

濮阳濮耐高温材料(集团)股份有限公司

2012 年公司债券(第一期)

2017 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員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員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【2017】跟踪第
【78】号 01

债券剩余规模:
22,621.90 万元

债券到期日期: 2018 年
04 月 12 日

债券偿还方式: 按年付
息, 到期一次性偿还,
并附有债券存续期第 3
年末投资者回售选择权

分析师

姓名:
胡长森 王贞姬

电话:
010-66216006

邮箱:
huchs@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

濮阳濮耐高温材料（集团）股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）2017 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	2017 年 05 月 15 日	2016 年 05 月 24 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对濮阳濮耐高温材料（集团）股份有限公司（以下简称“濮耐股份”或“公司”）及其 2013 年 4 月 12 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 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。该等级的评定是考虑到跟踪期内，公司经营回款情况有所好转，经营活动现金流净额大幅改善；公司继续保持研发投入，有利于提升产品市场竞争力。同时我们也关注到了跟踪期内，公司产能利用率下滑明显，且处于较低水平；产品主要集中于钢铁行业，钢铁行业持续去产能对耐火材料行业需求的增长产生不利影响；应收账款规模大，面临一定的坏账风险；存货规模仍较大，存在一定的跌价风险；营业收入及营业利润均出现较大下滑，以及有息负债规模仍较大等风险因素。

正面:

- 公司经营回款情况有所好转，经营活动现金流净额大幅改善。2016 年公司坚持狠抓回款、保证现金流的经营策略，经营收现比明显提升，应收账款规模同比下降 10.67%，为近年首次出现下降；随着销售回款的好转，经营活动现金流净额达到了 17,589.43 万元，较 2015 年大幅改善。
- 公司继续保持研发投入，有利于提升产品市场竞争力。2016 年公司研发投入达 11,228.03 万元，占营业收入的比重上升至 4.80%，2016 年公司 3 个科研项目通过河南省科学技术厅鉴定并被认定为国际先进水平，申请专利 13 项，持续的研发投入将有助于进一步完善公司现有产品结构，提升公司产品市场竞争力。

关注：

- **公司产能利用率下滑明显，且处于较低水平。**2016 年以来尽管下游钢铁、建材行业增速有所回升，但是增速仍处于较低水平，且回暖效应传导至耐火材料行业过程缓慢，2016 年公司主要产品产能利用率均不足 50%，其中不定型耐火材料产品和定型耐火材料产品产能利用率分别下降了 11.28 个百分点和 28.01 个百分点。
- **公司产品仍主要集中于钢铁行业，钢铁行业持续去产能对耐火材料行业需求的增长产生不利影响。**2016 年公司在钢铁行业的销售占比为 85.83%，较 2015 年上升了 8.10 个百分点，对钢铁行业依赖较大；目前钢铁行业处于持续去产能阶段，且根据《钢铁工业调整升级规划（2016-2020 年）》，预计 2020 年我国粗钢产量为 7.5 亿-8 亿吨，相比于 2016 年的产量水平或将出现下降，将不利于耐火材料行业需求的增长。
- **公司存在一定的汇率和市场风险。**2016 年公司海外市场销售收入达 36,438.41 万元，面临一定的汇率风险；公司海外销售中部分销往俄罗斯和乌克兰，2016 年末应收乌克兰-AMK 钢厂和乌克兰-DMKD 钢厂账款分别达 7,950.43 万元和 5,041.72 万元，且部分账龄较长，乌克兰政治局势动荡、俄罗斯经济低迷，都将加重公司海外业务的市场风险。
- **公司应收账款规模大，面临一定的坏账风险。**截至 2016 年末公司应收账款仍达 190,458.78 万元，占总资产的比重为 40.70%，其中账龄 1 年以上的占比 38.64%，较 2015 年末上升了 11.74 个百分点，账龄有所延长，面临一定的坏账风险。
- **公司存货规模仍较大，且存在一定跌价风险。**2016 年末公司存货达 83,287.11 万元，占总资产的比重为 17.80%，其中原材料 24,520.34 万元，存在一定跌价风险。
- **公司营业收入及营业利润均大幅下滑。**2016 年公司实现营业收入 233,854.08 万元，同比下降 16.29%，营业亏损达 17,848.52 万元；2016 年公司计提的资产减值损失达 31,029.06 万元，其中郑州华威耐火材料有限公司（以下简称“郑州华威”）业绩出现较大下滑，公司计提商誉减值损失 23,073.56 万元，考虑到公司商誉规模仍较大，在行业持续低迷的情况下，未来仍面临减值的可能性。
- **公司有息负债规模仍较大，面临一定的刚性债务压力。**2017 年 3 月末，公司有息负债为 135,698.28 万元，较 2015 年末增长 7.56%，其中短期有息负债为 83,313.81 万元，占比为 61.40%；2017 年 3 月末公司资产负债率为 49.20%，2017 年 1-3 月经营活动现金流表现为净流出状态，公司面临一定的刚性债务压力。

主要财务指标：

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	485,176.69	467,989.47	515,485.50	489,946.15
归属于母公司所有者权益（万元）	238,783.48	235,249.26	256,788.29	238,239.32
有息负债（万元）	135,698.28	119,899.81	126,154.86	118,030.95
资产负债率	49.20%	48.12%	48.90%	50.09%
流动比率	1.97	2.02	1.93	1.53
速动比率	1.51	1.53	1.43	1.05
营业收入（万元）	57,582.31	233,854.08	279,373.50	261,100.91
资产减值损失（万元）	662.50	31,029.06	9,351.16	2,643.57
营业利润（万元）	3,807.29	-17,848.52	9,297.16	18,946.49
利润总额（万元）	4,268.57	-16,621.11	11,215.37	19,419.43
综合毛利率	32.70%	29.97%	29.82%	30.62%
总资产回报率	-	-2.26%	3.37%	5.57%
EBITDA（万元）	-	-1,555.46	26,897.30	31,786.64
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.28	4.71	6.69
经营活动现金流净额（万元）	-147.93	17,589.43	-8,760.14	14,651.44

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]1666号文核准，公司于2013年4月12日公开发行3亿元公司债券，票面利率为5.80%。募集资金扣除发行费用后，计划用于偿还银行贷款、优化公司债务结构和补充公司流动资金。本期债券募集资金扣除发行费用后已全部用于偿还银行贷款。

二、发行主体概况

2016年4月6日，公司控股股东、实际控制人刘百宽家族共11人（刘百宽、刘百春、刘百庆、霍素珍、霍戊寅、刘国威、刘国勇、刘彩丽、刘彩红、闫瑞铅、闫瑞鸣，以下简称“该11人”）签署了《一致行动关系解除协议》，解除了该11人的一致行动关系，但后经与监管部门沟通，公司于2016年5月4日对上述部分内容予以更正。根据《上市公司收购管理办法》第八十三条的规定，该11人目前在相关权益变动时仍应遵守《上市公司收购管理办法》对一致行动人的认定且不能单独行动，该11人在相关权益变动时仍应作为一个整体合并计算所持有的股份，因此公司控股股东、实际控人仍为刘百宽家族。

表1 截至2017年3月31日公司前十大股东持股情况

股东名称	股东性质	持股比例
刘百宽	境内自然人	16.29%
刘百春	境内自然人	11.78%
郭志彦	境内自然人	10.25%
郑化轸	境内自然人	2.30%
刘跃军	境内自然人	2.15%
向敏	境内自然人	2.07%
中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	1.74%
钟建一	境内自然人	1.69%
史绪波	境内自然人	1.60%
刘百庆	境内自然人	1.32%

注：刘百宽、刘百春、刘百庆均为实际控制人刘百宽家族成员，刘百春、刘百庆为刘百宽的兄长。
资料来源：公司2017年一季报

2013年7月18日，公司分别与郑化轸等167人分别签署了《濮阳濮耐高温材料（集团）股份有限公司附条件生效的发行股份购买资产协议》（含补充协议）和《濮阳濮耐高温材料（集团）股份有限公司与郑化轸等167人关于发行股份购买资产之盈利预测补偿协议》（以下简称“《盈利预测补偿协议》”）。根据《盈利预测补偿协议》相关条款，交

易对方郑化轸等 167 人与公司约定：在交易实施完成日当年及之后的连续两个会计年度为交易的业绩承诺期，交易对方郑化轸等 167 人关于郑州华威 2015 年度的业绩承诺未能实现，将按照《盈利预测补偿协议》约定的补偿方式及补偿安排实施。2015 年年度股东大会于 2016 年 5 月 19 日审议通过了《关于以总价人民币 1 元的价格向业绩承诺方郑化轸等 167 人回购注销应补偿股份的议案》等。本次股份回购价格为 1 元人民币，向业绩承诺方郑化轸等 167 人注销 7,993,263 股公司股份。根据 2015 年年度股东大会审议通过的《关于修订<公司章程>的议案》，公司将相应减少公司注册资本人民币 7,993,263 元，公司董事会在回购后及时对 7,993,263 股进行了注销。截至 2016 年末公司注册资本变更为 88,086.83 万元。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍然是生产和销售耐火材料产品。截至 2016 年末，纳入公司合并报表范围子公司仍为 15 家，详见表 2。

表 2 截至 2016 年 12 月 31 日纳入公司合并报表范围子公司情况

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例	取得方式
濮阳市濮耐功能材料有限公司	濮阳	耐火材料制品	100.00%	投资设立
濮阳市濮耐炉窑工程有限公司	濮阳	炉窑工程砌筑施工	100.00%	投资设立
营口濮耐镁质材料有限公司	营口	耐火材料生产与销售	100.00%	投资设立
濮阳乌克兰有限责任公司	乌克兰	耐火材料及制品的销售	99.84%	投资设立
濮耐美国股份有限公司	美国	耐火材料及制品的销售	100.00%	投资设立
青海濮耐高新材料有限公司	青海	耐火原料及制品的生产与销售	100.00%	投资设立
云南濮耐昆钢高温材料有限公司	云南	耐火材料生产与销售	51.00%	购买
上海宝明耐火材料有限公司	上海	耐火材料制品生产与销售	100.00%	购买
海城市琳丽矿业有限公司	海城	耐火原料及制品生产及销售	100.00%	购买
海城市华银高新材料制造有限公司	海城	耐火原料及制品加工及销售	95.00%	购买
郑州华威耐火材料有限公司	郑州	耐火材料制品生产与销售	100.00%	购买
郑州汇特耐火材料有限公司	郑州	耐火材料及保温材料的生产销售	100.00%	购买
马鞍山市雨山冶金新材料有限公司	马鞍山	生产和销售滑动水口系列；冶金技术研发服务	100.00%	购买
上海濮耐国际贸易有限公司	上海	货物及技术的进出口业务，转口贸易；耐火材料及制品销售	100.00%	投资设立
濮耐（集团）俄罗斯有限责任公司	俄罗斯	耐火材料及制品的销售	100.00%	投资设立

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

截至 2016 年 12 月 31 日，公司资产总额为 467,989.47 万元，归属于母公司的所有者权益为 235,249.26 万元，资产负债率为 48.12%。2016 年度，公司实现营业收入 233,854.08

万元，利润总额-16,621.11 万元，经营活动产生的现金净流入 17,589.43 万元。

截至 2017 年 3 月 31 日，公司资产总额为 485,176.69 万元，归属于母公司的所有者权益为 238,783.48 万元，资产负债率为 49.20%。2017 年一季度，公司实现营业收入 57,582.31 万元，利润总额 4,268.57 万元，经营活动产生的现金净流出 147.93 万元。

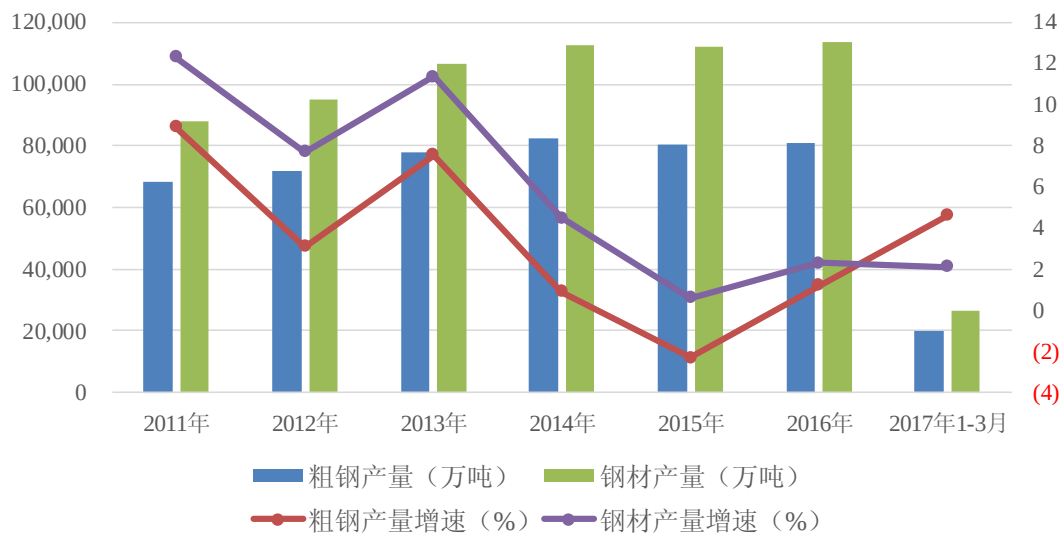
三、运营环境

2016 年以来尽管下游钢铁、建材行业增速有所回升，但是回暖效应传导至耐火材料行业过程缓慢，2016 年耐火材料行业产量持续下降，行业亏损面仍较大；目前耐火材料行业竞争激烈，未来行业结构将逐渐升级

耐火材料是高温工业热工装备的重要支撑材料，在钢铁、有色金属、建材、化工、电力等行业中应用广泛，其中钢铁工业消耗约占 70%，钢铁工业的规模决定着耐火材料的市场需求。

钢铁行业作为国民经济的支柱产业，其发展与我国宏观经济的发展密切相关。2016 年我国国内生产总值为 74.41 万亿元，同比增长 6.7%，增速回落 0.2 个百分点，创 1992 年以来历史新低。受国内经济增速放缓，产业结构由第二产业向第三产业转移，制造业景气程度下降影响，我国钢铁行业发展速度整体处于较低水平。2016 年我国粗钢产量为 80,836.57 万吨，同比增长 1.20%，虽然增速较 2015 年回升 3.50 个百分点，但是仍处于较低水平。分月份来看，2016 年 1-7 月全国粗钢产量 46,651.60 万吨，同比下降 0.50%，8 月份以后全国钢铁产量增速才逐渐回升，2016 年 8-12 月当月同比增速均在 3% 以上。2017 年 1-3 月，全国粗钢产量为 20,109.90 万吨，同比增长 4.60%，增速进一步回升。随着国务院针对钢铁行业的《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发【2016】6 号）的颁布，钢铁行业在近年来淘汰落后钢铁产能的基础上，从 2016 年开始严禁新增产能、化解过剩产能，鼓励钢铁企业实施跨行业、跨地区、跨所有制的推进减量化兼并重组，用 5 年时间压减粗钢产能 1 亿-1.5 亿吨。未来钢铁行业去产能的过程中，耐火材料行业也将被传导到去产能、减量化的链条。而根据《钢铁工业调整升级规划（2016-2020 年）》，“十三五”期间我国钢材消费强度和消费总量将呈双下降走势，国内粗钢消费量预计 2020 年将下降至 6.5 亿-7 亿吨，粗钢产量 7.5 亿-8 亿吨，相比于 2016 年的产量水平或将出现下降，将不利于耐火材料行业需求的增长。

图1 近年我国粗钢及钢材产量数据



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

建材行业方面，2016年全国水泥产量为24.03亿吨，同比增长2.5%，2015年同期为下降4.9%；平板玻璃产量7.74亿重量箱，同比增长5.8%，2015年同期为下降8.6%。根据工业和信息化部于2016年10月12日发布的《建材工业发展规划（2016-2020年）》，“十三五”期间我国主要建材水泥熟料需求年均下降2%；平板玻璃需求年均增长1%。未来几年建材行业产量或将出现一定的下降，亦不利于耐火材料行业需求的增长。

有色金属行业方面，2016年全国十种有色金属产量5,283万吨，同比增长2.5%，增速回落3.3个百分点。其中，铜产量844万吨，同比增长6%，增速提高1.2个百分点；电解铝产量3,187万吨，同比增长1.3%，增速回落7.1个百分点；铅产量467万吨，同比增长5.7%，2015年为下降5.3%；锌产量627万吨，同比增长2%，增速回落2.9个百分点；氧化铝产量6,091万吨，增长3.4%，增速回落6.2个百分点。

综上，近期钢铁、建材等耐火材料下游行业处于持续去产能阶段，尽管部分行业增速短期有所回升，但是回暖效应传导至耐火材料行业过程缓慢，因此2016年耐火材料行业需求持续下降。根据中国耐火材料行业协会统计，2016年中国耐火材料产量2,391.24万吨，同比下降8.56%。其中，致密定型耐火制品1,358.52万吨，同比下降11.08%；保温隔热耐火制品46.72万吨，同比下降1.32%；不定形耐火制品985.99万吨，同比下降5.19%。2016年全国耐火原材料进出口贸易总额27.48亿美元，同比下降10.25%。其中，出口贸易额25.65亿美元，同比下降11.62%；进口贸易额1.83亿美元，同比增长14.52%。2016年62家重点耐火材料生产企业和52家耐火制品生产企业中亏损企业分别为14家和10家；亏损面分别为22.58%和19.23%；亏损额分别为3.57亿元和2.90亿元；62家重点企业和52家耐火制品生产企业实现

利润分别为8.12和8.28亿元，同比增长21.71%和7.28%。

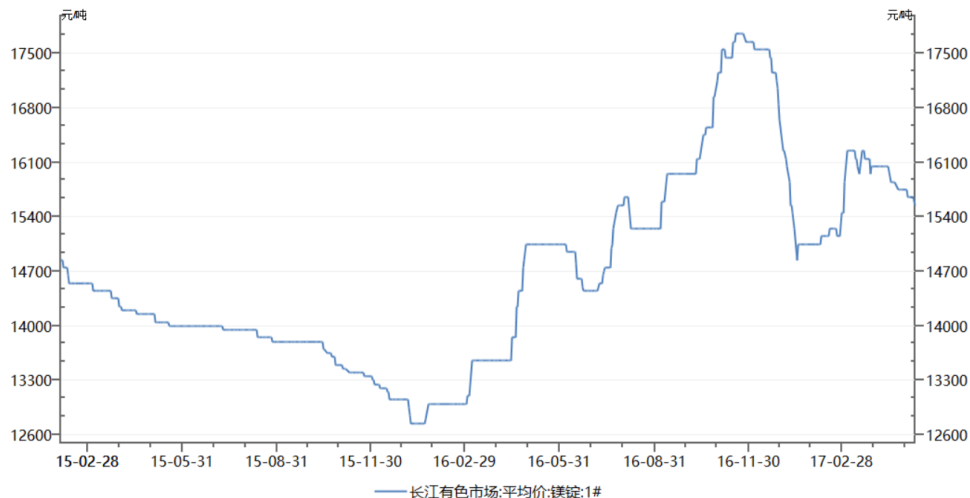
耐火材料行业属于劳动密集型产业，进入门槛低，技术含量相对较少。目前行业产能过剩，产品同质化程度高，行业集中度低，竞争激烈。按2016年重点企业统计测算，前10名企业销售收入约占全国耐火制品总收入的18%左右；前20名企业约占25%左右，产业集中度极低。为有效应对竞争，耐火材料行业结构需全面升级，主要表现在三个方面：（1）行业发展模式升级：行业的发展模式正在从成长期向产业升级期过渡，从过去单纯追求产量的粗放式增长向提升产品档次、追求附加值转变；（2）产品功能升级：耐火材料产品由过去单一追求的耐火性质向具备多种功能、更加节能环保过渡；（3）企业盈利模式升级，耐火材料企业盈利模式由过去单纯的产品提供商向耐火整体方案提供商的角色过渡。

2016年以来耐火材料原材料价格波动较大，对耐火材料生产企业经营和内部管理提出更高要求

铝矾土、菱镁矿和石墨是三大基础耐火原料，在耐火产品成本中占比70%以上，原材料价格对耐火材料企业的利润水平影响较大。镁质原材料的价格在2016年呈上升趋势，长江有色市场1#镁锭均价由1月份的12,750元/每吨上涨至11月末的17,650.00元/每吨，涨幅达38.43%；然后有所下降，截至2017年5月10日已下降至15,550.00元/每吨，较2016年的最高水平已下降了11.90%。2016年铝矾土价格波动也较大，1-6月铝矾土价格（港口交货价:铝矾土:Al:48-50%,Si:6-7%:日照港:印尼）由280元/每吨下降为260元/吨，从7月份开始逐渐上涨，截至2017年5月5日已上涨至430元/吨。

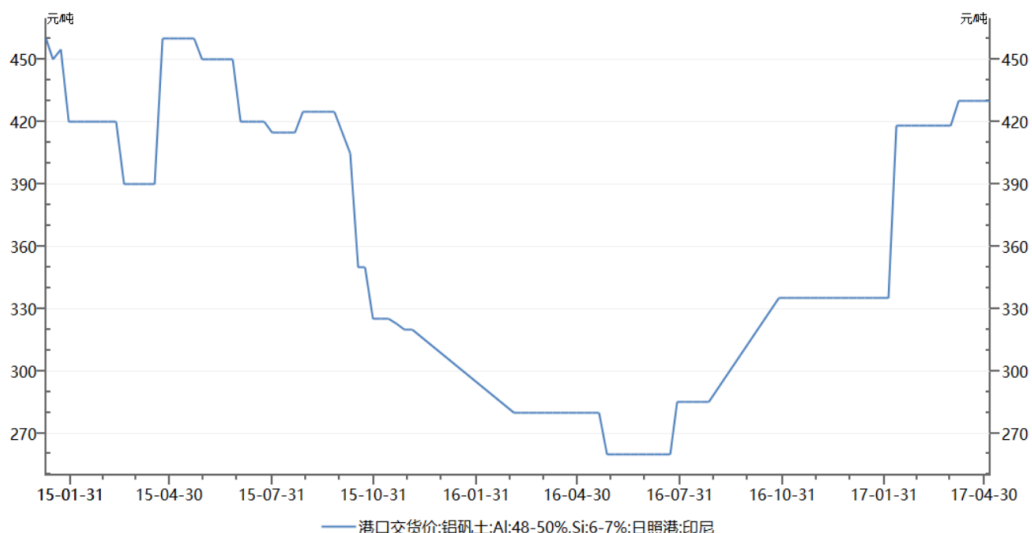
原材料的大幅波动对耐火材料生产企业生产品种的选择、原材料采购管理以及是否整合上游原材料资源等企业经营和管理策略提出了更高要求。

图2 2015-2017年5月我国镁锭1#价格走势



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

图3 2015-2017年4月铝矾土价格走势



四、经营与竞争

跟踪期内,公司主营业务未发生改变,仍然是生产和销售耐火材料产品,产品分为功能性耐火材料、定型耐火材料、不定型耐火材料和其他类四类产品。其中,功能性耐火材料指滑板水口类、三大件类、座砖类、透气砖类;定型耐火材料包括钢包砖类及碱性制品类;不定型耐火材料指散料、冲击板、档渣板类、电炉顶类;其他类指蓄热类和其他产品。2016 年公司实现营业收入 233,854.08 万元,同比下降 16.29%,主要系:(1)耐火材料行业竞争激烈,公司控制效益损失部分订单;(2)受水泥行业控制新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产等不利外部因素,相关收入大幅下降。2016 年公司综合毛利率为 29.97%,和 2015 年相比保持稳定。

表3 公司产品收入构成及毛利率情况(单位:万元)

项目	2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
功能性耐火材料	71,181.61	38.44%	74,113.79	37.59%
定型耐火材料	84,320.89	24.18%	110,353.97	27.01%
不定型耐火材料	62,675.79	29.13%	70,700.51	30.08%
其他类	15,675.78	26.10%	24,205.24	18.13%
合计	233,854.08	29.97%	279,373.50	29.82%

资料来源:公司提供,鹏元整理

受下游行业低迷及加强订单质量控制影响,公司不定型耐火材料产品及定型耐火材料产品产能利用率均出现下降,目前公司主要产品产能利用率均不足50%;并购子公司郑州

华威业绩出现较大下滑，公司对合并其形成的商誉全额计提减值准备

跟踪期内，公司核定产能未发生变化。截至2016年末，公司功能性耐火材料、定型耐火材料和不定型耐火材料核定产能分别为80,850.00吨/年、358,000.00吨/年和500,000.00吨/年。产能利用率方面，2016年尽管钢铁行业有所复苏，但是耐火材料属于消耗性材料，下游行业的回暖传导至耐材行业的影响并不明显，且有利形势传导至耐材行业基本已到三季度末；同时，公司加强了订单质量管控，放弃了一些效益不理想的订单。受以上因素影响，公司功能性耐火材料产品产能利用率仍然较低，不定型耐火材料产品产能利用率出现明显下降，二者分别为49.45%和48.26%，其中不定型耐火材料产品产能利用率下降了11.28个百分点。而受下游水泥行业低迷影响，公司定型耐火材料产品2016年产能利用率下降至46.51%，较2015年下降了28.01个百分点。

表 4 公司主要产品产能利用以及销售情况

	项目	功能性耐火材料	定型耐火材料	不定型耐火材料
2016 年	产能（吨/年）	80,850.00	358,000.00	500,000.00
	产量（吨）	39,976.77	166,492.58	241,311.00
	销量（吨）	44,500.69	229,889.54	292,496.62
	产能利用率	49.45%	46.51%	48.26%
	销售均价（元/吨）	15,995.62	3,667.89	2,142.79
2015 年	产能（吨/年）	80,850.00	358,000.00	500,000.00
	产量（吨）	37,013.72	266,785.97	297,671.80
	销量（吨）	44,295.19	296,024.02	341,614.39
	产能利用率	45.78%	74.52%	59.53%
	销售均价（元/吨）	16,731.79	3,727.87	2,069.60

注：由于耐火材料品种较多，公司为了节约成本对部分市场需求量少和特殊性能的耐材产品采用外协加工的方式进行生产。

资料来源：公司提供

2016年公司功能性耐火材料产、销量分别为39,976.77吨和44,500.69吨，同比分别增长了8.01%和0.46%；不定型耐火材料产、销量分别为241,311.00吨和292,496.62吨，同比分别下降18.93%和14.38%；定型耐火材料产、销量分别为166,492.58吨和229,889.54吨，同比分别下降37.59%和22.34%。价格方面，钢铁公司等客户具有较强的议价权，为降低采购成本，压低耐火材料产品价格，2016年功能性耐火材料均价为15,995.62元/吨，同比下降4.40%，不定型耐火材料均价为2,142.79元/吨，同比增长3.54%；定型耐火材料均价同比下降了1.61%。受销量及价格下滑影响，2016年公司功能性耐火材料、不定型耐火材料及定型耐火材料销售收入分别下降了3.96%、11.35%和23.59%，公司营业收入同比下降16.29%。同时，受销售价格下降影响，定型耐火材料和不定型耐火材料毛利率分别下降了2.83个百分

点和0.95个百分点。

由于2016年度水泥行业控制新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产，直接导致对耐火材料需求的减少；同时，中建材旗下的水泥企业纷纷采取了集团内部采购耐火材料的模式，导致外部招标采购比例减少，使得郑州华威原有市场客户减少；此外，水泥企业盈利水平的下降也对招标价格和回款产生了部分负面影响。受以上不利因素影响，公司环保材料事业部市场开拓难度增加，销售费用、财务费用有所增加。郑州华威和郑州汇特耐火材料有限公司（以下简称“郑州汇特”）2016年度经营业绩均未完成预期。具体来看，2016年郑州华威和郑州汇特分别实现营业收入16,235.71万元和11,996.14万元，同比分别下降43.15%和54.14%；净利润分别为-119.73万元和-5,297.68万元，较2015年也均大幅下降。鉴于郑州华威2016年业绩远未达预期，公司将因合并郑州华威形成的商誉23,073.56万元全额计提减值准备。

表 5 郑州华威和郑州汇特主要财务指标（单位：万元）

公司	指标	2016 年	2015 年	2016 年同比变化
郑州华威	总资产	38,466.42	42,453.40	-9.39%
	净资产	28,179.37	29,299.10	-3.82%
	营业收入	16,235.71	28,559.94	-43.15%
	营业利润	161.50	3,358.49	-95.19%
	净利润	-119.73	2,852.79	-104.20%
郑州汇特	总资产	52,193.24	64,961.17	-19.65%
	净资产	27,168.86	32,466.54	-16.32%
	营业收入	11,996.14	26,157.10	-54.14%
	营业利润	-5,834.41	-2,871.24	103.20%
	净利润	-5,297.68	-2,453.13	-

资料来源：公司 2015-2016 年年报，鹏元整理

此外，2016年公司原材料事业板块实现营业收入10,609.32万元，同比上升了6.75%。2016年公司成立了镁质原料采供中心，将原各分子公司镁质原料分散采购职能逐步切换到镁质原料采供中心，通过发挥集团联合采购的优势，提升议价能力，综合降低镁质原料采购价格。公司烧结镁砂生产持续稳定、板刚玉生产实现达产、镁砂贸易量不断提升，产品毛利率比计划毛利率提高5.23%，带动公司其他类收入毛利率较2016年提升了7.97个百分点。

公司客户仍主要集中于钢铁行业，且客户集中度较高；公司整体承包销售收入占比有所提升，有利于增强客户粘性；海外收入持续下降，且面临汇率波动风险和市场风险

公司产品下游应用领域主要集中于钢铁及水泥行业。2016年钢铁行业销售占比为

85.83%，较2015年上升了8.10个百分点；水泥行业销售占比为4.96%，较2015年下降了3.50个百分点；有色金属和铸造行业销售占比分别为3.90%和3.00%，较2015年也均有所下降。总体来看，公司产品钢铁行业的销售占比上升明显，处于很高水平，经营对钢铁行业依赖大，而受郑州华威和郑州汇特业绩大幅下滑影响，水泥行业销售占比下滑明显。根据《钢铁工业调整升级规划（2016-2020年）》，预计2020年我国粗钢产量为7.5亿-8亿吨，相比于2016年的产量水平，2020年粗钢产量或将出现下降。未来近年钢铁行业去产能的过程中，耐火材料行业也将被传导到去产能、减量化的链条。

表 6 公司产品分行业销售情况（单位：万元）

行业	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
钢铁行业	200,706.47	85.83%	217,158.05	77.73%
水泥行业	11,599.39	4.96%	23,636.79	8.46%
有色金属	9,116.69	3.90%	13,258.95	4.75%
铸造行业	7,019.78	3.00%	13,311.94	4.76%
碳素行业	4,376.74	1.87%	10,839.88	3.88%
电力行业	1,035.01	0.44%	1,167.88	0.42%
合计	233,854.08	100.00%	279,373.50	100.00%

资料来源：公司提供

从公司产品销售客户来看，前五大客户均为大型国有钢铁集团，2016年公司前五大客户销售收入占当年营业收入的比重为33.10%，较2015年略有上升，公司客户集中度相对较高。

表 7 公司前五大客户销售收入以及销售占比情况（单位：万元）

报告期	客户名称	销售收入	销售占比
2016年	武汉钢铁集团	33,212.36	14.20%
	宝山钢铁集团	12,734.27	5.45%
	河北钢铁集团	14,251.79	6.09%
	杭州钢铁集团	9,887.10	4.23%
	鞍本钢铁集团	7,309.85	3.13%
	合计	77,395.38	33.10%
2015年	武汉钢铁集团	33,086.13	11.84%
	宝山钢铁集团	25,943.47	9.29%
	河北钢铁集团	18,264.85	6.54%
	首都钢铁集团	7,541.78	2.70%
	鞍本钢铁集团	7,403.56	2.65%
	合计	92,239.79	33.02%

资料来源：公司提供

公司的销售模式可分为单体销售和整体承包，单体销售即按照产品销售的数量计价，整体承包即承包整条或部分钢铁生产线，每年按钢材的产量进行结算。与单独销售模式相比，整体承包模式促使耐火材料企业有充分的动力去研究开发符合客户新要求、性能更良好及市场新趋势的产品与服务，有利于促进供求双方形成互利共赢的利益共同体。2016年，公司整体承包模式收入占营业收入的比重为48.26%，占比较2015年上升了7.11个百分点。随着整体承包模式的比重的提高，亦有利于促使公司增强客户粘性，为公司带来一定程度的利润水平的提升。

表 8 公司不同销售模式的销售情况（单位：万元）

销售模式	2016 年		2015 年	
	收入	收入占比	收入	收入占比
整体承包	112,851.37	48.26%	114,949.82	41.15%
单独销售	121,002.71	51.74%	164,423.68	58.85%
合计	233,854.08	100.00%	279,373.50	100.00%

资料来源：公司提供

凭借生产技术、性价比等综合实力的增强，近年来公司海外市场销售规模较大。2016年公司海外营销部积极开拓新兴市场，在哈萨克斯坦、阿塞拜疆等中亚地区和波兰等东欧地区获得了部分重要钢铁企业的新订单。2016年公司海外收入同比下降14.86%，但是仍达36,438.41万元，占营业收入的比重为15.58%，占比较2015年略有上升。

海外结算方面，尽管公司针对海外销售采取了用合同约定一定期限内结算价格不变、远期结售汇等方式，在一定程度上规避汇率波动的风险，但公司仍然会面临一定的汇率风险。2016年随着人民币的贬值，公司实现汇兑收益2,919.37万元，收益规模进一步扩大，未来随着人民币汇率波动区间的扩大，公司仍可能面临一定的汇率波动风险。同时，公司海外销售中销往俄罗斯和乌克兰产品较多，2016年末应收乌克兰-AMK钢厂和乌克兰-DMKD钢厂账款分别达7,950.43万元和5,041.72万元，且部分账龄较长。目前，乌克兰政治局势动荡、俄罗斯经济低迷，都加重了公司海外业务的市场风险。

表 9 公司产品分地区销售情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
国内	197,415.67	84.42%	236,576.62	84.68%
国外	36,438.41	15.58%	42,796.88	15.32%
合计	233,854.08	100.00%	279,373.50	100.00%

资料来源：公司提供

公司直接材料成本占公司营业成本的比重在70%以上。公司采购的原材料主要为氧化铝、镁质、铝矾土、棕刚玉、白刚玉、莫来石及石墨等大宗原料，由于原材料采购量较大

且占公司相关产品的成本比重较大，公司制定了严格的《采购管理制度》并积极推动集团化采购。2016年公司镁质类采购均价保持稳定，为1,490元/吨；氧化铝类采购均价为4,010元/吨，同比下降了16.51%；而铝矾土类采购均价同比上涨了15.87%。而随着公司业务规模的下降，镁质类、氧化铝类及铝矾土类采购量分别下降了12.74%、23.95%和51.18%。

表 10 公司产品主要原材料采购均价变化情况（单位：吨、元/吨）

原材料	2016年		2015年	
	数量	均价	数量	均价
氧化铝类	33,607	4,010	44,188	4,803
镁质类	127,279	1,490	145,863	1,489
铝矾土类	76,434	1,438	156,569	1,241

注：公司镁质类主要是指镁砂类镁质原料，主要包括电熔、高纯、高钙低硅、中档及烧结镁砂等；铝矾土类主要是指特级高铝、三级高铝及棕刚玉等。

资料来源：公司提供

从公司前五大供应商来看，2016年有3家出现了变化。2016年前五大供应商采购金额合计16,116.15万元，占比为15.30%，虽然较2015年上升了4.91个百分点，但是尚处于较低水平，不存在对单一供应商过度依赖情况。

表 11 公司前五大供应商以及采购占比情况（单位：万元）

报告期	供应商名称	采购金额	采购占比
2016年	云南昆钢桥钢有限公司	6,564.60	6.23%
	安迈铝业（青岛）有限公司	2,986.09	2.83%
	唐山时创高温材料股份有限公司	2,315.74	2.20%
	安徽马钢耐火材料有限公司	2,282.37	2.17%
	安徽省萧县华龙耐火材料有限责任公司	1,967.36	1.87%
	合计	16,116.15	15.30%
2015年	安徽马钢耐火材料有限公司	4,287.93	3.16%
	安迈铝业（青岛）有限公司	3,539.27	2.61%
	云南泛亚电子商务有限公司	2,279.35	1.68%
	孝义濮耐高铝材料有限公司	2,229.32	1.64%
	安阳市定兴冶金耐材有限责任公司	1,764.05	1.30%
	合计	14,099.92	10.39%

资料来源：公司提供

公司继续投入大量资金进行技术研发，有利于提升公司产品市场竞争力

跟踪期内，公司仍然注重耐火材料新技术、新产品、新工艺和新装备的研发。目前，公司拥有以前瞻性研究为主的北京科技研发中心和以应用型研究开发为主的濮阳技术中心。2016年公司研发投入为11,228.03万元，同比下降9.22%，但是仍维持较大规模，且占营业收入的比重上升至4.80%。2016年公司3个科研项目通过河南省科学技术厅鉴定并被认

定为国际先进水平，申请专利13项，其中“连铸用功能耐火材料再生利用技术及应用”及“RH炉浸渍管用高抗热震刚玉浇注料的研制”被河南省耐材协会评定为河南省科技成果。截至2016年末，公司合计拥有各项有效技术专利180项，其中发明42个、实用新型138个。持续的研发投入将有助于进一步完善公司现有产品结构，提升公司产品市场竞争力。

表 12 公司研发投入金额以及占营业收入的比例情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
研发投入金额	11,228.03	12,368.62
研发投入占营业收入比例	4.80%	4.43%

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中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2016年及2017年1-3月公司合并报表范围子公司无变化。

资产结构与质量

公司资产规模有所下降，仍以应收账款和存货为主，且应收账款存在坏账风险，存货面临一定的跌价风险

随着商誉的减值，公司资产规模有所下降，2017年3月末为485,176.69万元，较2015年末下降5.88%。从资产结构来看，仍以流动资产为主，且占比有所上升，2017年3月末流动资产占比为74.57%，较2015年末上升了4.03个百分点。

表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年 3 月		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	29,596.40	6.10%	16,464.70	3.52%	12,486.11	2.42%
应收票据	40,597.49	8.37%	43,784.79	9.36%	34,764.28	6.74%
应收账款	195,728.13	40.34%	190,458.78	40.70%	213,212.91	41.36%
存货	85,256.82	17.57%	83,287.11	17.80%	94,136.97	18.26%
流动资产合计	361,773.65	74.57%	342,821.52	73.25%	363,623.59	70.54%
固定资产	63,420.22	13.07%	65,081.80	13.91%	72,276.27	14.02%
无形资产	24,673.11	5.09%	24,814.94	5.30%	25,454.24	4.94%

商誉	23,036.18	4.75%	23,036.18	4.92%	46,109.74	8.94%
非流动资产合计	123,403.03	25.43%	125,167.95	26.75%	151,861.90	29.46%
资产总计	485,176.69	100.00%	467,989.47	100.00%	515,485.50	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、应收账款和存货。2016 年末公司货币资金共 16,464.70 万元，其中银行承兑汇票保证金存款 1,165.58 万元，使用受限；2017 年 3 月末公司货币资金增加至 29,596.40 万元，主要系新取得银行借款所致。公司应收票据主要为银行承兑汇票和商业承兑汇票，2016 年末应收票据为 43,784.79 万元，同比增长 25.95%，包括银行承兑汇票 18,732.80 万元、商业承兑汇票 22,904.88 万元、信用证 2,147.10 万元，公司应收票据中存在质押的金额为 3,497.86 万元。

跟踪期内，公司加强应收账款催收力度及订单质量控制，应收账款规模略有下降。2016 年末公司应收账款为 190,458.78 万元，同比下降 10.67%，为近年首次出现下降。但是应收账款占总资产的比重仍高达 40.70%。公司应收账款主要集中于大型钢铁集团及水泥厂，近年受下游行业产能过剩及经济度下滑影响，应收账款账龄较长，其中账龄在 1 年以内的占比 61.36%，占比较 2015 年末下降 11.74 个百分点；1-2 年的占比 21.83%，占比较 2015 年末上升 4.34 个百分点；2-3 年的占比 11.64%，占比较 2015 年末上升 4.99 个百分点；3 年以上的占比 5.16%，整体来看公司应收账款账龄有所增长。2016 年末公司应收账款共计提坏账准备 28,870.54 万元。其中对安宁市永昌钢铁有限公司（以下简称“永昌钢铁”）应收账款 2,355.88 万元，因永昌钢铁经营困难，公司全额计提坏账准备。综合来看，公司应收账款规模较大，对营运资金形成较大占用，且存在一定的坏账风险。

公司存货主要包括原材料、在产品产成品和库存商品等，跟踪期内公司存货规模略有下降，2016 年末共 83,287.11 万元，占总资产的比重为 17.80%，其中库存商品 53,345.87 万元、原材料 24,520.34 万元，近年铝矾土、菱镁矿等原材料价格波动较大，公司原材料存在一定的跌价风险。

公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和商誉构成。公司固定资产主要为房屋建筑物、生产设备、运输设备、电子设备等，2016 年末固定资产账面价值为 65,081.80 万元，同比下降 9.95%，主要系折旧所致。公司无形资产主要是土地使用权和采矿权，跟踪期内变化不大。2016 年郑州华威业绩大幅下滑，公司将因合并郑州华威形成的商誉 23,073.56 万元全额计提减值准备。2016 年末公司商誉尚有 23,036.18 万元，主要为上海宝明耐火材料有限公司 13,276.68 万元、马鞍山市雨山冶金新材料有限公司 8,100.05 万元及云南濮耐昆钢高温材料有限公司 1,036.81 万元，在行业持续低迷的情况下，未来仍面临减值的可能性。

总体来看，公司资产规模有所下降，资产中应收账款和存货占比较大，对资金占用较多，且应收账款存在坏账风险，存货面临一定的跌价风险。

资产运营效率

公司资产运营效率有所下降

近年钢铁及水泥行业的不景气使得公司钢铁和水泥客户利润下滑和资金面紧张，付款周期有所延长，公司应收账款账龄明显增长。同时，2016 年公司加强订单质量控制、下游水泥行业不景气导致郑州华威和郑州汇特业绩大幅下滑，公司营业收入及营业成本同比分别下降了 16.29%和 16.47%。尽管公司应收账款规模和存货规模均略有下降，但是应收账款和存货周转天数仍分别增加了 84.97 天和 14.69 天，而应付账款周转天数增长了 31.40 天。2016 年公司净营业周期为 299.90 天，较 2015 年延长了 68.26 天。

随着营业收入的下降，2016 年公司流动资产、固定资产及总资产周转率亦均有所下滑。整体来看，公司资产运营效率下滑明显。

表14 公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	371.17	286.20
存货周转天数	195.02	180.33
应付账款周转天数	266.29	234.89
净营业周期	299.90	231.64
流动资产周转天数	543.76	443.01
固定资产周转天数	105.73	96.09
总资产周转天数	756.99	647.80

资料来源：公司2015-2016年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入有所下降，且坏账损失和商誉减值损失均明显上升，导致公司营业利润出现较大亏损

2016年公司实现营业收入233,854.08万元，同比下降16.29%，主要系公司加强订单质量控制，以及郑州华威和郑州汇特业绩大幅下降所致；综合毛利率为29.97%，保持稳定。2016年公司资产减值损失达31,029.06万元，同比增长231.82%，其中坏账损失7,955.50万元，同比增长10.49%，主要系公司下游客户集中在钢铁、水泥及有色金属行业，部分欠款客户经营困难，已失去偿还货款的能力。另外，郑州华威业绩大幅下降，公司计提商誉减值损失23,073.56万元。受资产减值损失大幅上升影响，2016年公司营业亏损达17,848.52万元。

考虑到2016年末公司应收账款仍高达190,458.78万元，商誉规模仍有23,036.18万元，而下游行业仍未明显回暖，公司仍面临较大资产减值损失的可能性。

期间费用率方面，公司采取加强费用控制等措施使得管理费用和销售费用均有所下降，尽管2016年公司计入财务费用的利息支出达到了5,503.33万元，但是受人民币贬值影响，公司汇兑收益达到了2,919.37万元，使得财务费用下降了36.46%。2016年公司期间费用率为23.29%，较2015年略有上升，主要系营业收入下降较多所致。较高的期间费用率对利润形成了一定的侵蚀。

2016年公司实现营业外收入2,589.17万元，同比增长9.48%，主要为政府补助，未来需关注该部分收入的持续性。2016年公司利润总额为-16,621.11万元，较2015年大幅下降。

2017年一季度公司实现营业收入57,582.31万元，同比增长5.21%，毛利率上升至32.70%；实现利润总额4,268.57万元，同比增长19.48%，收入和盈利均有所改善。

表15 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
营业收入	57,582.31	233,854.08	279,373.50
资产减值损失	662.50	31,029.06	9,351.16
营业利润	3,807.29	-17,848.52	9,297.16
营业外收入	569.08	2,589.17	2,364.88
利润总额	4,268.57	-16,621.11	11,215.37
净利润	3,553.14	-17,644.27	8,880.40
综合毛利率	32.70%	29.97%	29.82%
期间费用率	23.99%	23.29%	22.53%
总资产回报率	-	-2.26%	3.37%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营回款情况有所好转，经营活动现金流净额大幅改善

跟踪期内，公司加强应收账款催收力度和订单质量控制，经营回款情况有所好转。2016 年公司经营收现比为 0.75，较 2015 年的 0.56 有所提高，公司应收账款规模略有下降。受回款情况改善影响，2016 年公司经营活动现金流净额大幅增加，净流入规模为 17,589.43 万元。营运资本方面，2016 年公司经营性应收项目和存货均略有下降，对营运资金占用有所减少，但是公司应付账款亦出现较大下降，对供应商资金占用有所减少，营运资本减少 6,429.58 万元。

2016 年公司投资活动现金流入和流出规模均不大，全年合计净流出 433.63 万元。目

前公司无大型在建项目，后续投资支出压力不大。筹资活动方面，2016 年净流出 11,603.47 万元，较 2015 年大幅下降，主要系 2015 年收到发行债券款项 2.98 亿元和吸收投资款项 14,988 万元所致。

表 16 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	0.75	0.56
净利润	-17,644.27	8,880.40
营运资本变化	-6,429.58	-40,951.08
其中：存货减少（减：增加）	10,849.86	8,142.94
经营性应收项目的减少（减：增加）	5,820.80	-57,668.18
经营性应付项目的增加（减：减少）	-23,100.24	8,574.16
经营活动产生的现金流量净额	17,589.43	-8,760.14
投资活动产生的现金流量净额	-433.63	1,853.04
筹资活动产生的现金流量净额	-11,603.47	9,483.56
现金及现金等价物净增加额	5,729.07	2,872.97

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模仍较大，面临一定的刚性债务压力

2017年3月末公司所有者权益合计246,458.68万元，较2015年末下降了6.44%，主要系亏损所致。而同期负债总额为238,718.01万元，较2015年末下降5.29%，主要系应付账款下降所致。2017年3月末公司负债与所有者权益比率为96.86%，权益对负债的覆盖程度一般。

表 17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
负债总额	238,718.01	225,182.58	252,059.42
所有者权益	246,458.68	242,806.89	263,426.07
负债与所有者权益比率	96.86%	92.74%	95.69%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

从公司负债结构看，仍以流动负债为主，2017年3月末流动负债占总负债的比重为76.76%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据和应付账款构成。2016年末公司短期借款共44,659.07万元，同比有所增长，包括保证借款35,459.07万元、信用借款9,000.00和抵押借款200.00万元，2017年3月末公司短期借款增长至58,406.28万元，占总负债的比重达24.47%。2016年末，公司应付票据为22,884.32万元，同比下降10.00%，其中商业承兑汇票16,481.93万元、银行承兑汇票6,402.39万元。公司应付账款为应付的原材料采购款及施工

款，2016年末为88,970.78万元，同比下降15.25%，其中账龄在1年以内的占比87.15%。公司非流动负债主要是应付债券，应付债券为公司于2013年发行的本期债券及2015年发行的“15濮耐01”。

表18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	58,406.28	24.47%	44,659.07	19.83%	41,100.00	16.31%
应付票据	24,907.53	10.43%	22,884.32	10.16%	25,428.42	10.09%
应付账款	86,971.75	36.43%	88,970.78	39.51%	104,977.29	41.65%
流动负债合计	183,241.21	76.76%	169,632.15	75.33%	188,808.06	74.91%
应付债券	52,384.47	21.94%	52,356.42	23.25%	59,626.44	23.66%
非流动负债合计	55,476.80	23.24%	55,550.44	24.67%	63,251.37	25.09%
负债合计	238,718.01	100.00%	225,182.58	100.00%	252,059.42	100.00%
其中：有息负债	135,698.28	56.84%	119,899.81	53.25%	126,154.86	50.05%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

截至2017年3月末，包括短期借款、应付票据、长期借款和应付债券在内的有息负债总额135,698.28万元，较2015末增长7.56%，其中短期有息负债为83,313.81万元，占比为61.40%。

从公司的财务弹性来看，截至2016年末公司在各类银行获得授信额度为118,000万元，尚未使用额度68,711万元。同时，公司近年通过非公开发行股票及公司债券等渠道在资本市场上进行融资，融资渠道较为畅通。整体看，公司备用流动性尚可。

从各项偿债指标来看，截至2017年3月末，公司资产负债率为49.20%，较2015年末略有上升。公司负债以流动负债为主，流动比率及速动比率指标仍表现较弱。2016年公司利润出现较大亏损，EBITDA下降至负值，对利息的保障度极弱。

表19 公司主要偿债能力指标变动情况

项目	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	49.20%	48.12%	48.90%
流动比率	1.97	2.02	1.93
速动比率	1.51	1.53	1.43
EBITDA（万元）	-	-1,555.46	26,897.30
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.28	4.71
有息负债/EBITDA		-77.08	4.69

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期内，公司坚持狠抓回款、保证现金流的经营策略，经营回款情况有所好转，经营活动现金流净额大幅改善；公司继续保持研发投入，有利于提升产品市场竞争力。

同时我们也关注到了，2016年以来尽管下游钢铁、建材行业增速有所回升，但是增速仍处于较低水平，且回暖效应传导至耐火材料行业过程缓慢，2016年公司主要产品产能利用率均不足50%；公司产品主要集中于钢铁行业，钢铁行业持续去产能对耐火材料行业需求的增长产生不利影响；公司海外收入规模仍较大，且销往俄罗斯和乌克兰产品较多，面临一定的汇率和市场风险；应收账款规模大，面临一定的坏账风险；存货规模仍较大，存在一定的跌价风险；公司营业收入出现明显下滑，且受计提的坏账损失及商誉减值损失增加影响，公司营业利润出现较大亏损；公司有息负债规模仍较大，面临一定的刚性债务压力。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为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	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
流动资产：				
货币资金	29,596.40	16,464.70	12,486.11	14,964.27
应收票据	40,597.49	43,784.79	34,764.28	30,730.55
应收账款	195,728.13	190,458.78	213,212.91	165,490.50
预付款项	5,061.37	3,762.69	2,972.47	4,248.20
其他应收款	5,281.22	4,490.22	4,871.09	4,810.50
存货	85,256.82	83,287.11	94,136.97	102,279.91
其他流动资产	252.23	573.24	1,179.77	1,444.12
流动资产合计	361,773.65	342,821.52	363,623.59	323,968.04
非流动资产：				
可供出售金融资产	4,405.18	4,405.18	905.17	905.17
长期股权投资	482.34	503.60	667.75	684.89
固定资产	63,420.22	65,081.80	72,276.27	76,868.26
在建工程	1,000.44	1,201.71	1,377.56	9,223.35
无形资产	24,673.11	24,814.94	25,454.24	25,814.62
商誉	23,036.18	23,036.18	46,109.74	48,260.92
长期待摊费用	511.63	555.25	736.37	925.29
递延所得税资产	5,873.94	5,569.30	4,263.82	3,295.61
其他非流动资产	-	-	70.98	-
非流动资产合计	123,403.03	125,167.95	151,861.90	165,978.11
资产总计	485,176.69	467,989.47	515,485.50	489,946.15
流动负债：				
短期借款	58,406.28	44,659.07	41,100.00	62,170.67
应付票据	24,907.53	22,884.32	25,428.42	26,075.59
应付账款	86,971.75	88,970.78	104,977.29	99,358.42
预收款项	2,232.16	1,560.68	3,155.34	3,842.83
应付职工薪酬	2,170.93	4,242.48	3,958.28	3,287.53
应交税费	1,724.40	1,596.19	2,191.72	1,484.89
应付利息	2,495.40	1,726.38	2,041.71	1,452.84
应付股利	248.86	248.86	168.21	12.05
其他应付款	4,083.91	3,743.37	5,787.08	13,805.73
流动负债合计	183,241.21	169,632.15	188,808.06	211,490.55
非流动负债：				
应付债券	52,384.47	52,356.42	59,626.44	29,784.69

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
预计负债				163.23
递延收益-非流动负债	3,092.32	3,194.02	3,624.92	3,983.91
其他非流动负债				
非流动负债合计	55,476.80	55,550.44	63,251.37	33,931.83
负债合计	238,718.01	225,182.58	252,059.42	245,422.38
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	88,086.83	88,086.83	89,005.92	86,338.63
资本公积金	97,142.15	97,142.15	96,850.65	84,570.44
减：库存股	-	-	419.16	-
其它综合收益	-1,097.63	-1,150.65	-885.16	-756.79
专项储备	357.65	334.37	262.16	131.36
盈余公积金	9,492.63	9,492.63	8,074.59	7,256.51
未分配利润	44,801.84	41,343.91	63,899.30	60,699.17
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	238,783.48	235,249.26	256,788.29	238,239.32
少数股东权益	7,675.20	7,557.63	6,637.78	6,284.45
所有者权益合计	246,458.68	242,806.89	263,426.07	244,523.77
负债和所有者权益总计	485,176.69	467,989.47	515,485.50	489,946.15

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年	2014 年
一、营业总收入	57,582.31	233,854.08	279,373.50	261,100.91
营业收入	57,582.31	233,854.08	279,373.50	261,100.91
二、营业总成本	53,753.76	251,583.94	270,287.72	242,148.38
其中：营业成本	38,755.32	163,757.02	196,053.58	181,154.21
税金及附加	523.21	2,323.87	1,948.13	1,680.13
销售费用	5,957.58	25,468.82	30,718.18	26,280.48
管理费用	6,337.40	27,298.48	29,530.78	25,471.87
财务费用	1,517.75	1,706.70	2,685.90	4,918.12
资产减值损失	662.50	31,029.06	9,351.16	2,643.57
加：投资收益	-21.25	-118.66	211.38	-6.04
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-21.25	-164.16	-17.13	-6.04
三、营业利润	3,807.29	-17,848.52	9,297.16	18,946.49
加：营业外收入	569.08	2,589.17	2,364.88	939.88
减：营业外支出	107.81	1,361.76	446.67	466.94
其中：非流动资产处置净损失	4.85	121.19	223.72	60.74
四、利润总额	4,268.57	-16,621.11	11,215.37	19,419.43
减：所得税	715.43	1,023.16	2,334.97	2,905.94
五、净利润	3,553.14	-17,644.27	8,880.40	16,513.48
归属于母公司所有者的净利润	3,457.93	-18,494.73	8,463.65	16,212.21
少数股东损益	95.21	850.46	416.76	301.27

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	42,476.36	176,345.46	155,290.14	174,995.31
收到的税费返还	158.52	1,036.01	442.98	-
收到其他与经营活动有关的现金	198.95	2,114.47	2,482.93	2,207.30
经营活动现金流入小计	42,833.83	179,495.93	158,216.04	177,202.61
购买商品、接受劳务支付的现金	24,864.42	85,484.67	83,591.01	96,245.49
支付给职工以及为职工支付的现金	10,397.12	33,000.77	36,201.92	28,255.70
支付的各项税费	4,460.95	20,579.82	24,614.13	21,577.22
支付其他与经营活动有关的现金	3,259.28	22,841.24	22,569.12	16,472.76
经营活动现金流出小计	42,981.76	161,906.50	166,976.19	162,551.17
经营活动产生的现金流量净额	-147.93	17,589.43	-8,760.14	14,651.44
二、投资活动产生的现金流量：				
取得投资收益收到的现金	-	45.50	50.12	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	21.90	211.03	10.15	30.22
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	3,783.11	-
收到其他与投资活动有关的现金	-	-	-	148.10
投资活动现金流入小计	21.90	256.53	3,843.38	178.32
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	216.22	690.15	490.34	1,015.55
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	1,500.00	-
投资活动现金流出小计	216.22	690.15	1,990.34	1,015.55
投资活动产生的现金流量净额	-194.32	-433.63	1,853.04	-837.23
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	-	14,988.40	-
取得借款收到的现金	54,574.13	98,019.15	91,482.72	63,220.42
收到其他与筹资活动有关的现金	-	700.00	-	2,000.00
发行债券收到的现金	-	-	29,800.00	-
筹资活动现金流入小计	54,574.13	98,719.15	136,271.12	65,220.42
偿还债务支付的现金	40,826.93	94,460.08	112,553.39	67,382.73
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	598.17	8,065.28	7,503.43	10,163.26
支付其他与筹资活动有关的现金	-	7,797.26	6,730.74	-
筹资活动现金流出小计	41,425.11	110,322.62	126,787.56	77,545.99
筹资活动产生的现金流量净额	13,149.03	-11,603.47	9,483.56	-12,325.57

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年	2014 年
四、汇率变动对现金的影响	-18.07	176.73	296.52	114.11
五、现金及现金等价物净增加额	12,788.71	5,729.07	2,872.97	1,602.75
加：期初现金及现金等价物余额	15,299.12	9,570.05	6,697.08	5,094.33
六、期末现金及现金等价物余额	28,087.83	15,299.12	9,570.05	6,697.08

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	-17,644.27	8,880.40	16,513.48
加：资产减值准备	31,029.06	9,351.16	2,643.57
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	8,408.14	9,111.11	7,183.89
无形资产摊销	542.16	611.16	427.46
长期待摊费用摊销	612.02	243.89	5.27
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-90.70	218.40	22.77
固定资产报废损失	2.78		3.02
财务费用	2,583.96	5,715.77	6,071.73
投资损失	-118.66	211.38	-6.04
递延所得税资产减少	-1,298.45	-975.46	-492.04
递延所得税负债增加	-7.03	7.25	-
存货的减少（减：增加）	10,849.86	8,142.94	2,602.31
经营性应收项目的减少（减：增加）	5,820.80	-57,668.18	-17,015.02
经营性应付项目的增加（减：减少）	-23,100.24	8,574.16	-5,669.70
其他		-1,184.12	2,360.74
经营活动产生的现金流量净额	17,589.43	-8,760.14	14,651.44
现金的期末余额	15,299.12	9,570.05	6,697.08
减：现金的期初余额	9,570.05	6,697.08	5,094.33
现金及现金等价物净增加额	5,729.07	2,872.97	1,602.75

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

指标名称	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
有息负债（万元）	135,698.28	119,899.81	126,154.86	118,030.95
资产负债率	49.20%	48.12%	48.90%	50.09%
流动比率	1.97	2.02	1.93	1.53
速动比率	1.51	1.53	1.43	1.05
负债与所有者权益比率	96.86%	92.74%	95.69%	100.37%
EBITDA（万元）	-	-1,555.46	26,897.30	31,786.64
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.28	4.71	6.69
有息负债/EBITDA	-	-77.08	4.69	3.71
综合毛利率	32.70%	29.97%	29.82%	30.62%
总资产回报率	-	-2.26%	3.37%	5.57%
期间费用率	23.99%	23.29%	22.53%	21.70%
收现比	0.74	0.75	0.56	0.67
应收账款周转天数（天）	-	371.17	286.20	235.55
存货周转天数（天）	-	195.02	180.33	188.87
应付账款周转天数（天）	-	266.29	234.89	222.14
净营业周期（天）	-	299.90	231.64	202.28
流动资产周转天数（天）	-	543.76	443.01	396.16
固定资产周转天数（天）	-	105.73	96.09	94.07
总资产周转天数（天）	-	756.99	647.80	598.57

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	流动资产周转天数（天）	$180 \times (\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额}) / \text{营业收入}$
	固定资产周转天数（天）	$180 \times (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / \text{营业收入}$
	应收账款周转天数（天）	$180 \times (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / \text{营业收入}$
	存货周转天数（天）	$180 \times (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / \text{营业成本}$
	应付账款周转天数（天）	$180 \times (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / \text{营业成本}$
	净营业周期（天）	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	总资产周转天数（天）	$180 \times (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / \text{营业收入}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
现金流	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
资本结构及财务安全性	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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息负债	长期借款 + 应付债券
	短期有息负债	短期借款 + 应付票据
	有息负债	长期有息负债 + 短期有息负债

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。