

跟踪评级公告

联合[2017]351 号

桐昆集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对桐昆集团股份有限公司主体长期信用状况和发行的“12 桐昆债”进行跟踪评级，确定：

桐昆集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

桐昆集团股份有限公司发行的“12 桐昆债”债项信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年五月四日

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>

桐昆集团股份有限公司

公司债券 2017 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 桐昆债	13 亿元	5 年	AA	AA+	2016 年 6 月 6 日

跟踪评级时间：2017 年 5 月 4 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	151.05	190.01	210.77
所有者权益（亿元）	69.81	110.18	113.44
长期债务（亿元）	13.85	14.37	14.38
全部债务（亿元）	61.47	58.50	77.19
营业收入（亿元）	217.54	255.82	61.45
净利润（亿元）	1.20	11.43	3.25
EBITDA（亿元）	12.44	26.42	--
经营性净现金流（亿元）	15.65	30.41	-10.62
营业利润率（%）	5.22	8.57	10.23
净资产收益率（%）	1.73	12.70	2.91
资产负债率（%）	53.79	42.01	46.18
全部债务资本化比率（%）	47.62	34.68	40.49
流动比率（倍）	0.78	1.15	1.07
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.45	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.13	12.58	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.96	2.03	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3、一季度数据未经审计未年化 4、全部债务计算中包含其他科目中付息项。

评级观点

跟踪期内，桐昆集团股份有限公司（以下简称“公司”或“桐昆股份”）继续保持国内涤纶行业龙头地位。2016 年，公司非公开发行股票成功，资本实力明显增强，债务负担显著减轻。2016 年公司 POY 和 DTY 产能提升，在涤纶行业整体景气度回升的背景下，产销量均有所增长，盈利水平大幅提高，经营现金流状况佳。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到涤纶企业受国际石油价格波动影响大；公司改扩建项目较多，存在一定资本支出压力；部分产品在生产、运输、销售过程中存在一定的安全风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司正积极筹备非公开发行相关事宜，非公开发行方案已被证监会受理，若非公开发行成功实施，将对增强公司资本实力起到积极作用，但最终能否顺利实施尚存在不确定性。

未来，随着公司在建项目投产，公司产业链将进一步完善，在行业景气度良好的情况下，公司收入及利润规模有望进一步增长。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“12 桐昆债”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 2016 年，在供给侧改革大形势下，同时受 G20 峰会及国际油价上涨带动影响，我国涤纶行业逐步回暖。

2. 2016 年，公司非公开发行股票成功，资本实力明显增强，债务负担显著减轻。

3. 跟踪期内，公司改扩建项目推进，产能提升、产业链进一步完善，公司仍为国内领先的涤纶长丝制造企业，行业地位得到巩固。

4. 2016 年，随着公司 POY 和 DTY 新增产能释放，在涤纶行业整体景气度提升的背景

下,公司产销量增长,主要产品盈利能力提高,经营现金流状况佳。

关注

1. 公司所处涤纶行业属于石化产业链的中端,行业对原油价格走势敏感,未来影响国际油价的因素较多,将对公司经营产生较大影响。

2. 2016 年,公司继续扩充产能,在建项目规模较大,未来投产尚需时间,项目产能释放能否被市场及时消化存在一定不确定性。同时,项目建设也给公司带来一定的资本支出压力。

3. 公司生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等污染物,随着整个社会环境保护意识的不断增强,公司环保风险加大,同时,公司部分产品在生产、运输、销售过程中存在一定安全风险。

分析师

王 越

电话: 010-85172818

邮箱: wangyue@unitedratings.com.cn

任贵永

电话: 010-85172818

邮箱: rengy@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

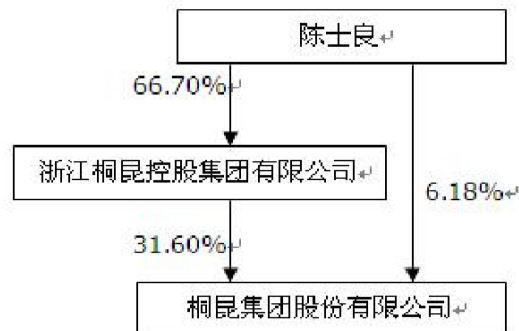


一、主体概况

桐昆集团股份有限公司（以下简称“公司”或“桐昆股份”）前身是 1982 年在桐乡县洲泉镇成立的桐乡县化学纤维厂，1995 年整体改组为浙江桐昆化纤集团有限公司，并在此基础上组建了浙江桐昆化纤集团有限责任公司，1999 年桐乡市洲泉镇资产经营总公司、浙江桐昆化纤集团股份有限公司（筹）职工持股会、桐乡市桐纤职工劳动保障基金管理协会和陈士良、陈建荣、沈培兴共同发起设立浙江桐昆化纤集团股份有限公司，并于 2004 年变更为现名，其后经历了多次股东及股权变更。2011 年 5 月 18 日，公司在上海证券交易所挂牌交易，股票简称为“桐昆股份”，股票代码为“601233”。

2016 年 6 月公司非公开发行 2.68 亿股成功，截至 2017 年 3 月底，公司总股本增至 12.32 亿股，其中，浙江桐昆控股集团有限公司持股比例由年初的 30.62%提高 31.60%，仍为公司控股股东。公司实际控制人仍为陈士良先生。

图 1 截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司年报

跟踪期内，公司主要经营聚酯和涤纶长丝的研发、生产和销售，主要产品为涤纶长丝和聚酯切片，主营业务未发生变化。

截至 2016 年底，公司下设总裁办公室、生产技术部、投资发展部、采购供应部、财务管理部、销售管理部、总工程师室及企业技术中心 8 个职能部门，拥有嘉兴石化有限公司、桐昆集团浙江恒盛化纤有限公司、桐乡市中洲化纤有限责任公司等 14 个控股子公司，拥有在职员工 14,337 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 190.01 亿元，负债合计 79.82 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 110.18 亿元，其中归属母公司所有者权益 109.75 亿元。2016 年公司实现营业收入 255.82 亿元，净利润（含少数股东损益）11.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.32 亿元；经营活动产生的现金流量净额 30.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.02 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 210.77 亿元，负债合计 97.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 113.44 亿元，其中归属母公司所有者权益 112.97 亿元。2017 年一季度公司实现营业收入 61.45 亿元，净利润（含少数股东损益）3.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额-10.62 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.62 亿元。

公司注册地址：浙江省桐乡市洲泉镇德胜路 1 号 12 幢；法定代表人：陈士良。

二、债券概况

本次债券于 2013 年 1 月 21 日发行，发行额度 13.00 亿元，票面利率为 5.85%，期限为 5 年，附第三年末发行人上调利率选择权和投资者债券回售权。本次债券付息日为 2014 年至 2018 年每年的 1 月 21 日，到期日为 2018 年 1 月 21 日。本次公司债券已于 2013 年 2 月 8 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“12 桐昆债”，证券代码为“122216.SH”。本次公司债券的募集资金按照公告已全部用于补充公司流动资金。

公司于 2017 年 1 月 23 日（节假日顺延）支付完毕 2016 年 1 月 21 日至 2017 年 1 月 20 日期间的债券利息。

三、行业分析

跟踪期内，公司主要从事各类民用涤纶长丝的生产、销售，以及涤纶长丝主要原料之一的 PTA（精对苯二甲酸）的生产。

1. 行业概况

2016 年，涤纶行业正逐步适应新常态，国家供给侧改革，去产能、去库存成效明显。得益于 2016 年下半年以来产品价格上行，行业内企业盈利能力均显著增强，行业景气度明显提升。

2016 年以来涤纶丝整体行情处于上升趋势。从柯桥纺织涤纶类总景气指数可以看出，2016 年尤其是下半年，下游纺织景气回升明显。截至 2017 年 2 月，纺织涤纶类景气情况已经位于 2011 年以来的高点。（见下图）

图 2 我国涤纶类总景气指数（单位：点）



数据来源：Wind 资讯

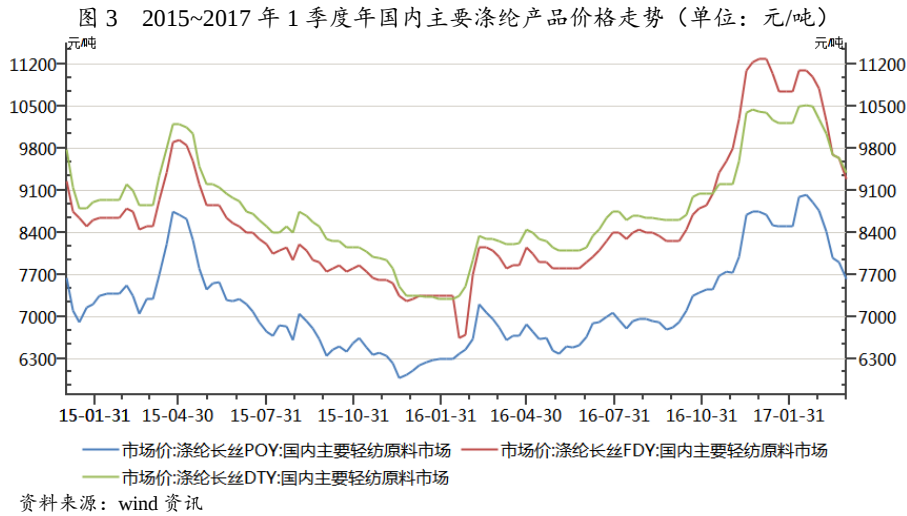
涤纶丝等轻纺原料以 PTA 为主，而 PTA 的主要原料 PX 多为石油化工路径生成，与国际原油价格走势相关度高，2016 年以来国际油价上行，成本端价格提升，涤纶丝价格上升。从涤纶产品价格来看，由于产能快速释放，需求提升动力不足，加之原油价格不断上行，2016 年主要涤纶产品 POY¹、DTY²、FDY³产品价格涨势良好，2016 年底较年初涨幅均在 40%~50% 左右。2017 年一季度出现一定幅度回调，截至 2017 年 3 月末，根据主要轻纺原料市场报价情况，POY 平均价格

¹ POY，涤纶预取向丝，全称 PRE-ORIENTED YARN 或者 PARTIALLY ORIENTED YARN

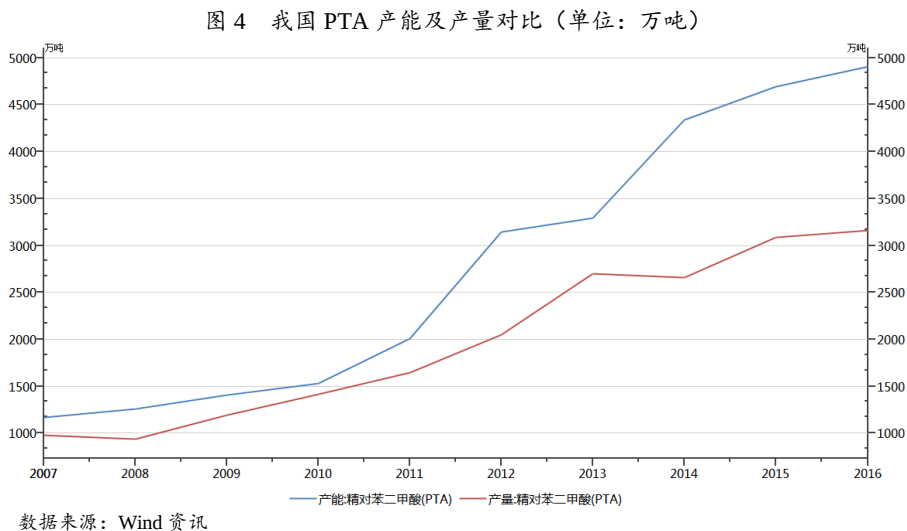
² DTY，拉伸变形丝，又称涤纶加弹丝，全称 DRAW TEXTURED YARN

³ FDY，全拉伸丝，又称涤纶牵引丝，全称 FULL DRAW YARN

为 7,625.00 元/吨, FDY 平均价格为 9,300.00 元/吨, DTY 平均价格为 9,400.00 元/吨, 分别较年初下降 10.91%、17.70%和 9.83%。



从原料供给端看, 2016 年油价上行利好聚酯产业链整体盈利的复苏, 从 PX—PTA—聚酯产业链分析, 2013~2016 年 PX 进口依存度超过 50%且有提高趋势, 但 PTA 行业洗牌尚未结束, 2016 年 PTA 产能达 4,909 万吨, 产量仅为 3,164 万吨, 产能利用率约 65%左右, 表观消费量 3,141 万吨, 产能过剩较为严重。

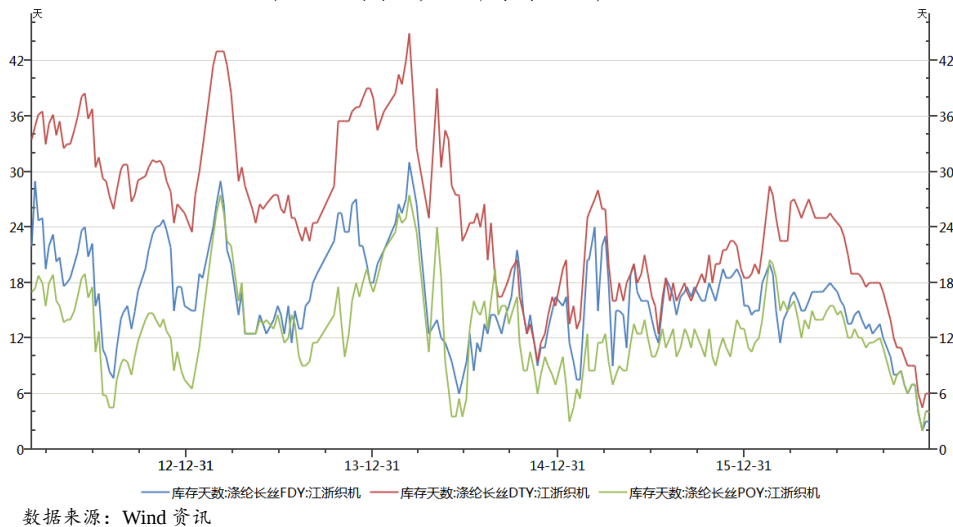


从需求方面来看, 涤纶长丝特别是民用涤纶丝下游需求主要来自服装、家纺。其中服装需求占比超过五成。2016 年终端纺织服装和家纺市场等景气回升, 需求增加, 2016 年 12 月织造工厂开机率比 2015 年同期整体提高, 全部工厂开机率在 6 成以上, 开机率在 8 成及以上占 92%。其中服装鞋帽、针、纺织品类零售额较 2015 年增长 6.55%, 服装类零售额较 2015 年增长 6.16%。在出口方面, 虽然纺织品服装 2016 年出口金额较上年略有下降 1%左右, 但幅度较小, 对总体需求变动影响较小。

另一方面, 2016 年 G20 峰会于杭州举行, 浙江省作为峰会的主会场, 为保障开会期间空气环境良好, 根据《G20 峰会浙江省环境保障工作方案》, 其中纺织印染、石化化纤纷纷被当地政府列

为限产、停产、关停目录，涉及产能之大、面积之广前所未有。需求的提高和供给的减少使得 2016 年底，主要涤纶产品库存达到历史低位（见下图）。

图 5 主要涤纶产品库存情况（单位：天）



总体看，2016 年油价上行利好聚酯产业，G20 峰会的召开限制了部分产能，同时，国内织造工厂开机率整体提高，诸多因素导致我国涤纶行业内企业盈利能力增强，行业景气度明显提升。

2. 行业关注

目前，涤纶行业运行仍需关注原油价格波动。原油生产国限产消息对油价的驱动作用明显，但全球经济低迷，短期原油消费需求难以有效提振，加之美国页岩油产量提升，抵消了部分减产效果，未来原油走势仍不明朗，从而影响 PX 及下游整个产业链，因此，原油价格波动仍将是影响涤纶企业经营的重要不确定因素。此外，行业结构性、阶段性产能过剩仍然存在，国内企业创新能力不足，新品率和差别化率有待提高。

3. 行业前景

未来，随着国民经济快速发展，中国对涤纶产品的需求量快速上升，2016 年涤纶长丝下游需求增长在 6.68%，2017 年有望继续增长。国内 PTA 企业产能过剩仍将维持，行业内淘汰、破产、重组、兼并等加速，产能的集中度将提高，并将支撑 PTA 几大龙头企业重新定义市场格局，企业将更加注重通过提高新品率和走差别化产品路线提高产品附加值，提升企业整体盈利水平。

总体看，作为成熟的民生产业，涤纶行业未来仍将作为基础性行业，行业中规模效益显著、技术水平领先、资金实力雄厚的大型企业仍将具备明显的竞争优势。

四、管理分析

跟踪期内，公司管理制度连续，未发生明显变化。公司部分董事调整，其中，公司董事、财务总监屈玲妹女士因退休原因，辞去董事、财务总监之职。2016 年第一次临时股东大会选举陈蕾女士担任公司董事一职。2016 年 7 月 9 日公司六届十九次董事会会议决定聘任李圣军先生为公司副总裁。其他董事、监事、高级管理人员未发生变动。公司董事、监事、高级管理人员变动未对公司经营产生重大影响。

公司董事陈蕾女士，1987年5月生，毕业于英国帝国理工大学风险管理和金融工程专业，硕士研究生学历。2010年11月至2012年7月，陈蕾女士就职于桐昆集团股份有限公司，任董事长秘书。2012年8月，就职于浙江桐昆控股集团股份有限公司，任董事长助理兼香港诚晖国际投资有限公司总经理，2016年6月至今，陈蕾女士任桐昆股份董事。

公司副总裁李圣军先生，1978年1月生，硕士，高级经济师。历任桐昆股份恒盛公司聚合车间副主任、经营科副科长，桐昆股份行政事务部人事宣教科科长、恒盛公司总经理助理、桐昆股份投资发展部经理兼生产技术部经理、桐昆股份总裁助理、桐昆股份总裁助理兼嘉兴石化有限公司（以下简称“嘉兴石化”）总监，桐昆股份总裁助理兼恒盛公司总经理，2016年7月份起任桐昆股份副总裁。

总体看，跟踪期内，公司董事、监事、高级管理人员未产生重大不利变动。

五、经营分析

1. 经营概况

2016年，在供给侧改革大形势下，同时受G20峰会及四季度国际油价上涨带动影响，我国聚酯涤纶行业景气度逐步回升，公司主要涤纶丝产品销量增加，同时，前三季度国际油价低位运行利于成本控制，公司收入和盈利大幅增长。2016年，公司实现营业收入255.82亿元，较上年增长17.60%，其中主营业务收入229.36亿元，占比89.66%，主营业务突出。2016年公司实现净利润11.43亿元，较上年增长852.72%，其中归属于母公司所有者的净利润11.32亿元，较上年增长882.73%。

表1 近两年公司主营业务收入、占比和毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2015年			2016年			变动率	
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	毛利率
POY	1,207,027.42	61.23	5.43	1,488,982.30	64.92	9.35	23.36	提高 3.92 个百分点
DTY	296,266.80	15.03	5.37	323,835.87	14.12	12.09	9.31	提高 6.72 个百分点
FDY	416,550.52	21.13	4.41	429,586.00	18.73	8.75	3.13	提高 4.34 个百分点
复合丝	33,924.28	1.72	13.84	34,670.78	1.51	11.28	2.20	降低 2.56 个百分点
平牵丝	3,203.12	0.16	9.54	1,820.15	0.08	8.53	-43.18	降低 1.01 个百分点
PTA	7,286.42	0.37	9.10	2,254.29	0.10	3.78	-69.06	降低 5.32 个百分点
切片及其他	6,909.02	0.35	9.04	12,450.19	0.54	6.88	80.20	降低 2.16 个百分点
合计	1,971,167.58	100	5.38	2,293,599.58	100	9.64	16.36	提高 4.26 个百分点

资料来源：公司年报

从收入构成上看，公司主要产品构成未发生变化，各主要产品收入随整个市场需求增加销量增加，收入占比基本保持稳定，2016年公司仍以POY、DTY和FDY为主导产品，三大产品为公司贡献收入占主营业务收入比重分别为64.92%、14.12%和18.73%。从收入金额看，三大产品收入均有不同程度上升，2016年分别为148.90亿元、32.38亿元和42.96亿元，分别较上年增长23.36%、9.31%和3.13%。平牵丝非公司主导产品销量很低，PTA主要是自用，因此，上述产品基数较小，收入变动较大，但占比小对公司整体收入影响极低。

从毛利率来看，一方面，2016年受益于供给侧改革，G20峰会行业部分装置停产限产，以及国内织造需求增长及长丝产品出口增加带动，主要涤纶丝产品在2016年年初触底后全年呈上升趋势，在2016四季度加速上扬。公司主导产品POY、DTY和FDY等产品2016年的毛利率均有不

同程度上升，其中 POY 由 2015 年的 5.43% 上升至 2016 年的 9.35%，DTY 由 2015 年的 5.37% 上升至 12.09%；FDY 由 2015 年的 4.41% 上升至 8.75%。受上述因素影响，公司主营业务综合毛利率上升至 9.64%，较上年提高 4.26 个百分点。

2017 年一季度涤纶行业景气度得以延续，公司收入和盈利均较上年同期有较大幅度提升，其中，一季度实现营业收入 61.45 亿元，同比增长 26.41%；实现营业利润 3.91 亿元，同比增长 104.91%；净利润（含少数股东损益）3.25 亿元，同比增长 106.36%。

总体看，2016 年，公司主营业务未发生变动。受益于多种利好因素，涤纶行业整体景气度回升，公司营业收入大幅增长，主要产品毛利率水平提高。2017 年一季度公司经营情况较上年同期有较大幅度提升。

2. 原材料采购

2016 年，由于行业景气度提升，公司产销两旺，主要原材料的采购量与 2015 年相比有所增加（见下表）。公司自有 PTA 产量不能完全满足公司日常生产用量，公司对外采购 PTA 数量 126.69 万吨，同比增长 47.45%；公司无 MEG 和 PX 生产能力，MEG 采购量同比增长 13.54%，PX 采购量同比微降 0.78%。

从采购价格来看，公司主要原材料 PTA、MEG 和 PX 价格均与原油价格相关，2016 年均呈现底部回升态势，但同时受库存、主要厂商开工及国际炒家影响，各原材料表现有所差异。反映到公司 2016 年采购均价上，公司 PTA 和 PX 采购价格保持稳定，两者 2016 年采购均价分别较上年上升 0.50% 和 0.03%，MEG 采购均价下降 10.84% 至 4,621.81 元/吨，但需关注到现阶段我国 PTA 整体产能过剩较为严重而 PX 和 MEG 产能不足，公司 PX 主要依赖进口。

表 2 近两年公司主要原材料采购情况（不含税价格）

原材料名称	项目	2015 年	2016 年	变动率
PTA	总采购量（万吨）	85.92	126.69	47.45%
	采购均价（元/吨）	3,930.00	3,949.72	0.50%
MEG	总采购量（万吨）	100.49	114.10	13.54%
	采购均价（元/吨）	5,184.00	4,621.81	-10.84%
PX	总采购量（万吨）	113.38	112.50	-0.78%
	采购均价（元/吨）	5,281.00	5,282.39	0.03%

资料来源：公司提供

注：PTA 为外购产量，向嘉兴石化采购部分已抵消。

2016 年，公司向前 5 大供应商采购的商品总金额为 96.03 亿元，占公司年度采购总额的 51.63%，与上年持平，供应商集中偏高，前五名供应商中无关联方。

总体看，2016 年公司原材料供应较稳定，采购量增加，主要原材料与原油价格走势密切相关，随着国际油价回升，公司原材料价格有所增长，采购集中度偏高，公司无 MEG 和 PX 生产能力且对外依存度高。

3. 生产经营

2016 年，公司新建及技改项目在年中陆续投产，2016 年公司 POY 和 DTY 产能增加。截至 2016 年底，公司 FDY、DTY 和 POY 产能分别为 60 万吨、40 万吨和 250 万吨。2016 年公司主导产品 FDY、DTY 和 POY 产量均有不同程度增长，其中 POY 增长明显，主要系 2016 年 4 月份，恒腾二期年产 40 万吨差别化纤维项目开始陆续投产，产能释放所致。2016 年，公司三大主导产

品产能利用率继续保持高水平。

表 3 近两年公司主要产品生产情况（单位：万吨，%）

产品	项目	2015 年	2016 年	变动
FDY	产能	60.00	60.00	0.00
	产量	61.82	62.88	1.71
	产能利用率	103.03	104.80	提高 1.77 个百分点
DTY	产能	38.00	40.00	5.26
	产量	38.31	41.83	9.19
	产能利用率	100.82	104.58	提高 3.76 个百分点
POY	产能	200.00	250.00	25.00
	产量	197.96	240.57	21.52
	产能利用率	98.98	96.23	降低 2.75 个百分点

资料来源：公司提供

注：产能为 2016 年底产能，产能利用率计算中 2016 年年中投产产能未做折算

总体看，2016 年，公司主导产品产能和产量均有所增加，产能利用率较高，整体生产经营稳中向好。

4. 产品销售

2016 年在供给侧改革大形势下，行业去产能、去库存成效明显，同时受 G20 峰会及国际油价上涨带动影响，下游企业买涨情绪较强，公司产销量均有不同程度增长（见下表）。公司主要产品产销率略有提高，基本保持在 100% 上下，公司产品产销基本平衡，产销率保持在较高水平。

表 4 近两年公司主要产品产销量及平均销售价格情况（不含税价）

产品	项目	2015 年	2016 年	变动率（%）
FDY	产量（万吨）	61.82	62.88	1.71
	销量（万吨）	61.03	63.93	4.75
	产销率（%）	98.72	101.67	提高 2.99 个百分点
	平均价格（元/吨）	6,825	6,720	-1.54
DTY	产量（万吨）	38.31	41.83	9.19
	销量（万吨）	37.97	42.07	10.80
	产销率（%）	99.11	100.57	提高 1.47 个百分点
	平均价格（元/吨）	7,804	7,698	-1.36
POY	产量（万吨）	197.96	240.57	21.52
	销量（万吨）	194.74	243.50	25.04
	产销率（%）	98.37	101.22	提高 2.90 个百分点
	平均价格（元/吨）	6,198	6,115	-1.34

资料来源：公司提供

销售价格方面，由于 2015 年涤纶丝产品价格呈下行态势，2016 年年初改变了下行趋势，主要涤纶产品触底反弹，由于原油价格低位运行，拖累了二三季度涤纶产品反弹高度，产品价格小幅反弹后保持低位震荡格局，四季度涤纶产品加速上扬，但总体来看 2016 年公司 FDY、DTY 和 POY 的售均价仍较上年有所下降，分别较 2015 年下降了 1.54%、1.36% 和 1.34%。

销售客户方面，公司仍以“内销为主，出口为辅”，2016 年公司内销收入占比 93.66%，与上年持平，内销收入同比增长 16.31%。

表 5 公司 2016 年主营业务收入分地区情况（单位：万元，%）

区域	营业收入	占比	营业收入增长率
国内	2,148,156.19	93.66	16.31
国外	145,443.39	6.34	16.99
合计	2,293,599.58	100.00	16.36

资料来源：公司年报

2016 年，公司产品销售的主要区域为浙江、江苏等地的大型专业市场，拥有的客户资源丰富，客户群分布广泛；公司对前 5 大客户的产品销售收入合计为 23.97 亿元，占公司全部营业收入的比例为 9.37%，客户集中度较 2015 年提高约 1.00 个百分点，客户集中度较低。

总体看，2016 年公司涤纶产品销量稳定增长，产销率保持较高水平，2016 年内外销售收入均有较大幅度增长，2016 年涤纶产品价格总体呈上涨趋势，但公司产品全年均价较上年仍略有下降，公司产品以内销为主、出口为辅。

5. 在建项目

截至 2016 年底，公司在建项目主要有年产 38 万吨 DTY 差别化纤维项目、嘉兴石化年产 120 万吨 PTA 项目、年产 40 万吨超仿棉差别化纤维项目和恒腾年产 40 万吨差别化纤维项目等，均为公司现经营行业的细分产品。公司 7 个重要在建项目（预算数在 5 亿元以上）合计预算投资 101.68 亿元，2016 年当年投入 19.64 亿元，未来仍需投入约 44 亿元。虽然公司部分在建项目投资已接近完成，但公司年产 38 万吨 DTY 差别化纤维项目和嘉兴石化年产 30 万吨差别化纤维项目尚需投资金额较大。公司作为 A 股上市公司，享受资本市场直接融资便利，公司于 2016 年 6 月 8 日非公开发行股份成功，募集资金总额 30.00 亿元。2016 年 12 月，公司计划申请非公开发行 A 股，募集资金不超过 10.00 亿元。

表 6 截至 2016 年底公司重点投资项目情况（单位：万元，%）

项目名称	预算数	本年度投入金额	累计投入占预算比	资金来源	预计投产进度安排
公司年产 38 万吨 DTY 差别化纤维项目	127,000.00	27,907.48	28.34	募集资金	一期 48 台加弹机已投产，二期预计将于 2017 年 7 月份开车投产
嘉兴石化年产 120 万吨 PTA 项目	280,000.00	112,838.25	78.49	自筹资金	预计将于 2017 年三季度末或四季度初投产
公司年产 40 万吨超仿棉差别化纤维项目	180,700.00	150.04	88.07	自筹资金	已投产
恒腾差别化年产 40 万吨差别化纤维项目	156,000.00	17,252.10	75.20	募集资金	已投产
嘉兴石化年产 30 万吨差别化 FDY 纤维项目	96,500.00	1,554.22	1.88	自筹资金	预计 2018 年一季度末或二季度初聚合装置投产
公司年产 30 万吨功能性纤维项目	91,000.00	34,964.85	44.95	自筹资金	2017 年 4 月中旬聚合装置投产，后接长丝装置正逐步开车中
公司年产 20 万吨高功能全差别化纤维技改项目	85,550.00	1,761.40	2.41	自筹资金	预计 2018 年一季度末或二季度初聚合装置投产
合计	1,016,750.00	196,428.34	--	--	

资料来源：公司年报，联合评级整理。

注：表中所示“重点投资项目”为公司项目预算数在 5 亿元以上项目。

总体看，公司在建项目较多，投资金额较大，若项目完工有助于完善产品体系、提高整体生产能力，巩固公司在行业内的竞争力，但大规模在建给公司带来较大融资压力，公司积极通过非公开发行股票方式缓解部分融资压力。未来需关注市场需求变动及公司产能消化问题。

6. 重要事项

2016年6月8日，公司以11.18元/股的价格，向包括浙江桐昆控股集团有限公司在内的6名特定对象发行268,336,300股，募集资金总额30.00亿元，并完成了新增股份的登记托管及限售手续。

2016年12月11日，公司第六届董事会第二十二次会议审议通过了桐昆股份2016年非公开发行A股股票预案，拟向不超过10名特定投资者发行股票，发行数量不超过8,019万股（含），发行价格为不低于12.47元/股，主要用于年产30万吨功能性纤维项目、年产20万吨多孔扁平舒感纤维技改项目和引进全自动智能化包装流水线建设项目。2016年12月28日，公司2016年度第四次临时股东大会审议通过了上述事项。2017年1月23日，本次非公开发行股票申请获得中国证券监督管理委员会正式受理，本次非公开发行A股股票事宜尚需中国证监会核准。

总体看，公司作为A股上市公司积极利用资本市场直接融资的便利条件，2016年通过非公开发行股票，增强了公司资本实力，改善了公司资本结构，同时缓解了公司项目融资压力，近期公司在积极筹划非公开发行股份相关事宜。公司融资活动较频繁。

7. 经营效率

2016年，由于公司信用证项下应收款增加，公司应收账款周转次数由上年的109.70次降为61.30次，公司应收账款周转率处于较好水平。公司涤纶丝市场销售较好，使得公司年末存货金额较低，2015年和2016年，公司存货周转率分别为10.54次和11.13次，该指标仍处于较好水平。2015年和2016年，公司总资产周转率分别为1.51次和1.50次，保持稳定。

总体看，2016年公司经营效率提高，处于较好水平。

8. 经营关注

产业链延伸和拓展的风险

公司已形成PTA、聚酯、纺丝、加弹上下游一体化的涤纶长丝全产业链，并不断通过扩建项目优化产品结构。产业链的延伸和拓展对公司的管理、营销、技术等方面提出了更高要求，目前，公司在建项目规模较大，增加了资金的压力。项目完工尚存需一定时期，未来项目产能释放能否被市场消化以及项目能否实现预期收益存在一定不确定性。

原材料和产品价格波动的风险

涤纶行业是石化产业链的中端行业，受原油波动影响，公司主要产品涤纶长丝的价格也呈波动态势，产品价格波动对公司经营业绩的影响显著。影响国际油价的因素较多，虽然公司可以将部分原材料价格波动的风险转嫁给下游客户，但原材料和产品价格宽幅波动仍将增大公司存货管理的难度，引致存货跌价损失的风险，并且会造成公司产品毛利率一定幅度的波动。

安全及环保风险

公司生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等污染物，随着整个社会环境保护意识的不断增强，政府可能会颁布更为严格的环保法规，从而加大公司经营成本，此外，公司可能因管理疏忽、操作不当、不可抗力等因素造成环境污染而受到政府主管部门的行政处罚。PTA工艺流程复杂，在生产、运输、销售过程中存在一定的安全风险。

9. 未来发展

作为涤纶长丝行业中的龙头企业，公司通过多年在行业中的发展，在技术研发、经营管理、生产能力等方面积累了一定的领先优势。此外，相比于下游纺织品服装企业，公司在规模上显著大于公司客户，因此具有较强的议价能力，能够将部分经营压力传导至下游企业。2016 年，公司以节能降耗、减员增效和提升经济效益为中心，追求技术进步，追求成本控制，保证了公司的稳健健康运营。2017 年，公司将以企业经济效益为中心，努力挖掘和培育效益增长新动力，继续坚持将“稳中求进”作为 2017 年工作的总基调，以提高企业发展质量和经济效益为中心，突出改革创新。公司将通过全方位的用工改革、生产改革、销售改革、产品布局改革等措施，强化执行绩效提升的效果，在全力推进项目建设的基础上，实现企业快速、健康发展。

总体看，公司充分考虑到公司行业地位，坚持稳健的发展基调，未来发展可期。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2016 年度财务报告经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见的审计报告。公司 2016 年合并范围无变化，主营业务未发生变化，财务数据可比性强。一季度报表未经审计。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 190.01 亿元，负债合计 79.82 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 110.18 亿元，其中归属母公司所有者权益 109.75 亿元。2016 年公司实现营业收入 255.82 亿元，净利润（含少数股东损益）11.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.32 亿元；经营活动产生的现金流量净额 30.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.02 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 210.77 亿元，负债合计 97.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 113.44 亿元，其中归属母公司所有者权益 112.97 亿元。2017 年一季度公司实现营业收入 61.45 亿元，净利润（含少数股东损益）3.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额-10.62 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.62 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司合并资产总额 190.01 亿元，较年初增长 17.06%，主要系流动资产增长所致。资产中流动资产占 39.30%，非流动资产占 60.70%，流动资产占比较年初略有上升，公司资产构成仍以非流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 74.68 亿元，较年初增长 42.16%，主要来自于应收账款和其他流动资产的增长；公司流动资产仍以货币资金（占比 22.77%）、存货（占比 27.96%）和其他流动资产（占比 32.94%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金 17.00 亿元，较年初增长 19.92%，主要系公司借款保证金及利息增加所致，货币资金中受限的货币资金为借款保证金和远期结售汇保证金（占比 60.15%），公司货币资金较为充裕，但受限资金占比较大。得益于行业景气度回升，公司 2016 年销售大幅增加，公司与上下游结算增加，应收票据、应收账款和预付款项大幅增加，截至 2016 年底，应收票据 2.94 亿元、应收账款 6.22 亿元和预付款项 2.34 亿元，分别较年初大幅增长 98.92%、265.23%和 61.53%。截至 2016 年底，存货账面价值 20.88 亿元，较年初微降 0.43%，主要系 2016 产品价格上行，销售良好库存较低，同时无存货跌价准备计提所致。截至 2016 年底，公司其他流动资产合

计 24.60 亿元，较年初增长 112.57%，主要系公司用富裕现金资产做的银行理财产品增加所致。

非流动资产

2016 年，随着公司改扩建项目的推进，公司非流动资产有所增长。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 115.33 亿元，较年初增长 17.06%。公司非流动资产仍以固定资产（占比 77.26%）和在建工程（占比 16.74%）为主。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 89.11 亿元，较年初增长 10.35%，公司固定资产中仍以房屋及建筑物（占 19.21%）和机器设备（占 79.96%）为主，固定资产累计计提折旧 54.45 亿元，固定资产成新率 62.07%，成新率一般。截至 2016 年底，公司在建工程金额为 19.30 亿元，较年初大幅增长 59.05%，主要系主嘉兴石化等建设投资增加所致。

截至 2016 年底，公司共有 4.60 亿元的资产所有权或使用权受限，占净资产 4.17%。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 210.77 亿元，较年初增长 10.93%，主要系公司流动资产中存货增加所致，流动资产占比 41.98%，较年初提高 2.67 个百分点。由于公司在建项目持续投入，截至 3 月底，公司在建工程 22.95 亿元，较年初增长 18.91%，固定资产 91.92 亿元，较年初增长 3.16%，资产仍以非流动资产为主，占比 58.02%。

总体看，公司资产规模增长较快；公司资产结构仍以固定资产等非流动资产为主，得益于公司定增成功，公司资金较为充裕，整体资产流动性较上年有所上升。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 79.82 亿元，较年初小幅下降 1.75%，主要系公司偿还短期债务导致的流动负债减少所致。从负债结构上看，公司流动负债占总负债的 81.46%，占比降低 0.98 个百分点，流动负债以短期借款（占 28.55%）、应付票据（占 25.50%）、应付账款（占 24.23%）和其他流动负债（占 13.82%）为主。

截至 2016 年底，公司短期借款 18.56 亿元，较年初大幅下降 51.11%，主要系公司定增成功资金较为充裕借款减少所致。公司业务量增加并较多采用票据结算，导致应付票据、应付账款和预收款项大幅增加，截至 2016 年底，上述科目账面金额分别为 16.58 亿元、15.75 亿元和 1.62 亿元，分别较年初增长 96.52%、4.87%和 92.66%。截至 2016 年底，公司其他流动负债 8.99 亿元，较年初大幅增长 350.57%，主要系公司发行短期融资券所致。非流动负债方面，截至 2016 年底，公司非流动负债 14.80 亿元，较年初增长 3.74%，非流动负债主要为应付债券（占 87.67%）。公司应付债券为“12 桐昆债”，2018 年 1 月到期，截至 2016 年底公司应付债券余额为 12.97 亿元。

截至 2016 年底，公司全部债务⁴为 58.50 亿元，较年初下降 7.81%，主要系公司偿还部分短期借款所致，其中短期债务和长期债务占比分别为 75.43%和 24.57%，短期债务较年初降低 11.05%，短期债务占比仍处于较高水平。从债务指标看，截至 2016 年底，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 42.01%、34.68%和 11.54%，分别较年初降低 11.78 个百分点、12.94 个百分点和 5.02 个百分点。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 97.33 亿元，较年初增长 21.94%，主要系公司经营规模扩大，短期借款和应付票据增加导致流动负债的增长。截至 3 月底，公司短期借款 32.87 亿元，较年初增长 77.07%；应付票据 20.95 亿元，较年初增长 26.36%。非流动负债较年初变动较小，公司仍以流动负债为主，占比 84.79%。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 77.19 亿元，较年初增长

⁴ 含其他科目中的有息债务

31.95%，主要系短期借款和应付票据增加所致，公司短期债务占比较年初增加 5.94 个百分点至 81.37%。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 46.18%、40.49% 和 11.25%，债务负担较年初有所加重

总体看，公司负债规模小幅下降，但负债结构仍以流动负债为主，刚性债务降低，以短期债务为主，整体债务负担保持合理水平。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益为 110.18 亿元，较年初大幅增长 57.84%，其中归属于母公司所有者权益为 109.75 亿元，较年初大幅增长 58.02%，主要系公司非公开发行股票成功所致。所有者权益中以实收资本（占比 11.18%）、资本公积（占比 50.09%）和未分配利润（占比 34.41%）为主。得益于公司非公开发行股票成功，实收资本较年初增长 27.85%，增至 12.32 亿元；资本公积较年初增长 95.20%，增至 55.19 亿元；公司 2016 年业绩大幅提升，未分配利润较年初增长 33.18%，增至 37.91 亿元。公司实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性较强。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 113.44 亿元，较年初增长 2.95%，主要系未分配利润的增长，各项权益占比较年初变动较小，权益中实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性较强。

总体看，得益于公司 2016 年非公开发行股票成功，所有者权益有所增长，归属于母公司所有者权益占比较高，公司所有者权益稳定性增强。

4. 盈利能力

2016 年，在供给侧改革大形势下，同时受 G20 峰会及国际油价上涨带动影响，我国聚酯涤纶行业逐步回暖，主要涤纶丝产品销量增加导致公司收入和盈利大幅增长，全年实现营业收入 255.82 亿元，较上年增长 17.60%；营业利润率为 8.57%，较上年提高 3.35 个百分点；2016 年公司实现营业利润 13.55 亿元，较上年大幅增长 2,474.05%，净利润 11.43 亿元，较上年增长 852.72%。

从期间费用看，2016 年，公司费用总额为 8.64 亿元，较上年下降 16.83%，其中，销售费用 0.91 亿元，较上年增长 22.98%，主要系职工薪酬、货物运保费和外销佣金增加所致；管理费用 5.92 亿元，较上年下降 11.63%，主要系根据财政部《增值税会计处理规定》（财会〔2016〕22 号）以及《关于〈增值税会计处理规定〉有关问题的解读》，公司仅将 2016 年 5 月之前的部分税费列报于“管理费用”，将 2016 年 5~12 月的发生额列报于“税金及附加”项目所致；财务费用为 1.81 亿元，较上年下降 39.04%，主要系公司资金相对充裕减少借款所致。公司费用收入比由 2015 年的 4.78% 降至 3.38%，费用控制能力较好。

2016 年，公司投资收益为 0.58 亿元，较上年增加 1.04 亿元，主要系公司期货等金融资产交易形成的收益，投资收益占营业利润的 4.25%，投资收益对公司营业利润影响很低。

2016 年，公司取得营业外收支合计 0.50 亿元，较上年减少 49.61%，主要系收到的水利建设专项资金及土地使用税返还和部分政府奖励等收入减少所致。营业外支出主要为水利建设专项资金。公司营业外收支合计占公司利润总额 3.53%，对公司利润总额贡献较小。

从盈利指标看，2016 年公司经营业绩大幅提升，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.95%、9.46% 和 12.70%，较上年分别提高 6.70 个百分点、7.31 个百分点和 10.97 个百分点。与 wind 资讯提取的国内同行业上市公司 2016 年相关盈利指标比较来看（见下表），公司盈利能力一般。

表 7 主要同行业上市企业 2016 年盈利能力比较（单位：%）

证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售净利率
新凤鸣	26.63	12.97	4.27
恒力股份	37.62	16.26	5.95
恒逸石化	9.67	5.04	2.74
桐昆股份	12.64	9.29	4.47

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表指标统一采用 Wind 资讯数据。

2017 年一季度，涤纶行业景气度得以延续，公司收入和盈利均较上年同期有较大幅度提升，其中，一季度实现营业收入 61.45 亿元，同比增长 26.41%；实现营业利润 3.91 亿元，同比增长 104.91%；净利润（含少数股东损益）3.25 亿元，同比增长 106.36%。

总体看，2016 年，在供给侧改革大形势下，同时受 G20 峰会及国际油价上涨带动影响，我国聚酯涤纶行业逐步回暖，主要涤纶丝产品销量增加导致公司收入和盈利大幅增长，公司费用控制能力较好，与国内同行业上市公司相比公司盈利能力一般。一季度公司收入和盈利规模继续提升。

5. 现金流

从经营活动看，2016 年由于行业整体景气度提升，公司销售情况较好，经营活动现金流入 292.78 亿元，较上年增长 14.64%，公司经营活动现金流入主要体现为销售商品收到的现金（占 98.41%）；同期经营活动现金流出为 262.37 亿元，较上年增长 9.44%，主要为购买原料及员工工资（占 93.74%）。综合上述因素，2016 年公司经营活动现金流量净流入 30.41 亿元，较上年大幅增长 94.28%。从收入实现质量来看，2016 年公司的现金收入比为 112.63%，收入实现质量处于较高水平。

从投资活动来看，公司 2016 年投资活动主要为购买和赎回理财产品以及在建项目投入。2016 年投资活动现金流入 38.46 亿元，较上年增长 24.29%，主要系赎回理财产品增加所致；投资活动现金流出 80.54 亿元，较上年增长 67.96%，主要系公司改扩建项目投入和购买理财产品增加所致。综合上述因素，公司 2016 年公司投资活动现金流净流出 42.09 亿元，较上年增长 147.40%，投资活动继续保持较大规模。

从筹资活动来看，2016 年筹资活动现金流入 118.15 亿元，较上年增长 24.40%，主要系非公开发行股票和发行短期融资券增加所致。公司筹资活动现金流出 98.57 亿元，较上年增长 6.11 亿元，主要系偿还债务所致。综合上述因素，2016 年公司筹资活动净流入 19.59 亿元，较上年增长 837.92%。

2017 年一季度，公司经营活动产生的现金净流出 10.62 亿元，投资活动产生的现金净流入 3.15 亿元，筹资活动产生的现金净流入 6.84 亿元，现金及现金等价物增加额-0.62 亿元。

总体看，2016 年，公司经营活动现金收付增加，全年体现为大额净流入，收入实现质量较高；公司投资活动现金净流出增加，公司筹资能力较强，筹资活动现金净流入规模较大；未来在建投资项目较多，公司将维持一定外部筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.15 倍和 0.83 倍，均较上年明显增强，主要系公司定增后资金较充裕，流动资产增加所致；现金短期债务比为 0.45 倍，现金对短期债务覆盖程度一般；经营性现金流增加，公司经营现金流动负债比率为 46.76%，

较上年提高 23.40 个百分点，经营活动现金流量对短期负债的覆盖程度一般。总体看，公司短期偿债能力较强

从长期偿债能力指标看，由于行业景气度提升，公司经营明显好转，2016 年公司 EBITDA 为 26.42 亿元，较上年大幅增长 112.37%，EBITDA 构成以折旧（占 37.96%）、计入财务费用的利息支出（占 7.92%）和利润总额（占 53.16%），EBITDA 实现质量较好。2016 年公司 EBITDA 利息倍数由上年的 7.13 倍提高至 12.58 倍；EBITDA 全部债务比为由上年的 0.20 倍提高至 0.45 倍；经营现金债务保护倍数由 2015 年的 0.25 倍提高到 0.52 倍。公司的长期偿债能力明显增强，长期偿债能力较强。

截至 2016 年底，公司无对外担保和重大未决诉讼。

根据《公司企业信用报告》（机构信用代码：G1033048300006710J），截至 2017 年 4 月 19 日，公司无未结清的不良或关注类信贷信息记录，公司债务履约情况较好。

截至 2016 年底，公司已取得银行授信额度共计 174.18 亿元，已实际使用 55.13 亿元，尚余未使用的授信额度 119.05 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司作为上市公司，直接融资渠道通畅。

总体看，2016 年公司所处行业景气度提升，公司收入和利润明显增强，公司偿债能力提高，考虑到公司为上市公司，拥有较好的融资渠道，整体偿债能力强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 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 19.95 亿元，为本次债券（13 亿元）的 1.53 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；归属于母公司所有者权益 109.75 亿元，约为债券本金合计（13 亿元）的 8.44 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对本次债券的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 26.42 亿元，为本次债券（13 亿元）的 2.03 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度强。

从现金流情况来看，公司 2016 年公司经营活动现金流入量为 255.39 亿元，经营活动现金净流入 15.65 亿元，分别为本次债券（13 亿元）的 19.65 倍和 1.20 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度高。

总体看，公司对本次债券仍保持很强的偿还能力。

八、综合评价

跟踪期内，公司继续保持国内涤纶行业龙头地位。2016 年，公司非公开发行股票成功，资本实力明显增强，债务负担显著减轻。2016 年公司 POY 和 DTY 产能提升，在涤纶行业整体景气度回升的背景下，产销量均有所增长，盈利水平大幅提高，经营现金流状况佳。同时，联合评级也关注到涤纶企业受国际石油价格波动影响大；公司改扩建项目较多，存在一定资本支出压力；部分产品在生产、运输、销售过程中存在一定的安全风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司正积极筹备非公开发行相关事宜，非公开发行方案已被证监会受理，若非公开发行成功实施，将对增强公司资本实力起到积极作用，但最终能否顺利实施尚存在不确定性。

未来，随着公司在建项目投产，公司产业链将进一步完善，在行业景气度良好的情况下，公司收入及利润规模有望进一步增长。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“12 桐昆债”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 桐昆集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	151.05	190.01	210.77
所有者权益（亿元）	69.81	110.18	113.44
短期债务（亿元）	49.61	44.13	62.81
长期债务（亿元）	13.85	14.37	14.38
全部债务（亿元）	61.47	58.50	77.19
营业收入（亿元）	217.54	255.82	61.45
净利润（亿元）	1.20	11.43	3.25
EBITDA（亿元）	12.44	26.42	--
经营性净现金流（亿元）	15.65	30.41	-10.62
应收账款周转次数（次）	109.70	61.30	10.63
存货周转次数（次）	10.54	11.13	1.85
总资产周转次数（次）	1.51	1.50	0.31
现金收入比率（%）	115.76	112.63	114.95
总资本收益率（%）	2.28	8.95	1.81
总资产报酬率（%）	2.16	9.46	2.02
净资产收益率（%）	1.73	12.70	2.91
营业利润率（%）	5.22	7.18	10.23
费用收入比（%）	4.78	8.57	3.87
资产负债率（%）	53.79	42.01	46.18
全部债务资本化比率（%）	47.62	34.68	40.49
长期债务资本化比率（%）	16.56	11.54	11.25
EBITDA 利息倍数（倍）	7.13	12.58	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.45	--
流动比率（倍）	0.78	1.15	1.07
速动比率（倍）	0.47	0.83	0.60
现金短期债务比（倍）	0.32	0.45	0.43
经营现金流动负债比率（%）	23.37	46.76	-12.87
EBITDA/代偿本金合计（倍）	0.96	2.03	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；

2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；

3、一季度数据未经审计未年化；

4、全部债务计算中包含其他科目中付息项。

附件 2 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	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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	
总资本收益率	(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 / 本次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 / 本次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 / 本次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 3 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。