

盛和资源控股股份有限公司

2015 年公司债券 2018 年跟踪  
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报  
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要  
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何  
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或  
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果  
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，  
本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期  
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信  
用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：  
鹏信评【2018】跟踪第  
【308】号 01

债券简称：15 盛和债  
债券剩余规模：4.5 亿元  
债券到期日期：2020 年  
08 月 05 日  
债券偿还方式：每年付  
息一次，到期一次还本，  
附第 3 年末公司调整票  
面利率及投资者回售选  
择权

分析师

姓名：  
邓艰 熊冲

电话：  
0755-8282 0859

邮箱：  
dengi@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司公司债券  
评级方法，该评级方法  
已披露于公司官方网  
站。

鹏元资信评估有限公司  
地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼  
电话：0755-82872897  
网址：www.pyrating.cn

## 盛和资源控股股份有限公司 2015 年公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 05 月 24 日	2017 年 06 月 21 日

### 评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对盛和资源控股股份有限公司（以下简称“盛和资源”或“公司”，股票代码：600392）及其 2015 年 8 月 5 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司在稀土冶炼分离领域拥有一定技术优势和生产指标，2017 年公司资本实力大幅增强，收入多元化程度高且盈利能力有所好转。但我们也关注到，公司应收账款及预付款项占用较多资金，存货存在一定的资产减值风险，经营活动现金流表现欠佳，短期偿债压力较大，且面临一定商誉减值风险等风险因素。

### 正面：

- 公司在稀土冶炼分离领域拥有一定的技术优势和生产指标。公司拥有“少铈氯化稀土、氟化铈一步生产法”及“氟化物制取工艺”等自有专利，在稀土冶炼分离领域具有一定的技术优势。此外，2017 年公司获得稀土冶炼分离生产指标 5,510 吨，在全国占比为 5.51%。
- 通过非公开发行股票，公司资本实力大幅增强、业务规模扩大，收入来源多元化程度高。2017 年 2 月公司非公开发行 33,110.91 万股股份及支付现金收购赣州晨光稀土新材料股份有限公司（以下简称“晨光稀土”）等三家子公司股权并配套募集资金 66,555.15 万元，自身资本实力大幅上升，截至 2017 年末，公司净资产规模为 51.90 亿元，比 2016 年末增长 272.35%。收购完成后，公司新增稀土金属加工

和锆钛加工业务，2017 年公司实现营业收入 52.04 亿元，同比增长 279.51%，其中稀土冶炼分离、稀土深加工、锆钛加工和贸易业务收入分别为 24.28 亿元、1.05 亿元、11.06 亿元和 12.55 亿元，占营业收入的比重分别为 46.66%、2.02%、21.25% 和 24.13%，收入多元化程度高。

- **受益于稀土氧化物价格上涨，公司盈利能力有所好转。**随着国家对稀土行业的整治及稀土国储措施的实施，2017 年公司主要稀土氧化物产品平均价格有所回升，公司综合毛利率比上年提升 14.01 个百分点，为 18.60%，盈利能力有所好转。

### 关注：

- **公司应收账款及预付款项占用较多资金，存货存在一定的资产减值风险。**截至 2018 年 3 月末，应收账款和预付款项分别为 10.14 亿元、10.81 亿元，占总资产比重分别为 11.37% 和 12.13%，应收账款及预付账款占用较多资金；存货为 33.14 亿元，占总资产的 37.18%，其中稀土氧化物及锆钛制品占比较高，受市场波动影响较大，存在一定的资产减值风险。
- **公司经营活动现金流表现欠佳。**公司近年营运资本占用了较多资金，经营活动现金流表现欠佳，2017 年净流出规模为 20,695.90 万元，同比增长 94.12%。
- **公司有息债务规模大幅攀升，短期偿债压力较大。**截至 2018 年 3 月末，公司有息债务规模达 21.44 亿元，比 2016 年末大幅增长 129.43%，有息负债规模大幅攀升。从静态上看，公司 2018 年需偿还有息债务本金 11.71 亿元，短期偿债压力较大。
- **公司商誉规模较大，存在一定的商誉减值风险。**截至 2018 年 3 月末，公司商誉价值为 7.26 亿元，占总资产的比重为 8.14%，主要系收购晨光稀土等三家子公司股权形成，被收购标的后期盈利状况若未实现预期，公司商誉存在一定的减值风险。

**主要财务指标:**

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	891,401.37	835,110.62	251,714.81	229,465.84
归属于母公司所有者权益合计(万元)	504,483.11	498,292.48	119,291.01	120,748.39
有息债务(万元)	214,440.82	211,982.01	93,467.00	73,852.78
资产负债率	41.15%	37.85%	44.62%	38.71%
流动比率	2.48	2.79	3.51	4.47
速动比率	1.25	1.42	2.04	3.07
营业收入(万元)	137,227.99	520,355.98	137,113.35	109,815.43
资产减值损失(万元)	-606.02	4,678.20	3,598.88	2,209.52
营业利润(万元)	9,816.21	42,643.38	-10,273.57	3,505.53
营业外收入(万元)	192.40	604.68	6,314.94	321.92
净利润(万元)	7,045.72	31,500.10	-3,132.70	1,851.87
综合毛利率	13.99%	18.60%	4.59%	14.33%
总资产回报率	-	9.84%	0.00%	2.96%
EBITDA(万元)	-	62,705.49	3,187.66	8,468.24
EBITDA 利息保障倍数	-	5.66	0.80	3.23
经营活动现金流净额(万元)	11,719.47	-20,695.90	-10,661.56	-26,395.41

资料来源: 公司 2015-2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表, 鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年8月5日发行5年期4.5亿元公司债券，募集资金用于补充公司流动资金。本期债券募集资金已全部使用完毕。

## 二、发行主体概况

2017年2月8日，经中国证监会证监许可[2017]186号文批准，公司通过非公开发行33,110.91万股股份及支付现金2.24亿元购买晨光稀土100.00%股权、四川省乐山市科百瑞新材料有限公司（以下简称“科百瑞”）71.43%股权以及海南文盛新材料科技股份有限公司（以下简称“文盛新材”）100.00%股权，交易价格合计为30.50亿元，并发行7,798万股股份，募集配套资金66,555.15万元。此次发行股份完成后，公司实收资本上升至135,012.85万元，控股股东中国地质科学院矿产综合利用研究所（以下称“综合研究所”）持股比例下降至14.04%。2017年，上述三家子公司纳入合并范围，新增锆钛及稀土金属加工主营业务。截至2018年3月31日，公司控股股东仍为综合研究所，实际控制人为财政部，公司前十名股东具体持股比例如下。

**表1 截至2018年3月31日公司前十名股东持股情况**

序号	股东名称	股份数量(万股)	股权比例
1	中国地质科学院矿产综合利用研究所	18,952.48	14.04%
2	王全根	9,247.65	6.85%
3	黄平	9,069.69	6.72%
4	四川巨星企业集团有限公司	7,451.46	5.52%
5	海南文盛投资有限公司	6,198.02	4.59%
6	四川省地质矿产公司	5,495.40	4.07%
7	天津自贸区鑫泽通企业管理合伙企业(有限合伙)	3,588.13	2.66%
8	上海铄京实业有限公司	3,073.00	2.28%
9	深圳市方东和太投资中心(有限合伙)	2,000.00	1.48%
10	王晓晖	1,617.37	1.20%
合计		66,693.19	49.41%

资料来源：wind，鹏元整理

截至2017年末，公司共有17家子公司新纳入公司合并范围，具体如下表所示：

**表2 2017年纳入公司合并报表范围子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
盛和资源（新加坡）国际贸易有限公司	150 万美元	70.00%	工业草酸、硝酸钠生产及销售	投资设立
乐山盛和新材料科技有限公司	5,000.00	100.00%	有色金属、稀土矿等购销	投资设立
赣州晨光稀土新材料股份有限公司	36,000.00	100.00%	有色金属、稀土矿等购销	非同一控制下企业合并
赣州步莱铽新资源有限公司	3,000.00	100.00%	有色金属、稀土矿等购销	投资设立
全南县新资源稀土有限责任公司	2,041.00	99.00%	稀土系列产品、稀土化工原料	非同一控制下企业合并
赣州中辰精细化工科技有限公司	3,000.00	100.00%	有色金属、稀土矿等购销	投资设立
赣州奥利斯特有色金属回收有限公司	-	90.00%	矿业投资及投资咨询	投资设立
赣州晨兴矿产品有限公司	5,00.00	60.00%	稀土产品加工及销售	投资设立
海南文盛新材料科技股份有限公司	28,125.00	100.00%	有色金属、稀土矿等购销	非同一控制下企业合并
海南海拓矿业有限公司	10,249.81	100.00%	有色金属、稀土矿等购销	非同一控制下企业合并
福建文盛矿业有限公司	3,500.00	100.00%	有色金属、稀土矿等购销	非同一控制下企业合并
防城港市文盛矿业有限公司	100.00	100.00%	有色金属、稀土矿等购销	同一控制下企业合并
雅安文盛精细钴有限公司	500.00	100.00%	有色金属、稀土矿等购销	同一控制下企业合并
四川文盛钛业有限公司	5,000.00	100.00%	有色金属、稀土矿等购销	投资设立
广西文盛矿业有限公司	1,000.00	100.00%	有色金属、稀土矿等购销	投资设立
文盛新材（香港）有限公司	-	90.00%	矿业投资及投资咨询	投资设立
四川省乐山市科百瑞新材料有限公司	1,400.00	100.00%	有色金属、稀土矿等购销	非同一控制下企业合并

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为83.51亿元，归属于母公司的所有者权益为49.83亿元，资产负债率为37.85%；2017年度，公司实现营业收入52.04亿元，净利润3.15亿元，经营活动现金净流出2.07亿元。

截至2018年3月31日，公司资产总额为89.14亿元，归属于母公司的所有者权益为50.45亿元，资产负债率为41.15%；2018年1-3月，公司实现营业收入13.72亿元，净利润0.70亿元，经营活动现金净流入1.17亿元。

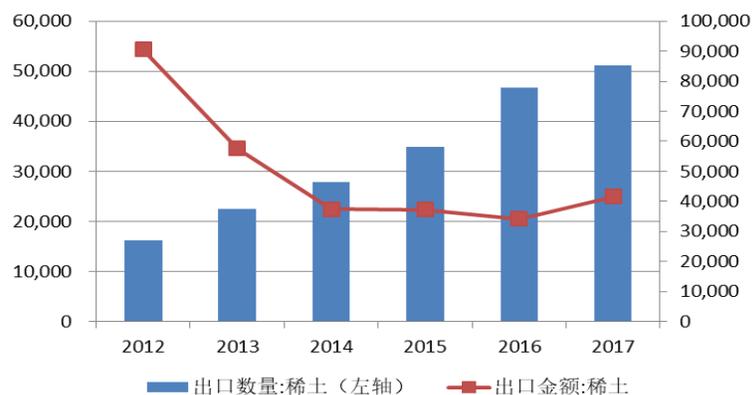
### 三、运营环境

受打击黑稀土等政策影响，2017年稀土价格先扬后抑，稀土市场行情整体好于上年同期水平

2017年我国仍实行稀土开采与生产总量控制计划指标制，开采总量指标与2016年基本保持一致，六大稀土集团所获指标获得指标占比由99.6%提升至100%。2017年2月，商务部等七部门联合印发《关于推进重要产品信息化追溯体系建设的指导意见》，建立产品追溯体系，同时配合稀土专用发票成立稀土行业秩序专家组，推动行业整顿工作常态化。山东、福建等地也开展了打击稀土违法违规的专项行动，行业秩序得到有效规范，稀土产量控制将得到进一步强化，未来稀土市场供给过剩局面有望得到改善。

需求方面，从国内消费量变化趋势来看，国内的稀土应用增长主要来自于永磁材料消费的增长，在硬质合金、储氢材料、抛光材料应用市场增长有限。未来，预计传统领域需求增速将略有下降，需求增量主要来自于新兴材料领域。国外市场对稀土的需求主要依赖于向中国进口，随着世界经济复苏，稀土材料国际需求稳定增长，但国内取消稀土出口配额效应的减弱，使得我国稀土出口总量增速由2015-2016年的25.4%和35.6%下降至2017年的9.52%。此外，政府开展打击稀土违法违规的专项行动，出口价格较2016年末上涨16.66%，但仍远低于2015年及以前的价格水平。

图1 2012-2017年我国稀土出口情况（单位：吨、万美元）



资料来源：海关总署，鹏元整理

2017年以来，打黑、收储等执行力度空前高效，通过稀土专用发票、建立产品追溯体系、稀土黑名单等措施，黑稀土产业链的利润空间不断被缩减，黑稀土产量逐步被控制。收储政策方面，从此前的大批量低频次转变为小批量高频次，平滑了市场价格，有助于稳步持续提升市场价格。同时，多部委成立了专家团进行环保核查和督察，倒逼稀土落后产

能关停。

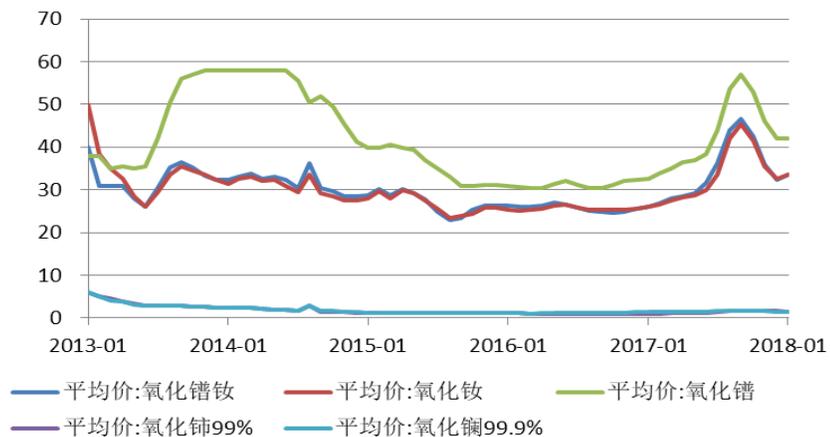
表3 2017年国内稀土行业政策汇总

颁布时间	颁布部门	文件名称	主要内容
2017年2月	商务部等七部门	《关于推进重要产品信息化追溯体系建设的指导意见》	要求稀土交易必须使用专用发票，并标明产品来源。
2017年4月	工信部	《工业和信息化部关于下达2017年第一批稀土生产总量控制计划的通知》	2017年第一批稀土生产总量控制计划中，矿产品计划总量为52500吨，冶炼分离产品计划总量为50075吨。
2017年5月	国土资源部、财政部等六部门	《关于加快建设绿色矿山的实施意见》	部门协同，从用地、用矿、财政、金融四方面明确激励政策
2017年7月	工信部	《工业和信息化部关于下达2017年第二批稀土生产总量控制计划的通知》	2017年第二批稀土生产总量控制计划中，矿产品计划总量52500吨，冶炼分离产品计划总量49925吨。

资料来源：公开资料，鹏元整理

价格方面，2017年1-4月，伴随着第二轮和第三轮稀土国储招标结束，稀土收储数量和价格不断提高，市场整体持续回暖，产品出口也呈现出量价齐增的态势。随着八部委联合打击稀土违法违规专项行动的不断深入，加之环保督查、国家储备等政策助力，5-8月主要稀土产品价格涨幅巨大，以氧化镨钕为例，从年初的不足30万元/吨一路涨至最高的54万元/吨，价格将近翻倍。然而后期在没有持续的政策刺激之下，冶炼厂担心行业重回低迷，采购积极性下降，市场需求在阶段性补库存后迎来短暂真空，9月份国内稀土价格开始松动，并一路下行，直至12月才略有好转。2017年稀土价格先扬后抑，年底氧化镨钕、氧化钕和氧化镨较2016年末分别上涨25.93%、26.71%和30.23%，稀土市场行情整体好于上年同期水平。

图2 2013-2018年3月国内主要稀土氧化物价格（单位：万元/吨）



资料来源：wind，鹏元整理

### 锆行业下游需求逐步回升，上游供给及库存均下降，锆英砂价格未来有望持续上涨

锆终端产品中，陶瓷、精密铸造和耐火材料占比分别约为53%、14%和10%。我国的锆英砂需求量约占全球总产量的48%，我国锆英砂的需求变化对全球锆英砂需求走势影响重大。

陶瓷主要包括卫生用陶瓷和建筑用陶瓷，主要由硅酸锆制成，陶瓷需求量与房地产市场有较大的关联度。在密集的房地产调控政策下，2017年国内商品房销售面积和房屋新开工面积增速分别由2016年的22.5%和8.1%下降至7.7%和7.0%，住房调控政策已经见效，短期全国房地产投资难以保持高速增长。受房地产调控政策影响，未来新建房及首次装修对陶瓷的需求量增速存在下降的可能性。

氧化锆陶瓷背板具有高强度、无信号屏蔽、不老化等优势，可用于智能手机、可穿戴设备和无线充电，未来市场空间巨大。随着我国5G时代的逐步临近，未来3年内陶瓷手机背板渗透率有望达到30%，同时随着良率的不断提升，陶瓷手机背板价格有望逐步下降，未来渗透率将持续提升，拉动上游非色料用氧化锆需求增长。

供给方面，ILUKA、TRONOX和RIO TINTO是全球锆英砂的三大龙头公司，锆矿储量全球占比大于67.71%，产量全球占比约为59.41%，一定程度上掌控了锆英砂定价权。

多年来，受需求低迷及非理性的产能扩张影响，锆英砂价格持续下滑，逼近锆矿企业的现金成本线，生产企业被迫减产保价。ILUKA是全球最大的锆英砂生产商，继2016年4月起旗舰矿山JA矿山（满产状态下年产量占全球产量的25%-30%）停产后，其他两大矿山US Mining和Stony Creek MSP矿山在2017年底彻底关闭。实际上，锆英砂生产企业在2014年就已经开始逐步减产，但由于库存量过大，锆英砂价格并未上涨。在限产的背景下，2017年国内外锆英砂供给趋紧，库存大幅下降。与此同时，手机陶瓷背板需求增加及核电项目建设不断进行，下游需求开始释放市场供需开始失衡，导致国内持货商看涨情绪浓厚，锆英砂及锆加工产品价格有望继续回暖。在产量、库存均下降情况下，锆英砂价格开启上涨趋势。至2018年2月末，进口锆英砂价格已达1,300美元/吨，较2017年初上涨300美元左右。

图3 全球锆矿产量（单位：千吨）



资料来源：wind，鹏元整理

图4 锆英砂港口库存情况（单位：万吨）



资料来源：wind，鹏元整理

总之，随着锆英砂减产、库存下降及下游需求逐步增长，锆英砂长期有望达到供需平衡，短期内涨价趋势有望持续。

#### 四、经营与竞争

2017年，公司实现营业收入52.04亿元，同比增长279.51%，主要系收购晨光稀土等三家公司，使得稀土氧化物产能扩大并新增稀土金属加工、锆钛加工业务所致，其中稀土冶炼分离业务收入同比增长794.00%，为24.28亿元；稀土深加工业务产能过剩，收入及比上年下降24.87%，为1.05亿元；新增的锆钛加工业务实现收入11.06亿元，占公司营业收入的比重为21.25%，成为公司重要的收入来源；此外，2017年稀土产品价格上涨带动公司2017年贸易业务收入增长30.94%。其他业务主要系晨光稀土、科百瑞的委托加工收入和文盛新材的蓝晶石等产品销售收入，2017年收入30,931.50万元。2018年1-3月，公司实现收入13.72亿元。

综合毛利率方面，2017年公司综合毛利率比上年提高14.01个百分点，为18.60%，主要系稀土氧化物产品价格整体上升，且新增的锆钛加工业务毛利率较高所致。2018年1-3月，综合毛利率比上年有所下降，为13.99%，主要系一季度稀土氧化物价格趋于稳定，稀土金属及贸易业务销售上年生产成本较高的库存商品所致。

表4 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目名称	2018年1-3月		2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
稀土冶炼分离	73,799.87	10.30%	242,778.94	17.76%	27,156.37	12.11%
其中：稀土氧化物	15,703.28	25.69%	51,285.59	19.99%	26,562.97	12.09%
稀土盐类	46.97	12.92%	2,076.58	21.78%	593.40	13.09%

稀土金属	58,049.62	6.13%	189,416.77	17.11%	0.00	-
稀土深加工（催化剂及分子筛产品）	<b>4,418.87</b>	<b>8.42%</b>	<b>10,526.76</b>	<b>19.78%</b>	<b>14,010.96</b>	<b>29.47%</b>
锆钛加工	<b>29,301.06</b>	<b>26.18%</b>	<b>110,568.93</b>	<b>27.68%</b>	<b>0.00</b>	-
其中：锆英砂	18,921.30	23.45%	74,583.68	23.91%	0.00	-
钛精矿	5,600.31	8.71%	15,877.90	7.59%	0.00	-
金红石	1,420.18	28.20%	7,198.49	4.35%	0.00	-
独居石	3,359.28	72.36%	12,908.86	87.21%	0.00	-
贸易业务	<b>25,109.45</b>	<b>4.74%</b>	<b>125,549.84</b>	<b>12.04%</b>	<b>95,886.35</b>	<b>-0.34%</b>
其他业务	<b>4,598.73</b>	<b>39.89%</b>	<b>30,931.50</b>	<b>18.89%</b>	<b>59.67</b>	<b>-1,344.87%</b>
合计	<b>137,227.99</b>	<b>13.99%</b>	<b>520,355.98</b>	<b>18.60%</b>	<b>137,113.35</b>	<b>4.59%</b>

注：其他业务主要系晨光稀土、科百瑞的委托加工收入和蓝晶石等产品销售收入。

资料来源：公司提供

### （一）稀土冶炼分离

公司在稀土冶炼分离领域具有一定的技术优势和生产指标，2017年公司收购晨光稀土后，稀土氧化物产能进一步扩大

2017年2月，公司向赣州红石矿业创业投资中心（有限合伙）（以下简称“红石创投”）等6名机构及自然人黄平发行股份购买晨光稀土100.00%股权，新增全南、赣州市章贡生产基地，产能合计为4,500吨/年。截至2017年末，公司稀土氧化物产能为8,500吨/年。晨光稀土成立于2003年，主营业务包括稀土氧化物分离、稀土金属加工和钹铁硼、荧光粉废料回收及综合利用，其稀土氧化物产品主要由其子公司全南县新资源稀土有限责任公司（以下简称“全南新资源”）和赣州步莱铽新资源有限公司（以下简称“步莱铽”）负责生产。

表5 公司重组前后稀土氧化物产品生产情况对比

项目	重组前	重组后
产能	分离产能 4,000 吨/年	分离产能 7,000 吨/年、回收产能 1,500 吨/年，合计产能 8,500 吨/年
生产基地	乐山市五通桥生产基地	乐山市五通桥、全南及赣州市章贡三个生产基地
主要原材料	稀土精矿	稀土精矿、稀土原矿及富集物及钹铁硼废料

资料来源：公司提供

技术方面，乐山盛和在稀土冶炼分离过程中运用了自有专利“少铈氯化稀土、氟化铈一步生产法”和“富铈渣（即铈富集物）用于一步法稀土硅铁合金冶炼”等一系列先进生产工艺，在稀土萃取工艺领域具有一定的技术优势。晨光稀土视稀土资源废料的回收及综合利用为原材料的重要供给途径，自主研发出“钹铁硼废料中铁和稀土金属氧化成Fe<sub>2</sub>O<sub>3</sub>和REO（稀土氧化物）的焙烧工艺”、“钹铁硼废料焙烧后盐酸溶解工艺”、“氟化物制取工艺”等多项先进技术工艺，在稀土冶炼分离领域具有一定的技术优势。

2017年公司稀土冶炼分离生产指标为5,510吨（外购半成品销售量不纳入稀土冶炼分

离指标考核），占全国指标的5.51%。纳入公司合并范围前，全南新资源从中国南方稀土集团有限公司获得一定的稀土冶炼分离生产指标，2017年开始，改由中国铝业集团有限公司（以下简称“中国铝业公司”）下达相关指标。

**表6 2016-2017年全国及公司稀土冶炼分离生产指标（单位：吨）**

项目	2017年	2016年
全国指标	100,000	90,000
乐山盛和指标	4,175	4,425
全南新资源指标	1,335	-
在全国占比	5.51%	4.92%

注：全南新资源2015-2016年稀土冶炼分离指标均为1,085吨，2017年有所增加主要系公司在内部进行调整。

资料来源：公司提供

**晨光稀土原材料供应相对充足，Mountain Pass项目若顺利实施有助于拓展国外稀土资源，但乐山盛和对德昌县多金属矿试验采选厂经营管理权存在不确定性**

乐山盛和无自有的上游稀土矿产资源，原料及辅料均向外部采购，2015-2017年从汉鑫矿业采购稀土精矿金额分别为12,814.68万元、11,448.69万元和13,565.09万元，占乐山盛和稀土精矿采购总金额的比重分别为92.31%、100.00%和99.96%。2017年9月，汉鑫矿业托管到期，根据四川省地质矿产公司《关于就资产托管协议到期后续进展情况的回函》（川地矿司函（2017）21号），乐山盛和继续按原《资产托管协议》约定的条件对汉鑫矿业资产继续托管，待德昌县多金属矿试验采选厂具备签署资产托管协议的条件后，重新协商并签署新的资产托管协议。由于该协商事项尚未签订合同，不具备法律约束力，公司能否持续行使德昌县多金属矿试验采选厂经营管理权存在不确定性。

晨光稀土的稀土原矿主要在江西省采购，由于靠近稀土资源聚集地，原材料供应相对充足，钹铁硼废料主要向江浙等稀土金属深加工企业采购。2017年晨光稀土原料前五大供应商采购金额合计为18,486.02万元。公司收购晨光稀土有助于完善公司稀土氧化物产品链条，拓宽产品范围，增强公司在稀土领域的综合竞争力。晨光稀土主要从事南方中重稀土的分离，与乐山盛和北方轻稀土在下游应用、市场渠道等方面存在一定差别，二者原材料供应渠道互补性较弱。

2017年，公司通过控股孙公司盛和资源（新加坡）国际贸易有限公司（以下简称“新加坡国贸”）收购MP MINE OPERATIONS LLC（以下简称“MPMO”）9.99%的优先股<sup>1</sup>，并与其签订了技术服务协议、包销协议、市场和分销协议。MPMO为美国特拉华州注册成

<sup>1</sup> 2017年6月18日，经新加坡国贸及其股东、MPMO及其股东的多方协商，将股东间协议、质押协议的签署主体由新加坡国贸变更为乐山盛和。

立的拟用于Mountain Pass矿山运营的项目公司，注册资本1,000美元。Mountain Pass稀土矿山是中国之外最为优质的稀土矿山之一，也是中国以外投产的两个稀土矿山之一，矿石类型主要为氟碳铈矿。上述协议生效后，新加坡国贸需要为Mountain Pass项目提供技术服务和销售服务，并预付货款5,000万美元帮助矿山恢复生产，以此获得项目一定比例的利润分成、产品分销权和一定期限的包销权。若本项目顺利实施，有助于公司拓展国外稀土资源，延伸在中国以外的稀土产业链，优化公司业务区域布局。但该项目仍面临Mountain Pass稀土矿技术升级改造的风险、中美两国稀土政策风险以及稀土产品的市场风险。

**受益于稀土氧化物价格上涨，2017年公司稀土氧化物产销量均有所提升，盈利能力也有所好转**

随着国家对稀土行业的整治及稀土国储措施的实施，2017年公司主要稀土氧化物产品平均价格有所回升，其中氧化镨钕均价为27.12万元/吨，同比增长24.01%。受此影响，2017年稀土氧化物毛利率比上年提升7.9个百分点，为19.99%，盈利能力有所增强，2018年1-3月进一步提升至25.69%。

**表7 2016-2017年公司主要自产稀土氧化物销售情况（单位：吨、万元、万元/吨）**

产品	2017年			2016年		
	销量	收入	均价	销量	收入	均价
氧化镨钕	1,564.74	42,437.56	27.12	840.00	18,370.09	21.87
氧化镱	88.20	8,978.86	101.80	-	-	-
氧化铽	32.61	8,225.34	252.20	-	-	-
氧化镧	1,189.67	1,663.80	1.40	782.03	800.06	1.02
合计	<b>2,875.22</b>	<b>61,305.56</b>	-	<b>1,622.03</b>	<b>19,170.15</b>	-

注：氧化镱、氧化铽来源于晨光稀土。

资料来源：公司提供

公司稀土氧化物的生产和销售由总部统筹和协调，采取以销定产的生产营业模式，主要产品根据订单确定生产计划，产销率水平较高。2017年公司稀土氧化物销量为6,078.21吨，比上年有所提高。

**表8 2016-2017年及2018年1-3月公司稀土氧化物产销情况（单位：吨）**

名称	2018年1-3月			2017年			2016年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
稀土氧化物	607.89	497.72	81.88%	6,875.10	6,078.21	88.41%	5,207.33	5,048.39	96.95%

注：乐山盛和销量包括外购半成品加工成氧化富镨、铈氟富集物及氢氧化铈铽等产品向外销售量。

资料来源：公司提供

**公司收购晨光稀土和科百瑞后，新增稀土金属加工业务，稀土产业链进一步完善**

稀土金属产品主要为稀土氧化物下游产品，2017年以前公司无稀土金属加工业务，稀

土金属收入主要系根据客户需求，委托其他公司加工再向客户销售获得。其中，2016年客户无此需求，未实现收入。2017年2月，公司向王晓晖等3名自然人发行股份及支付现金方式购买他们合计持有科百瑞71.43%股权，交易价格为18,961.61万元；其中通过发行1,661.80万股股份购买王晓晖、王金镛合计持有的科百瑞53.43%股权，通过支付现金4,778.33万元购买罗应春持有的科百瑞18.00%股权。科百瑞成立于2004年6月，主营业务为稀土金属的冶炼，设计产能3,000吨/年。公司收购晨光稀土和科百瑞后，新增稀土金属加工业务，拥有江西赣州、四川乐山生产基地，产能分别为8,000吨/年和3,000吨/年。

晨光稀土和科百瑞生产稀土金属主要有两种模式：一是从稀土冶炼分离企业或稀土贸易企业购进稀土氧化物，生产稀土金属并对外销售。由于稀土氧化物和稀土金属的单位价值较高，且价格波动幅度较大，如果预计稀土价格不会大幅下滑，并且公司流动资金充足，则选择该模式进行。二是提供受托加工服务，由委托方提供稀土氧化物，将其加工为稀土金属，并收取加工费。其中，晨光稀土自主研发低耗高效熔盐电解炉技术，产出的批次产品质量显著提高，产品纯度达到99.5%以上，原辅材料消耗及单位产品的能耗较同类企业均显著降低，具有一定的技术优势。稀土金属产品主要为镨钕金属、钕铁合金和镝铁合金等，品种结构变化较大。2017年和2018年1-3月，公司稀土金属产品分别实现收入18.94亿元和5.80亿元，产品毛利率为17.11%和6.13%，由于2018年一季度销售产品的原材料成本较高，且受春节开工率较低影响，公司2018年一季度毛利率有所下降。

**表9 公司稀土金属产销及收入情况（单位：吨、万元/吨、万元）**

时间	年产能	产量	销量	价格	销售收入
2018年1-3月	11,000	1,502.95	1,422.81	40.80	58,049.62
2017年	11,000	7,416.69	7,740.11	30.64	237,191.52

注：1、2017年稀土金属销量、价格和销售收入包含稀土金属贸易业务相关数据；

2、稀土金属价格波动较大，主要系产品结构变动所致。

资料来源：公司提供

## （二）稀土深加工业务

受市场竞争等因素影响，近年公司稀土催化剂及分子筛产品产能严重过剩，产能利用率不高，收入规模和毛利率持续下滑

公司的稀土深加工业务主要由孙公司四川润和催化新材料股份有限公司<sup>2</sup>（以下简称“四川润和”）负责经营，高效稀土催化剂主要用于作为炼油行业、石油化工行业、精细化工行业以及环保行业（汽车尾气催化剂、烟气脱硝催化剂等）的催化剂。目前公司高效稀土催化剂及分子筛产品生产和销售规模均较小，销售客户主要系国内地方炼油企业，部

<sup>2</sup> 四川润和催化新材料股份有限公司原名为乐山润和催化新材料股份有限公司，2015年7月9日变更为现名。

分出口亚太、中东、欧洲等国家。

2017年国内安全、环保督查力度加大，地方炼油企业大面积停产，客户订单大量减少，稀土催化剂及分子筛产品产量及销量分别较上年分别下降30.98%和18.62%，为9,579.25吨和6,844.57吨，至2017年末，四川润和催化剂及分子筛产品库存高达6,899.04吨，产能过剩进一步加剧。考虑到下游需求增长尚不明朗以及市场竞争因素影响，总投资规模为4.7亿元的5万吨稀土催化剂技改项目长期处于停滞状态，仅投入579.05万元前期费用，并于2017年末取消。受国际原油市场油价波动的影响，下游炼油市场客户较大的经营压力延伸至上游，在一定程度上影响了公司产品的定价，在客户订单下降的背景下，四川润和为稳定老客户实行降价销售，2017年稀土催化剂及分子筛产品收入为10,526.76万元，同比减少了24.87%；毛利率也由2016年的29.47%下降至2018年一季度的8.42%，盈利能力进一步弱化。

**表10 2016-2017年及2018年1-3月公司稀土深加工产品产销情况（单位：吨）**

产品	2018年1-3月			2017年			2016年		
	年产能	产量	销量	年产能	产量	销量	年产能	产量	销量
稀土催化剂及分子筛	30,000	3,085.5	2,954.11	30,000	9,579.25	6,844.57	30,000	13,878.41	8,410.36

资料来源：公司提供

### （三）锆钛加工

#### 公司收购文盛新材后，新增锆钛加工业务，有助于公司经营多元化

2017年2月，公司通过向海南文盛投资有限公司（以下简称“文盛投资”）等9名机构及王丽荣等14名自然人发行17,940.64万股股份购买文盛新材100.00%股权，交易价格为153,121.62万元。公司收购文盛新材后，新增锆钛加工业务，有助于公司经营多元化。文盛新材成立于2003年1月，拥有海南文昌、福建长泰、广西防城港三大生产基地；具备年产75万吨锆英砂、钛精矿和金红石的产能，其中钛精矿年产能约为50万吨，系全国规模领先的锆英砂供应商，为国内锆英砂、钛精矿及金红石的主要供应商之一。

文盛新材无自有的上游矿产资源，生产所需原材料为锆中矿和钛毛矿等，主要从澳大利亚、加拿大、南非等地区进口。因锆中矿供应量相对较小，为保障原材料的供应稳定，文盛新材在锆中矿的采购上采取长期协议为主、订单采购为辅的采购方式。长期协议有助于公司锁定上游锆中矿的原材料供应，但钛毛矿因市场供应量相对充足，文盛新材主要采取订单采购方式。

文盛新材的锆英砂、钛精矿和金红石等产品一般采用以销定产的生产模式，由于前期产能设计规模较大，产品市场需求不及预期，2016-2017年产能利用率分别为35.53%和32.66%，产能过剩严重。

**表11 2016-2017 年文盛新材主要产品产能及产量情况（单位：吨）**

年份	产品	年产能	产量	产能利用率
2017 年	锆英砂	750,000	104,376.76	32.66%
	钛精矿		121,636.51	
	金红石		18,965.61	
2016 年	锆英砂	750,000	129,292.17	35.53%
	钛精矿		98,931.96	
	金红石		38,231.93	

资料来源：公司提供

受益于主要产品价格大幅上涨，2017年公司实现锆钛加工收入110,568.93万元，占当期公司营业收入的比重为21.25%，是公司收入的重要来源。2018年1-3月，公司锆钛加工业务营业收入为29,301.06万元，毛利率为26.18%。

**表12 2016-2017 年文盛新材主要产品销售情况**

年份	项目	锆英砂	钛精矿	金红石
2017 年	销售量（吨）	106,112.73	117,223.21	19,089.70
	销售金额（万元）	74,583.68	15,877.90	7,198.49
	单价（万元/吨）	0.70	0.14	0.38
2016 年	销售量（吨）	118,654.87	134,989.95	27,376.85
	销售金额（万元）	66,142.95	10,940.15	8,165.08
	单价（万元/吨）	0.56	0.08	0.30

注：表中销售包含购进后直接出售的部分。

资料来源：公司提供

#### （四）贸易业务

**受稀土氧化物价格大幅上涨影响，2017年公司贸易业务收入总体增长较快，盈利能力有所好转**

公司贸易业务主要由孙公司德昌盛和新材料科技有限公司（以下简称“德昌盛和”）负责运营，晨光稀土和乐山盛和也有少量贸易业务收入。公司利用闲置的营运资金开展稀土产品贸易业务，根据自身对市场状况及价格走势的判断，在价格相对低迷时向外购入稀土产品，在价格上涨时卖出赚取价差，贸易周期一般在1-6个月。

公司贸易品种主要包括氧化镨钕、氧化镱等稀土氧化物，受稀土氧化物价格大幅上涨影响，2017年公司贸易业务收入总体增长较快，盈利能力有所好转。2017年，氧化镨钕、氧化镱、镨钕金属平均价格分别同比上涨18.79%、13.76%和32.42%，且公司镨钕金属贸易量增长较快、毛利率较高，带动贸易业务收入同比增长30.94%，为12.55亿元，毛利率大幅增加至12.04%。

**表13 2016-2017年公司贸易业务主要产品贸易情况（单位：吨、万元/吨）**

种类	2017年			2016年		
	贸易量	采购均价	销售均价	贸易量	采购均价	销售均价
氧化镨钕	1,171.58	23.62	26.17	2,449.45	22.08	22.03
氧化镨	6.00	416.86	431.11	37.80	354.88	378.97
氧化铈	222.36	103.79	106.31	370.45	107.70	107.43
镨钕金属	1,547.86	30.50	36.88	341.39	28.14	27.85

资料来源：公司提供，鹏元整理

由于贸易业务采购产品及对象主要受客户需求和市场供应情况影响，公司2017年贸易业务采购商及客户集中度有所下降。

**表14 2016-2017年公司贸易业务采购商及客户集中情况（单位：万元）**

年份	名称	采购金额	占贸易业务成本比重	名称	收入金额	占贸易业务收入比重
2017年	第一大采购商	8,625.55	7.81%	第一大客户	21,679.54	17.27%
	前五名采购商合计	<b>35,817.20</b>	<b>32.43%</b>	前五名客户合计	<b>45,799.43</b>	<b>36.48%</b>
2016年	第一大采购商	43,098.29	44.79%	第一大客户	43,098.29	44.95%
	前五名采购商合计	<b>77,141.45</b>	<b>80.18%</b>	前五名客户合计	<b>62,339.49</b>	<b>65.01%</b>

资料来源：公司提供

公司完成对文盛新材等三家子公司的收购，业务规模随之扩大，但收购产生的商誉规模较大，若后续盈利未达预期，存在一定的资产减值风险

2017年2月，公司非公开发行33,110.91万股股份并支付现金2.24亿元购买晨光稀土、科百瑞及文盛新材三家子公司股权及募集配套资金，公司业务规模扩大，营业收入由2015年的10.98亿元上升至2017年的52.04亿元。但上述事项合计产生商誉价值为72,597.51万元，合并产生的溢价较高，具体情况如下表所示。

**表15 公司收购文盛新材、科百瑞及晨光稀土的具体情况（单位：万股、万元）**

收购标的	发行股份数量	股份对价金额	支付现金	购买日之前持有的股权于购买日的公允价值	合并成本	商誉价值
晨光稀土 100%的股权	13,508.47	115,293.44	17,597.41	-	132,890.85	16,193.95
科百瑞 71.43%的股权	1,661.80	14,183.28	4,778.33	2,531.41	21,493.02	12,633.08
文盛新材 100%的股权	17,940.64	153,121.62	0.00	-	153,121.62	43,770.48
<b>合计</b>	<b>33,110.91</b>	<b>282,598.34</b>	<b>22,375.74</b>	<b>2,531.41</b>	<b>307,505.49</b>	<b>72,597.51</b>

注：1、支付现金的金额系四舍五入所致。

2、本次发行股份并支付现金购买资产前，乐山盛和持有科百瑞 28.57%股权，于购买日的公允价值为 2,531.41 万元。

资料来源：公司提供

晨光稀土、科百瑞及文盛新材2016年分别实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润11,026.95万元、2,321.55万元、13,363.74万元；2016年和2017年实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润合计33,396.15万元、6,970.75万元和33,148.87万元，均高于前期的业绩承诺。考虑到稀土行业受政策变动等因素影响较大，公司产品价格波动较大，未来上述三家子公司业绩能否达到预期，仍存在不确定性，公司合并产生的商誉亦存在一定减值风险。

**表16 2015-2017年文盛新材、科百瑞和晨光稀土主要财务指标及业绩承诺（单位：万元）**

子公司	项目	2017年	2016年	2015年
文盛新材	总资产	225,933.58	175,585.60	160,626.47
	资产负债率	46.41%	42.20%	45.16%
	营业收入	136,047.12	112,694.72	130,498.71
	净利润	19,615.08	13,396.22	5,527.44
	扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润	19,785.13	13,363.74	-
	业绩承诺金额	24,600.00	10,900.00	-
	利润补偿金额	-	-	-
晨光稀土	总资产	217,908.82	193,008.19	206,930.09
	资产负债率	40.94%	44.60%	53.47%
	营业收入	280,880.33	269,655.30	203,135.81
	净利润	22,979.47	11,341.36	5,823.19
	扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润	22,369.20	11,026.95	-
	业绩承诺金额	22,600.00	9,900	-
	利润补偿金额	-	-	-
科百瑞	总资产	22,310.51	23,579.10	16,829.02
	资产负债率	43.06%	65.86%	65.99%
	营业收入	59,908.25	43,506.35	25,656.07
	净利润	4,654.57	2,325.24	1,210.80
	扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润	4,649.20	2,321.55	-
	业绩承诺金额	5,610.00	2,230	-
	利润补偿金额	-	-	-

注：2017年业绩承诺金额为2016-2017年扣除非经常性损益归属于母公司股东的净利润总额。

资料来源：公司提供

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，公司财务报表均按照新会计准则编制。2017年，公司合并范围变化情况具体见表2。

公司根据修订后的《企业会计准则第16号——政府补助》相关规定进行会计政策调整，导致公司2017年度的其他收益增加8,945,678.01元，营业外收入减少8,945,678.01元，对2016年度发生的交易，不予追溯调整。根据《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30号）和财政部2018年1月11日颁布的《关于一般企业财务报表格式有关问题的解读》的规定，公司对于利润表新增的“资产处置收益”项目，并对可比期间的比较数据进行调整，调整结果如下：

**表17 2017年公司财务报表列报项目调整情况（单位：万元）**

报表项目	2016年末数	调整数	2017年初数
资产处置收益	-	1,447.60	1,447.60
营业外收入	6,314.94	-1,447.60	4,867.34

资料来源：公司2017年审计报告

### 资产结构与质量

公司完成对文盛新材等三家子公司的收购，资产规模大幅提升，但应收账款及预付款项占用较多资金，存货存在一定的减值风险

2017年，公司完成对科百瑞等三家子公司的收购，年末资产规模达86.86亿元，较2016年末大幅增长231.77%。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，2018年3月末占比为75.33%。

**表18 近年公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	74,563.00	8.36%	69,398.17	8.31%	25,641.85	10.19%
应收票据	30,099.93	3.38%	29,668.45	3.55%	28,432.55	11.30%
应收账款	101,383.98	11.37%	96,540.43	11.56%	16,596.05	6.59%
预付款项	108,117.12	12.13%	90,763.49	10.87%	16,767.96	6.66%

存货	331,414.21	37.18%	301,305.19	36.08%	77,330.73	30.72%
<b>流动资产合计</b>	<b>671,465.48</b>	<b>75.33%</b>	<b>612,497.50</b>	<b>73.34%</b>	<b>185,252.95</b>	<b>73.60%</b>
可供出售金融资产	16,946.93	1.90%	18,289.53	2.19%	11,347.26	4.51%
固定资产	56,885.71	6.38%	56,612.43	6.78%	23,062.72	9.16%
无形资产	40,214.86	4.51%	40,902.40	4.90%	11,607.16	4.61%
商誉	72,597.51	8.14%	72,597.51	8.69%	-	-
<b>非流动资产合计</b>	<b>219,935.89</b>	<b>24.67%</b>	<b>222,613.12</b>	<b>26.66%</b>	<b>66,461.86</b>	<b>26.40%</b>
<b>资产总计</b>	<b>891,401.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>835,110.62</b>	<b>100.00%</b>	<b>251,714.81</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2016-2017年审计报告以及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货构成。2017年末公司货币资金余额为6.94亿元，主要为银行存款，其中10,926.11万元的履约保证金、保函保证金、信用证保证金及银行承兑汇票保证金，为使用权受限资金。应收票据主要系公司开展贸易业务及销售自产产品形成的应收款项，账期一般在六个月以内，截至2017年末账面价值为2.97亿元。近年来，公司加强了对票据的管理，减少了商业承兑汇票的结算方式，商业承兑汇票占公司应收票据的比例分别为90.43%、83.03%和14.70%，呈逐年下降的趋势，但仍面临一定的兑付风险。2017年末应收账款账面价值为9.65亿元，前五名欠款对象应收账款余额占比为30.81%，欠款对象较分散；其中账龄在一年以上的占比为17.34%，截至2017年末，公司已按账龄分析法计提了7,803.16万元的坏账准备。2017年末预付款项账面价值为9.08亿元，主要系预付原材料及贸易业务采购款，其中预付芒廷帕斯矿山运营有限公司（MPMO）3.00亿元。2017年末公司应收及预付款项分别同比增长481.71%和441.29%，主要系文盛新材等三家子公司纳入公司合并范围，业务规模大幅增长所致。截至2017年末，公司存货规模达30.13亿元，同比增长289.63%。存货规模大幅增长，除合并范围扩大的影响以外，2017年下半年稀土产品价格大幅回落，下游客户观望情绪浓厚，稀土氧化物、稀土金属产品出现滞销，同时公司加大了原材料的采购，年末库存量分别同比增长121.25%和50.70%。截至2017年末，公司计提存货跌价准备6,493.20万元。考虑到公司存货中稀土氧化物及锆钛产品占比较高，受市场波动影响，未来可能存在一定的跌价损失风险。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、无形资产和商誉构成。2017年公司参股湖南中核金原新材料有限责任公司、MPMO，并购晨光稀土从而增加持有赣州银行股份有限公司、赣州发展供应链管理有限公司等4家公司，可供出售金融资产规模同比增长61.18%。固定资产主要系用于生产的机器设备以及厂房、办公大楼等，2017年规模上升至5.66亿元，主要系公司合并范围扩大所致。2017年末无形资产规模为4.09亿元，主要包括土地资产和专利权。截至2017年末，商誉价值为7.26亿元，占总资产的比重为8.69%，

主要系收购文盛新材等三家子公司形成。根据公司发布的重大资产重组业绩承诺实现情况的说明，文盛新材、晨光稀土、科百瑞2016年和2017年度业绩承诺完成率均已超过100%，但锆钛及稀土加工业务市场波动较大，若后续上述子公司经营出现不利变化，则存在一定的商誉减值风险。截至2017年末，公司所有权或使用权受限制的资产账面价值为3.45亿元，占公司资产总额的比重为4.13%，主要为银行承兑汇票、保证金、房产和机器设备等。

综上所述，公司完成对文盛新材等三家子公司的收购，2017年资产规模大幅提升，但截至2018年3月末，应收账款和预付款项分别为10.14亿元、10.81亿元，占总资产比重分别为11.37%和12.13%，应收账款及预付款项占用较多资金；存货为33.14亿元，占总资产的37.18%，其中稀土氧化物及锆钛制品占比较高，受市场波动影响较大，存货存在一定的资产减值风险。

## 资产运营效率

### 2017年公司资金周转效率和资产运营效率大幅提高

2017年，文盛新材等三家子公司纳入公司合并范围以及产品市场行情好转，使得回款和存货周期缩短，应收账款和存货周转天数均有所下降，净营业周期由2016年的311.54天下降至2017年的205.20天，资金周转效率大幅提高。

随着市场环境的好转，产品价格整体上涨带动公司营业收入增加，公司流动资产周转天数和总资产周转天数分别由2016年的483.95天和631.69天下降至2017年的275.96天和375.95天，资产运营效率大幅提高。

**表19 2016-2017年公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2017年	2016年
应收款项周转天数	59.23	144.47
存货周转天数	160.91	185.38
应付款项周转天数	14.94	18.31
<b>净营业周期</b>	<b>205.20</b>	<b>311.54</b>
流动资产周转天数	275.96	483.95
固定资产周转天数	27.56	54.31
<b>总资产周转天数</b>	<b>375.95</b>	<b>631.69</b>

注：应收款项考虑了应收票据。

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

受益于产品价格上涨以及公司收购文盛新材等公司，2017年公司营业收入大幅增长，

### 且收入来源多元化程度高；盈利能力好转实现扭亏为盈

2017年，公司实现营业收入52.04亿元，比上年增长279.51%，主要系收购文盛新材等三家子公司，业务规模扩大所致。其中，2017年稀土冶炼分离、稀土深加工、锆钛加工和贸易业务收入分别为24.28亿元、1.05亿元、11.06亿元和12.55亿元，占营业收入的比重分别为46.66%、2.02%、21.25%和24.13%，收入多元化程度高。

毛利率方面，2017年公司综合毛利率为18.60%，比上年提高14.01个百分点，主要系稀土及锆英砂等产品价格上涨所致，缓解了公司的经营压力，使得公司净利润由2016年亏损3,132.70万元扭转为盈利31,500.10万元。但由于公司综合毛利率易受稀土等原材料价格影响，未来仍需关注原材料价格变动对公司盈利能力的影响。

2017年公司资产减值损失较上年增长29.99%，为4,678.20万元，主要系2017年下半年公司部分高价采购的原料及生产的成品产生存货跌价损失以及计提赣州晨兴矿产品有限公司的渤海商品交易所电子商务平台费减值损失。公司资产及产品易受市场波动影响，未来不排除存在资产损失的可能。

2017年公司营业外收入为604.68万元，同比减少了90.42%，主要系2016年公司收购越南稀土有限公司投资成本小于取得投资时应享有的可辨认净资产公允价值产生的收益，而2017年无此项收益。

综上，受益于稀土氧化物等产品价格上涨以及收购文盛新材等三家子公司，带来的业务规模的扩大，2017年公司收入较快增长。但公司盈利能力受产品价格波动影响明显，未来仍需密切关注稀土及锆钛产品的市场价格。

**表20 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	137,227.99	520,355.98	137,113.35
资产减值损失	-606.02	4,678.20	3,598.88
营业利润	9,816.21	42,643.38	-10,273.57
营业外收入	192.40	604.68	6,314.94
利润总额	9,931.49	42,415.45	-3,987.16
净利润	7,045.72	31,500.10	-3,132.70
综合毛利率	13.99%	18.60%	4.59%
期间费用率	7.09%	8.98%	9.68%
营业利润率	7.15%	8.20%	-7.49%
总资产回报率	-	9.84%	0.00%
净资产收益率	-	9.57%	-2.24%
营业收入增长率	47.03%	279.51%	24.86%

净利润增长率	134.99%	-	-
--------	---------	---	---

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

## 现金流

### 2017年公司经营性现金流仍表现欠佳,对外投资支出的增加将使其面临一定的外部融资需求

2017 年，稀土及钨制品市场行情向好，公司盈利状况有所改善，回款能力增强，经营活动现金生成能力 FFO 大幅增加至 60,300.79 万元，但公司经营性应收项目大幅增加，经营活动现金流为净流出。

2017 年公司投资活动现金净流出 33,667.48 万元，主要系购买晨光稀土、科百瑞部分股权及支付 MPMO 股权收购款、购置土地、生产设备以及实验室建设等现金流出。为支持公司主业的扩张及投资活动的资金需求，公司通过银行借款、募集配套资金和控股子公司向少数股东借款对外筹资，2017 年筹资活动现金净流入 87,475.85 万元，比上年大幅增长 369.01%。随着公司在稀土上下游产业链等并购活动的开展，预计投资活动将持续表现为净流出，未来仍有一定的外部融资需求。

表21 2016-2017 年公司现金流情况（单位：万元）

项 目	2017 年	2016 年
净利润	31,500.10	-3,132.70
非付现费用	13,890.08	6,793.28
非经营损益	14,910.61	1,013.60
<b>FFO</b>	<b>60,300.79</b>	<b>4,674.18</b>
营运资本变化	-78,975.87	-11,046.89
其中：存货减少（减：增加）	-48,485.04	-21,817.90
经营性应收项目的减少（减：增加）	-74,361.91	2,161.26
经营性应付项目增加（减：减少）	43,871.08	8,609.75
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-20,695.90</b>	<b>-10,661.56</b>
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-33,667.48</b>	<b>-15,909.89</b>
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>87,475.85</b>	<b>18,651.18</b>
现金及现金等价物净增加额	34,586.60	-7,820.15

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

非公开发行股票大幅增强了公司资本实力，但有息债务规模的大幅攀升，使得公司偿债压力加大

2017年公司非公开发行股票等购买晨光稀土等三家子公司股权及募集配套资金，资本

实力大幅提升，2017年末公司净资产规模比2016年末增长272.35%，为51.90亿元；当期公司对外举债规模也大幅增加，2017年末公司负债总额为31.61亿元，同比增长181.41%。受此影响，2017年末公司产权比率下降至60.90%。2018年一季度，随着公司业务规模的扩张，经营性应付项目大幅增加，产权比率增加9.03个百分点，为69.93%。整体上看，公司所有者权益对负债的保障程度尚可。

**表22 近年公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	366,817.41	316,084.26	112,322.60
所有者权益	524,583.96	519,026.36	139,392.21
产权比率	69.93%	60.90%	80.58%

资料来源：公司2016-2017年审计报告以及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、应交税费和一年内到期的非流动负债构成。短期借款主要系抵押借款和保证借款，2017年末为8.49亿元，较2016年末增长154.29%。应付账款主要是应付采购货款、劳务费和工程款等，2017年末为2.82亿元，较2016年增长302.45%，主要系合并范围扩大，业务规模增加所致。公司应交税费为应交增值税和企业所得税，2017年公司应交税费规模大幅增加，主要系合并范围扩大，利润规模增加所致。2017年末，公司一年内到期的非流动负债达3.22亿元，全部为一年内到期的长期借款。

公司非流动负债主要包括长期借款和应付债券。长期借款主要系保证借款，截至2017年末余额为3.96亿元。应付债券为本期债券，2017年末为44,595.77万元。

**表23 近年公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	90,876.70	24.77%	84,906.47	26.86%	33,390.00	29.73%
应付账款	64,151.17	17.49%	28,150.62	8.91%	6,994.84	6.23%
预收款项	33,164.39	9.04%	19,172.69	6.07%	171.48	0.15%
应交税费	20,321.40	5.54%	21,165.43	6.70%	1,878.29	1.67%
一年内到期的非流动负债	31,350.00	8.55%	32,190.00	10.18%	1,000.00	0.89%
<b>流动负债合计</b>	<b>270,968.82</b>	<b>73.87%</b>	<b>219,705.84</b>	<b>69.51%</b>	<b>52,807.61</b>	<b>47.01%</b>
长期借款	39,700.00	10.82%	39,600.00	12.53%	11,000.00	9.79%
应付债券	44,632.04	12.17%	44,595.77	14.11%	44,457.63	39.58%
<b>非流动负债合计</b>	<b>95,848.60</b>	<b>26.13%</b>	<b>96,378.41</b>	<b>30.49%</b>	<b>59,514.99</b>	<b>52.99%</b>
<b>负债合计</b>	<b>366,817.41</b>	<b>100.00%</b>	<b>316,084.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>112,322.60</b>	<b>100.00%</b>
有息债务	214,440.82	58.46%	211,982.01	67.07%	93,467.00	83.21%

资料来源：公司2016-2017年审计报告以及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

截至2018年3月末，公司有息债务规模达21.44亿元，比2016年末大幅增长129.43%，有息负债规模大幅攀升。从静态上看，截至2017年末，公司2018-2020年分别需要偿还本金11.71亿元、5.03亿元和4.46亿元，短期偿债压力较大。

**表24 截至2017年末公司有息债务本金偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2018年	2019年	2020年
本金	117,096.47	50,289.76	44,595.77

资料来源：公司提供

截至2018年3月末，公司资产负债率为41.15%，整体负债水平不高。从偿债保障指标来看，随着公司应付及预收款项的增长，公司流动比率、速动比率下降至2018年3月末的2.48和1.25，流动资产对流动负债的保障程度有所下降。考虑到公司流动资产中稀土氧化物、稀土金属、锆英砂等产品及原料占比较大，其价格变动对公司资产的流动性和公司偿债能力影响较大。2017年，公司营业利润规模大幅提升，EBITDA利息保障倍数上升至5.66。

**表25 近年公司主要偿债能力指标**

项目	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	41.15%	37.85%	44.62%
流动比率	2.48	2.79	3.51
速动比率	1.25	1.42	2.04
EBITDA（万元）	-	62,705.49	3,187.66
EBITDA 利息保障倍数	-	5.66	0.80
有息债务/EBITDA	-	3.38	29.32
债务总额/EBITDA	-	5.04	35.24
经营性净现金流/流动负债	0.04	-0.09	-0.20
经营性净现金流/负债总额	0.03	-0.07	-0.09

资料来源：公司2016-2017年审计报告以及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

## 六、或有事项分析

### 一、公司存在部分诉讼、仲裁事项，涉及金额均相对较小，对公司影响有限

截至2017年末，公司诉讼、仲裁事项包括：雅安文盛精细锆有限公司与杨国芬劳动合同纠纷诉讼事项、文盛新材与云南兴棱矿业有限公司、文盛新材与深圳广众投资有限公司的工矿产品合同纠纷诉讼事项等。上述事项涉案金额838.87万元，相对公司净资产规模较小，预计不会对公司产生重大的财务影响。

### 二、共管账户内资金被法院强制划扣的情况

因2012年重大资产重组，山西省焦炭集团有限责任公司（以下简称“焦炭集团”）按

照承诺向共管账户存入保证金1.3亿元，由四方监管。共管账户系以焦炭集团名义申请，用以支付上市公司重组前已披露的2起对外担保事项在内的或有负债。因山西焦炭集团自身债务原因，共管账户内的5,296.05万元资金被杭州市下城区人民法院根据生效判决杭州市中级人民法院《民事判决书》划扣，21.49万元被太原市万柏林区人民法院根据已生效的太原市万柏林区人民法院《民事调解书》划扣。截至2017年12月31日，共管账户资金余额为453.05万元。共管账户银行提供的文件显示，均已被相关人民法院冻结或重复冻结。其中太原市万柏林区人民法院依据《协助冻结存款通知书》冻结499万元，广东省佛山市中级人民法院依据《执行裁定书》及《协助冻结存款通知书》冻结，该冻结为轮候冻结。2017年初，共管账户再次被四川省资阳市中级人民法院《执行裁定书》冻结249.77万元，被山西省介休市人民法院依据《民事裁定书》轮候查封952万元。

根据公司2012年完成重大资产重组中的《资产出售协议》、《账户管理协议》的相关安排，即使公司需要依据相关生效判决履行支付义务，相关支出也应从《账户管理协议》项下的共管资金拨付，如共管资金不足，则应由焦炭集团另行向公司进行全额补偿。

## 七、评级结论

公司稀土冶炼分离产能产量均居四川省、国内前列，在稀土冶炼分离领域具有一定的技术优势，2017年通过非公开发行股份以及支付现金购买资产并配套募集资金，资本实力大幅上升，业务规模扩大，收入多元化程度提高。且2017年稀土氧化物价格的上涨，公司盈利能力有所增强。

同时鹏元也关注到，公司应收账款及预付款项占公司资产规模大，占用较多资金，存货中稀土氧化物及锆钛制品占比较高，受市场价格变动影响存在一定的资产损失风险，公司经营活动现金持续净流出，经营现金流表现欠佳，有息债务规模的增长带来较大短期偿债压力，此外，公司还面临一定的商誉减值风险等风险因素。

基于以上分析，经鹏元综合评定，将本期债券信用等级维持为AA，主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
<b>流动资产：</b>				
货币资金	74,563.00	69,398.17	25,641.85	34,623.63
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	385.39	216.55	754.14	217.36
应收票据	30,099.93	29,668.45	28,432.55	53,063.21
应收账款	101,383.98	96,540.43	16,596.05	11,955.06
预付款项	108,117.12	90,763.49	16,767.96	16,078.49
其他应收款	9,458.84	8,746.24	11,338.07	4,226.08
存货	331,414.21	301,305.19	77,330.73	57,404.93
其他流动资产	16,043.00	15,858.98	8,391.59	5,822.00
<b>流动资产合计</b>	<b>671,465.48</b>	<b>612,497.50</b>	<b>185,252.95</b>	<b>183,390.75</b>
<b>非流动资产：</b>				
可供出售金融资产	16,946.93	18,289.53	11,347.26	2,000.00
长期股权投资	13,157.54	13,155.76	16,606.70	9,171.31
固定资产	56,885.71	56,612.43	23,062.72	18,304.04
在建工程	2,914.76	2,162.80	1,380.72	2,916.71
工程物资	4.70	102.45	-	-
无形资产	40,214.86	40,902.40	11,607.16	12,421.77
开发支出	65.91	1.10	25.89	-
商誉	72,597.51	72,597.51	-	-
长期待摊费用	707.55	498.21	158.85	194.71
递延所得税资产	6,089.39	7,052.33	2,186.05	929.05
其他非流动资产	10,351.03	11,238.59	86.50	137.50
<b>非流动资产合计</b>	<b>219,935.89</b>	<b>222,613.12</b>	<b>66,461.86</b>	<b>46,075.09</b>
<b>资产总计</b>	<b>891,401.37</b>	<b>835,110.62</b>	<b>251,714.81</b>	<b>229,465.84</b>
<b>流动负债：</b>				
短期借款	90,876.70	84,906.47	33,390.00	24,000.00
应付票据	7,882.08	10,689.76	3,619.37	5,526.62
应付账款	64,151.17	28,150.62	6,994.84	6,315.50
预收款项	33,164.39	19,172.69	171.48	5.28
应付职工薪酬	2,279.19	5,578.03	1,594.92	916.50
应交税费	20,321.40	21,165.43	1,878.29	1,766.77
应付利息	1,944.07	1,234.57	925.51	895.80

其他应付款	13,562.69	11,181.14	1,693.23	52.46
一年内到期的非流动负债	31,350.00	32,190.00	1,000.00	-
应付股利	5,282.47	5,282.47	1,539.97	1,539.97
<b>流动负债合计</b>	<b>270,968.82</b>	<b>219,705.84</b>	<b>52,807.61</b>	<b>41,018.89</b>
<b>非流动负债：</b>				
长期借款	39,700.00	39,600.00	11,000.00	-
应付债券	44,632.04	44,595.77	44,457.63	44,326.16
预计负债	2,920.55	2,920.55	2,920.55	2,920.55
递延所得税负债	4,801.11	5,318.63	295.22	
递延收益-非流动负债	3,751.70	3,943.46	841.58	570.74
<b>非流动负债合计</b>	<b>95,848.60</b>	<b>96,378.41</b>	<b>59,514.99</b>	<b>47,817.45</b>
<b>负债合计</b>	<b>366,817.41</b>	<b>316,084.26</b>	<b>112,322.60</b>	<b>88,836.34</b>
<b>所有者权益(或股东权益)：</b>				
实收资本(或股本)	135,012.85	135,012.85	94,103.94	94,103.94
资本公积金	251,543.53	251,543.53	-54,547.84	-54,547.84
其他综合收益	1,652.53	3,042.71	2,278.05	413.51
专项储备	183.86	288.08	10.28	46.97
盈余公积金	1,411.71	1,411.71	1,411.71	1,411.71
未分配利润	114,678.62	106,993.60	76,034.88	79,320.11
少数股东权益	20,100.85	20,733.88	20,101.21	19,881.11
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>504,483.11</b>	<b>498,292.48</b>	<b>119,291.01</b>	<b>120,748.39</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>524,583.96</b>	<b>519,026.36</b>	<b>139,392.21</b>	<b>140,629.50</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>891,401.37</b>	<b>835,110.62</b>	<b>251,714.81</b>	<b>229,465.84</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业收入	137,227.99	520,355.98	137,113.35	109,815.43
减：营业成本	118,025.90	423,566.09	130,822.14	94,074.39
税金及附加	609.41	1,909.51	261.18	701.58
销售费用	2,189.07	5,816.55	1,447.42	1,249.54
管理费用	4,909.32	28,746.54	7,976.80	5,693.21
财务费用	2,627.60	12,181.08	3,843.06	2,456.87
资产减值损失	-606.02	4,678.20	3,598.88	2,209.52
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	17.60	-13.37	-147.45	14.21
投资收益（损失以“-”号填列）	-10.02	-1,701.60	710.00	61.00
其他收益	335.92	894.57	-	-
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	9,816.21	42,643.38	-10,273.57	3,505.53
加：营业外收入	192.40	604.68	6,314.94	321.92
减：营业外支出	77.13	832.61	28.52	142.71
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	9,931.49	42,415.45	-3,987.16	3,684.73
减：所得税费用	2,885.77	10,915.35	-854.46	1,832.86
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	7,045.72	31,500.10	-3,132.70	1,851.87
减：少数股东损益	-639.30	-2,154.59	152.53	-80.99
五、归属于母公司所有者的净利润	7,685.02	33,654.69	-3,285.23	1,932.86

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	140,697.58	637,059.92	162,427.52	115,217.18
收到的税费返还	305.97	236.91	135.42	35.24
收到其他与经营活动有关的现金	7,299.59	15,027.78	2,724.92	6,147.93
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>148,303.14</b>	<b>652,324.61</b>	<b>165,287.86</b>	<b>121,400.35</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	111,624.23	608,990.20	160,946.00	126,971.87
支付给职工以及为职工支付的现金	7,436.30	17,863.12	6,368.36	5,927.45
支付的各项税费	6,991.90	15,402.92	1,451.37	7,367.18
支付其他与经营活动有关的现金	10,531.24	30,764.26	7,183.69	7,529.25
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>136,583.68</b>	<b>673,020.51</b>	<b>175,949.42</b>	<b>147,795.76</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>11,719.47</b>	<b>-20,695.90</b>	<b>-10,661.56</b>	<b>-26,395.41</b>
收回投资收到的现金	-	5,237.42	17,981.60	4,293.51
取得投资收益收到的现金	-	241.26	11.96	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	15.60	23.75	3,273.00	24.17
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>15.60</b>	<b>5,502.42</b>	<b>21,266.56</b>	<b>4,317.68</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,250.73	12,450.21	4,142.27	4,540.17
投资支付的现金	472.31	6,816.00	31,234.91	8,449.65
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	19,889.85	372.29	-
支付其他与投资活动有关的现金	151.25	13.84	1,426.98	-
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>1,874.28</b>	<b>39,169.90</b>	<b>37,176.45</b>	<b>12,989.82</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-1,858.68</b>	<b>-33,667.48</b>	<b>-15,909.89</b>	<b>-8,672.14</b>
吸收投资收到的现金	-	64,293.55	75.42	9,489.60
取得借款收到的现金	34,958.05	197,761.95	45,390.00	35,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	5,738.64	78,083.21	7,676.43	5,844.35
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>40,696.69</b>	<b>340,138.72</b>	<b>53,141.85</b>	<b>94,658.95</b>
偿还债务支付的现金	28,277.75	154,281.73	24,480.29	39,640.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,608.34	13,696.10	3,771.15	9,039.93
支付其他与筹资活动有关的现金	11,142.22	84,685.04	6,239.23	5,897.49
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>42,028.31</b>	<b>252,662.87</b>	<b>34,490.66</b>	<b>54,577.42</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-1,331.62</b>	<b>87,475.85</b>	<b>18,651.18</b>	<b>40,081.54</b>
汇率变动对现金的影响	-151.55	1,474.14	100.12	71.14
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>8,377.62</b>	<b>34,586.60</b>	<b>-7,820.15</b>	<b>5,085.13</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	31,500.10	-3,132.70	1,851.87
加：资产减值准备	4,678.20	3,598.88	2,209.52
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,295.05	2,565.97	2,186.07
无形资产摊销	2,745.88	550.72	135.20
长期待摊费用摊销	170.95	77.71	16.88
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-5.77	-1,439.64	75.79
固定资产报废损失	222.42	6.48	-5.81
公允价值变动损失	13.37	147.45	-14.21
财务费用	10,591.54	3,884.05	2,282.38
投资损失	1,701.60	-622.96	-69.18
递延所得税资产减少	2,816.96	-1,257.00	-250.08
递延所得税负债增加	-429.51	295.22	-
存货的减少	-48,485.04	-21,817.90	-20,024.22
经营性应收项目的减少	-74,361.91	2,161.26	20,110.09
经营性应付项目的增加	43,871.08	8,609.75	-34,898.51
其他	-2,020.82	-4,288.84	-1.19
经营活动产生的现金流量净额	-20,695.90	-10,661.56	-26,395.41

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
存货周转天数(天)	-	160.91	185.38	183.02
应收账款周转天数(天)	-	59.23	144.47	210.39
应付账款周转天数(天)	-	14.94	18.31	29.91
净营业周期(天)	-	205.20	311.54	363.50
固定资产周转天数(天)	-	27.56	54.31	55.66
总资产周转天数(天)	-	375.95	631.69	677.90
综合毛利率	13.99%	18.60%	4.59%	14.33%
期间费用率	7.09%	8.98%	9.68%	8.56%
总资产回报率	-	9.84%	0.00%	2.96%
产权比率	69.93%	60.90%	80.58%	63.17%
有息债务(万元)	214,440.82	211,982.01	93,467.00	73,852.78
资产负债率	41.15%	37.85%	44.62%	38.71%
流动比率	2.48	2.79	3.51	4.47
速动比率	1.25	1.42	2.04	3.07
EBITDA(万元)	-	62,705.49	3,187.66	8,468.24
EBITDA 利息保障倍数	-	5.66	0.80	3.23
有息债务/EBITDA	-	3.38	29.32	8.72
债务总额/EBITDA	-	5.04	35.24	10.49
经营性净现金流/流动负债	0.04	-0.09	-0.20	-0.64
经营性净现金流/负债总额	0.03	-0.07	-0.09	-0.30

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	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，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。

注：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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。