通，公司与部分合作时间较长的供应商采用汇票方式结算。公司印染助剂业务下游客户主要为纺织印染企业，客户集中



度较低。公司主要采取直销的销售模式，按照客户的信用程度制定不同的赊销期限，对于信用较好的长期客户一般回款期在 60 天左右。销售区域方面，公司充分依托长三角地区染料专业市场和纺织基地的区位优势，既有利于进一步巩固传化品牌的影响力，又有利于与众多客户建立长期的良好合作关系。出口方面，公司积极拓展国际市场，国际业务规模稳步增长，主要出口孟加拉和巴基斯坦等国家。

公司化工类业务还包括皮革化纤油剂、涂料、聚酯树脂、顺丁橡胶、荧光增白剂等。其中染料、荧光增白剂和皮革化纤油剂业务与印染助剂业务相互协调配套，形成“染助一体化”经营模式。公司皮革化纤油剂业务主要由传化智联下属杭州传化化学品有限公司负责运营，产品包括化纤油剂和皮革加工助剂，其中皮革加工剂包括固色剂、柔软剂、脱脂剂等产品，化纤油剂包括涤纶短纤油剂、涤纶 DTY 油剂、锦纶 DTY 油剂等产品。截至 2017 年末，公司已经具备年产 16.50 万吨皮革化纤油剂的生产能力。涂料产品用于涂装物体，使物体表面而能形成涂膜，从而起到保护、装饰、标志及其他特殊作用（如电绝缘、防污、减阻、隔热、耐辐射等）。公司拥有建筑外墙漆、内墙乳胶漆、木器漆、工业防腐漆、卷材涂料等系列产品。聚酯树脂业务主要有聚酯环氧系列、纯聚酯系列、特殊型聚酯品种，聚酯树脂作为粉末涂料用的主要关键原材料，随着涂装技术的进步，粉末涂料在家电、建材、户外设施、管道工业方面的应用日益成熟，同时，汽车、热敏材料、金属家具、仪器仪表等行业的发展，也增加了粉末聚酯树脂的需求。截至 2017 年末，公司顺丁橡胶年生产能力约为 10 万吨。顺丁橡胶的最主要的用途为汽车轮胎，从长远看，随着我国汽车工业和高速公路的发展，顺丁橡胶未来前景广阔；但短期内由于下游汽车及轮胎等行业景气下降，且近年来国内顺丁橡胶产能扩张过快，导致产能过剩问题日益严重。2017 年，公司顺丁橡胶产能仍未完全释放，顺丁橡胶产量为 7.03 万吨，销量为 6.71 万吨。

公司化工业务采取以销定产，产品直销的经营模式，通过与客户的零距离接触能够更好的了解掌握市场动态，减少中间交易环节，增强客户粘合度，提高公司毛利率，从而增强公司化工产品的竞争力。

公司重视技术研发，自主研发的多项核心技术和关键生产工艺在



国内印染助剂行业处于领先地位，并参与了印染助剂行业的国家标准制定工作。截至 2018 年 3 月末，公司已取得 56 项国家技术发明专利，另有 10 项发明专利申请已获得国家知识产权局受理。目前，公司研发项目中已经列入国家火炬计划项目 7 项，国家级重点新产品 6 个，国家级其他项目 9 项，省级重点创新项目 5 个，公司科技成果通过省级科学技术新产品鉴定 110 项。

2、物流业务

公司物流业务是通过线下公路港和线上信息平台为物流企业和司机提供服务的模式，运营及发展较好；截至 2018 年 3 月末，公司已运营的物流基础设施公路港 48 个，且在全国 90 多个城市布局，为物流业务持续发展提供一定支撑。

公司物流业务由传化物流负责运营。2017 年，公司基于“传化网”这一战略目标，推进传化网建设，加快传化网智能物流的全国化布局。传化网的宗旨是打造智能供应链服务平台，以公路港城市物流中心、智慧物流商城为两大入口，以物流供应链、金融服务为两大引擎，并围绕流量价值变现打造数字化传化网，服务生产及消费资料高效流转，支撑实体经济发展。传化物流定位于公路物流平台整合运营商，即通过建设大型公路港平台，来聚集整合车源、货源、中小物流企业这三方物流资源的方式；传化物流致力于构建中国智能公路物流网络运营系统，打造中国生产性服务业基础设施平台，最终成长为一家创新驱动、技术驱动的数据公司。

公司物流业务模式为通过线下公路港和线上信息平台为物流企业和司机提供服务的模式。传化物流服务对象主要为全国中小制造企业、物流企业和卡车司机。现阶段，传化物流将打造“传化网”平台连接并整合这些社会资源，为工商企业客户提供综合物流、金融及各类增值服务。传化网通过连接制造企业和物流企业，打造以“港港互通、一单到底”为形式的统一发货平台，在集、分、运、配四个环节提供物流供应链服务。通过连接物流企业和司机，打造以“陆鲸、易货嘀”为核心的长短途运力采购平台。传化网致力于打造供应链服务平台，服务“长尾”市场，提升供应链效率。区别于服务消费端短链



的电商平台，传化网是服务于生产端、贯穿整个供应链长链的基础服务平台。线下，传化物流打造“公路港城市物流中心”基础设施服务平台，计划在全国范围布局 170 个节点形成主干网，提供物业租赁、团购、供应链、司机生活、加油等服务。

传化物流供应链业务主要围绕商贸业务，集合采购、仓储管理、运力整合等业务，为商贸企业、生产企业等客户服务。公司供应链业务从物流、货流、信息流、资金流等角度，按照事前、事中、事后的不同阶段进行风控。公司总部有风控团队与风控中心，各大区有风控小组与风控委员会，经营管理高层均参与风控委员会进行决策。按照不同额度进行分级决策与授权。

截至 2018 年 3 月末，公司已运营的物流基础设施公路港 48 个，且在全国 90 多个城市布局，为超过 200 万辆卡车和卡车司机、3 万家以上承运商、20 万家以上的货主企业提供服务，使得货车平均配货时间从 2~3 天降低到 9 小时，企业综合物流成本降低 40%以上，为公司物流业务持续发展提供一定支撑。国家发改委等五部委联合发布《关于推广“公路港”物流经验的通知》，为公路港在全国的发展奠定了基础。传化物流通过线下公路港和线上信息平台为物流企业和司机提供服务，基于用户和交易数据积累，未来业务有望拓展至保险、贷款等金融服务领域。

（三）盈利能力

公司主要从事印染助剂等化学产品的生产和销售及物流业务，印染助剂是主要的收入和利润来源，物流业务收入逐年显著提升；2017 年以来，公司物流业务收入及利润规模大幅增加，推动毛利润增长。

公司主要从事印染助剂等化学产品的生产和销售及物流业务，印染助剂是主要的收入和利润来源，物流业务收入逐年显著提升，是公司营业收入的重要补充。化学产品主要包含印染助剂、皮革化纤油剂、涂料和顺丁橡胶等。2015 年 11 月 4 日，公司收购传化物流 100% 股权，新增物流业务；2016 年，公司物流业务收入占比达到 47.65%。2017 年，公司物流业务收入占比达到 71.52%。



表 2 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年 1~3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	49.79	100.00	192.15	100.00	81.67	100.00	53.40	100.00
化工业务	14.25	28.63	54.71	28.48	39.76	48.69	40.96	76.70
其中: 印染助剂及染料	7.09	14.25	32.18	16.75	20.60	25.23	24.18	45.28
皮革化纤油剂	2.53	5.09	8.95	4.66	7.30	8.94	8.15	15.26
涂料及建筑化学品	1.38	2.76	5.81	3.03	4.89	5.99	4.74	8.89
顺丁橡胶	3.25	6.53	7.77	4.04	6.96	8.52	3.88	7.27
物流业务	35.54	71.37	137.44	71.52	38.92	47.65	11.77	22.04
其中: 燃油及轮胎贸易	3.94	7.91	10.13	5.27	3.51	4.30	4.66	8.72
仓储、物流、旅馆	1.69	3.39	6.69	3.48	3.04	3.72	2.81	5.27
公路港合作开发系列	0.03	0.06	1.60	0.83	1.00	1.23	0.67	1.26
运输总包业务	7.37	14.81	32.11	16.72	5.74	7.03	2.77	5.18
物流增值服务	0.92	1.84	2.50	1.30	1.05	1.29	0.86	1.61
保理、经纪、融资租赁	0.14	0.27	0.22	0.11	0.08	0.10	-	-
供应链业务	21.45	43.09	84.19	43.81	24.49	29.99	-	-
其他	-	-	-	-	2.99	3.66	0.67	1.26

数据来源: 根据公司提供资料整理

2017 年, 公司营业收入为 192.15 亿元, 同比增长 135.29%, 毛利润为 20.46 亿元, 同比增长 65.94%。其中, 公司化工业务收入为 54.71 亿元, 同比增长 37.60%, 毛利润为 13.60 亿元, 同比增长 29.52%, 一是由于各主要产品销售收入上升, 另一方面是由于公司为完善纺织助剂产品系列, 收购杭州美高华颐化工有限公司 (以下简称“杭州美高”), 其营业收入及利润纳入合并范围所致; 公司物流业务收入为 137.44 亿元, 同比增长 253.13%, 主要是由于公司开展的物流供应链、园区经营业务、互联互通等业务, 公司供应链业务收入大幅增长, 公司供应链业务收入为 84.19 亿元, 占营业收入比重为 43.81%; 物流业务毛利润为 6.86 亿元, 同比增长 281.11%, 主要是由于公司开展的物流供应链、园区经营业务、互联互通等业务快速增长, 毛利润随之增加所致。2017 年以来, 公司物流业务收入及利润规模大幅增加, 推动公司毛利润增长。

2017 年, 公司毛利率为 10.65%, 同比下降 4.45 个百分点, 主要是由于物流板块中毛利润较低的供应链业务大幅增加, 导致物流业务毛利率大幅下降所致; 同时公司印染助剂业务毛利率有所下降, 主要是由于印染助剂销售均价上涨导致印染助剂收入上涨, 导致毛利率有



所下降。

表 3 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业利润情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 1~3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
毛利润	5.37	100.00	20.46	100.00	12.33	100.00	13.01	100.00
化工业务	3.46	64.49	13.60	66.47	10.50	85.19	10.94	84.07
其中：印染助剂及染料	2.69	50.08	11.24	54.95	8.25	66.93	8.46	65.01
皮革化纤油剂	0.37	6.90	1.28	6.26	1.19	9.62	1.43	11.01
涂料及建筑化学品	0.23	4.33	1.07	5.22	0.94	7.61	1.24	9.55
顺丁橡胶	0.17	3.18	0.01	0.04	0.13	1.03	-0.20	-1.51
物流业务	1.91	35.51	6.86	33.53	1.80	14.56	1.99	15.32
其中：燃油及轮胎贸易	0.13	2.47	0.57	2.80	0.46	3.70	0.41	3.19
仓储、物流、旅馆	0.61	11.38	1.59	7.77	-0.02	-0.15	0.51	3.94
公路港合作开发系列	0.03	0.53	1.59	7.78	0.68	5.51	0.67	5.18
运输总包业务	0.12	2.26	0.21	1.05	0.04	0.30	0.04	0.34
物流增值服务	0.45	8.39	0.91	4.43	0.58	4.72	0.35	2.68
保理、经纪、融资租赁	0.02	0.32	-0.01	-0.06	0.04	0.30	-	-
供应链业务	0.55	10.16	2.00	9.76	0.02	0.18	-	-
其他	-	-	-	-	0.03	0.25	0.08	0.61
毛利率	10.79	10.79	10.65	10.65	15.10	15.10	24.37	24.37
化工业务		24.28		24.86		26.41		26.71
其中：印染助剂及染料		37.94		34.93		40.05		34.99
皮革化纤油剂		14.62		14.30		16.24		17.59
涂料及建筑化学品		16.67		18.42		19.22		26.16
顺丁橡胶		5.23		0.13		1.83		-5.30
物流业务		5.37		4.99		4.61		16.93
其中：燃油及轮胎贸易		3.30		5.63		13.00		8.90
仓储、物流、旅馆		36.09		23.77		-0.59		18.21
公路港合作开发系列		100.00		99.38		67.75		100.00
运输总包业务		1.63		0.65		0.64		1.58
物流增值服务		49.25		36.40		55.13		40.63
保理、经纪、融资租赁		12.78		-4.55		46.01		-
供应链业务		2.56		2.38		0.09		-
其他		-		-		1.05		11.89

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年 1~3 月，公司营业收入为 49.79 亿元，同比增长 121.09%，主要是由于公司围绕传化网建设，大力开展物流供应链业务所致；毛利润为 5.37 亿元，同比增长 13.29%，主要是由于公司开展的物流供应链、园区经营、运输总包等业务的毛利润随收入的增加而上升所致；毛利率为 10.79%，同比下降 10.25 个百分点，一是由于公司所开展



的供应链业务营业收入占比较高而毛利率相对较低，导致公司整体毛利率下降；二是由于公司开展的燃油和轮胎贸易业务因上游的石油价格上涨而导致毛利率下降；三是由于公司的物流增值服务及保理、经纪、融资租赁等业务，其资金成本随市场利率上升，因为合同的原因成本尚未完全转嫁至下游客户，导致毛利率出现下降所致。

根据公司提供资料，大公测算 2018 年盈利情况，其中物流业务板块规模将有所扩大。

偿债来源

2017 年，公司经营性净现金流持续为净流出状态，缺乏对债务和利息的保障。随着公司物流板块业务的开展，及物流在建项目投资持续支出，预计未来 1~2 年，公司将面临较大的资本支出压力。债务融资渠道畅通，且银行授信宽裕，具有很好的外部融资能力。

偿债来源指数：偿债来源在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）盈利

2017 年，公司期间费用规模较大，对盈利挤压明显；其他收益金额大，主要为政府补助，为公司新增科目，政府补助的确认和计量被识别为关键审计事项，营业利润对其他收益的依赖性较强。

2017 年，公司营业利润为 8.28 亿元，同比增加 9.71 亿元，主要是由于公司新增其他收益科目，导致营业利润大幅增长；公司营业外收入为 0.42 亿元，同比减少 10.23 亿元，主要是由于公司将政府补助确认为其他收益所致；公司利润总额为 8.60 亿元，同比下降 5.39%；净利润为 5.40 亿元，同比下降 17.04%。

2017 年，公司期间费用总额为 18.89 亿元，同比有所增长，且处于相对较高水平，面临一定的费用控制压力，但公司期间费用占营业收入比重大幅下降，主要是由于公司 2017 年供应链收入大幅增长导致营业收入大幅增长所致。2017 年，公司销售费用同比大幅增长，主要是由于公司为拓展业务、促销人员增加导致职工薪酬及业务



费增加所致；管理费用同比有所增长，主要是由于公司加大研发投入、人员增加以及已投入运营公路港增加，所产生运营成本增加等因素所致；财务费用有所增长，一方面是由于随着募集资金投入公路港建设，存量募集资金利息收入同比减少，另一方面是因为公司加大财务杠杆，借款规模较上年有所增加，相应利息支出较上年同期增加所致。公司期间费用规模较大，对盈利挤压明显。

表 4 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
销售费用	2.05	8.46	5.88	3.47
管理费用	2.85	10.49	9.10	7.00
财务费用	0.53	0.94	-1.20	0.52
期间费用	5.43	19.89	13.79	11.00
期间费用/营业收入	10.91	10.35	16.88	20.60

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年，公司其他收益为 7.55 亿元，为公司新增科目，主要是政府补助。传化智联 2017 年度新增政府补助为 11.09 亿元。根据自 2017 年 6 月 12 日起施行《企业会计准则第 16 号——政府补助》，与企业日常活动相关的政府补助，应当按照经济业务实质，计入其他收益或冲减相关成本费用；与企业日常活动无关的政府补助，应当计入营业外收支。由于公司政府补助金额大，政府补助的确认和计量对经营业绩产生重大影响，因此，天健会计师事务所（特殊普通合伙）将传化智联政府补助的确认和计量识别为关键审计事项。

2018 年 1~3 月，公司期间费用为 5.43 亿元，期间费用占营业收入比重为 10.91%；管理费用较上年同期增加 31.42%，主要是由于公司加大研发投入、人员增加以及已投入运营公路港增加，所产生运营成本增加等因素所致；财务费用较上年同期增加 3373.22%，主要是由于借款、债券融资规模较上年同期扩大，致使利息费用增加所致；其他收益为 2.29 亿元，主要是由于与经营相关的政策补助增加所致；营业利润为 1.51 亿元；营业外收入较上年同期减少 94.29%，主要是由于收到的偶发的政府补助减少导致；净利润同比减少 35.20%，主要是由于公司经营费用、财务费用及资产减值损失增加所致。



（二）自由现金流

2017 年，公司经营性净现金流持续为净流出状态，缺乏对债务和利息的保障。随着公司物流板块业务的开展，及物流在建项目投资持续支出，预计未来 1~2 年，公司将面临较大的资本支出压力。

2017 年，公司经营性净现金流为-10.52 亿元，继续为净流出状态，净流出规模同比大幅扩大，一是由于天津传化融资租赁有限公司、传化商业保理有限公司业务开展租赁、保理业务导致经营活动现金流出有所增加；二是由于公司物流业务为加强战略核心业务拓展、人员引进、信息化投入等导致经营活动支出的增加所致。同期，公司经营性净现金流仍不能覆盖流动负债；亦不能覆盖利息支出。

2017 年，公司投资性净现金流为-30.09 亿元，大规模净流出，主要是公司在建项目的投资支出增加所致。

表 5 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司现金流对债务覆盖情况（单位：%、倍）

项目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
经营性净现金流（亿元）	-13.27	-10.52	-4.01	4.14
投资性净现金流（亿元）	-7.55	-30.09	-17.55	-21.15
经营性净现金流/流动负债	-17.24	-19.98	-16.11	21.31
经营性净现金流利息保障倍数	-48.46	-16.45	-6.15	5.09

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年 1~3 月，公司经营性净现金流为-13.27 亿元，持续为净流出，经营活动产生的现金流量净额较上年同期减少 233.16%，主要是由于物流供应链业务开展，导致的购销商品金额增加所致；投资性净现金流为-7.55 亿元，投资活动产生的现金流量净额同比增加 39.18%，主要是公司去年同期股权收购较集中而今年较为分散所致。

总体来看，公司经营性现金流持续净流出，缺乏对债务和利息的保障；随着公司物流板块业务的开展，预计未来公司经营性现金流将持续净流出。综上，预计未来 1~2 年的公司自由现金流将有所下降。

公司主要在建项目及拟建项目为传化公路港项目。截至 2018 年 3 月末，项目总投资约 32.50 亿元，公司已投入 15.79 亿元，2018 年计划投资 9.10 亿元。公司未来将继续扩大物流业务规模，在国内部分主要城市建设传化公路港物流基地。随着公司物流在建项目投资持续支出，预计未来 1~2 年，公司将面临较大的资本支出压力。



（三）债务收入

2017 年，公司筹资性净现金流保持净流入状态，公司物流业务增资导致筹资性净现金流同比大幅增加；债务融资渠道畅通，且银行授信宽裕，具有很好的外部融资能力。

2017 年，公司筹资性净现金流为 30.28 亿元，保持净流入状态，净流入规模同比大幅增加，主要是公司为物流业务增资，取得借款收到的现金同比增加 21.79 亿元，发行债券收到的现金同比增加 9.92 亿元所致所致。

表6 2015~2017年及2018年1~3月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
筹资性现金流入	33.68	49.13	15.88	89.49
借款所收到的现金	22.66	34.20	12.41	32.92
筹资性现金流出	11.94	18.84	6.79	14.11
偿还债务所支付的现金	10.84	13.85	2.31	8.87

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年 1~3 月，公司筹资性净现金流为 21.74 亿元，较上年同期增加 180.80%，主要是由于公司向银行融资取得的借款增加及发行债券所致，其中，筹资性现金流入为 33.68 亿元，筹资性现金流出为 11.94 亿元。

公司与多家银行及金融机构保持良好合作关系，并获得较高的授信额度，间接债务融资能力较强。截至 2018 年 3 月末，公司共获得综合授信额度合计 223.68 亿元，未使用额度为 163.97 亿元。公司在债券市场发行多期债券，融资渠道畅通，具有很好的外部融资能力。

（四）外部支持

公司 2017 年度新增政府补助为 110,897.43 万元，其中与资产相关的政府补助 36,024.19 万元（计入递延收益项目），与收益相关的政府补助 74,873.24 万元（分别计入其他收益、营业外收入、财务费用项目）。公司政府补助金额大，政府补助的确认和计量对经营业绩产生重大影响。

（五）可变现资产

公司资产规模持续增长，货币资金和投资性房地产在总资产中占比较高；2017 年以来，由于公司物流业务的开展及收入规模的扩大，公司应收账款、预付款项及存货增长较快，投资性房地产、在建工程和无形资产均有所增加。

可变现资产包括货币资金和可变卖为货币资金的非货币资产，其中，货币资金是企业保障日常经营支出和短期流动性偿付的重要缓冲，是企业流动性偿债来源的重要组成部分，可变卖为货币资金的非货币资产则是在经营性现金流和债务收入作为可用偿债来源不能满足偿还债务需要时，可以转化为用于偿债的现金，是企业偿债来源的重要补充和保障。

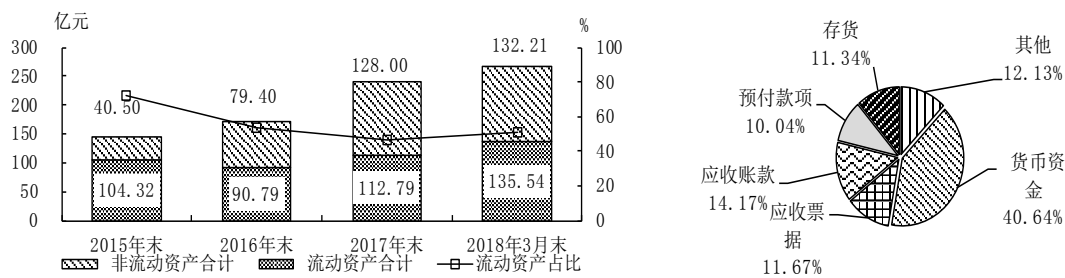


图 3 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司资产构成情况

2017 年末及 2018 年 3 月末，公司总资产分别为 240.80 亿元和 267.75 亿元。2017 年末，公司资产规模同比大幅增长，主要是公司投资性房地产、在建工程和无形资产增加所致。从资产结构来看，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司流动资产占比分别为 46.84%和 50.62%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、应收票据、存货和预付款项等；2017 年末，上述五项合计在流动资产中占比为 87.87%。

2017 年末，公司货币资金为 45.84 亿元，主要为银行存款，较 2016 年末下降 13.39%，主要是由于公司加大物流公路港、传化网线上线下业务等募集资金的投入以及对外投资等资本性支出增加所致。2018 年 3 月末，公司货币资金为 46.69 亿元，较 2017 年末上升 1.86%。

2017 年末，公司应收账款为 15.98 亿元，同比上升 106.70%，主要是由于公司大力开展物流供应链业务，导致应收账款增加所致。



2018 年 3 月末,公司应收账款为 21.43 亿元,较 2017 年末增长 34.07%,主要是由于公司大力开展物流供应链业务,导致应收账款增加所致。

2017 年末,公司应收票据为 13.16 亿元,较 2016 年末下降 4.07%,2018 年 3 月末,公司应收票据为 6.50 亿元,较 2017 年末下降 50.59%,均是由于公司承兑汇票背书支付货款、工程款和到期托收所致。

2017 年末,公司存货为 12.79 亿元,较 2016 年末增长 53.81%,主要是公司开展供应链业务,购入的商品存在运输时间差,暂未运送至下游客户所致。2018 年 3 月末,公司存货为 17.94 亿元,较 2017 年末增长 40.23%,主要是由于公司开展供应链业务,购入的商品存在运输时间差,暂未运送至下游客户所致。

2017 年末,公司预付款项为 11.33 亿元,较 2016 年末增加 10.16 亿元,2018 年 3 月末,公司预付款项为 24.69 亿元,同比增长 117.98%,均是由于公司开展供应链业务,预付采购款增加所致。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产等构成;2017 年末,上述五项合计在非流动资产中的占比为 85.84%。

2017 年末,公司投资性房地产为 61.29 亿元,较 2016 年末增长 394.69%,主要是由于物流集团下属公路港陆续投入运营,相关资产对外经营出租持续增加所致,此外,2017 年 8 月公司收购杭州传化立新公路港投资发展有限公司也导致了投资性房地产的增加。2018 年 3 月末,公司投资性房地产为 63.19 亿元,较 2017 年末增长 3.11%。

2017 年末,公司固定资产为 16.71 亿元,同比增长 18.45%,主要是由于部分公路港建成后转成固定资产,以及购入运输工具所致。2018 年 3 月末,公司固定资产为 16.80 亿元,较 2017 年末增长 0.58%。

2017 年末,公司在建工程为 10.95 亿元,较 2016 年末增长 41.50%,主要是由于公司下属公路港公司的建筑工程投入增加所致。2018 年 3 月末,公司在建工程为 13.84 亿元,较 2017 年末增长 26.35%,主要是由于公司下属部分公路港公司的建筑工程投入增加所致。

2017 年末,公司无形资产为 10.80 亿元,较 2016 年末下降 53.41%,主要是由于传化物流下属公路港项目完工后,相应土地使用权随之转入投资性房地产所致。2018 年 3 月末,公司无形资产为 11.55



亿元，较 2017 年末增长 6.93%，主要是由于土地使用权增加所致。

2017 年末，公司其他非流动资产为 10.13 亿元，较 2016 年末增长 37.45%，主要是由于公司开展公路港业务使得预付土地款增加所致。2018 年 3 月末，公司其他非流动资产为 8.12 亿元，较 2017 年末下降 19.84%，主要是由于预付土地款转入无形资产所致。

截至 2018 年 3 月末，公司受限资产账面价值 30.11 亿元，占总资产的比例为 11.25%，占净资产的比例为 23.95%，其中受限投资性房地产 20.43 亿元；货币资金受限 3.77 亿元，全部为银行承兑保证金；用于抵押借款的固定资产受限 1.28 亿元，包括机器设备借款抵押 0.17 亿元、房产借款抵押 1.11 亿元；无形资产受限 1.16 亿元，全部为土地借款抵押。

科目名称	账面价值	受限部分	受限占比
投资性房地产	63.19	20.43	32.33
固定资产	16.80	1.28	7.62
在建工程	13.84	0.78	5.64
存货	17.94	0.47	2.62
应收账款	21.43	0.78	3.64
货币资金	46.69	3.77	8.07
无形资产	11.54	1.16	10.05
应收票据	6.50	1.44	22.15
合计	197.93	30.11	15.21

资料来源：根据公司提供资料整理

2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司存货周转天数分别为 43.72 天、35.24 天、22.13 天和 31.14 天；应收账款周转天数分别为 39.24 天、27.51 天、22.22 天和 33.82 天；2015~2017 年，公司存货周转率和应收账款周转效率逐年提高。综上所述，公司融资途径多样，直接和间接融资渠道通畅；整体来看，公司偿债来源安全度较高，能对债务偿还提供保障。

公司偿债来源结构较好，可用偿债来源包括盈利、自由现金流、债务收入、外部支持和可变现资产等。2017 年，公司经营性现金流为净流出状态，对债务的保障能力较弱。公司与多家银行之间保持良好的合作关系，截至 2018 年 3 月末，公司共获得综合授信额度合计 223.68 亿元，未使用额度为 163.97 亿元。公司在债券市场发行多期

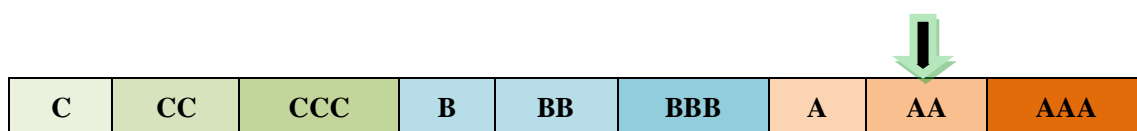


债券，融资渠道畅通，具有很好的外部融资能力。

偿债能力

公司负债规模不断增长，流动负债占总负债比重比较均衡；公司有息债务呈增长趋势，债务结构较为均衡，债务期限结构合理。公司偿债来源安全度较高，能对公司整体的负债偿还提供良好的保障；整体负债水平一般，存在一定新增融资空间。

偿债能力指数：偿债能力在评级矩阵中的位置



(一) 存量债务分析

公司总负债不断增长，公司流动负债占总负债比重比较均衡。

2017 年以来，公司总负债不断增长；从负债结构来看，公司流动负债占总负债比重比较均衡。2018 年 3 月末，公司负债合计为 142.02 亿元，较 2017 年末大幅增长，主要是由于公司为增加经营规模及扩大固定资产投资，导致借款增加所致。

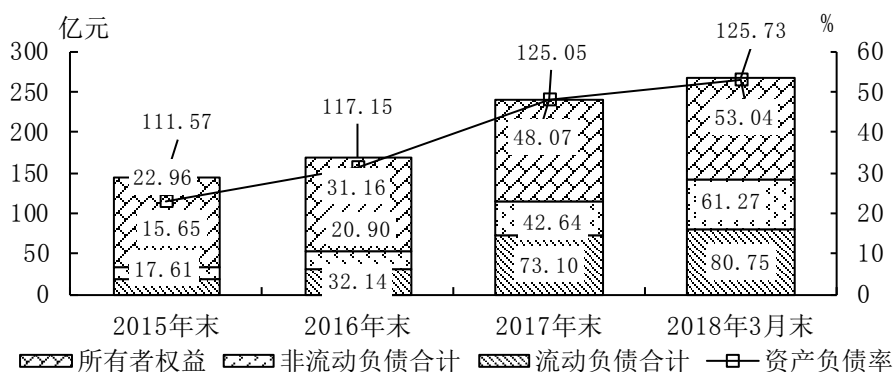


图 4 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司负债和所有者权益结构情况

公司的流动负债主要由应付账款、短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债、预收款项和应付票据等构成；2017 年末，上述六项合计在流动负债中的占比为 90.59%。

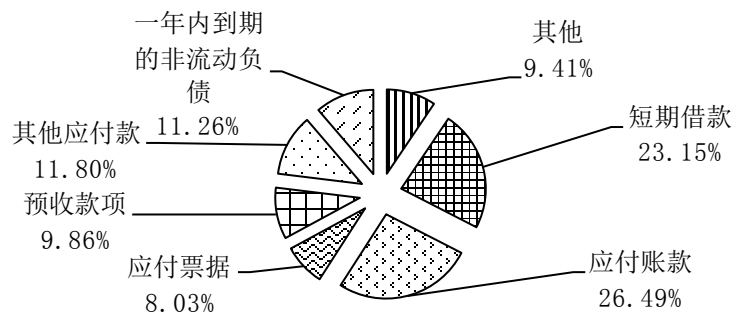


图5 2017 年末公司流动负债构成情况

2017 年末，公司应付账款为 19.36 亿元，较 2016 年末增长 86.24%，主要是由于物流公路港建设应付工程及设备款增加所致。2018 年 3 月末，公司应付账款为 15.79 亿元，较 2017 年末下降 18.43%，主要是由于上年末部分应付账款结清所致。

2017 年末，公司短期借款为 16.92 亿元，较 2016 年末增长 159.30%，主要是由于公司化工及物流业务营运资金需求增加，导致短期借款大幅增长所致。2018 年 3 月末，公司短期借款为 27.82 亿元，较 2017 年末增长 64.40%，主要是由于公司经营发展所需流动资金上升，导致短期借款大幅增长所致。

2017 年末，公司其他应付款为 8.62 亿元，较 2016 年末增长 93.49%，主要是由于押金保证金、应付暂收款和应付股权受让款大幅增长。2018 年 3 月末，公司其他应付款为 10.33 亿元，较 2017 年末增长 19.82%，主要是由于物流供应链业务开展的保证金增长所致。

2017 年末，公司一年内到期的非流动负债为 8.28 亿元，较 2016 年末增加 7.41 亿元，主要是由于公司于 2013 年发行的 6 亿元五年期公司债“13 传化债”于 2018 年 3 月 15 日到期，本息合计为 6.26 亿元，公司将其从应付债券科目转入一年内到期的非流动负债。2018 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债为 2.22 亿元，主要是由于“13 传化债”到期兑付所致。

2017 年末，公司预收款项 7.21 亿元，较 2016 年末增长 195.96%，主要是由于下属子公司供应链业务导致预收货款大幅增长所致。2018 年 3 月末，公司预收款项为 14.90 亿元，较 2017 年末增长 106.60%，主要是由于材料采购款增加及物流供应链业务预付采购款增加所致。



2017 年末，公司应付票据为 5.87 亿元，较 2016 年末增长 160.11%，主要是由于公司及下属子公司杭州传化化学品有限公司票据池业务增加导致应付票据大幅增长所致。2018 年 3 月末，公司应付票据为 5.75 亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和递延收益-非流动负债构成；2017 年末，上述四项合计在非流动负债中的占比为 96.25%。

2017 年末，公司长期借款为 17.65 亿元，较 2016 年末增长 190.87%，主要是由于公司增加部分长期信用和抵押借款所致。2018 年 3 月末，公司长期借款为 24.72 亿元，较 2017 年末增长 40.05%，主要是由于公司增加部分长期信用和抵押借款所致。

2017 年末，公司应付债券 9.97 亿元，主要是由于公司于 2013 年发行的 6 亿元五年期公司债“13 传化债”于 2018 年 3 月 15 日到期，因此转入一年内到期的非流动负债；同时，公司于 2017 年发行的 10 亿元五年期公司债“17 传化 01”。2018 年 3 月末，公司应付债券为 20.12 亿元，较 2017 年末增加 10.15 亿元，主要是由于公司于 2018 年发行的 10 亿元五年期公司债“18 传化 01”所致。

2017 年末，公司长期应付款为 6.85 亿元，主要是公司于 2015 年收到国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金公司”）的投资款 5.70 亿元；公司于 2016 年由于杭州传化化学品有限公司收到国开基金投资款 6,000 万元；公司于 2017 年开展融资租赁业务收取融资租赁保证金及应付融资租赁款增加所致。2018 年 3 月末，公司长期应付款为 8.14 亿元，较 2017 年末增长 18.81%，主要是由于物流下属子公司开展融资租赁业务形成的长期应付款增加所致。

2017 年末，公司递延收益-非流动负债为 6.57 亿元，较 2016 年末增加 4.62 亿元，主要是下属公路港公司收到与资产相关的政府补助所致。2018 年 3 月末，公司递延收益-非流动负债为 6.67 亿元。

2017 年以来，受公司在建项目及经营规模扩大需求影响，公司有息债务规模增长较大，短期偿付压力较大；公司债务结构较为均衡，债务期限结构合理。

2017 年末及 2018 年 3 月末，公司有息债务呈增长趋势。2017 年



末，公司短期有息债务及长期有息债务均大幅增长，主要是由于公司化工、物流业务继续发展，运营资金及项目建设资金需求导致各类借款增加所致，短期偿付压力较大。

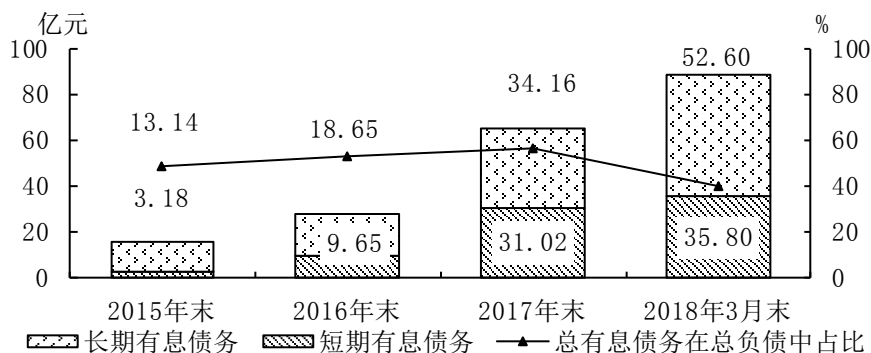


图6 2015~2017年末及2018年3月末公司存量债务结构

从债务结构来看，公司长短期有息债务结构较为均衡，债务期限结构合理。

表8 截至2018年3月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5年	合计
金额	35.80	18.38	12.79	2.18	11.61	7.63	88.39
占比	40.49	20.79	14.47	2.47	13.14	8.64	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

截至2017年末，公司无对外担保。

公司归属于母公司所有者权益占所有者权益比例很高。

2017年末及2018年3月末，公司所有者权益分别为125.05亿元和125.73亿元。2017年末，公司所有者权益较2016年末有所增长，其中，公司股本为32.58亿元，同比保持不变；资本公积为60.13亿元，同比增加0.58亿元；盈余公积为2.10亿元，同比增加0.14亿元；未分配利润为19.29亿元，同比增加1.90亿元；归属于母公司所有者权益为114.36亿元，同比增加3.09亿元，占所有者权益比重很高；少数股东权益为10.69亿元，同比增加4.80亿元。



（二）偿债能力分析

公司偿债来源充足，能够对公司整体的负债偿还提供良好的保障；整体负债水平一般，存在一定的新增融资空间，三个平衡关系水平较好。

公司流动性还本付息能力很好。流动性偿债来源以货币资金、债务收入、经营性净现金流和政府补助为主。截至 2018 年 3 月末，公司货币资金为 46.69 亿元，其中受限部分为 3.77 亿元，可用货币资金规模很大，能为流动性偿债来源形成有效补充；公司流动性偿债来源中，债务收入同比大幅增加，公司为上市公司，债务融资渠道较为丰富，且在债券市场上发行多期长期债券，银行授信宽裕，具有很好的外部融资能力；公司经营性净现金流持续为净流出状态，经营性净现金流不能覆盖流动负债，经营性净现金流不能覆盖利息支出。公司偿债规模较大，使得流动性消耗较大，但未使用授信额度规模很大，公司流动性来源规模很大，流动性还本付息能力很强。

公司清偿性还本付息能力较好。清偿性偿债来源为可变现资产，公司投资性房地产占比较高，变现能力一般；货币资金占比较高，变现能力强；总体来看，公司可变现资产变现能力较好，可对债务和利息提供保障。2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 8.06 倍，同比有所下降，主要是由于公司计入财务费用的利息支出增长较大所致。整体而言，公司偿债来源较为充足，能够对公司整体的负债偿还提供良好的保障。

表 9 2017~2018 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017 年	2018 年 F
清偿性还本付息能力	0.91	0.96
流动性还本付息能力	2.88	3.08
盈利对利息覆盖能力	8.46	8.78

数据来源：公司提供、大公测算

根据公司提供资料，大公测算公司 2018 年清偿性还本付息能力、流动性还本付息能力以及盈利对利息覆盖能力。随着公司物流在建项目投资持续支出，预计未来 1~2 年，公司融资规模将持续扩大。截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率为 53.04%，总有息债务为 88.39 亿元，占总负债比重为 62.24%，公司财务杠杆处于适度水平；同时，公司与多家银行合作关系良好，截至 2018 年 3 月末，公司未使用银



行授信额度较大，公司有一定的新增融资空间。整体而言，公司的三个平衡关系水平较好。

结论

综合来看，公司的抗风险能力很强。近年来我国物流产业快速发展，但物流成本占 GDP 比重与发达国家相比依然较高，我国物流产业具有较大发展空间。我国纺织行业规模较大，为印染助剂行业提供了较大的需求空间。公司是我国印染助剂行业的主要企业之一，印染助剂产能和市场占有率均位居行业前列，具有较强的市场竞争力；公司物流业务是通过线下公路港和线上信息平台为物流企业和司机提供服务的模式，运营及发展较好。2017 年以来，公司物流业务收入及利润规模大幅增加，推动公司毛利润增长。债务融资渠道畅通，且银行授信宽裕，具有很好的外部融资能力。公司偿债来源安全度较高，能对公司整体的负债偿还提供良好的保障。公司经营性净现金流持续为净流出状态，经营性净现金流不能覆盖流动负债。随着公司物流板块业务的开展，及物流在建项目投资持续支出，预计未来 1~2 年，公司将面临较大的资本支出压力。

综合分析，大公对公司“17 传化 01”、“18 传化 01”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。



附件 1

报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的外部环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。



附件 2

传化智联相关数据表格

2015 ~ 2017 年及 2018 年 1 ~ 3 月公司化工产品产能、产量及销量情况

项目		2018年1~3月	2017年	2016年	2015年
印染助剂	年产能（万吨）	35.80	35.30	28.70	23.00
	产量（万吨）	6.77	30.57	22.49	21.82
	产能利用率（%）	75.64	86.60	78.36	94.87
	销量（万吨）	5.48	27.59	21.42	17.63
	产销率（%）	80.96	90.26	95.26	80.80
	销售价格（万元/吨）	1.29	1.17	0.96	1.19
皮革化纤油剂	年产能（万吨）	16.50	16.50	16.50	16.50
	产量（万吨）	3.31	14.56	14.91	13.00
	产能利用率（%）	80.13	88.24	90.36	78.79
	销量（万吨）	3.31	14.55	14.48	13.00
	产销率（%）	100.19	99.93	97.12	100.00
	销售价格（万元/吨）	0.77	0.62	0.52	0.73
涂料及建筑化学品	年产能（万吨）	5.52	5.52	7.52	7.52
	产量（万吨）	0.23	2.70	2.54	3.94
	产能利用率（%）	16.67	48.91	33.78	52.43
	销量（万吨）	0.49	2.61	2.50	3.57
	产销率（%）	213.04	96.67	98.25	90.58
	销售价格（万元/吨）	0.68	0.73	0.59	0.55
聚酯树脂	年产能（万吨）	6.00	6.00	5.00	4.50
	产量（万吨）	0.95	3.40	3.40	2.92
	产能利用率（%）	63.33	56.67	68.00	64.89
	销量（万吨）	1.00	3.13	3.39	3.30
	产销率（%）	105.26	92.06	99.71	113.01
	销售价格（万元/吨）	1.04	1.25	0.91	1.03
顺丁橡胶	年产能（万吨）	10.00	10.00	10.00	10.00
	产量（万吨）	2.25	7.03	6.48	4.99
	产能利用率（%）	90.00	70.30	64.80	49.86
	销量（万吨）	2.31	6.71	6.61	4.89
	产销率（%）	102.67	95.45	102.01	98.00
	销售价格（万元/吨）	1.41	1.16	0.95	0.79

数据来源：根据公司提供资料整理



附件 2-1

传化智联相关数据表格

2015~2017 年及 2018 年 1~3 月传化物流主要财务情况(单位:亿元、%)

期间	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	营业利润	利润总额	经营性净现金流
2018 年 1~3 月	197.59	44.29	38.04	5.02	1.14	1.16	-8.86
2017 年	182.44	39.93	139.07	4.95	6.27	6.56	-11.63
2016 年	94.25	21.75	39.44	4.59	-3.56	6.78	-8.37
2015 年	61.13	17.27	11.77	16.93	-1.17	2.63	0.08

2017 年末公司预付款项前五名情况(单位:亿元、%)

单位名称	账面余额	占余额的比例
浙江昇孚贸易有限公司	9,331.24	8.24
石油四川成都新都销售分公司	8,942.17	7.89
CHINA ENERGY INTERNATIONAL COOPERATION LIMITED	5,659.28	5.00
中石油天然气股份有限公司四川成都销售分公司	4,432.88	3.91
上海飞马合冠国际物流有限公司	3,968.33	3.50
合计	32,333.89	28.54



附件 2-2

传化智联相关数据表格

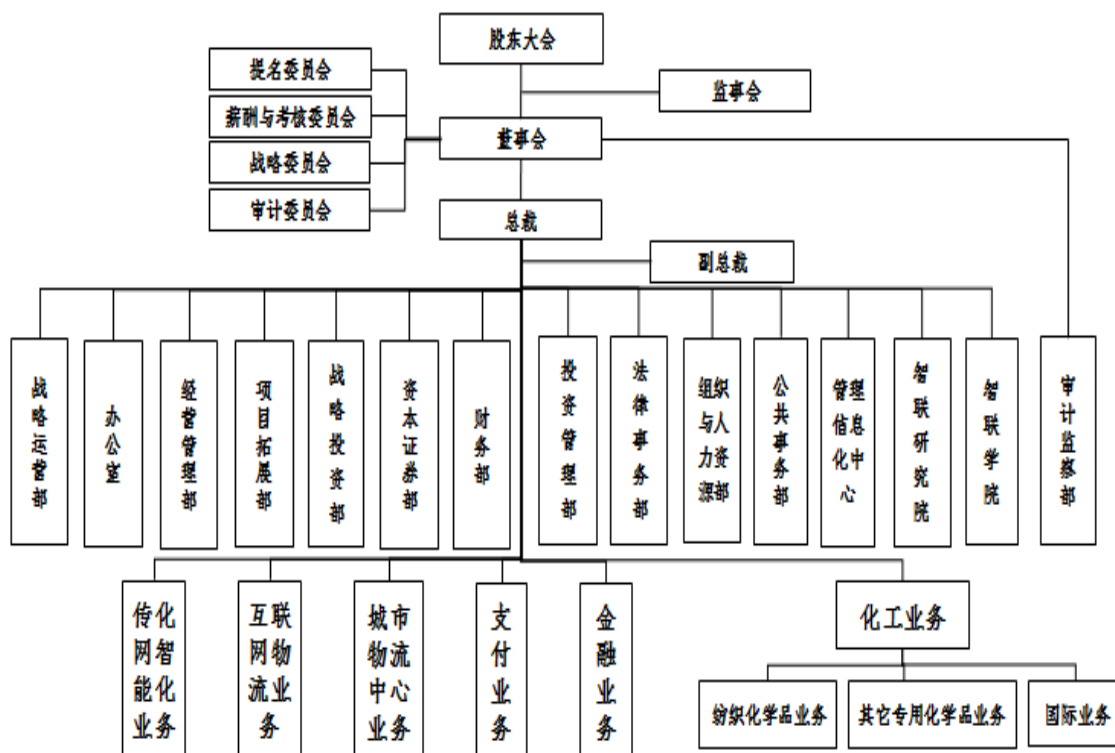
截至 2018 年 3 月末公司主要在建工程项目情况 (单位: 万元)

项目名称	计划总投资	累计投资	2017 年投入	预计完工日
济南传化公路港项目	93,566.00	37,439.00	29,104.30	2019 年 12
潜江传化公路港项目	21,037.29	801.18	3,756.00	2018 年 9 月
赣州传化公路港项目	22,678.27	11,985.95	15,795.00	2018 年 6 月
长春传化公路港项目	47,019.40	15,265.64	25,000.00	2018 年 12
淄博传化公路港项目	50,000.00	45,466.00	17,085.42	2017 年 12
贵阳传化公路港项目	45,465.11	22,071.36	17,914.93	2018 年 12
重庆传化公路港项目	21,886.00	18,684.12	10,122.76	2017 年 12
宿迁传化公路港项目	35,642.75	9,124.00	4,986.00	2017 年 12
怀化传化公路港项目	28,041.44	7,300.73	14,300.12	2017 年 12
营口传化公路港项目	13,538.00	8,700.00	6,448.00	2017 年 12
六安传化公路港项目	6,705.96	5,981.00	3,700.00	2017 年 12
沧州传化公路港项目	37,718.02	11,725.00	10,404.00	2017 年 12
太原传化公路港项目	19,200.00	9,152.92	9,982.00	2017 年 12
郑州传化公路港项目	47,174.08	11,023.57	20,267.00	2017 年 12
宜宾传化公路港项目	24,075.56	5,290.56	4,707.00	2018 年 12
合肥传化公路港项目	12,500.00	2,473.00	8,995.83	2017 年 12
遵义传化公路港项目	42,042.00	24,522.59	19,690.93	2017 年 12
南充传化公路港项目	39,227.00	38,538.53	4,370.00	2017 年 12
衢州传化公路港项目	21,522.00	26,215.18	6,990.00	2017 年 12
金华传化公路港项目	28,000.01	18,217.39	19,155.42	2017 年 12
温州传化公路港项目	28,026.57	21,586.79	11,915.00	2017 年 12
泉州传化公路港项目	23,827.00	21,649.20	2,159.00	2017 年 12
商丘传化公路港项目	26,286.66	15,480.07	11,034.00	2019 年 1 月
长沙传化公路港项目	78,573.00	64,321.44	21,898.25	2018 年 6 月
淮北传化公路港项目	21,700.00	12,016.00	7,197.30	2017 年 12
哈尔滨传化公路港项目	59,643.00	12,487.00	6,065.00	2018 年 6 月
包头传化公路港项目	42,013.67	29,954.08	19,046.00	2017 年 12
荆门传化公路港项目	25,765.52	9,674.12	8,892.00	2017 年 12
合计	962,874.30	517,146.42	340,981.25	-



附件 3

截至 2018 年 3 月末传化智联组织结构图





附件 4

传化智联（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产负债表				
项目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
资产类				
货币资金	466,930	458,418	529,307	651,676
应收票据	65,025	131,616	137,197	123,508
应收账款	214,290	159,829	77,324	47,507
其他应收款	62,266	29,890	9,019	12,718
预付款项	246,944	113,290	11,733	3,304
存货	179,378	127,914	83,164	52,585
流动资产合计	1,355,442	1,127,863	907,938	1,043,191
长期股权投资	36,626	35,686	69,896	64,627
投资性房地产	631,918	612,861	123,889	42,881
固定资产	168,032	167,060	141,043	89,686
在建工程	138,375	109,519	77,400	23,777
无形资产	115,450	107,971	231,730	104,472
商誉	38,776	38,894	19,377	1,005
非流动资产合计	1,322,083	1,280,031	793,957	405,042
总资产	2,677,525	2,407,893	1,701,895	1,448,233
占资产总额比 (%)				
货币资金	17.44	19.04	31.10	45.00
应收票据	2.43	5.47	8.06	8.53
应收账款	8.00	6.64	4.54	3.28
其他应收款	2.33	1.24	0.53	0.88
预付款项	9.22	4.70	0.69	0.23
存货	6.70	5.31	4.89	3.63
流动资产合计	50.62	46.84	53.35	72.03
长期股权投资	1.37	1.48	4.11	4.46
投资性房地产	23.60	25.45	7.28	2.96
固定资产	6.28	6.94	8.29	6.19
在建工程	5.17	4.55	4.55	1.64
无形资产	4.31	4.48	13.62	7.21
非流动资产合计	49.38	53.16	46.65	27.97
负债类				
短期借款	278,245	169,244	65,270	4,685
应付票据	57,534	58,701	22,568	19,732
应付账款	157,938	193,630	103,969	57,044
预收款项	148,962	72,100	24,361	21,601
其他应付款	103,341	86,247	44,574	28,291
一年内到期的非流动负债	22,174	82,280	8,654	7,423



附件 4

传化智联（合并）主要财务指标

（单位：万元）

负债类				
项目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
流动负债合计	807,480	731,019	321,411	176,084
长期借款	247,199	176,501	60,680	12,049
应付债券	201,232	99,745	62,506	62,386
长期应付款	81,362	68,482	64,627	57,000
非流动负债合计	612,704	426,419	208,951	156,489
占负债总额比 (%)				
短期借款	19.59	14.62	12.31	1.41
应付票据	4.05	5.07	4.26	5.93
应付账款	11.12	16.73	19.60	17.15
预收账款	10.49	6.23	4.59	6.49
其他应付款	7.28	7.45	8.40	8.51
一年内到期的非流动负债	1.56	7.11	1.63	2.23
流动负债合计	56.86	63.16	60.60	52.95
长期借款	17.41	15.25	11.44	3.62
应付债券	14.17	8.62	11.79	18.76
长期应付款	5.73	5.92	12.19	17.14
非流动负债合计	43.14	36.84	39.40	47.05
权益类				
股本	325,781	325,781	325,781	325,781
资本公积	604,425	601,257	595,542	593,712
盈余公积	21,049	21,049	19,639	17,880
未分配利润	202,885	192,916	173,947	150,185
归属于母公司所有者权益合计	1,156,312	1,143,599	1,112,664	1,087,299
少数股东权益	101,028	106,856	58,869	28,360
所有者权益合计	1,257,340	1,250,455	1,171,533	1,115,659
损益类				
营业收入	497,812	1,921,536	816,673	534,034
营业成本	444,029	1,716,979	693,377	403,887
营业税金及附加	2,721	9,520	5,562	3,925
销售费用	20,487	84,605	58,785	34,727
管理费用	28,469	104,895	91,047	70,021
财务费用	5,333	9,409	-11,958	5,242
公允价值变动收益	8	10,584	12	18
投资收益	375	2,149	9,782	28,693
营业利润	15,101	82,793	-14,320	42,397
营业外收支净额	198	3,170	105,232	38,727



附件 4

传化智联（合并）主要财务指标

（单位：万元）

损益类				
项目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
利润总额	15,298	85,963	90,912	81,124
所得税	5,771	31,995	25,858	19,282
净利润	9,528	53,968	65,054	61,841
归属于母公司所有者的净利润	9,969	46,941	58,099	55,063
少数股东损益	-441	7,027	6,956	6,778
现金回笼率（%）	101.78	42.88	55.05	77.79
担保比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比（%）				
营业成本	89.20	89.35	84.90	75.63
营业税金及附加	0.55	0.50	0.68	0.73
销售费用	4.12	4.40	7.20	6.50
管理费用	5.72	5.46	11.15	13.11
财务费用	1.07	0.49	-1.46	0.98
公允价值变动收益	0.00	0.55	0.00	0.00
投资收益	0.08	0.11	1.20	5.37
营业利润	3.03	4.31	-1.75	7.94
利润总额	3.07	4.47	11.13	15.19
所得税	1.16	1.67	3.17	3.61
净利润	1.91	2.81	7.97	11.58
归属于母公司所有者的净利润	2.00	2.44	7.11	10.31
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-132,653	-105,160	-40,070	41,419
投资活动产生的现金流量净额	-75,515	-300,896	-175,507	-211,523
筹资活动产生的现金流量净额	217,401	302,834	90,886	753,744



附件 4

传化智联（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
EBIT	22,236	98,700	97,304	87,634
EBITDA	-		108,675	96,985
总有息债务	883,913	651,808	283,007	163,275
毛利率（%）	10.80	10.65	15.10	24.37
营业利润率（%）	3.03	4.31	-1.75	7.94
总资产报酬率（%）	0.83	4.10	5.72	6.05
净资产收益率（%）	0.76	4.32	5.55	5.54
资产负债率（%）	53.04	48.07	31.16	22.96
债务资本比率（%）	41.28	34.26	19.46	12.77
长期资产适合率（%）	141.45	131.00	173.87	314.08
流动比率（倍）	1.68	1.54	2.82	5.92
速动比率（倍）	1.46	1.37	2.57	5.63
保守速动比率（倍）	0.66	0.81	2.07	4.40
存货周转天数（天）	31.14	22.13	35.24	43.72
应收账款周转天数（天）	33.82	22.22	27.51	39.24
经营性净现金流/流动负债（%）	-17.24	-19.98	-16.11	21.31
经营性净现金流/总负债（%）	-10.29	-12.46	-9.29	12.79
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-18.41	-7.26	-6.27	6.36
EBIT 利息保障倍数（倍）	3.09	6.82	15.22	13.46
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	8.06	17.00	14.90
现金比率（%）	57.83	62.71	164.68	370.10
现金回笼率（%）	101.78	42.88	55.05	77.79
担保比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00



附件 5

各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数¹ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数² = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额 + 未使用授信额度 + 外部支持 + 经营活动

¹ 一季度取 90 天。

² 一季度取 90 天。



产生的现金流量净额

23. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出
24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）



附件 6

主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
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，有较高违约风险。
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。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。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。